

Universidad Rey Juan Carlos

Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

**Departamento de Economía de la Empresa  
(Administración, Dirección y Organización), Economía  
Aplicada II y Fundamentos del Análisis Económico**



**LA REESTRUCTURACIÓN DE LA CARTERA DE  
NEGOCIOS: EVIDENCIA TEÓRICA Y EMPÍRICA EN EL  
CONTEXTO EUROPEO**

TESIS DOCTORAL

Presentada por: D<sup>a</sup>. Angélica María Sánchez Riofrío

Dirigida por: Dr. D<sup>o</sup>. Luis Ángel Guerras Martín y  
Dr. D<sup>o</sup>. Francisco Javier Forcadell Martínez

**Madrid, julio 2014**





Universidad  
Rey Juan Carlos

Facultad de C.C. Jurídicas y Sociales  
Campus de Vicálvaro

Madrid, 15 de Julio 2014

D. Luis Ángel Guerras Martín, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Catedrático en Organización de Empresas de la Universidad Rey Juan Carlos y D. Francisco Javier Forcadell Martínez, Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales y Profesor Titular de la Universidad Rey Juan Carlos, en nuestra condición de doctores de la presente tesis doctoral, informamos favorablemente sobre ésta.

Como directores manifestamos que la Tesis Doctoral: “La Reestructuración de la Cartera de Negocios: Evidencia Teórica y Empírica en el Contexto Europeo” cumple los requisitos de todo trabajo de investigación. En concreto, hemos comprobado la originalidad e importancia del tema que investiga, su claridad en la definición de objetivos, el rigor tanto en el diseño como en la metodología empleada y el detalle y consistencia con que aborda la discusión de los resultados.

Por ello, nos resulta especialmente grato avalar la capacidad investigadora de la doctoranda Angélica María Sánchez Riofrío, y por tanto, consideramos que la presente Tesis reúne los requisitos para su defensa y aprobación.

Fdo.

Dr. D. Luis Ángel Guerras Martín

Dr. D. Francisco Javier Forcadell Martínez



*“El genio se hace con un 1% de talento, y un 99% de trabajo”*

Albert Einstein

*A mi esposo, mi hermano, mis padres y mis abuelos*



## Agradecimientos

La presente tesis doctoral es el resultado de un trabajo continuo a lo largo de varios años. Trabajo que no hubiera sido posible realizar sin la bendición de Dios y el apoyo sincero de todas aquellas personas e instituciones que de manera desinteresada han colaborado en la realización de la misma y a quienes me gustaría mostrar mi más sincero agradecimiento.

En primer lugar, quiero dar las gracias a mis directores de tesis, Luis Ángel Guerras Martín y Francisco Javier Forcadell Martínez, por la confianza depositada a lo largo de este tiempo. Sus conocimientos, experiencia, estímulo, ayuda, paciencia, comprensión, capacidad de síntesis y organización han conseguido que el presente trabajo llegue a buen puerto. Sobre todo, muchas gracias por su amistad y espero que a partir de hoy, podamos continuar colaborando juntos en varios proyectos en favor de nuestros respectivos países España y Ecuador.

En segundo lugar, quiero agradecer a la Universidad Rey Juan Carlos (URJC) y a los diferentes departamentos que me han apoyado, sobre todo al departamento de Economía de la Empresa (Administración, Dirección y Organización), Economía Aplicada II y Fundamentos del Análisis Económico. Además, quiero agradecer a los extraordinarios profesores de la URJC, personal de biblioteca, personal administrativo y de servicio y quienes no dudaron en ningún momento en compartir sus conocimientos y facilitarme las herramientas necesarias para el desarrollo de esta investigación. Un especial agradecimiento a Susana María García Moreno, Carmen de Pablos Heredero, José Ángel Zúñiga Vicente, Fernando García Muiña, Diana Benito Osorio, María Sacristán Navarro, María José Pinillos, María Auxiliadora de Vicente y Oliva y María Dolores López García, ¡muchas gracias!

En tercer lugar, quiero agradecer también, aquellos académicos de instituciones ajenas a la URJC que de alguna u otra manera han colaborado para la finalización de esta disertación: Henry Schildt, Lee Nordgren, Rick Vogel, Olle Persson, Guillermo Ronda Pupo, Lucio Fuentelsaz Lamata, Francisco Puig Blanco, Francisco de Borja Montañó Sanz, Edgar Lagonell Drayer, Julio Pindado García, Ignacio Requejo Puerto y Ana Isabel Fernández Mesa.

En cuarto lugar, quiero agradecer a todas aquellas personas e instituciones públicas y privadas en Ecuador quienes han estado pendientes de la realización de este trabajo y que de alguna u otra manera han colaborado para su finalización y difusión.

En quinto lugar, deseo agradecer a TODA mi familia en Ecuador: en Guayas, Loja, Pichincha, Orellana, Sucumbíos y en España: en Barcelona y Córdoba y a mis amigas y amigos en Europa, Asia, América, África y Australia porque nunca han perdido la fe en mí y esa confianza depositada y el temor a no defraudarlos ha sido, muchas veces, la motivación para continuar con este proceso de investigación.

Finalmente, quiero dar las gracias a mis padres por inculcarme con su ejemplo el sentido de la responsabilidad, excelencia, honestidad y trabajo diario factores claves para concluir esta Tesis Doctoral; y por supuesto a mi querido hermano con quien he compartido vivencias, experiencias y sueños para ser mejores personas y profesionales cada día. Por último deseo agradecer a la persona que me ha venido apoyando de cerca, mi esposo John Gabriel, y que desde un inicio ha confiado en mi capacidad para culminar este trabajo, éxito que ahora pertenece a los dos. Espero que podamos emprender muchos proyectos más y continuar juntos cosechando sus frutos.

Es muy complicado poder nombrar a todas aquellas personas que de alguna u otra manera, a lo largo de estos cuatro años, me han tendido su mano para poder culminar este trabajo por lo que me disculpo por su omisión y reitero mi agradecimiento. Algunas personas están aquí conmigo y otras en mis recuerdos y en mi corazón, sin importar en donde estén quiero darles las gracias por todo lo que me han brindado.

Aprovecho esta oportunidad para añadir mis más sinceras disculpas por los errores, deficiencias y omisiones existentes en el presente trabajo, de las cuales soy sin duda la única responsable.

# ÍNDICE

## Capítulo 1: INTRODUCCIÓN

1.1.	INTRODUCCIÓN.....	15
1.2.	JUSTIFICACIÓN Y OBJETIVOS.....	15
1.3.	LA REESTRUCTURACIÓN EMPRESARIAL.....	17
1.4.	LA REESTRUCTURACIÓN DE LA CARTERA DE NEGOCIOS.....	20
	1.4.1. Direcciones de desarrollo de la RCN.....	22
	1.4.2. Métodos de desarrollo de la RCN.....	25
	1.4.3. La RCN y su contexto institucional.....	27
1.5.	RESULTADOS DE LA EMPRESA .....	30
1.6.	ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL.....	31
1.7.	REFERENCIAS.....	36

## Capítulo 2: ANÁLISIS DE CONTENIDO Y DESCRIPTIVO DE LA LITERATURA EN RCN

2.1.	INTRODUCCIÓN.....	45
2.2.	REVISIÓN DE LA LITERATURA EN RCN.....	47
	2.2.1. Revisión de la literatura en RCN con enfoque cualitativo.....	48
	2.2.2. Revisión de la literatura en RCN con enfoque cuantitativo.....	51
2.3.	DATOS Y METODOLOGÍA.....	55
	2.3.1. Datos.....	55
	2.3.2. Análisis de contenido y descriptivo.....	56
2.4.	RESULTADOS Y DISCUSIÓN.....	58
	2.4.1. Análisis de contenido.....	58
	2.4.2. Análisis descriptivo.....	63
2.5.	CONCLUSIONES.....	68
2.6.	REFERENCIAS.....	71
APÉNDICE 1. Palabras clave más importantes en la literatura sobre RCN.....		76

### **Capítulo 3: ANÁLISIS BIBLIOMÉTRICO INTEGRAL DE LA LITERATURA EN RCN**

3.1.	INTRODUCCIÓN.....	81
3.2.	METODOLOGÍA.....	82
3.3.	RESULTADOS Y DISCUSIÓN.....	87
3.3.1.	Análisis de redes (1993-2012).....	88
3.3.2.	Bibliographic coupling (1993-2012).....	92
3.3.3.	Cambios en la estructura intelectual y evolución en la investigación en RCN.....	95
3.4.	CONCLUSIONES.....	110
3.5.	REFERENCIAS.....	113
APÉNDICE 1: Referencias bibliográficas seleccionadas para el período 1993-2012.....		128
APÉNDICE 2: Referencias bibliográficas seleccionadas en cada etapa.....		129

### **Capítulo 4: LA INFLUENCIA DEL ENTORNO INSTITUCIONAL Y EL CICLO ECONÓMICO SOBRE LA RELACIÓN RCN Y RESULTADOS**

4.1.	INTRODUCCIÓN.....	133
4.2.	CONSIDERACIONES TEÓRICAS E HIPÓTESIS.....	136
4.2.1.	La RCN y el resultado empresarial.....	136
4.2.2.	La RCN y los resultados: un análisis contingente.....	137
4.3.	METODOLOGÍA.....	144
4.3.1.	Datos.....	144
4.3.2.	Definición y medida de las variables.....	145
4.3.3.	Modelo Econométrico.....	146
4.4.	RESULTADOS.....	148
4.4.1.	Análisis descriptivo: la RCN en el contexto europeo.....	148
4.4.2.	Resultados de las estimaciones econométricas.....	150
4.5.	DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS.....	154
4.6.	CONCLUSIONES.....	156
4.7.	REFERENCIAS.....	160

**Capítulo 5: LAS EMPRESAS REESTRUCTURADAS E  
INTERNACIONALIZADAS Y SU EFECTO EN EL RESULTADO  
EMPRESARIAL**

5.1.	INTRODUCCIÓN.....	167
5.2.	CONSIDERACIONES TEÓRICAS E HIPÓTESIS .....	169
	5.2.1. La estrategia de RCN: una síntesis.....	169
	5.2.2. La estrategia de internacionalización: una síntesis.....	170
	5.2.3. El efecto conjunto de la reestructuración y la internacionalización.....	173
5.3.	DATOS Y METODOLOGÍA.....	176
	5.3.1. Muestra y descripción de los datos.....	176
	5.3.2. Metodología.....	177
5.4.	RESULTADOS.....	179
	5.4.1. Análisis descriptivo: las empresas reestructuradas e internacionalizadas en el contexto europeo.....	179
	5.4.2. Resultados del contraste de diferencia de medias.....	180
5.5.	DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	181
5.6.	CONCLUSIONES.....	182
5.7.	REFERENCIAS.....	185

**Capítulo 6: CONCLUSIONES**

6.1.	INTRODUCCIÓN.....	193
6.2.	CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS BIBLIOMÉTRICO.....	193
6.3.	CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS EMPÍRICO.....	195
6.4.	IMPLICACIONES DEL TRABAJO .....	197
6.5.	LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN.....	199
6.6.	REFERENCIAS.....	201



## **Capítulo 1.**

### **INTRODUCCIÓN**



## 1.1. INTRODUCCIÓN

Esta tesis doctoral se compone de cuatro capítulos auto-contenidos sobre la reestructuración de la cartera de negocios (RCN), además de esta introducción y las conclusiones generales. En este capítulo se presenta una introducción general de la tesis doctoral. Para ello, en primer lugar se expone la justificación y objetivos para la realización de esta investigación (apartado 1.2). En segundo lugar, se delimita conceptualmente la reestructuración empresarial (apartado 1.3), la reestructuración de la cartera de negocios (apartado 1.4) y el resultado de la empresa (apartado 1.5). El capítulo se cierra con una síntesis de la estructura completa de la presente tesis doctoral (apartado 1.6).

## 1.2. JUSTIFICACIÓN Y OBJETIVOS

El tema de reestructuración ha ganado popularidad en las últimas décadas, especialmente en las disciplinas de dirección estratégica, finanzas y organización. La reestructuración es un fenómeno que se viene observando desde hace muchos años. Pero es a partir de la década de los ochenta cuando aumenta el número de empresas que implantan esta estrategia (Bowman y Singh, 1993). Como consecuencia de ello, a partir de la década de los noventa aumentan las investigaciones sobre este tema (Markides, 1995).

La importancia del estudio en RCN se justifica por cuatro motivos. Primero, se considera a la reestructuración como uno de los principales temas de investigación en dirección estratégica. De acuerdo con Furrer *et al.* (2008), en el período estudiado (1980-2005), el 9,1% del total de artículos publicados sobre estrategia en las principales revistas del área tenían que ver con la reestructuración empresarial. Segundo, la literatura indica lo complicado que resulta desarrollar un estudio integral de la reestructuración dada su amplitud, por lo que no es de extrañarse que la mayoría de trabajos limiten su análisis a una de sus dimensiones (Ma, 2012; Schiffman, 1993; Wu y Delios, 2009). Tercero, desde un punto de vista más específico, la RCN involucra una de las decisiones más importantes en el ámbito estratégico: definir el campo de actividad de la empresa (Guerras-Martín y Navas-López, 2007; Hoskisson *et al.*, 2004). Además, la literatura vincula esta estrategia

con el resultado corporativo, objetivo central en el área empresarial (Bowman *et al.*, 1999; Markides, 1995; Ronda-Pupo y Guerras-Martín, 2012).

Cuarto, su estudio despierta un interés creciente en los últimos años a nivel global debido a los diferentes cambios en el entorno mundial, como la crisis económica y financiera de 2008 (Hoskisson *et al.*, 2004). La actual situación de crisis ha provocado que muchas empresas muy diversificadas hayan tenido numerosas dificultades y hayan optado por realizar desinversiones de aquellos negocios no rentables (Grant, 2008; Kang *et al.*, 2010). En los últimos años son muchas las noticias que aluden a un proceso de reestructuración de grandes empresas diversificadas (Pathak *et al.*, 2013). Por ejemplo, en el caso español, las empresas cotizadas realizaron desinversiones en 2010 por valor de 22.773 millones de euros (El País, 2011).

A pesar de la importancia que la RCN tiene como dimensión de la reestructuración empresarial y en el ámbito de la dirección estratégica, se ha conseguido un progreso limitado hacia su consolidación como área de estudio y no existe un consenso general sobre el desarrollo teórico y empírico de su investigación. Asimismo, la literatura en dirección estratégica presenta revisiones teóricas muy antiguas sobre RCN. Según nuestro conocimiento, el trabajo más completo data de 1996 (Johnson, 1996). Además, no se han utilizado técnicas bibliométricas para incorporar la mayor cantidad de información disponible en la revisión de la literatura. Así también, en la parte empírica, son pocos los estudios que analizan la situación de las empresas reestructuradas de la Unión Europea (UE). Por esta razón, la presente tesis doctoral pretende colaborar con la consolidación teórica de esta área de estudio y ofrecer un acercamiento empírico del fenómeno de la RCN en el contexto europeo.

Los objetivos generales de la presente tesis doctoral, que más adelante se detallan para cada capítulo, son varios. Por un lado, reconocer las contribuciones teóricas desarrolladas, identificar consensos en la literatura de RCN y las prioridades y tendencias actuales de su investigación. Por otro lado, contribuir con evidencia empírica de cómo la

estrategia de RCN afecta a los resultados de las empresas europeas considerando diferentes entornos institucionales y económicos.

Teniendo en cuenta estos objetivos, esta tesis doctoral se enmarca principalmente en el ámbito de la dirección estratégica. Sin embargo, se tendrán en cuenta también de manera complementaria las áreas de organización y finanzas, al ser disciplinas pioneras en su estudio en el marco académico y mantener una estrecha relación con la estrategia empresarial (Alexander *et al.*, 1984; Bowman y Singh, 1993).

### **1.3. LA REESTRUCTURACIÓN EMPRESARIAL**

La reestructuración es una estrategia empresarial que incluye diversidad de acciones con el fin de crear valor para la empresa (Perry y Shivdasani, 2005; Renneboog y Szilagyi, 2008). La literatura académica pone de manifiesto el empleo de múltiples términos para referirse a esta estrategia (Bergh, 1995; Bowman y Singh, 1993; Donaldson, 1990; Hoskisson y Johnson, 1992). Reestructuración empresarial y reestructuración corporativa son los dos únicos términos que se van a emplear en esta tesis doctoral para aludir a este fenómeno.

Markides (1995) llegó a afirmar que un gran número de trabajos relacionados con el estudio de la reestructuración corporativa no son suficientemente precisos en el momento de definir lo que quieren decir con el término. Ante esta situación, en la tabla 1.1 se recopilan las definiciones utilizadas en los estudios más recientes sobre reestructuración empresarial. A partir de esta tabla, se presenta una propuesta de definición como base y punto de partida de la presente investigación.

En primer lugar, existe un aspecto característico que destaca en casi todas las definiciones y es su amplio ámbito de análisis que abarca diferentes actividades tanto en la cartera de negocios de una empresa, como en su estructura financiera y en su estructura organizativa interna. En segundo lugar, en casi todos los conceptos aparece la palabra “cambio” refiriéndose, por lo general, al desarrollo de nuevas configuraciones para la situación actual de la empresa. En tercer lugar, está el aspecto estratégico de la decisión de

reestructurar. Algunos conceptos señalan una mejora de la identidad corporativa para mejorar la eficacia y eficiencia de la empresa.

**Tabla 1.1. Definiciones de reestructuración corporativa**

<b>Autor</b>	<b>Definición</b>
(Bowman <i>et al.</i> , 1999)	La reestructuración empresarial incluye una gran variedad de acciones corporativas que van de la venta de antiguas líneas de negocio a la adquisición de nuevas líneas, de la eliminación de deuda a la recompra de acciones, o de la introducción de unidades de negocio al despido de fuerza de trabajo.
(Bruton <i>et al.</i> , 2002)	La reestructuración corporativa se refiere a cambios operacionales y estratégicos destinados a mejorar la eficacia y eficiencia de la empresa.
(Chan-Lau, 2002)	La reestructuración incluye mejorar el gobierno corporativo, desinvertir el exceso de activos, despedir personal, entre las actividades principales.
(Byerly <i>et al.</i> , 2003)	Los esfuerzos de reestructuración corporativa pueden tomar muchas formas y pueden implicar cambios a nivel financiero, organizativo o cambios a nivel de cartera de negocios cuya magnitud puede ser cambiante.
(Itoh, 2003)	La reestructuración de las empresas abarca una amplia gama de cuestiones. Por ejemplo, el gobierno corporativo que se relaciona con la estructura financiera empresarial es sin duda relevante para la reestructuración corporativa. Además también incluye cambios en la configuración de las líneas de negocio de la empresa y su estructura organizativa interna.
(Heugens y Schenk, 2004)	Se puede definir a la reestructuración corporativa como un cambio importante en la composición de los activos de una empresa combinada con un cambio importante en su estrategia empresarial.
(Ahmadjian y Robbins, 2005)	La reestructuración incluye actividades como el refuerzo de la cartera de negocios o liquidación de activos de baja rentabilidad para mejorar el resultado de la empresa y como consecuencia sea más atractiva para los inversores.
(Suárez-González, 2006)	La prioridad de esta estrategia es deshacerse de las actividades y recursos que impiden a las empresas ser suficientemente flexibles y así, lograr el <<tamaño adecuado>>. La nueva consigna es lograr una organización más delgada, esbelta y ajustada.
(Abor <i>et al.</i> , 2011)	La reestructuración corporativa puede abarcar una amplia gama de transacciones que incluye una secuencia de adquisiciones, escisiones, desinversiones, despidos, y <i>spin-offs</i> , para desarrollar una nueva configuración e identidad corporativa.
(Blanco-Callejo <i>et al.</i> , 2011)	La reestructuración empresarial comprende una gran cantidad y variedad de acciones corporativas que tienen como consecuencia común la generación de múltiples cambios en la empresa orientados a la mejora de su rendimiento económico y a la creación de valor. La reestructuración puede afectar a la cartera de negocios, a la estructura financiera y a la estructura organizativa.

Partiendo de los conceptos analizados en la tabla anterior, la definición que se empleará en este trabajo es la siguiente: la reestructuración empresarial es una estrategia a nivel corporativo que involucra diversidad de acciones que modifican la cartera de negocios de la empresa, su estructura financiera y organizativa con el objetivo final de crear valor para sus accionistas.

Tal y como se señala anteriormente, la literatura demuestra la multidimensionalidad de la reestructuración y reconoce tres tipos diferentes: la reestructuración de la cartera, la reestructuración financiera y la reestructuración organizativa (Bowman y Singh, 1993). Las tres dimensiones no han sido estudiadas en igual medida por la literatura. La financiera y de la cartera de negocios han recibido la mayor atención por parte de los académicos, mientras que el estudio de la organizativa está tomando fuerza en los últimos años (Hirsch y De Soucey, 2006; Reynolds y White, 2000; Vicente-Lorente y Suárez-González, 2007)

Es importante mencionar que, a pesar de la concepción de esta estrategia como actividad multidimensional, no debe perderse la perspectiva de que la reestructuración se refiere a la empresa en su conjunto. En los capítulos dos y tres, en los que se identifica la estructura bibliométrica de la RCN, se puede observar la participación de las áreas financieras y organizativas en el desarrollo de la literatura en RCN. Lo que queremos resaltar es que los cambios que se produzcan en las diferentes dimensiones no suponen cambios aislados y que las modificaciones en cualquiera de las dimensiones van a tener influencia sobre el resto. La figura 1.1 sintetiza las definiciones clave de los diferentes tipos de reestructuración basándose en la literatura más actual sobre reestructuración corporativa.

El análisis de la RCN se ha centrado fundamentalmente en decisiones de entrada y salida de negocios que afectan al alcance o campo de actividad de la empresa. Esta venta de líneas de negocios se puede aprovechar para reinvertir en su cartera de negocios y mejorar el enfoque de la empresa o para disminuir su nivel de endeudamiento y aumentar su capital propio (Bowman *et al.*, 1999).

La dimensión financiera ha centrado su atención principalmente en operaciones financieras de deuda, recompra o venta de acciones, compras apalancadas, ofertas de adquisición (OPA) y privatización de empresas, por nombrar las más importantes (Singh, 1993). La consecuencia final es modificar la estructura de capital de la empresa para mejorar sus medidas de rendimiento y ser, así, más atractiva para los inversores (Gillet y de la Bruslerie, 2010). Es considerada como el tipo de reestructuración que mayor rendimiento económico a corto plazo produce de las tres dimensiones (Bowman *et al.*, 1999).

**Figura 1.1. Dimensiones de la reestructuración corporativa**

Dimensión	Definición	Autores
Cartera de negocios	Nuevas configuraciones en las líneas de negocio de la empresa modificando el campo de actividad de la misma	(Bergh y Lawless, 1998; Byerly <i>et al.</i> , 2003; Wu y Delios, 2009)
Financiera	Modificaciones en la estructura de capital de la empresa, provocando cambios en su gobierno corporativo	(Bowman y Singh, 1993; Gillet y de la Bruslerie, 2010; Singh, 1993)
Organizativa	Cambios en la estructura de la empresa provocando un <i>downsizing</i> en su organización	(Hirsch y De Soucey, 2006; Ma, 2012; Reynolds y White, 2000)

La reestructuración organizativa se refiere a modificaciones en la estructura organizativa interna de la empresa como consecuencia, por lo general, de una reestructuración financiera o de la cartera de negocios. Las acciones más importantes incluyen despidos de los empleados, eliminación de los niveles de gestión, descentralización, modificaciones en los sistemas de retribución de los directivos y reducción del staff corporativo (Hirsch y De Soucey, 2006; Ma, 2012). La literatura señala que es la manera más eficiente y efectiva para reorganizar el entorno laboral (Hirsch y De Soucey, 2006). Sin embargo, existen autores que señalan que despedir al personal puede implicar mayores costes indirectos en la estructura de la organización que los beneficios económicos percibidos a simple vista (Reynolds y White, 2000).

Debido a que la presente tesis doctoral aborda el tema de la RCN, el siguiente apartado realiza una explicación más detallada de esta estrategia y su implicación en la disciplina de dirección estratégica.

#### **1.4. LA REESTRUCTURACIÓN DE LA CARTERA DE NEGOCIOS**

La literatura señala la dificultad de estudiar todo el complejo concepto de reestructuración corporativa y es por esto que la mayoría de los investigadores centran sus

trabajos en una de sus dimensiones (Ma, 2012; Schiffman, 1993; Wu y Delios, 2009). Como se ha mencionado anteriormente, se escoge la RCN principalmente por su estrecha relación con la dirección estratégica y el resultado de la empresa.

En la tabla 1.2 se presentan diversos conceptos utilizados por la literatura más actual para definir la RCN. A partir de esta tabla, se presenta una propuesta de definición que se empleará en los diferentes capítulos de la presente tesis doctoral.

**Tabla 1.2. Definiciones de la reestructuración de la cartera de negocios de la empresa**

<b>Autor</b>	<b>Definición</b>
(Bowman y Singh, 1993)	La reestructuración de la cartera de negocios representa un cambio significativo en la configuración de las líneas de negocio de la compañía a través de transacciones de adquisición y desinversión.
(Bowman <i>et al.</i> , 1999)	La reestructuración de la cartera de negocios supone cambios significativos en el conjunto de activos (negocios) que posee la empresa o en las líneas de negocio en las que opera una compañía e incluye operaciones de liquidación, desinversiones, ventas de activos y segregaciones.
(Hoskisson <i>et al.</i> , 2004)	La reestructuración de la cartera de negocios puede incluir una secuencia de adquisiciones y desinversiones que desarrollan una nueva configuración de las líneas de negocio de las empresas.
(Morrow <i>et al.</i> , 2004)	La lógica de una estrategia de reestructuración de activos es que mediante la reducción de activos de bajo rendimiento, una empresa puede frenar su tendencia a la baja y esperar mejorar el rendimiento.
(Decker y Mellewig, 2007)	La reestructuración de activos implica la desinversión de la empresa diversificada de uno de sus negocios. La reestructuración, por ejemplo a través de desinversiones y adquisiciones, suele ser una respuesta a las circunstancias cambiantes internas o externas y su objetivo es mejorar los resultados empresariales.
(Cheng <i>et al.</i> , 2010)	La reestructuración de activos incluye actividades para mejorar el rendimiento de la empresa como venta de activos, intercambio de activos o compra de activos. Las empresas realizan actividades de reestructuración para hacer frente a los malos resultados.
(Blanco-Callejo <i>et al.</i> , 2011)	La reestructuración de la cartera de negocios es una estrategia que implica modificaciones en la configuración o composición de la cartera de negocios de una empresa. Normalmente se plantea su adopción como respuesta a una situación de destrucción de valor.

Partiendo de estas definiciones, se puede destacar una serie de aspectos significativos. En primer lugar, todas señalan que su ámbito de estudio va a ser el campo de actividad de la empresa a través de activos o líneas de negocios. En segundo lugar, las definiciones también indican la forma de llevar a cabo estas modificaciones: desinversiones, adquisiciones, segregaciones, liquidaciones, etc. En tercer lugar, se señala

que la implantación de esta estrategia es consecuencia de una situación previa de destrucción de valor en la empresa diversificada. El último aspecto relevante, que permite completar su definición, se refiere a las consecuencias de la implantación de esta estrategia que en su mayoría busca mejorar los resultados de la empresa.

Una vez perfiladas sus características básicas, el concepto que se adopta en esta tesis doctoral es el siguiente. La RCN es una estrategia corporativa que afecta al campo de actividad de la empresa a través de entradas o salidas de negocios como una respuesta ante una situación de destrucción de valor, con el único fin de desarrollar una nueva configuración de las líneas de negocio de la empresa que permita crear valor para sus accionistas.

Pero ¿para qué se implanta una estrategia de RCN? Desde el enfoque basado en los recursos (EBR), una empresa puede implantar esta estrategia para obtener tres posibles modificaciones sobre las líneas de negocio de su empresa: reenfoque, reposicionamiento o liquidación de sus activos. Éstas serán consideradas en este trabajo como las tres posibles direcciones que la empresa desea conseguir una vez implantada la estrategia de RCN.

#### **1.4.1. Direcciones de desarrollo de la RCN**

Las direcciones de desarrollo van a depender de dos factores relacionados con el negocio esencial de la empresa: la capacidad de mantener una ventaja competitiva y el peso relativo del mismo en las ventas totales de la empresa (Markides, 1992). Como se mencionó anteriormente, la literatura ha identificado tres direcciones de desarrollo: la vuelta a la especialización corporativa (*corporate refocusing*), el reposicionamiento corporativo (*corporate repositioning*) y la liquidación de los negocios de la empresa (Byerly *et al.*, 2003; Hite *et al.*, 1987).

El reenfoque o la vuelta a la especialización corporativa se puede definir como la concentración de la empresa en las actividades centrales o nucleares junto con la eliminación de las actividades periféricas (Lockett y Thompson, 2001). Lo que equivale a reenfocar sus recursos y capacidades en el negocio principal de la empresa.

Los antecedentes más relevantes que llevan a la empresa a adoptar una decisión de reenfoque corporativo son: condiciones cambiantes del entorno, problemas de gobierno corporativo, estrategia no efectiva y malos rendimientos (Johnson, 1996). Las condiciones cambiantes del entorno se refieren a mayor competencia global, mercados de capitales más integrados, crisis financiera, etc. Sobre el gobierno corporativo, se resalta que la respuesta de la alta dirección para desinvertir en el momento oportuno dependerá en gran parte de las políticas de gobierno corporativo que establezca la empresa como, por ejemplo, la participación de los consejeros externos en el control de los directivos y la compensación de éstos con una participación en el capital de la empresa (Buchholtz *et al.*, 1999). Una estrategia no efectiva hace referencia a una excesiva diversificación en donde los costes de las diferentes unidades de negocio pueden ser mayores que los beneficios dando como resultado malos rendimientos empresariales (Haynes *et al.*, 2003).

Así, los académicos asumen que desinvertir en las actividades periféricas y concentrarse en las más relacionadas aumenta el rendimiento de la empresa (Johnson, 1996; Lockett y Thompson, 2001). Esto supone creer en la superioridad de la diversificación relacionada potenciando los recursos y capacidades esenciales de la empresa. Markides (1995) ha considerado el reenfoque corporativo como la forma más común y beneficiosa de reestructurar la cartera de negocios.

La segunda posible dirección de desarrollo es el reposicionamiento corporativo. Esto ocurre cuando la empresa identifica un nuevo negocio esencial y reconfigura los recursos alrededor del nuevo negocio (Byerly *et al.*, 2003). Esto supondría un cambio radical en el campo de actividad de la empresa y una nueva reconfiguración de sus recursos y capacidades.

En este caso, se parte de una situación en donde el negocio esencial ha perdido sus fuentes de ventaja competitiva respecto de la competencia o ha quedado obsoleto en el mercado actual. Lo que equivale a que dicho negocio se encuentre estancado (Chang, 1996). Un ejemplo de esto son las empresas que se encargaban de fabricar cámaras

fotográficas analógicas quienes tuvieron que cambiar su negocio principal por una nueva actividad: producir cámaras fotográficas digitales.

Este proceso requiere una liberalización de los recursos y capacidades utilizados para el negocio anterior y una reorganización e identificación de nuevas competencias esenciales. El nuevo negocio esencial será aquel que tenga un mayor potencial para mejorar el rendimiento económico de la empresa y de sus accionistas y generar una ventaja competitiva a largo plazo (Barney, 1991).

La tercera posible dirección de desarrollo es la liquidación de los negocios de la empresa. Ésta se produce cuando es imposible identificar un negocio esencial que genere más valor que vender sus líneas de negocio (Byerly *et al.*, 2003; Sengupta y Faccio, 2011). El método para liquidar la cartera de negocios de la empresa es a través de la venta de los diferentes activos a una o varias empresas. La liquidación total significa que la empresa finaliza sus operaciones vendiendo todos sus negocios, siendo los beneficios distribuidos entre los acreedores y accionistas de la empresa en lugar de ser reinvertidos en nuevas líneas de negocio.

De esta forma, los directivos consideran que generan más valor vendiendo todos los activos de la empresa que continuando con las operaciones de la misma. La venta por partes de los negocios de la empresa excede al valor de una nueva configuración de la cartera de negocios. Esto equivale a que la empresa ha sostenido malos ajustes entre sus negocios y sus recursos y capacidades (Matsusaka, 2001). La figura 1.2 sintetiza las tres direcciones de desarrollo identificadas en los párrafos anteriores.

Figura 1.2. Direcciones de desarrollo de la RCN

	Vuelta a la especialización corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Definición:</b> desinvertir en negocios periféricos y reenfoque los esfuerzos en el negocio principal.</li> <li>• <b>Autores:</b> Chatterjee <i>et al.</i>, 2003; Haynes <i>et al.</i>, 2003</li> </ul>
	Reposicionamiento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Definición:</b> se identifica un nuevo negocio esencial y se reconfiguran los recursos alrededor del nuevo negocio.</li> <li>• <b>Autores:</b> Byerly <i>et al.</i>, 2003; Chang, 1996</li> </ul>
	Liquidación de activos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Definición:</b> se venden todas las líneas de negocio.</li> <li>• <b>Autores:</b> Byerly <i>et al.</i>, 2003; Sengupta y Faccio, 2011</li> </ul>

### 1.4.2. Métodos de desarrollo de la RCN

Los métodos utilizados habitualmente para reestructurar la cartera de negocios, independientemente de la dirección a seguir, son: desinversiones y adquisiciones (Bergh, 1998). En el caso de buscar un reenfoque o una liquidación, por lo general se va a desinvertir. Mientras que si se desea reposicionar un nuevo negocio, por lo general, se va a aplicar una desinversión junto con la adquisición de nuevos negocios.

Las desinversiones pueden definirse como la separación o venta de los activos por parte de la empresa matriz de sus instalaciones, líneas de productos, subsidiarias, divisiones y unidades de negocio (Lee y Madhavan, 2010; Moschieri y Mair, 2008; Villalonga y McGahan, 2005). Las desinversiones representan un contexto amplio de investigación para académicos de diferentes disciplinas. Debido a su práctica habitual en el área empresarial, las desinversiones han sido reconocidas por Jensen (1993) como una de las características principales de la tercera revolución industrial.

Los pioneros en el estudio de las desinversiones fueron los académicos de la disciplina de finanzas con estudios seminales sobre el anuncio de la desinversión y su efecto en la riqueza del accionista (Hite y Owers, 1983; Jain, 1985). Sin embargo, los estudiosos del *management* fueron los primeros en llevar a cabo una investigación exhaustiva sobre las desinversiones desde un punto de vista estratégico (Brauer, 2006). Esto se justifica puesto que la desinversión cambia la configuración de la cartera de negocios de

la empresa afectando directamente a su campo de la actividad, siendo esto parte principal de la investigación en estrategia corporativa (Guerras-Martín y Navas-López, 2007).

Por esta razón, esta tesis se va a centrar en las desinversiones estratégicas. Es decir, que se tomarán en cuenta aquellas desinversiones que suponen una alteración de la cartera de negocios de la empresa. Dentro de las desinversiones estratégicas, en este trabajo, se incluyen dos tipos de actividades: *spin-off* y *sell-off* también conocidas como segregación y venta de los negocios de la empresa. Estos dos tipos de desinversión son considerados como los métodos más utilizados para la reestructuración corporativa (Bergh *et al.*, 2008).

El segundo método considerado en esta investigación es la combinación de desinversiones y adquisiciones (incluyendo fusiones y adquisiciones). En este trabajo se considera que la empresa no sólo desinvierte sino que también se une, coopera o compra nuevas líneas de negocio para desarrollar una nueva configuración de su campo de actividad (Bowman y Singh, 1993; Hoskisson y Johnson, 1992). El planteamiento inicial muestra que las empresas reducen el alcance de sus actividades a través de la desinversión y con posterioridad adquieren nuevos negocios. La particularidad de estas adquisiciones es su carácter más relacionado con los negocios esenciales de la empresa. El diseño general es crear sinergias entre la empresa adquirente y objetivo gracias a las similitudes entre ambas partes (Hoberg *et al.*, 2009).

Las adquisiciones son una causa de creación de riqueza y en la práctica empresarial son muy frecuentes (Villalonga, 2004). Sin embargo, también pueden ser una causa de destrucción de valor para el accionista. Esto dependerá del grado de relación y las dimensiones culturales de las empresas involucradas en la fusión y adquisición (Stahl y Voigt, 2008). La idea general es que, en su mayoría, con la liquidez obtenida gracias a las desinversiones, las empresas dispongan de fondos que les permita llevar a cabo adquisiciones de nuevos negocios o activos relacionados. Por lo tanto, se sugiere que las desinversiones y adquisiciones se observen en conjunto como parte de un proceso de gestión estratégica de la cartera.

Las adquisiciones son parte fundamental de la estrategia de diversificación. Sin embargo, para que puedan ser incluidas también en la estrategia de reestructuración, es necesaria una previa desinversión de líneas de negocio que modifique el campo de actividad de la empresa. En su mayoría, la literatura se ha enfocado de forma aislada empleando solamente las desinversiones, lo que podría considerarse como una visión limitada de la RCN. Así, existen pocos trabajos que emplean de forma conjunta y concurrente desinversiones y adquisiciones (Bergh, 1998; Bergh y Lawless, 1998; Chang, 1996). Se puede justificar su falta de estudio porque el resultado de la adquisición podría neutralizar el de la desinversión (Bowman *et al.*, 1999). En la tabla 1.3 se sintetizan los conceptos de los métodos adoptados en esta tesis para reestructurar la cartera de negocios.

**Tabla 1.3. Métodos para la RCN**

	<b>Métodos</b>	<b>Definición</b>	<b>Autores</b>
<b>Desinversiones</b>	Desinversión estratégica	Separación o venta de los activos por parte de la empresa matriz de sus instalaciones, líneas de productos, subsidiarias, divisiones y unidades de negocio.	(Lee y Madhavan, 2010; Moschieri y Mair, 2008; Villalonga y McGahan, 2005)
	<i>Sell-off</i>	Venta de una línea de negocio, en su mayoría, no relacionado con la actividad principal de la empresa. La empresa matriz se desvincula completamente del negocio escindido.	(Bergh <i>et al.</i> , 2008; Slovin <i>et al.</i> , 1995)
	<i>Spin-off</i>	Desinversión de una división corporativa, unidad de negocio o filial, en su mayoría, relacionada a la actividad principal de la empresa. La empresa matriz posee algún porcentaje dentro de la estructura accionarial de la nueva empresa.	(Wallin, 2012)
<b>Adquisiciones</b>	Adquisición pura	La empresa compra nuevas líneas de negocio para desarrollar una nueva configuración de su campo de actividad.	(Bowman y Singh, 1993; Hoskisson y Johnson, 1992)
	Fusiones y Adquisiciones (F&A)	La empresa se une, coopera o compra nuevos negocios. Las F&A son una de las formas más comunes de reestructuración.	(Heugens y Schenk, 2004)

### 1.4.3. La RCN y el contexto institucional

El estudio de la RCN despierta un interés creciente en los últimos años a nivel global. En el siguiente capítulo de esta tesis se confirma que el país pionero en el estudio de esta estrategia es Estados Unidos. Además, hasta 2012, 35 países diferentes del mundo

habían publicado algún artículo sobre la RCN. De acuerdo con Peng *et al.* (2005) el campo de actividad de una empresa va a depender, en parte, del entorno institucional, de las diferentes leyes y cultura, y de otras particularidades que cada país posee. De esta forma, las características del entorno en donde se implanta esta estrategia pueden condicionar los distintos aspectos de la RCN.

En la figura 1.3 se señala un número significativo de estudios recientes sobre la RCN tomando en cuenta el país o la región concreta donde se ha implantado esta estrategia. Se puede observar que el país que más ha investigado sobre la RCN es Estados Unidos. Posteriormente, la región que más ha publicado es Europa siendo, en su mayoría, los estudios sobre las empresas en Reino Unido. Los primeros países en la región asiática en demostrar el efecto de la RCN en un contexto internacional diferente al anglosajón fueron Japón y Corea del Sur. El grupo de las economías emergentes presentan los trabajos más actuales sobre RCN, lo que confirma que se trata de un fenómeno global y que se ha ido extendiendo a la mayoría de entornos institucionales y económicos del mundo.

**Figura 1.3. La RCN y el contexto institucional**

<b>Europa</b>	<b>Japón y Corea del Sur</b>	<b>Economías emergentes</b>
(Afshar <i>et al.</i> , 1992; Blanco-Callejo <i>et al.</i> , 2011; Capron <i>et al.</i> , 2001; Haynes <i>et al.</i> , 2003; Hillier <i>et al.</i> , 2009; Hoskisson <i>et al.</i> , 2004; Kaiser y Stouraitis, 1995; Kaiser y Stouraitis, 2001; Lee y Lin, 2008; Powell y Yawson, 2005; Sembenelli y Vannoni, 2000; Veld y Veld-Merkoulova, 2004)	(Choe y Roehl, 2007; Fukui y Ushijima, 2007; Wu y Delios, 2009)	(Fernández de Ávila <i>et al.</i> , 2010; Hoskisson <i>et al.</i> , 2005; Ma y He, 2008; Sengupta y Faccio, 2011; Zhou <i>et al.</i> , 2011)
<b>Estados Unidos</b>		
(Bergh, 1995; Bergh y Lawless, 1998; Bergh, 1998; Bergh <i>et al.</i> , 2008; Bowman y Singh, 1993; Bowman <i>et al.</i> , 1999; Chatterjee <i>et al.</i> , 2003; Colak, 2010; Comment y Jarrell, 1995; Datta <i>et al.</i> , 2003; Johnson, 1996; Matsusaka y Nanda, 2002; Wood, 2002)		

De manera general, se podría afirmar que existe consenso sobre la definición del concepto de la RCN, el país donde surgió su estudio y que su implantación se decide a nivel estratégico -corporativo- de la empresa. Las diferencias principales residen en los antecedentes para tomar esta decisión, el mejor momento para tomar esta decisión y las posibles consecuencias de su implantación.

El interés de los investigadores se despierta sobre todo por explorar los antecedentes para tomar esta decisión (Fernández de Ávila *et al.*, 2010; Haynes *et al.*, 2003; Hoskisson *et al.*, 2004; Kaiser y Stouraitis, 2001; Powell y Yawson, 2005) y el efecto de la estrategia de RCN sobre el resultado empresarial (Afshar *et al.*, 1992; Kaiser y Stouraitis, 1995; Lee y Lin, 2008; Veld y Veld-Merkoulova, 2004).

Algunos aspectos particulares, dependiendo el país de estudio de la RCN, se señalan a continuación. Primero, los estudios tanto en los países anglosajones como en los países europeos continentales presentan un efecto positivo, en la mayoría de los casos, de la RCN sobre los resultados. La diferencia principal es que es menos frecuente la aplicación de mecanismos de reestructuración en países de la Europa continental que en países anglosajones (Hoskisson *et al.*, 2004; Veld y Veld-Merkoulova, 2004). Este aspecto radica en el entorno institucional que regula el marco europeo y será analizado con mayor detalle en el capítulo cuatro de este trabajo.

Segundo, una gran cantidad de trabajos en países anglosajones señalan que la RCN es una medida efectiva a tomar cuando la empresa se enfrenta a dificultades financieras. Sin embargo, la mayoría de trabajos del entorno asiático señalan que las empresas que implantaron una estrategia de RCN antes de afrontar alguna crisis obtuvieron mejores resultados. Esto sucedió debido a que las empresas vendedoras estaban en una mejor situación para negociar y había más compradores interesados en sus líneas de negocio que cuando la economía no estaba contraída (Choe y Roehl, 2007; Zhou *et al.*, 2011). Además, muchas veces, los problemas financieros eran muy profundos y ya era demasiado tarde para implantar esta estrategia. Este último aspecto, que se centra en dos contextos institucionales diferentes, podrá ser analizado con mayor detalle en el capítulo cuatro de este trabajo.

Tercero, en Japón y Corea del Sur señalan que la RCN se comenzó a implantar cuando la economía se liberalizó e inversores extranjeros llegaron al país y fueron ellos quienes inicialmente presionaban para reestructurar la cartera de negocios. Por el contrario, factores culturales, en su mayoría, hacían que se desconfiara e impedían que se abandonaran negocios que parecían que ya no eran rentables (Choe y Roehl, 2007; Fukui y

Ushijima, 2007; Wu y Delios, 2009). Esto demuestra la importancia de los aspectos institucionales en el análisis de la estrategia de RCN.

Cuarto, en el caso de la venta de activos y su efecto en el resultado de los accionistas medido a través del CAR (rendimiento anormal acumulado), la reacción promedio en Latinoamérica es de mayor magnitud que la reacción que ha sido documentada para eventos similares en países desarrollados. Además, la empresa que vende activos en Latinoamérica tiende a estar localizada en un país que goza de un mejor ambiente institucional que el correspondiente al país de la empresa compradora (Fernández de Ávila *et al.*, 2010).

Se puede observar que, a pesar de que Europa es la segunda región que más investiga sobre RCN, según nuestro conocimiento, no existe un trabajo que analice empíricamente el efecto de esta estrategia sobre los resultados de la empresa en un contexto institucional que involucre diferentes países de la UE. Por lo que la aportación de la presente tesis es muy significativa a la literatura global actual en RCN.

## **1.5. RESULTADOS DE LA EMPRESA**

Uno de los elementos básicos de la dirección estratégica es comprender cómo la estrategia afecta al resultado de la empresa (Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2004). El trabajo de Furrer *et al.* (2008) define la palabra resultados (*performance*) a partir de palabras clave individuales de múltiples artículos sobre dirección estratégica, entre las que se encuentran: *abnormal returns*, *productivity*, *profit*, *shareholder return*, *Tobin's Q* y *wealth creation*.

En la presente tesis doctoral se definen los resultados como el desempeño de la empresa y su impacto en la riqueza de los accionistas. El término que se va a emplear aquí es el resultado empresarial o resultado de la empresa. En la tabla 1.4 hemos sintetizado seis medidas que se suelen utilizar en dirección estratégica para medir el resultado de la empresa. Hemos dividido las seis variables en dos grandes categorías. La primera categoría refleja la eficiencia en la gestión empresarial, pues con independencia de su financiación, y

basándose en el comportamiento de sus activos y ventas se determina de manera general si la empresa es o no rentable en términos económicos. Mientras que la segunda categoría puede considerarse como más cercana a los accionistas o propietarios de la empresa. Ésta contempla la estructura financiera de la empresa y algunas de las medidas incluyen el valor de mercado de las acciones de la empresa.

**Tabla 1.4. Medidas utilizadas para calcular los resultados en la empresa**

<b>Tipo</b>	<b>Indicador</b>	<b>Fórmula</b>
<b>Medidas Económicas</b>	ROA	$(\text{Beneficios netos antes de dividendos preferentes} + ((\text{gastos de intereses sobre deuda} - \text{intereses capitalizados}) * (1 - \text{tasa de impuesto}))) / \text{activos totales año anterior} * 100$
	ROS	$\text{Beneficios después de intereses e impuesto} / \text{ventas netas}$
<b>Medidas Financieras</b>	ROE	$\text{Ganancias por Acción} / \text{valor en libros por acción del año pasado} * 100.$
	Dividendo por acción	$\text{Dividendo bruto a distribuir} / \text{número de acciones}$
	Capitalización bursátil al final del año	$\text{Valor de mercado de las acciones al cierre del año} * \text{Acciones ordinarias en circulación}$
	Ratio PER al cierre del año	$\text{Precio de la acción en el mercado bursátil al cierre del año} / \text{beneficio neto después de impuestos por acción}$

FUENTE: Elaboración propia a partir de *Thomson One*

Varios estudios en RCN con enfoque estratégico han utilizado la variable ROA para medir los resultados de la empresa (Bergh y Lim, 2008; Bowman *et al.*, 1999; Markides, 1995). Coincidiendo con trabajos similares, en los capítulos cuatro y cinco de esta tesis se va a utilizar el ROA para medir los resultados de la empresa.

## 1.6. ESTRUCTURA DE LA TESIS DOCTORAL

La presente tesis doctoral está dividida en cuatro capítulos auto-contenidos de los cuales los dos primeros efectúan la revisión teórica de la literatura y los dos posteriores muestran la evidencia empírica generada en esta investigación. La figura 1.4 muestra un resumen de la estructura de la tesis, que se explica a continuación.

El capítulo 2, titulado “*Análisis de contenido y descriptivo de la literatura en RCN*” tiene como objetivo identificar los temas más estudiados en la literatura de RCN durante los últimos veinte años (1993-2012). Además, se detallan las revistas, los autores y países que más han publicado sobre esta estrategia. De esta forma se delimita su campo de acción y las tendencias actuales del frente de investigación en RCN.

El capítulo 3, titulado “*Análisis bibliométrico integral de la literatura en RCN*” complementa el capítulo anterior. Se realiza con un planteamiento dinámico y se revisan tanto las referencias bibliográficas más citadas como los documentos citantes sobre RCN. Es decir, se identifica la estructura intelectual del estudio en RCN para poder conocer las bases teóricas que fundamentan la construcción de su investigación y se comparan con la evolución del frente de investigación en RCN. Así, se complementa el análisis de las publicaciones más antiguas con las más actuales y, por lo tanto, de tradiciones a tendencias en un campo específico (Vogel y Guettel, 2013).

Estos dos capítulos componen la revisión teórica utilizando métodos cuantitativos y construyen la estructura bibliométrica de la investigación sobre la RCN. En el capítulo dos se analizan los documentos citantes de la literatura en RCN. Por su parte, en el capítulo tres se utiliza una metodología mucho más compleja y se examinan las referencias bibliográficas más citadas (muestra citada) y comparan los resultados con el análisis de los documentos citantes. Cabe destacar que los documentos citantes son todos aquellos artículos cuyo tema principal de estudio sea la RCN. Por el contrario, la muestra citada (del capítulo tres) está formada por las referencias bibliográficas más citadas por los artículos del capítulo dos.

Por esta razón, la literatura indica que los documentos citantes (artículos del segundo capítulo) representan el frente de la investigación del campo seleccionado, mientras que la muestra citada (referencias bibliográficas del tercer capítulo) constituye la base intelectual de este campo (Persson, 1994; Vogel y Guettel, 2013; Wallin, 2012). En definitiva, la muestra citada considera la historia del campo intelectual en RCN, los trabajos clásicos, que han valido de base para construir la literatura en reestructuración. Mientras

que los documentos citantes se centran en las actividades y tendencias actuales, en lugar de los recuentos de logros pasados.

El desarrollo de estos dos capítulos, como se mencionó anteriormente, se justifica porque, según nuestro conocimiento, no existe un trabajo con técnicas bibliométricas que revise la literatura ni de RCN, ni de reestructuración financiera u organizativa, ni de reestructuración corporativa en general. Además, existen limitadas y antiguas revisiones teóricas utilizando técnicas tradicionales (cualitativas) sobre RCN (Johnson, 1996).

El capítulo 4, titulado “*La influencia del entorno institucional y el ciclo económico sobre la relación RCN y resultados*” examina empíricamente, en un entorno diferente al americano y en un período de tiempo con dos fenómenos económicos extraordinarios, el efecto de la RCN sobre el resultado empresarial. El objetivo de este capítulo es identificar si la RCN realmente puede mejorar el resultado de las empresas reestructuradas de Europa. Además, se identifica si la recesión económica puede moderar la relación RCN-resultados bajo diferentes entornos institucionales. A pesar del continuo estudio de la relación RCN-resultados, no existe un trabajo que aglutine el comportamiento de diferentes países de la UE considerando un período de crecimiento económico y posteriormente de recesión profunda.

El capítulo 5, titulado “*Las empresas reestructuradas e internacionalizadas y su efecto en el resultado empresarial*”, tiene como objetivo identificar si las empresas que implantan las estrategias conjuntas de reestructuración e internacionalización mejoran sus resultados empresariales en comparación con aquellas empresas que sólo reestructuran su cartera. En el trabajo de Meyer (2006) se acuña el término “*globalfocusing*”. El autor se refiere a aquellos conglomerados que han decidido reestructurarse para convertirse en especialistas y ofrecer sus productos y servicios en nichos de mercado globales. A través de este capítulo, se puede comprobar empíricamente que las empresas presentan mejores resultados cuando reestructuran y se internacionalizan que cuando sólo reestructuran.

Con información extraída de la fuente *Thomson One* se examinan empíricamente estos dos capítulos. La muestra de datos consta de empresas multinegocio del mercado

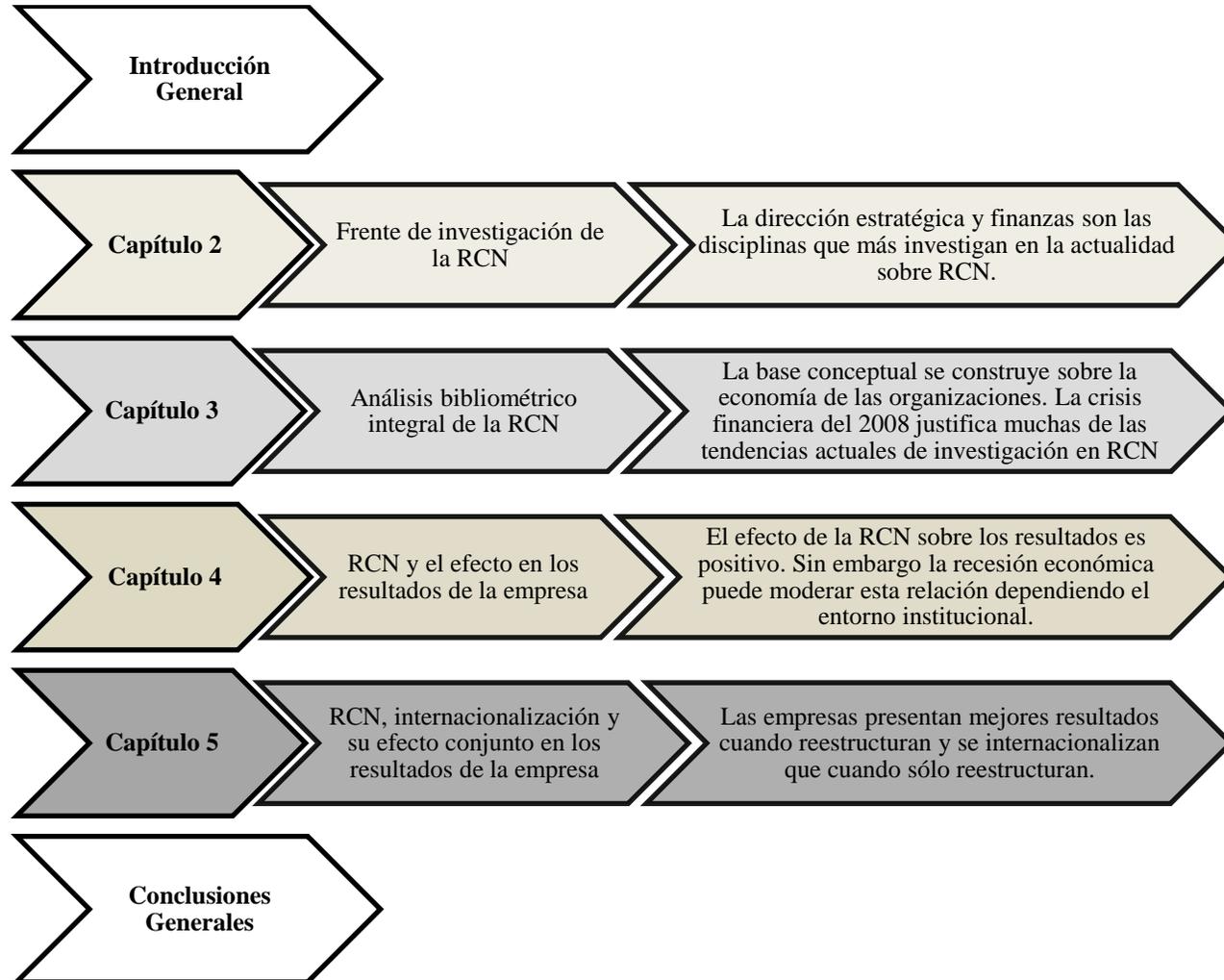
continuo pertenecientes a la UE-15<sup>1</sup> y el período de estudio es del 2000 al 2011. Tanto la muestra y el tiempo de estudio son novedosos en la literatura actual de reestructuración corporativa y en particular de la cartera de negocios.

Finalmente, el capítulo 6 recoge las “*Conclusiones de la tesis doctoral*”, e incluye una síntesis de los principales hallazgos, así como las principales contribuciones teóricas y empíricas a la literatura actual en RCN. Además, se desarrollan las implicaciones tanto para los investigadores, como para los directivos y los responsables institucionales europeos. Por último, se incluyen las futuras líneas de investigación derivadas de la presente tesis como una forma de dar continuidad en el tiempo al trabajo aquí realizado.

---

<sup>1</sup> UE-15: corresponde a los países miembros de la Unión Europea durante el período 1995-2004: Austria, Bélgica, Alemania, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Suecia.

Figura 1.4. Estructura de la tesis doctoral



## 1.7. REFERENCIAS

- Abor, J.; Graham, M.; Yawson, A. (2011): "Corporate Governance and Restructuring Activities Following Completed Bids". *Corporate Governance: An International Review*, 19, n°1, págs. 61-76.
- Afshar, K.A.; Taffler, R.J.; Sudarsanam, P.S. (1992): "The Effect of Corporate Divestments on Shareholder Wealth: The UK Experience". *Journal of Banking & Finance*, 16, n°1, págs. 115-135.
- Ahmadjian, C.L.; Robbins, G.E. (2005): "A Clash of Capitalisms: Foreign Shareholders and Corporate Restructuring in 1990s Japan". *American Sociological Review*, 70, n°3, págs. 451-471.
- Alexander, G.J.; Benson, P.G.; Kampmeyer, J.M. (1984): "Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs". *Journal of Finance*, 39, n°2, págs. 503-517.
- Barney, J.B. (1991): "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage". *Journal of Management*, 17, n°1, págs. 99-120.
- Bergh, D.D. (1995): "Size and Relatedness of Units Sold: An Agency Theory and Resource-Based Perspective". *Strategic Management Journal*, 16, n°3, págs. 221-239.
- Bergh, D.D. (1998): "Product-Market Uncertainty, Portfolio Restructuring, and Performance: An Information-Processing and Resource-Based View". *Journal of Management*, 24, n°2, págs. 135-155.
- Bergh, D.D.; Lawless, M. (1998): "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy". *Organization Science*, 9, n°1, págs. 87-102.
- Bergh, D.D.; Johnson, R.A.; Dewitt, R. (2008): "Restructuring, through Spin-Off Or Sell-Off: Transforming Information Asymmetries into Financial Gain". *Strategic Management Journal*, 29, n°2, págs. 133-148.
- Bergh, D.D.; Lim, E. (2008): "Learning how to Restructure: Absorptive Capacity and Improvisational Views of Restructuring Actions and Performance". *Strategic Management Journal*, 29, n°6, págs. 593-616.
- Blanco-Callejo, M.; Guerras-Martín, L.A.; Forcadell-Martínez, F.J. (2011): "Evidencias Sobre Reestructuración De La Cartera De Negocios En El Ámbito Corporativo Español: El Caso Del Sector Eléctrico". *GCG: Revista de Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 5, n°2, págs. 38-51.
- Bowman, E.H.; Singh, H. (1993): "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 5-14.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R. (1999): "When does Restructuring Improve Economic Performance?". *California Management Review*, 41, n°2, págs. 33-54.
- Brauer, M.F. (2006): "What have we Acquired and what should we Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda". *Journal of Management*, 32, n°6, págs. 751-785.
- Bruton, G.; Keels, J.; Scifres, E. (2002): "Corporate Restructuring and Performance: An Agency Perspective on the Complete Buyout Cycle". *Journal of Business Research*, 55, n°9, págs. 709-724.

- Buchholtz, A.K.; Lubatkin, M.; O'Neill, H.M. (1999): "Seller Responsiveness to the Need to Divest". *Journal of Management*, 25, n°5, págs. 633-652.
- Byerly, R.T.; Lamont, B.T.; Keasler, T. (2003): "Business Portfolio Restructuring, Prior Diversification Posture and Investor Reactions". *Managerial and Decision Economics*, 24, n°8, págs. 535-548.
- Capron, L.; Mitchell, W.; Swaminathan, A. (2001): "Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions: A Dynamic View". *Strategic Management Journal*, 22, n°9, págs. 817-844.
- Chang, S. (1996): "An Evolutionary Perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, Exit, and Economic Performance during 1981-89". *Strategic Management Journal*, 17, n°8, págs. 587-611.
- Chan-Lau, J. (2002): "Corporate Restructuring in Japan: An Event-Study Analysis". *Japan and the World Economy*, 14, n°4, págs. 367-377.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.; Bergh, D. (2003): "Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing". *Strategic Management Journal*, 24, n°1, págs. 87-96.
- Cheng, P.; Aerts, W.; Jorissen, A. (2010): "Earnings Management, Asset Restructuring, and the Threat of Exchange Delisting in an Earnings-Based Regulatory Regime". *Corporate Governance: An International Review*, 18, n°5, págs. 438-456.
- Choe, S.; Roehl, T.W. (2007): "What to Shed and what to Keep: Corporate Transformation in Korean Business Groups". *Long Range Planning*, 40, n°4-5, págs. 465-487.
- Colak, G. (2010): "Diversification, Refocusing and Firm Value". *European Financial Management*, 16, n°3, págs. 422-448.
- Comment, R.; Jarrell, G.A. (1995): "Corporate Focus and Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, 37, n°1, págs. 67-87.
- Datta, S.; Iskandar-Datta, M.; Raman, K. (2003): "Value Creation in Corporate Asset Sales: The Role of Managerial, Performance and Lender Monitoring". *Journal of Banking & Finance*, 27, n°2, págs. 351-375.
- Decker, C.; Mellewigt, T. (2007): "Thirty Years After Michael E. Porter: What do we Know-about Business Exit?". *Academy of Management Perspectives*, 21, n°2, págs. 41-55.
- Donaldson, G. (1990): "Voluntary Restructuring: The Case of General-Mills". *Journal of Financial Economics*, 27, n°1, págs. 117-141.
- El País. 2011. Aluvión de desinversiones.  
[http://elpais.com/diario/2011/01/30/negocio/1296396203\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2011/01/30/negocio/1296396203_850215.html) (Junio 30, 2013)
- Fernández de Ávila, J.C.; Garay, U.; Pablo, E. (2010): "Determinants of Shareholders' Returns Following Announcements of Asset Sales: Evidence from Latin America". *Academia-Revista Latinoamericana de Administracion*, n°45, págs. 40-58.
- Fukui, Y.; Ushijima, T. (2007): "Corporate Diversification, Performance, and Restructuring in the Largest Japanese Manufacturers". *Journal of the Japanese and International Economies*, 21, n°3, págs. 303-323.

- Furrer, O.; Thomas, H.; Goussevskaia, A. (2008): "The Structure and Evolution of the Strategic Management Field: A Content Analysis of 26 Years of Strategic Management Research". *International Journal of Management Reviews*, 10, n°1, págs. 1-23.
- Gillet, R.; de la Bruslerie, H. (2010): "The Consequences of Issuing Convertible Bonds: Dilution and/Or Financial Restructuring?". *European Financial Management*, 16, n°4, págs. 552-584.
- Grant, R.M. (2008): *Contemporary Strategy Analysis*. Wiley-Blackwell, Oxford.
- Guerras-Martín, L.A.; Navas-López, J.E. (2007): *La Dirección Estratégica De La Empresa: Teoría Y Aplicaciones*. Edición Thomson-Civitas, Madrid.
- Haynes, M.; Thompson, S.; Wright, M. (2003): "The Determinants of Corporate Divestment: Evidence from a Panel of UK Firms". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52, n°1, págs. 147-166.
- Heugens, P.A.; Schenk, H. (2004): "Rethinking Corporate Restructuring". *Journal of Public Affairs*, 4, n°1, págs. 87-101.
- Hillier, D.; McColgan, P.; Werema, S. (2009): "Asset Sales and Firm Strategy: An Analysis of Divestitures by UK Companies". *European Journal of Finance*, 15, n°1, págs. 71-87.
- Hirsch, P.M.; De Soucey, M. (2006): "Organizational Restructuring and its Consequences: Rhetorical and Structural". *Annual Review of Sociology*, 32, págs. 171-189.
- Hite, G.L.; Owers, J.E. (1983): "Security Price Reactions Around Corporate Spin-Off Announcements". *Journal of Financial Economics*, 12, n°4, págs. 409-436.
- Hite, G.L.; Owers, J.E.; Rogers, R.C. (1987): "The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Sell-Offs and Total Liquidations". *Journal of Financial Economics*, 18, n°2, págs. 229-252.
- Homberg, F.; Rost, K.; Osterloh, M. (2009): "Do Synergies Exist in Related Acquisitions? A Meta-Analysis of Acquisition Studies". *Review of Managerial Science*, 3, n°2, págs. 75-116.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (1992): "Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and Research-and-Development Intensity". *Strategic Management Journal*, 13, n°8, págs. 625-634.
- Hoskisson, R.E.; Cannella, A.A.; Tihanyi, L.; Faraci, R. (2004): "Asset Restructuring and Business Group Affiliation in French Civil Law Countries". *Strategic Management Journal*, 25, n°6, págs. 525-539.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Tihanyi, L.; White, R.E. (2005): "Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies". *Journal of Management*, 31, n°6, págs. 941-965.
- Itoh, H. (2003): "Corporate Restructuring in Japan Part I: Can M-Form Organization Manage Diverse Businesses?". *Japanese Economic Review*, 54, n°1, págs. 49-73.
- Jain, P.C. (1985): "The Effect of Voluntary Sell-Off Announcements on Shareholder Wealth". *Journal of Finance*, 40, n°1, págs. 209-224.

- Jensen, M.C. (1993): "The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems". *Journal of Finance*, 48, n°3, págs. 831-880.
- Johnson, R.A. (1996): "Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing". *Journal of Management*, 22, n°3, págs. 439-483.
- Kaiser, K.M.J.; Stouraitis, A. (1995): "Value Creation through Corporate Restructuring: European Divestitures". *European Management Journal*, 13, n°2, págs. 164-174.
- Kaiser, K.M.J.; Stouraitis, A. (2001): "Agency Costs and Strategic Considerations Behind Sells Off: The UK Evidence". *European Financial Management*, 7, n°3, págs. 319-349.
- Kang, J.; Lee, I.; Na, H.S. (2010): "Economic Shock, Owner-Manager Incentives, and Corporate Restructuring: Evidence from the Financial Crisis in Korea". *Journal of Corporate Finance*, 16, n°3, págs. 333-351.
- Lee, D.; Madhavan, R. (2010): "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis". *Journal of Management*, 36, n°6, págs. 1345-1371.
- Lee, E.; Lin, S. (2008): "Corporate Sell-Offs in the UK: Use of Proceeds, Financial Distress and Long-Run Impact on Shareholder Wealth". *European Financial Management*, 14, n°2, págs. 222-242.
- Lockett, A.; Thompson, S. (2001): "The Resource-Based View and Economics". *Journal of Management*, 27, n°6, págs. 723-754.
- Ma, C.; He, L. (2008): "From State Monopoly to Renewable Portfolio: Restructuring China's Electric Utility". *Energy Policy*, 36, n°5, págs. 1697-1711.
- Ma, D. (2012): "A Relational View of Organizational Restructuring: The Case of Transitional China". *Management and Organization Review*, 8, n°1, págs. 51-75.
- Markides, C.C. (1992): "Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence". *Academy of Management Journal*, 35, n°2, págs. 398-412.
- Markides, C.C. (1995): "Diversification, Restructuring and Economic-Performance". *Strategic Management Journal*, 16, n°2, págs. 101-118.
- Matsusaka, J.G. (2001): "Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities". *Journal of Business*, 74, n°3, págs. 409-431.
- Matsusaka, J.; Nanda, V. (2002): "Internal Capital Markets and Corporate Refocusing". *Journal of Financial Intermediation*, 11, n°2, págs. 176-211.
- Meyer, K.E. (2006): "Globalfocusing: From Domestic Conglomerates to Global Specialists". *Journal of Management Studies*, 43, n°5, págs. 1109-1144.
- Morrow, J.L.; Johnson, R.A.; Busenitz, L.W. (2004): "The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment". *Journal of Management*, 30, n°2, págs. 189-208.

- Moschieri, C.; Mair, J. (2008): "Research on Corporate Divestitures: A Synthesis". *Journal of Management & Organization*, 14, n°4, págs. 399-422.
- Pathak, S.; Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (2013): "Settling up in CEO compensation: The impact of divestiture intensity and contextual factors in refocusing firms". *Strategic Management Journal*. doi: 10.1002/smj.2153
- Peng, M.; Lee, S.; Wang, D. (2005): "What Determines the Scope of the Firm Over Time? A Focus on Institutional Relatedness". *Academy of Management Review*, 30, n°3, págs. 622-633.
- Perry, T.; Shivdasani, A. (2005): "Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring". *Journal of Business*, 78, n°4, págs. 1403-1431.
- Persson, O.D. (1994): "The Intellectual Base and Research Fronts of JASIS 1986-1990". *Journal of the American Society for Information Science*, 45, n°1, págs. 31-38.
- Powell, R.; Yawson, A. (2005): "Industry Aspects of Takeovers and Divestitures: Evidence from the UK". *Journal of Banking & Finance*, 29, n°12, págs. 3015-3040.
- Ramos-Rodríguez, A.R.; Ruíz-Navarro, J. (2004): "Changes in the Intellectual Structure of Strategic Management Research: A Bibliometric Study of the Strategic Management Journal, 1980-2000". *Strategic Management Journal*, 25, n°10, págs. 981-1004.
- Renneboog, L.; Szilagyi, P.G. (2008): "Corporate Restructuring and Bondholder Wealth". *European Financial Management*, 14, n°4, págs. 792-819.
- Reynolds, S.F.; White, M.A. (2000): "Downsizing in a Learning Organization: Are there Hidden Costs?". *Academy of Management Review*, 25, n°1, págs. 244-251.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2012): "Dynamics of the Evolution of the Strategy Concept 1962-2008: A Co-Word Analysis". *Strategic Management Journal*, 33, n°2, págs. 162-188.
- Schiffman, H.N. (1993): "The Role of Banks in Financial Restructuring in Countries of the Former Soviet-Union". *Journal of Banking & Finance*, 17, n°5, págs. 1059-1072.
- Sembenelli, A.; Vannoni, D. (2000): "Why do Established Firms Enter some Industries and Exit Others? Empirical Evidence on Italian Business Groups". *Review of Industrial Organization*, 17, n°4, págs. 441-456.
- Sengupta, R.; Faccio, M. (2011): "Corporate Response to Distress: Evidence from the Asian Financial Crisis". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93, n°2, págs. 127-154.
- Singh, H. (1993): "Challenges in Researching Corporate Restructuring". *Journal of Management Studies*, 30, n°1, págs. 147-172.
- Slovin, M.B.; Sushka, M.E.; Ferraro, S.R. (1995): "A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-Outs, Spin-Offs, and Asset Sell-Offs". *Journal of Financial Economics*, 37, n°1, págs. 89-104.
- Stahl, G.K.; Voigt, A. (2008): "Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination". *Organization Science*, 19, n°1, págs. 160-176.

- Suárez-González, I. (2006): "Las estrategias corporativas de las empresas: Diversificación y restructuración", en J.C. Jiménez (ed), *Economía Española: Veinte Años en la Unión Europea*. Ponencias presentadas en las XVII, XVIII, XIX, Y XX Jornadas de Alicante sobre la Economía Española. Cívitas, Madrid.
- Veld, C.; Veld-Merkoulova, Y.V. (2004): "Do Spin-Offs really Create Value? the European Case". *Journal of Banking & Finance*, 28, nº5, págs. 1111-1135.
- Vicente-Lorente, J.D.; Suárez-González, I. (2007): "Ownership Traits and Downsizing Behaviour: Evidence for the Largest Spanish Firms, 1990-1998". *Organization Studies*, 28, nº11, págs. 1613-1638.
- Villalonga, B. (2004): "Diversification Discount Or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series". *Journal of Finance*, 59, nº2, págs. 479-506.
- Villalonga, B.; McGahan, A. (2005): "The Choice among Acquisitions, Alliances, and Divestitures". *Strategic Management Journal*, 26, nº13, págs. 1183-1208.
- Vogel, R.; Guettel, W.H. (2013): "The Dynamic Capability View in Strategic Management: A Bibliometric Review". *International Journal of Management Reviews*, 15, nº4, págs. 426-446.
- Wallin, M.W. (2012): "The Bibliometric Structure of Spin-Off Literature". *Innovation: Management, Policy & Practice*, 14, nº2, págs. 162-177.
- Wood, S. (2002): "The Limits to Portfolio Restructuring: Lessons from Regional Consolidation in the US Department Store Industry". *Regional Studies*, 36, nº5, págs. 515-529.
- Wu, Z.; Delios, A. (2009): "The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan". *Management International Review*, 49, nº3, págs. 313-335.
- Zhou, Y.M.; Li, X.; Syejnar, J. (2011): "Subsidiary Divestiture and Acquisition in a Financial Crisis: Operational Focus, Financial Constraints, and Ownership". *Journal of Corporate Finance*, 17, nº2, págs. 272-287.



## **Capítulo 2.**

# **ANÁLISIS DE CONTENIDO Y DESCRIPTIVO DE LA LITERATURA EN RCN**



## 2.1. INTRODUCCIÓN

En todo campo de estudio es necesario revisar la literatura desarrollada a lo largo del tiempo con la finalidad de identificar los consensos obtenidos, las aportaciones más actuales y los vacíos pendientes en el campo de estudio. Para poder desarrollar una revisión integral de la literatura, el investigador cuenta con la difícil tarea de manipular gran cantidad de información disponible tanto *online* como en soporte físico. La elaboración y publicación de artículos en revistas científicas se ha incrementado considerablemente en las dos últimas décadas por lo que es necesario manejar herramientas bibliométricas que faciliten la revisión de la literatura más relevante en nuestra área de estudio (Postigo-Jiménez *et al.*, 2008; Ronda-Pupo y Guerras-Martín, 2013). Delimitar el campo de investigación definiendo los principales protagonistas es un proceso complicado de conseguir en una revisión de la literatura exclusivamente cualitativa.

En el trabajo de Furrer *et al.* (2008), la reestructuración corporativa se encontraba entre los doce primeros asuntos más estudiados en dirección estratégica durante el período 1991-1995 y dentro de los 19 más investigados en el período de 1980-2005. La reestructuración abarca un complicado, diverso y extenso ámbito de estudio. Por tal motivo, la literatura ha fraccionado su estudio en tres dimensiones: reestructuración de la cartera de negocios (RCN), reestructuración financiera y reestructuración organizativa (Bowman y Singh, 1993). Cómo ya se mencionó anteriormente, este trabajo se centra en la primera dimensión.

La metodología utilizada en este capítulo es el análisis de contenido y el análisis descriptivo. El primero permite revisar la literatura sobre un determinado tema de estudio, en este caso, la estrategia de RCN. Este tipo de análisis examina el contenido y la evolución de la literatura en RCN utilizando una metodología bibliométrica y una revisión cualitativa de la literatura permitiendo identificar los temas más populares o los menos estudiados en las últimas dos décadas. El análisis bibliométrico descriptivo facilita cuantificar documentos gracias a los indicadores numéricos que presentan los artículos de investigación, pudiendo analizar las características de la actividad científica (Sanz-Casado y Martín-Moreno, 1997). Esto permite, entre otras cosas, reconocer las

revistas que más publican sobre RCN, los autores imprescindibles de consultar y citar y la comunidad académica internacional que más investiga sobre RCN.

En el área de la reestructuración se han desarrollado tres trabajos con técnicas bibliométricas y cuatro trabajos con meta-análisis; sin embargo ninguno de ellos abarca un estudio integral relacionado con la RCN ni con la reestructuración corporativa. Los trabajos que se han identificado, y se analizan en la siguiente sección, revisan aspectos concretos como la evolución de las investigaciones en dirección estratégica (Furrer *et al.*, 2008), las fusiones y adquisiciones (F&A) (Homberg *et al.*, 2009; King *et al.*, 2004; Stahl y Voigt, 2008), las desinversiones (Lee y Madhavan, 2010), el *spin-off* (Wallin, 2012), o la investigación y desarrollo (I+D) y su relación con la cartera de negocios (Frumau, 1992).

Como se puede observar, los anteriores trabajos analizan la reestructuración como un aspecto más de la dirección estratégica o analizan aspectos parciales muy concretos relacionados con la reestructuración corporativa pero ninguno de ellos analiza la RCN como un tema de investigación en conjunto. Por otro lado, cada tema es examinado por separado y estudiado en períodos diferentes y, a excepción de los trabajos de Wallin (2012) y Furrer *et al.* (2008), el resto de artículos se limita a identificar las ideas más estudiadas pero no se definen las publicaciones que más producen sobre cada tema en concreto, ni los autores principales, ni los países que más investigan sobre RCN. Por lo tanto, aparece una necesidad y una oportunidad claras de llevar a cabo esta revisión integral de la literatura sobre RCN.

El período revisado corresponde a la literatura publicada desde 1993 hasta 2012 en todas las revistas de dirección estratégica, finanzas y organización de la *Web of Science* (WoS). Se escoge el año 1993 como punto de partida porque en este año se publica el número especial (*vol. 14 ed. Verano*) de la *Strategic Management Journal* (SMJ) único monográfico, según nuestro conocimiento, sobre reestructuración corporativa, coincidiendo además con el período de 1991-1995 donde la literatura sobre reestructuración alcanza su mayor apogeo (Furrer *et al.*, 2008). Basándonos en trabajos similares con técnicas bibliométricas como los de Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro (2004), Ronda-Pupo y Guerras-Martín (2012), Shafique (2013) o Uysal (2010) los

cuales cuentan con un período de estudio igual o menor al del presente trabajo, se puede asumir que los últimos veinte años revisados aquí van a contribuir indudablemente en el análisis bibliométrico de la literatura en RCN.

El objetivo de esta investigación, por tanto, es identificar la evolución de la literatura en RCN, delimitar su campo de acción identificando los temas más desarrollados, las revistas, los autores y los países que más han publicado sobre esta estrategia, y así, contribuir a la consolidación de la literatura en RCN. Además, por primera vez, se presenta una síntesis de los trabajos conceptuales que han revisado la teoría de RCN tanto con enfoque cualitativo-tradicional como de aquellos trabajos que han utilizado un enfoque cuantitativo. La estructura de este estudio es la siguiente. A continuación se revisan las contribuciones teóricas publicadas en RCN desde 1993 hasta el 2013. Posteriormente, se detalla el método bibliométrico utilizado para este capítulo. Después, se discuten los resultados encontrados y se señala la posible evolución del estudio en RCN. Finalmente, en las conclusiones, se resaltan las contribuciones más importantes del presente capítulo así como sus limitaciones y futuras líneas de investigación.

## **2.2. REVISIÓN DE LA LITERATURA EN RCN**

Para nuestro conocimiento, no existe un trabajo que revise teóricamente la literatura en RCN. Los artículos teóricos encontrados en la *WoS* y revisados en esta sección corresponden a trabajos con dos características particulares. Los primeros revisan la literatura general en reestructuración corporativa, contribuyendo con una visión amplia pero no exhaustiva sobre RCN (Bowman y Singh, 1993; Bowman *et al.*, 1999). Y los segundos fragmentan el estudio de RCN y revisan por separado una de sus partes como el reenfoque corporativo o la desinversión (Brauer, 2006; Johnson, 1996; Moschieri y Mair, 2008) lo que contribuye a una visión más específica. En esta sección se revisan todos los trabajos teóricos relacionados con la RCN y se los divide en aquellos trabajos que utilizan un enfoque cualitativo-tradicional y aquellos trabajos que han utilizado técnicas bibliométricas. Se escogen aquellas revisiones teóricas

relacionadas con la RCN en las disciplinas de *business, business finance* y *management* de acuerdo con la clasificación del *WoS*.

### 2.2.1. Revisión de la literatura en RCN con enfoque cualitativo

Como se ha mencionado antes, se han publicado una serie de trabajos que revisan diferentes aspectos de la RCN; pero no existe un trabajo que examine específicamente su literatura. A continuación, se han revisado aquellas investigaciones que desarrollaron algún tópico relacionado con RCN. Para encontrar los artículos, se ha buscado en la *WoS* los trabajos cuyo tópico esté relacionado con: “*corporate restructuring*”, “*portfolio restructuring*”, “*asset restructuring*”, *divestiture, refocusing, reconfiguration*, y “*asset sale(s)*” dentro de las disciplinas de *business, business finance* y *management* y se han escogido aquellos trabajos que realizan una revisión teórica.

En la tabla 2.1 se pueden observar doce trabajos que realizan una revisión cualitativa de algún aspecto relacionado con la RCN. Dentro de los cinco trabajos bajo el tema “reestructuración corporativa”, primero se identifican a las desinversiones y adquisiciones como los métodos para la RCN (Bowman y Singh, 1993) siendo las F&A la forma más común de reestructuración (Heugens y Schenk, 2004). Segundo, se resalta la importancia del Consejo de Administración (*Board of Directors, BOD*) y de las tácticas de gobierno corporativo (p.e., participaciones en el capital para los administradores como parte de su compensación para velar por los intereses de los accionistas) como presión a la alta dirección para implantar a tiempo una estrategia de RCN (Bowman y Singh, 1993; Singh, 1993). Tercero, se reconocen dos maneras de medir el rendimiento de la empresa: a través del rendimiento del mercado explicado por el precio de la acción antes, durante y después del anuncio de la reestructuración y el rendimiento contable con medidas como ROE, ROA, beneficios antes de impuestos, etc. (Bowman *et al.*, 1999). Cuarto, se identifican cuatro enfoques de posible aplicación después de una reestructuración que implique un cambio organizativo radical y severo: *Strategic Management, Total Quality Management, Business Process Re-engineering* y *Computer Integrated Manufacturing*; dependerá de factores empresariales internos y externos elegir el más adecuado (Nasierowski, 1997).

En los tres trabajos que revisan el tema de “reenfoque corporativo”, cabe destacar que sólo el trabajo de Johnson (1996) revisa este concepto sin ninguna limitación los dos trabajos restantes lo revisan bajo un entorno institucional emergente (Hoskisson *et al.*, 2005) y bajo el enfoque basado en los recursos (EBR) (Lockett y Thompson, 2001). Las principales contribuciones de los trabajos son las siguientes. Primero se define al reenfoco como la concentración de la empresa en las actividades centrales o nucleares junto con la eliminación de las actividades periféricas (Lockett y Thompson, 2001). Segundo, se identifican los antecedentes y los resultados de reenfocar tanto para economías desarrolladas como emergentes. Los antecedentes del reenfoco para todo tipo de economías son: condiciones del entorno, gobierno corporativo, estrategia no efectiva y malos rendimientos. Los resultados del reenfoco son: cambio estratégico, efecto severo en los empleados y rendimiento empresarial positivo (Hoskisson *et al.*, 2005; Johnson, 1996). Tercero, se asume por los académicos con un EBR, que desinvertir en las actividades periféricas y concentrarse en las más relacionadas aumenta el rendimiento (Lockett y Thompson, 2001).

Los tres trabajos que revisan las desinversiones identifican: primero, que los antecedentes y los resultados de la desinversión (Brauer, 2006; Buchholtz *et al.*, 1999; Moschieri y Mair, 2008) coinciden en muchos aspectos con los del reenfoco corporativo. Segundo, se identifica que las teorías que más revisan el tema de la desinversión son: la teoría de la agencia, la teoría de los costes de transacción, la teoría de los recursos y la teoría evolucionista (Moschieri y Mair, 2008). Finalmente, se indica que la respuesta de la alta dirección para desinvertir en el momento oportuno dependerá en gran parte de las políticas de gobierno corporativo que establezca la empresa como, por ejemplo, la participación de los directores externos en el control de los administradores y la compensación de los administradores con una participación en el capital de la empresa (Buchholtz *et al.*, 1999).

El trabajo más reciente de la tabla realiza una revisión de la literatura sobre las herramientas propuestas por los académicos para el análisis de la cartera de negocios de la empresa (Untiedt *et al.*, 2012). El artículo muestra que el interés por encontrar herramientas más avanzadas ha descendido desde mediados de los ochenta. El último método reconocido fue la matriz de crecimiento –participación o matriz BCG (*Boston*

*Consulting Group*). El artículo identifica que este desinterés académico pudo producirse principalmente porque se piensa que estas herramientas son obsoletas ya que la diversificación corporativa es inferior a la diversificación de mercado. Sin embargo, este trabajo llama a un mayor estudio del análisis de la cartera de negocios y la diversificación corporativa adaptando las nuevas realidades corporativas desde mediados de los años ochenta.

Las limitaciones que se encuentran en estas revisiones son: primero, las revisiones más completas pertenecen a la década de los noventa, período de mayor auge de los estudios sobre reestructuración corporativa (Furrer *et al.*, 2008). Segundo, ninguna revisión presenta los temas más relevantes en las últimas dos décadas sobre RCN pero examina exhaustivamente un tema específico. Finalmente, los trabajos revisados en cada uno de los artículos han sido escogidos con carácter subjetivo de acuerdo con el propio criterio de los autores. Para completar esta revisión, en el siguiente epígrafe se analizan aquellos trabajos que utilizan algún tipo de metodología cuantitativa para revisar la literatura en RCN.

**Tabla 2.1. Investigaciones que revisan la literatura en RCN con un enfoque cualitativo**

Fuente	Tema	Principales contribuciones
Bowman y Singh (1993)	Reestructuración corporativa	1) Métodos para la RCN: desinversiones y adquisiciones. 2) El efecto, <i>per se</i> , de las adquisiciones en el rendimiento financiero es incierto pero un cambio en la alta dirección puede ser clave post-adquisición. 3) <i>Blockholders</i> y directores externos son los que más presionan para tomar la decisión de RCN. 4) Mayor participación del <i>BOD</i> en la RCN es necesario cuando las participaciones en el capital de la empresa de la alta dirección ( <i>top management</i> ) son limitadas (tácticas de gobierno corporativo).
Singh (1993)	Reestructuración corporativa	1) La alta dirección no revela a tiempo sus acciones por: a) respuesta tardía del mercado ante adquisiciones y desinversión y b) control no efectivo por parte del <i>BOD</i> . 2) Desinvertir no significa que el negocio vaya mal puede suponer un cambio rápido en la CN. 3) Efectos <i>post-F&amp;A</i> están caracterizados por altos niveles de rotación y pérdida de la moral en los empleados.
Nasierowski (1997)	Reestructuración corporativa	1) Se identifica cuatro enfoques para afrontar cambios organizativos radicales y dramáticos después de una reestructuración: SM ( <i>Strategic Management</i> ), TQM ( <i>Total Quality Management</i> ), BPR ( <i>Business Process Re-engineering</i> ), y CIM ( <i>Computer Integrated Manufacturing</i> ). 2) Para elegir uno o varios enfoques a implantar dependerá: del tipo de empresa, tipo de cambio sufrido, cultura del país, fecha en la cual se efectuó el cambio y las áreas donde se ha producido el cambio.
Bowman <i>et al.</i> (1999)	Reestructuración corporativa	1) Dos maneras de medir el rendimiento de la empresa en el campo de la reestructuración: a) rendimiento del mercado y b) rendimiento contable. 2) La reestructuración financiera provoca un mayor impacto en el resultado de la empresa, seguida por la RCN y finalmente la reestructuración organizativa.

Heugens y Schenk (2004)	Reestructuración corporativa	1) Las F&A son la forma más común de reestructuración. 2) <i>Downscoping</i> incluye actividades de desinversión del producto a través de: venta de activos, <i>management buy-outs</i> , <i>spin-off</i> . 3) La RC, por lo general, se justifica en términos de rendimiento, pero también involucra consecuencias políticas y sociales que las Relaciones Públicas ( <i>Public Affairs</i> ) pueden minimizar o evitar. 4) Para minimizar estas consecuencias negativas se debe proyectar a los grupos de poder, instituciones influyentes, consumidores y competidores de que la responsabilidad y reputación de la empresa no será comprometida por los cambios de la reestructuración.
Johnson (1996)	Reenfoque corporativo	1) Antecedentes del reenfoque: condiciones del entorno, gobierno corporativo, estrategia no efectiva, malos rendimientos, y reestructuración financiera. 2) Resultados del reenfoque: cambio estratégico, efecto severo en los empleados, rendimiento empresarial positivo.
Lockett y Thompson (2001)	Reenfoque corporativo según EBR	1) Antecedentes del reenfoque: sobre-diversificación, malos rendimientos, gobierno corporativo débil. 2) Se supone que desinvertir en las actividades periféricas y concentrarse en las más relacionadas aumenta el rendimiento.
Hoskisson <i>et al.</i> (2005)	Reenfoque corporativo y mercados emergentes	Para las economías emergentes; 1) las causas para reenfocar son: a) factores externos: privatizaciones, mecanismos de control externos, poder del mercado y mayor competencia, factores culturales y crisis externas; b) factores internos: malos rendimientos, cambios en la alta dirección, confianza y cultura organizativa. 2) Las empresas con una mayoría de inversores pertenecientes a una misma familia, extranjeros e instituciones financieras son más propensas a reenfocar. Las empresas con inversores como el gobierno /o un banco fuerte son más propensas a diversificar.
Buchholtz <i>et al.</i> (1999)	Desinversión	1) La respuesta para desinvertir depende: a) contexto de la desinversión (rendimiento de la empresa, fusiones fracasadas, precio de la unidad a desinvertir); b) características de la alta dirección (compensación y periodo del ejecutivo); y c) atributos de gobierno (participación de directores externos en el BOD)
Brauer (2006)	Desinversión	1) Antecedentes de la desinversión: a) determinantes específicos de la empresa (p.e., malos resultados, sobrediversificación, tamaño, edad); b) determinantes específicos de la industria (p.e., concentración, madurez, cambio tecnológico, incertidumbre en el entorno). 2) Proceso de desinversión: La decisión de desinvertir va a estar en manos de la junta directiva, directores corporativos y, en menor grado, de los directivos de división y empleados. 3) Resultados de la desinversión: a) no queda claro si la desinversión crea, destruye o transfiere riqueza; b) los empleados pueden sufrir problemas de motivación; c) una desinversión puede estar seguida de estrategias corporativas como diversificación e inversión en I+D.
Moschieri y Mair (2008)	Desinversión	1) Los enfoques principales que más estudian la desinversión son: teoría de la agencia, costes de transacción, recursos y teoría evolucionista. 2) Los antecedentes y los resultados de la desinversión son los asuntos más estudiados; mientras que el proceso y la dinámica de la decisión de desinvertir son los menos desarrollados. 3) Se identifican más estudios que apoyan la premisa que las desinversiones afectan positivamente el rendimiento de la empresa y menos para las premisas de: efecto nulo y efecto negativo en el rendimiento de la empresa.
Untiedt <i>et al.</i> (2012)	Herramientas para medir la cartera de negocios	Ésta es una revisión teórica sobre los estudios que proponen diferentes herramientas para medir la cartera de negocios de la empresa. El artículo muestra que el interés por encontrar herramientas más avanzadas ha descendido desde mediados de los ochenta. La última medida reconocida fue la matriz BCG.

### 2.2.2. Revisión de la literatura en RCN con enfoque cuantitativo

En esta sección se revisan aquellos trabajos relacionados con la RCN que han sido desarrollados con algún tipo de técnica bibliométrica y se intenta ofrecer una

clasificación para poder identificar las lagunas existentes en el área de la RCN. Para encontrar los artículos, hemos buscado en la *WoS* los trabajos cuyo tópico esté relacionado con: “*bibliometric analysis*” y se escogen aquellos trabajos que estén clasificados por la *WOS* dentro de los campos de *business*, *business finance* y *management*.

En términos generales se encontraron trabajos bibliométricos en el área de organización (Pilkington y Liston-Heyes, 1999; Podsakoff *et al.*, 2008; Usdiken y Pasadeos, 1995); marketing (Fetscherin y Usunier, 2012; Leonidou y Leonidou, 2011; Pasadeos *et al.*, 1998); finanzas (Chang y Ho, 2010; Chung y Cox, 1990); contabilidad (Chung *et al.*, 1992; Uysal, 2010); y dirección estratégica (McMillan y Hicks, 2001; Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2004; Ronda-Pupo y Guerras-Martín, 2010; Ronda-Pupo y Guerras-Martín, 2012) por nombrar los trabajos más citados y actuales. Además, se encontraron trabajos en áreas más específicas como empresa familiar (Benavides-Velasco *et al.*, 2011; Casillas y Acedo, 2007); investigación y desarrollo (Biemans *et al.*, 2007; Pilkington y Teichert, 2006; Shafique, 2013); internacionalización (Collinson y Rugman, 2010; Fetscherin *et al.*, 2010); emprendimiento (Cornelius *et al.*, 2006; Landstrom *et al.*, 2012); diversificación (Wang *et al.*, 2011); gobierno corporativo (Huang y Ho, 2011) y diferentes enfoques teóricos (Vogel y Guettel, 2013; Weerakkody *et al.*, 2009). Esto nos demuestra que, a pesar de un notorio interés por los académicos del área empresarial por revisar diferentes disciplinas de estudio a través de técnicas bibliométricas, una revisión de la literatura en RCN utilizando las mismas es muy limitada.

Sólo se identifican tres trabajos relacionados indirectamente con la RCN con técnicas bibliométricas (sobre I+D y cartera de negocios, estudios en dirección estratégica y *Spin-Off*); por lo que se realizó una búsqueda adicional en la *WoS* agregando como tópico “*meta*” para las disciplinas *business*, *business finance* y *management* con el fin de identificar aquellos trabajos relacionados a RCN que apliquen una metodología de meta-análisis. El meta-análisis es una revisión bibliográfica que consiste en analizar y comparar los artículos encontrados con el fin de obtener factores homogéneos, en este caso, en el estudio de RCN (Cheung y Chan, 2005). De esta forma

se agrupan en la siguiente tabla aquellas investigaciones que han realizado una revisión de la literatura de RCN con un enfoque cuantitativo.

En la tabla 2.2, el trabajo de Frumau (1992) indica que la influencia de la I+D a la hora de reenfocar la(s) actividad(es) principal(es) de la empresa puede ser fundamental para obtener una ventaja competitiva. La principal limitación es que revisa solamente seis años durante la década de los años ochenta. El tema de F&A (Homberg *et al.*, 2009; King *et al.*, 2004; Stahl y Voigt, 2008) es el más revisado teóricamente hasta la actualidad con una metodología cuantitativa y se revisa el impacto en la organización y el rendimiento de la empresa después de una fusión o adquisición. A diferencia de la presente investigación, los trabajos anteriores se enfocan sólo en este método.

El trabajo de Furrer *et al.* (2008) presenta el nivel de interés del estudio de la reestructuración corporativa por los académicos en dirección estratégica desde 1980 hasta 2005. Este trabajo se centra en todos los temas investigados por esta disciplina por lo que no se examina en detalle el estudio de la reestructuración corporativa. El siguiente trabajo (Lee y Madhavan, 2010) revisa exclusivamente el método de desinversión y su impacto en el rendimiento. A diferencia de King *et al.* (2004), sí se identifica un impacto posterior positivo en el rendimiento de la empresa. Finalmente, el último tema analizado es el *spin-off* (Wallin, 2012) un tema que ha sido ampliamente discutido en trabajos sobre RCN (Bergh *et al.*, 2008; Colak y Whited, 2007; Slovin *et al.*, 1995). La primera diferencia de este trabajo con el presente es que solo revisa artículos publicados sobre un tema en concreto ("*spin-off*") sin tomar en consideración otros métodos de RCN. La segunda diferencia es que a pesar de ser publicado en 2012 se revisa la literatura hasta el 2006.

La revisión de la literatura realizada en este segundo epígrafe presenta una metodología novedosa dedicándose, en su mayoría, a estudiar e identificar las principales temáticas, los autores, instituciones o países de la producción científica estudiada. Sin embargo, en el área específica de RCN no se ha podido identificar un trabajo que presente todos estos posibles resultados con una revisión de la literatura aplicando técnicas bibliométricas. Por esta razón, en las secciones posteriores se

intentará cubrir este espacio que todavía no ha podido ser completado por la literatura actual en RCN.

**Tabla 2.2. Investigaciones que revisan la literatura en RCN con un enfoque cuantitativo**

Fuente	Tema	Años	Objetivo	Muestra	Principales contribuciones
Frumau (1992)	I+D y cartera de negocios	1981-1986	Mostrar la influencia de la cartera de negocios (CN) en las inversiones en I+D	Estudio Bibliométrico. Patentes, artículos (INSPEC <sup>1</sup> ) y datos contables de 30 empresas diversificadas	Para las empresas diversificadas en el sector electrónico cada vez es más difícil destacar en las áreas tecnológicas de su amplia CN. Por esta razón, se sugiere concentrar su cartera en torno a las capacidades centrales de la empresa basándose en los negocios con tecnología relacionada para alcanzar mejores rendimientos.
King <i>et al.</i> (2004)	F&A	No indica	Señalar si después de F&A hay ingresos financieros	Meta-análisis. 93 estudios sobre F&A	El rendimiento de la empresa compradora no cambia después de la adquisición y en cierto grado puede haber un impacto negativo.
Stahl y Voigt (2008)	F&A	No indica	Demostrar si las diferencias culturales importan en F&A	Meta-análisis. 46 estudios sobre F&A	Las diferencias culturales afectan las F&A en formas diferentes y a veces opuestas; depende del grado de relación y las dimensiones culturales de las empresas involucradas en la fusión.
Homberg <i>et al.</i> (2009)	F&A	1948-2002	Comprobar si existe sinergia en adquisiciones relacionadas	Meta-análisis. 67 estudios previos de F&A del WoS	Sinergias existen en F&A pero provienen de similitudes y diferencias entre la empresa adquirente y objetivo. Las adquisiciones relacionadas pueden ser una causa de creación pero también destrucción de riqueza.
Furrer <i>et al.</i> (2008)	Estudios en dirección estratégica	1980-2005	Identificar las relaciones entre las categorías estudiadas en SM	Estudio Bibliométrico. Artículos SMJ, AMJ, AMR, ASQ <sup>2</sup>	El 9% de los trabajos en SM fueron sobre reestructuración. La reestructuración es una estrategia implantada desde el nivel corporativo y se encuentra dentro del rol estratégico del administrador.
Lee y Madhavan (2010)	Desinversión	No indica	Mostrar si la desinversión afecta el rendimiento	Meta-análisis. 94 estudios sobre desinversión y rendimiento	La desinversión corporativa tiene un efecto positivo en el rendimiento posterior de la empresa.
Wallin (2012)	Spin-off	1957-2006	Identificar el avance en el estudio de Spin-off	Estudio Bibliométrico. Artículos con título <i>spin off</i> o <i>spin out</i> del WoK <sup>3</sup>	El concepto <i>spin-off</i> ha evolucionado desde una perspectiva financiera a una perspectiva innovadora, emprendedora y estratégica.

<sup>1</sup>Base de datos bibliográfica de Ingeniería.

<sup>2</sup>*Strategic Management Journal, Academy of Management Journal, Academy of Management Review, y Administrative Science Quarterly.*

<sup>3</sup> Base de datos *Web of Knowledge.*

## 2.3. DATOS Y METODOLOGÍA

### 2.3.1. Datos

En el proceso de selección de datos, primero se escogen los artículos a analizar. Para ello, se realizan dos búsquedas básicas: a) a partir del número especial (*vol. 14 ed. Verano*) de la revista *Strategic Management Journal (SMJ)* de 1993, único monográfico, según nuestro conocimiento, en *management* sobre reestructuración corporativa; y b) a partir de palabras clave definidas. Ambas búsquedas se realizan utilizando como base de datos la *Web of Science (WoS)- Social Sciences Citation Index (SSCI)*.

Dentro de la primera búsqueda escogemos los siete artículos del número especial relacionados directamente con RCN examinando su contenido tanto de título, resumen y palabras clave. A continuación, se seleccionan las siguientes palabras clave relacionadas con RCN: *corporate restructuring, portfolio restructuring, asset restructuring, divestiture, refocusing, reconfiguration* y *asset sale(s)*. Posteriormente, se listaron todos los trabajos que han citado alguno de los siete artículos mencionados de la *SMJ* hasta final de 2012. Se filtraron los resultados seleccionando los campos: *business, management, y business finance* y también seleccionando: *articles, reviews y proceedings*. Para la segunda búsqueda, se parte de las palabras clave definidas anteriormente y se completa la búsqueda cruzando con las palabras clave *diversification* y *restructuring*. Seguidamente, se unifican las dos búsquedas, se eliminan artículos repetidos y errores. Para confirmar que todos estos artículos están relacionados con la RCN se realiza una última depuración. Se identifica que por lo menos una de las palabras clave antes mencionadas aparezca en el título, resumen o palabras clave de cada artículo.

En definitiva, se consiguieron 377 documentos citantes directamente relacionados con la RCN publicados entre 1993-2012 con un total de 18.133 referencias bibliográficas de 11.243 trabajos diferentes. Para poder analizar la evolución de la disciplina durante estos 20 años, se dividió el período de análisis en cuatro etapas de 5 años cada una: 1993-1997, 1998-2002, 2003-2007 y 2008-2012. En este capítulo se

presenta el contenido y la descripción de los 377 documentos citantes y en el siguiente capítulo se utilizan herramientas más complejas para analizar en profundidad la estructura bibliométrica tanto de las referencias bibliográficas como de los documentos citantes.

### 2.3.2. Análisis de contenido y descriptivo

Para analizar los documentos citantes, es decir los 377 artículos publicados durante el periodo 1993-2012 se emplea un análisis de contenido y descriptivo. Así, se delimita el alcance del estudio en RCN examinando el contenido y la evolución de los temas más y menos investigados en su literatura e identificando las revistas, autores y la comunidad académica internacional de este campo de estudio.

Para realizar el análisis de contenido se configura una lista con los temas de investigación más desarrollados en RCN definido por categorías de palabras clave de forma similar a como hacen Furrer *et al.* (2008) y Ronda-Pupo y Guerras-Martín (2012). Así, para poder codificar y analizar el contenido de los artículos, se elaboró una lista con los 16 temas de investigación o categorías de palabras clave. La creación de esta lista es necesaria por el gran número y variedad de palabras clave proporcionada por los autores y la base de datos *WoS*. Se intentó utilizar solamente las palabras clave proporcionadas por el autor de la muestra escogida pero no fue posible para todos los artículos.

La primera dificultad fue seleccionar las palabras clave individuales para aquellos artículos que no tenían palabras clave proporcionadas por el autor pero propuestas por *WoS* (*keywords plus*) y para aquellos artículos que no contenían ningún tipo de palabras clave. En el primer caso, se escogieron entre las *keywords plus* aquellas que aparecían tanto en el título como en el resumen del artículo con un máximo de 6 palabras clave por artículo. Para aquellos trabajos que no contenían ninguna palabra clave (23 artículos) se revisó tanto el título como el resumen para definir las palabras clave individuales que reflejen el contenido del mismo.

A continuación, se identificaron 1.302 palabras clave individuales en los 377 artículos sobre RCN. El 68% de las palabras claves individuales fueron utilizadas sólo

una vez. Este dato es similar al que obtienen Furrer *et al.* (2008:5) y Ronda-Pupo y Guerras-Martín (2012: 169). Para evitar que se comprometa la fiabilidad de los resultados, se agruparon las palabras clave individuales relacionadas en categorías coherentes (Rugg y McGeorge, 1997) con la literatura en RCN, dirección estratégica, organización y finanzas. Así, se identificaron 16 categorías o elementos conceptuales diferentes. En el apéndice 1 se encuentra el detalle de las palabras clave individuales que contiene cada categoría.

Consecutivamente se clasificaron los 377 artículos dentro de las categorías escogidas. Para evitar clasificaciones subjetivas se colocaron los artículos dependiendo las palabras clave individuales que presentaba cada trabajo. Es decir que un mismo trabajo podía estar dentro de una o varias categorías (Inkpen y Beanish, 1994). Posteriormente, se clasificó cada uno de los artículos en las categorías correspondientes. Para cada una de las 16 categorías, se codificó una variable dicotómica: 1 si el artículo pertenecía a dicha categoría y 0 si no pertenecía. De los 377 artículos, 15 (4,0%) se colocaron en 1 categoría, 128 en 2 categorías (34,0%), 177 en tres categorías (46,9%), 44 en cuatro (11,7%), 12 en cinco (3,2%) y 1 en seis categorías (0,3%). El promedio total es 2,8 categorías por artículo. Así, se logró agrupar el contenido de 377 artículos en 16 temas de estudio más investigados por la literatura de RCN. De esta forma, se puede identificar la evolución de los temas más investigados y las prioridades y tendencias actuales de la investigación en RCN.

Para realizar el análisis descriptivo, toda la información de los documentos citantes se obtiene al importar los datos obtenidos en la *WoS* al programa Bibexcel (Persson *et al.*, 2009). Se ordena dicha información de acuerdo con la distribución de su frecuencia, es decir se escogen aquellos autores, revistas y países que más veces se repiten dentro de los 377 artículos.

Las revistas son clasificadas dentro de tres categorías principales basándonos en la clasificación del *Journal of Citation Report* (JCR). Así, el enfoque de las revistas que agrupan la mayoría de documentos revisados son *management*, economía y finanzas. Si alguna revista no se encuentra dentro de estas tres categorías será clasificada dentro del conjunto otras disciplinas.

Para obtener los 20 autores que más han contribuido al estudio de RCN se realiza un cálculo adicional. Se identifica la influencia de los documentos citantes basándonos en el número total de citas recibidas hasta el 31 de diciembre del 2012. El análisis de citas equivale a la selección de los artículos más citados por los académicos para la elaboración de su propia investigación. En consecuencia, cuanto más frecuentemente sea citado un trabajo mayor habrá sido su aportación en el área analizada. Sin embargo, hay que tener en cuenta que un artículo, mientras más antiguo es, más posibilidades tiene de ser citado. Para controlar esto, se dividió el número total de citas por los años transcurridos desde su publicación para obtener así el número de citas por año. Esta forma de proceder permite una comparación más equitativa de los documentos citantes (Furrer *et al.*, 2008). Así, se obtiene el número de citas por año de cada trabajo escrito por los autores de los 377 artículos y se suman las citas anuales medias de cada trabajo de cada autor para obtener el total de citas anuales recibidas para todos sus artículos publicados. De esta forma, se obtienen los autores que más han influido dando menor importancia a la cantidad de trabajos publicados (producción científica) en favor de la influencia de los mismos (impacto total).

## **2.4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN**

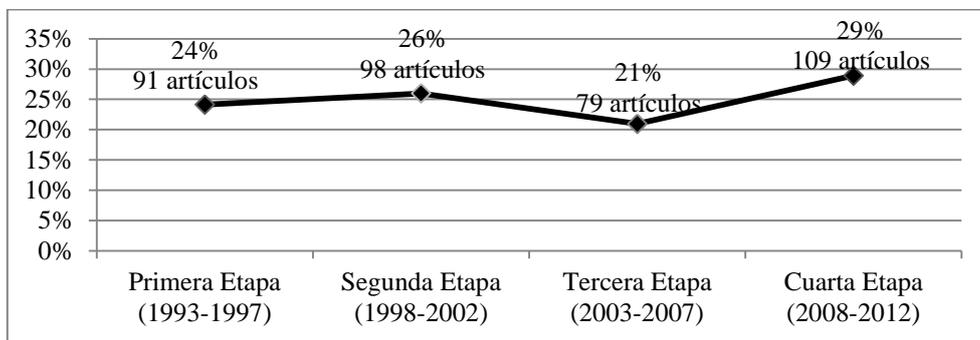
### **2.4.1. Análisis de contenido**

Este análisis describe y delimita el alcance de su estudio y se identifica la evolución de la literatura por etapas dentro del marco temporal definido. Debido a que los documentos citantes representan el frente de la investigación del campo seleccionado es posible identificar las prioridades y tendencias actuales de la investigación en RCN.

La figura 2.1 muestra el número de documentos citantes analizados dividido por etapas. Como puede observarse, se mantiene una cierta estabilidad en la publicación de artículos durante los últimos 20 años. No obstante, se observa cómo se produce una cierta bajada en la tercera etapa y una importante subida en la cuarta. Más allá de otras razones académicas, dichos cambios podrían estar relacionados con la evolución de la

economía internacional. Efectivamente, mientras que el período asociado a la tercera etapa puede considerarse de alto crecimiento de la economía en los países occidentales, la crisis financiera iniciada en el año 2007 devuelve un interés creciente a los temas relacionados con la RCN. Las empresas que han tomado decisiones de sobrediversificación o que tienen problemas para refinanciar la deuda acumulada, se han de plantear resolver esta situación para sobrevivir o, simplemente, para crear valor (El País, 2011). De ahí una posible interpretación del resurgir del tema en los últimos años.

**Figura 2.1. Interés del estudio en RCN**



### ***Temas más relevantes y la evolución del estudio en RCN***

La tabla 2.3 muestra el porcentaje de artículos que se refieren a cada una de las familias de palabras construidas y que se recoge en el Anexo 1. Estos datos permiten establecer un ranking de los temas más relevantes abordados en la literatura y aparecen especificados tanto para el período total (1993-2012) como para cada una de las cuatro etapas en las que se ha dividido dicho período de tiempo para una mejor comprensión de la evolución de la producción científica en los últimos veinte años. Debido a que un artículo podía estar en varias categorías, la suma de los porcentajes no dará como resultado 100%.

Para el conjunto del período, columna “Total”, podemos observar que el tema más estudiado en RCN corresponde a *methods for portfolio restructuring* incluyendo las desinversiones y adquisiciones como principales métodos. Los dos temas que le siguen pertenecen a los antecedentes de la reestructuración de la cartera (Johnson, 1996) *corporate governance* y *financial issues*. Un adecuado gobierno corporativo puede

incentivar a los administradores a tomar la decisión de reestructurar a tiempo (Gibbs, 1993), mientras que una reestructuración financiera previa puede estar seguida de una RCN (Seth y Easterwood, 1993). Asimismo, dificultades financieras en la empresa y el entorno pueden incentivar que la empresa reestructure su cartera como ha sucedido en la crisis financiera asiática de 1997 (Kang *et al.*, 2010; Zhou *et al.*, 2011) y en la crisis financiera mundial actual.

**Tabla 2.3. Número de artículos por categoría y período de tiempo**

	1993-1997		1998-2002		2003-2007		2008-2012		TOTAL	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<i>Methods for portfolio restructuring</i>	36	39,6	40	40,8	41	41,8	64	58,72	181	48,0
<i>Corporate governance</i>	31	34,1	27	27,6	27	27,6	37	33,94	122	32,4
<i>Financial issues</i>	22	24,2	26	26,5	13	13,3	42	38,53	103	27,3
<i>Performance</i>	20	22,0	25	25,5	24	24,5	31	28,44	100	26,5
<i>Institutional issues</i>	17	18,7	19	19,4	17	17,3	33	30,28	86	22,8
<i>Corporate restructuring</i>	28	30,8	13	13,3	11	11,2	26	23,85	78	20,7
<i>Organizational issues</i>	16	17,6	17	17,3	14	14,3	18	16,51	65	17,2
<i>Capabilities, competencies, and RBV</i>	7	7,7	13	13,3	11	11,2	16	14,68	47	12,5
<i>Diversification strategy</i>	10	11,0	18	18,4	10	10,2	7	6,42	45	11,9
<i>Directions for portfolio restructuring</i>	8	8,8	14	14,3	10	10,2	10	9,17	42	11,1
<i>Company-industry applications</i>	7	7,7	9	9,2	11	11,2	8	7,34	35	9,3
<i>Methodologies and research issues</i>	4	4,4	9	9,2	10	10,2	8	7,34	31	8,2
<i>Corporate strategy</i>	12	13,2	7	7,1	3	3,1	6	5,50	28	7,4
<i>Firm</i>	4	4,4	7	7,1	8	8,2	9	8,26	28	7,4
<i>R&amp;D, technology, innovation</i>	9	9,9	3	3,1	5	5,1	10	9,17	27	7,2
<i>Industry analysis &amp; competition</i>	11	12,1	4	4,1	3	3,1	8	7,34	26	6,9
Nº de artículos	91		98		79		109		377	

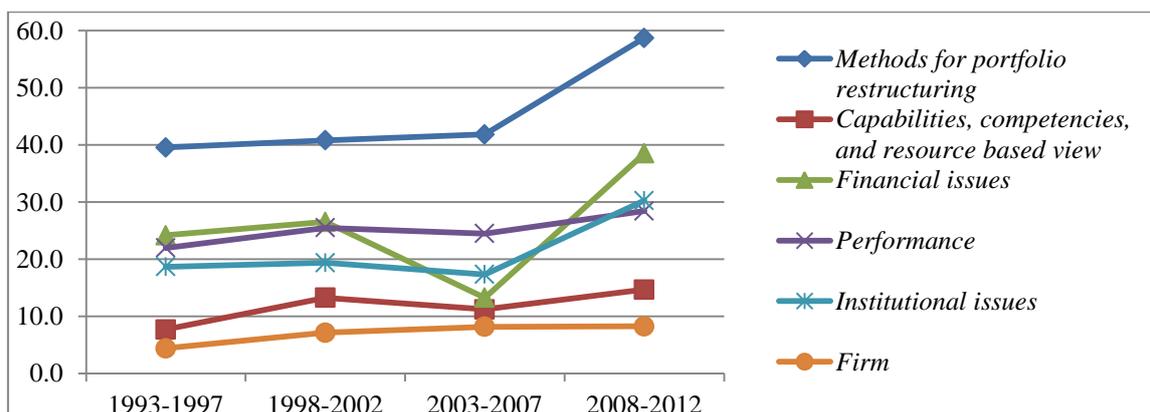
El cuarto tema más estudiado por la literatura de RCN y el primer tema más estudiado por la dirección estratégica (Furrer *et al.*, 2008) es *performance*. De acuerdo con Johnson (1996) la RCN puede afectar a la estrategia corporativa, los resultados empresariales y los empleados. El quinto tema más estudiado por la literatura en RCN es *institutional issues*. Esta categoría ha sido considerada como parte de los antecedentes para tomar una decisión de reestructuración (Johnson, 1996). También se relaciona con los diversos escenarios donde se implanta una estrategia de RCN como USA, Europa o Asia y el análisis de cómo los factores específicos de cada país o región pueden condicionar el éxito o fracaso de la estrategia (Peng *et al.*, 2005).

Si vemos la evolución de los distintos temas a través de las etapas, se pueden identificar tres patrones de comportamiento diferentes. El primer grupo recoge los temas

cuyo interés ha aumentado desde inicios de 1993 hasta finales del 2012 (figura 2.2): *methods for portfolio restructuring*, *capabilities competencies and resource-based view (RBV)*, *financial issues*, *performance*, *institutional issues*, y *firm*. De estos temas, cabe destacar que algunos como *capabilities and RBV*, *performance*, *institutional issues* y *firm* tienen un carácter más general y también aparecen entre los primeros lugares entre los temas más destacados en dirección estratégica (Furrer *et al.*, 2008).

Es también de destacar la importante subida durante la última etapa de los temas *methods for portfolio restructuring* y *financial issues* que, además ocupan los dos primeros lugares de la figura. Como hemos señalado antes, esto puede estar relacionado con la crisis financiera mundial actual y las necesarias decisiones de la empresa para enfrentarla (Zhou *et al.*, 2011). Además coincide con el trabajo empírico de Brauer y Wiersema (2012) donde indica que el período 2004-2007 ocurre una de las mayores olas de desinversión de los últimos 15 años. Ello justificaría un aumento considerable de estudios académicos que examinen lo que ha sucedido en la práctica empresarial. Finalmente, es preciso señalar el creciente interés por aplicar los estudios sobre reestructuración a un país o grupos de países (regiones) por lo que la categoría de *institutional issues* ha aumentado en interés a lo largo del período analizado.

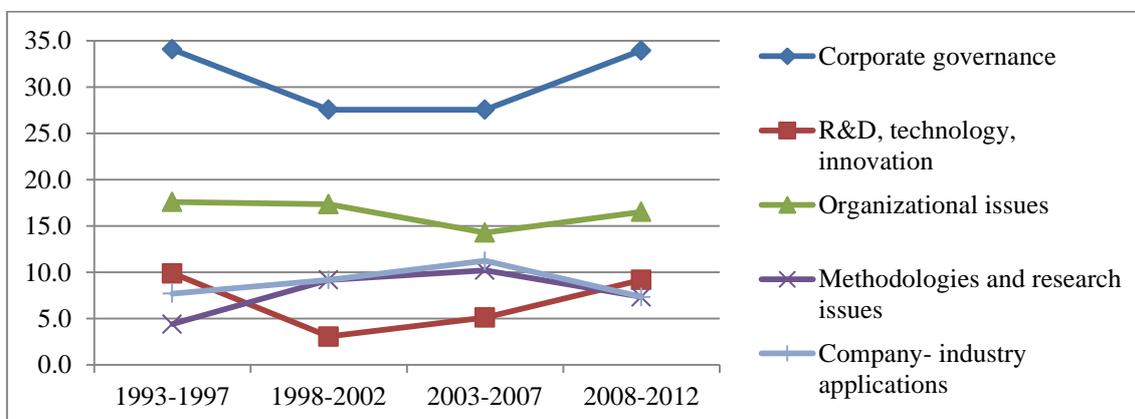
Figura 2.2. Temas cuyo interés ha aumentado



El segundo grupo, en la figura 2.3, corresponde a los temas cuyo interés se ha mantenido relativamente estable en el período analizado, con pequeñas variaciones entre etapas. Los temas sobre *corporate governance*, *R&D*, *organizational issues*,

*methodologies and research issues*, y *company-industry applications* presentan un nivel similar de interés en la actualidad que 20 años atrás. Nuevamente, el crecimiento en la última etapa de los temas relacionados con *corporate governance* y *organizational issues* puede estar relacionado con los problemas derivados de la crisis financiera. Por otro lado, y como corresponde a un campo de estudio joven en desarrollo, los temas sobre *organizational issues* y *methodologies* que permanecen básicamente estables a lo largo de todo el período, siendo estos resultados similares a los obtenidos por Furrer *et al.* (2008) respecto del conjunto de la dirección estratégica.

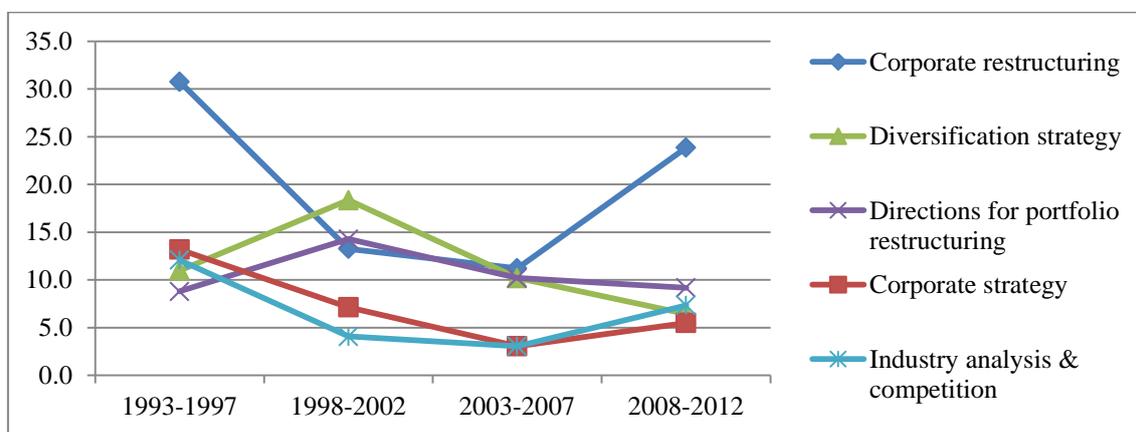
Figura 2.3. Temas cuyo interés se ha mantenido estable



El tercer grupo, en la figura 2.4, muestra aquellos temas cuyo estudio presenta una tendencia a la baja. Destaca el hecho que temas tan centrales como RCN y *corporate strategy*, *corporate restructuring* y *diversification strategy* han disminuido de interés. La disminución de estos temas como tales puede resultar extraña o contradictoria ya que son temas centrales en el área de dirección estratégica. Sin embargo, pensamos que este hecho puede estar motivado porque al principio se estudiaban temas más generales y, a medida que el área de estudio iba progresando, ha tendido a centrarse en aspectos más específicos. Es decir, está aceptado y existe consenso en la literatura acerca de que la RCN corresponde a una estrategia corporativa (Bowman y Singh, 1993; Bowman *et al.*, 1999; Johnson, 1996; Moschieri y Mair, 2008). Esta interpretación sería congruente con el crecimiento observado en los trabajos sobre temas más específicos como *methods for portfolio restructuring* o *financial issues*. También cabe destacar que existe un cierto repunte en la última etapa de los

temas sobre *corporate restructuring* y *corporate strategy*, lo cual puede ser también congruente con la crisis financiera mundial iniciada en 2007.

**Figura 2.4. Temas cuyo interés ha disminuido**



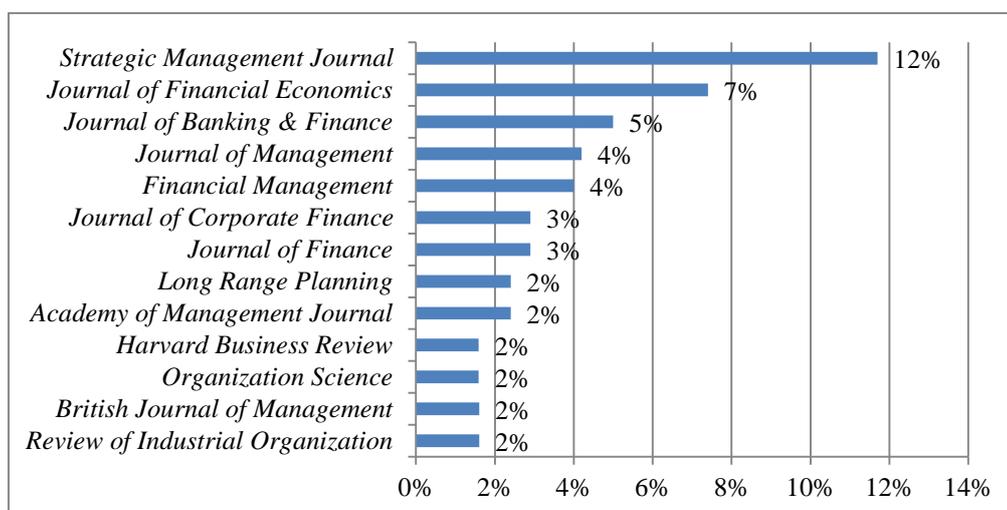
## 2.4.2. Análisis descriptivo

### a) Las revistas más relevantes

Se comienza describiendo el campo de acción de la RCN identificando las revistas que más han publicado sobre esta estrategia en las dos últimas décadas. Se ha producido un incremento notable a lo largo de las cuatro etapas en el número de revistas académicas que han publicado al menos un artículo sobre RCN. Así, se han encontrado 111 revistas diferentes si bien se produce una importante concentración de manera que las 30 revistas con mayor producción científica sobre RCN acumulan el 69% de los 377 artículos analizados quedando el 31% restante para otras 81 revistas. Cabe señalar también que en la primera etapa analizada (1993-1997), sólo 36 revistas publicaban sobre RCN, mientras que en la última etapa (2008-2012) 64 revistas publicaban sobre esta área de estudio.

La figura 2.5 recoge el ranking de las 13 revistas que más publican sobre RCN (al menos un 2% de los documentos citantes). *Strategic Management Journal* es la revista dominante publicando el 12% de los artículos analizados. La segunda revista que más publica sobre RCN es *Journal of Financial Economics*, la tercera es el *Journal of Banking & Finance* y la cuarta revista es el *Journal of Management*.

**Figura 2.5. Revistas que más publican sobre RCN**



De las 13 revistas incluidas en el ranking, siete pueden ser clasificadas de *management*, cinco de finanzas y una de economía de acuerdo con el JCR. Así, estas tres grandes categorías acumulan el 98% de los artículos: *management* (56,5%), finanzas (35%) y economía (6,1%). El restante 2,4% se reparte entre revistas de categorías diversas correspondientes a disciplinas variadas (ver tabla 2.4). Como puede observarse, de estos datos globales se desprende la mayor importancia de las revistas de *management* ya que acumulan más de la mitad de los artículos publicados. Esto puede reflejar un mayor interés por el tema o bien un mayor número de revistas incluidas en esta categoría.

Si observamos la producción por etapas, podemos ver cómo la producción científica ha ido disminuyendo en el área de *management* en todas las etapas aunque manteniendo siempre una posición privilegiada. Este dato se podría relacionar con la caída en el tiempo de algunos temas centrales como *corporate strategy*, *corporate restructuring*, *diversification strategy* o *directions for portfolio restructuring*, temas muy vinculados con el sub-área de dirección estratégica. Algo similar ocurre con el área de economía. El área que crece claramente a lo largo del tiempo es el de finanzas desde un 27,5% de los artículos en la primera etapa hasta un 45,9% en la cuarta. Esto es congruente con los datos encontrados anteriormente en el análisis de contenido donde los temas financieros crecen de forma casi constante, especialmente en la cuarta etapa,

probablemente debido a la crisis financiera de 2007 y los escándalos relacionados con problemas de gobierno corporativo.

**Tabla 2.4. Evolución de las publicaciones sobre RCN**

Revistas	Management		Finanzas		Economía		Otras Disciplinas		TOTAL	
<b>Primera etapa</b>	58	63,7%	25	27,5%	6	6,6%	2	2,2%	<b>91</b>	<b>100%</b>
<b>Segunda etapa</b>	56	57,1%	31	31,6%	9	9,2%	2	2,0%	<b>98</b>	<b>100%</b>
<b>Tercera etapa</b>	45	57,0%	26	32,9%	5	6,3%	3	3,8%	<b>79</b>	<b>100%</b>
<b>Cuarta etapa</b>	54	49,5%	50	45,9%	3	2,8%	2	1,8%	<b>109</b>	<b>100%</b>
<b>Ranking total</b>	<b>213</b>	<b>56,5%</b>	<b>132</b>	<b>35,0%</b>	<b>23</b>	<b>6,1%</b>	<b>9</b>	<b>2,4%</b>	<b>377</b>	<b>100%</b>

### **b) Los autores más relevantes**

Se ha demostrado que las características de los autores son un factor clave para explicar el impacto del artículo (Bergh *et al.*, 2006). Por tal motivo, es imprescindible conocerlos para comprender mejor la evolución de la literatura en RCN. A continuación, se identifican los autores que más han publicado sobre RCN en las dos últimas décadas. Se identifican, 639 autores diferentes y 768 autorías, para 377 documentos citantes, es decir un promedio de dos autores por artículo, coincidiendo con Furrer *et al.* (2008:12) quienes identifican que la mayoría de documentos citantes en dirección estratégica presenta dos autores. En la tabla 2.5 se indica el ranking de los 20 autores que más han influido en la literatura de RCN. La primera columna muestra el total de citas anuales recibidas para todos los artículos publicados por los 20 autores, es decir el impacto que todos sus trabajos, sin considerar la antigüedad del artículo (como ya se explicó en el apartado de metodología), han generado. Este es el criterio que sirve para ordenar los autores en la tabla. La segunda columna es la producción científica, es decir el número de artículos publicados sobre RCN. Algunos resultados importantes que resaltar sobre esta tabla son los siguientes. De los 20 autores, cinco tienen un enfoque estrictamente de finanzas. Mientras que 11 autores han publicado sólo en revistas de *management*. Los autores restantes, cuatro, han publicado tanto en revistas de *management* como de finanzas.

**Tabla 2.5. Autores con mayor presencia en la literatura de RCN**

<b>Autor</b>	<b>Impacto total</b>	<b>Producción científica</b>
Hitt, MA	56,83	5
Hoskisson, RE	50,11	7
Johnson, RA	47,89	7
Mitchell, W	27,85	5
Moesel, DD	27,23	2
Bergh, DD	25,05	9
Phillips, G	22,92	4
Karim, S	20,51	5
Capron, L	19,27	3
Wright, M	15,88	10
Ofek, E	15,34	3
Maksimovic, V	15,25	3
Liebeskind, JP	13,49	5
Bethel, JE	12,25	3
Sanders, WG	12,18	2
Poulsen, AB	12,17	3
Shivdasani, A	12,15	3
Tihanyi, L	12,09	3
Shimizu, K	10,89	3
John, K	10,52	3

Se puede observar que los seis primeros autores pertenecen a la disciplina de *management*. Esto nos demuestra que en estas dos últimas décadas la disciplina de *management* ha dado una gran importancia a la decisión de reestructuración dentro de sus líneas de investigación. Cabe destacar, que solo 61 autores (10%) contribuyen en estas dos últimas décadas con más de un artículo. Esto puede deberse principalmente a que la literatura en RCN está nutrida por autores de varias disciplinas, siendo las principales el área de dirección estratégica, organización y finanzas (Moschieri y Mair, 2008); por lo que muchos autores entran y salen dejando sutilmente su huella. Lo que, a pesar de utilizar técnicas diferentes, concuerda con el estudio bibliométrico de uno de los métodos de RCN: los *spin-off* (Wallin, 2012).

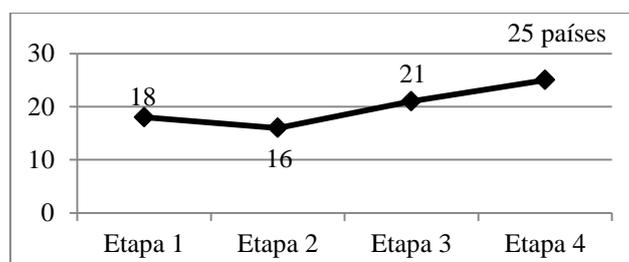
### ***c) La comunidad académica internacional***

Para terminar de delimitar el campo de acción de la RCN, se identifican los países productores de los documentos citantes de acuerdo con la filiación de la institución a la que pertenece cada autor. Los 377 documentos fueron desarrollados en 35 países diferentes por 768 autorías. De manera similar a como ocurre con las revistas, se ha producido un incremento notable a lo largo de las cinco etapas del número de

países que han publicado al menos un artículo sobre RCN. Además, se puede observar que existen ciertas semejanzas con la investigación de la comunidad académica internacional en dirección estratégica (Ronda-Pupo y Guerras-Martín, 2010) a pesar de utilizar metodologías diferentes.

Una primera similitud con el estudio mencionado está en el crecimiento casi constante de la comunidad académica internacional. Como puede observarse en la figura 2.6, en la primera etapa participan autores de 18 países, cifra que se va ampliando hasta los 25 países en la cuarta etapa. Si bien el contexto geográfico donde nace el estudio de RCN es Estados Unidos (Bowman y Singh, 1993; Hoskisson, 1994), actualmente, la RCN se trata de un fenómeno global que se ha extendido a diversos entornos institucionales y económicos del mundo. Dentro de los artículos revisados en estas dos últimas décadas existen trabajos que analizan la RCN no sólo en empresas de Estados Unidos sino también en Europa, Asia, y las economías emergentes (Hoskisson *et al.*, 2004; Hoskisson *et al.*, 2005; Lee y Lin, 2008; Wu y Delios, 2009). Este hecho podría estar conectado también con lo analizado anteriormente en el sentido de la mayor importancia dada a los temas de *institutional issues*.

**Figura 2.6. Evolución de la comunidad académica internacional**



La tabla 2.6 indica el ranking de los países que más publican sobre RCN: 61% de los autores fueron de EEUU, 11% de Reino Unido y 3% de Canadá. Otra similitud con el trabajo de Ronda-Pupo y Guerras-Martín (2010) es la gran preponderancia de los países anglosajones, especialmente EEUU, que domina con claridad y gran diferencia el ranking, si bien con un porcentaje algo inferior al del estudio mencionado. Además, cuatro de los países que reportan al menos un 1% de las autorías coinciden en ambos estudios: EEUU; Reino Unido, Canadá, y Francia. Asimismo se identifica una

importante concentración de las autorías en dos países anglosajones ya que solamente EEUU y Reino Unido acumulan el 72 % de las mismas repartiéndose el resto entre los 33 países restantes de manera muy dispersa. Por tanto, cabe destacar un paralelismo notable entre ambos estudios en cuanto a la comunidad académica internacional que seguramente es un reflejo de las comunidades académicas internacionales en las ciencias económicas y del *management*.

**Tabla 2.6. Países que más publican sobre RCN**

País	Total	
	Nº artículos	%
EEUU	471	61,3%
Reino Unido	87	11,3%
Canadá	23	3,0%
Australia	22	2,9%
Francia	20	2,6%
Japón	15	2,0%
China	14	1,8%
Alemania	12	1,6%
Bélgica	10	1,3%
Italia	10	1,3%
Países Bajos	8	1,0%

## 2.5. CONCLUSIONES

Para finalizar este trabajo se sintetizan las principales contribuciones del mismo. Primero, se ha puesto de manifiesto que para una revisión de la literatura integral, en cualquier campo académico, es necesario manejar herramientas bibliométricas que faciliten la adquisición de conocimientos sobre el estado actual de un área de estudio y permitan delimitar el campo de investigación definiendo los principales protagonistas que lo componen (Furrer *et al.*, 2008). Este proceso es muy difícil conseguir en una revisión meramente cualitativa de la literatura. En el área de RCN se puede concluir que existe un mayor interés por parte de los académicos en desarrollar trabajos empíricos que trabajos conceptuales.

Segundo, la metodología aplicada nos ha permitido conocer la evolución de los temas investigados en RCN y las prioridades y tendencias actuales de su investigación. Como cualquier otra área de estudio se identifica temas cuyo interés ha aumentado con

el tiempo, temas cuyo interés se ha mantenido estable y temas cuyo interés ha disminuido con el tiempo. Se reconoce que el estudio en RCN ha evolucionado desde temas muy generales hacia temas mucho más específicos en la actualidad. Los temas más actuales y más populares a lo largo de las dos últimas décadas han sido: *methods for portfolio restructuring*, *financial issues*, *performance* e *institutional issues*. Además, se observa en el último período (2007-2012) un repunte importante de temas como *financial issues* y *corporate governance* coincidiendo con la crisis financiera del 2007 y los escándalos de gobierno corporativo en la práctica empresarial.

Tercero, observamos que predominan los trabajos publicados en revistas de *management* y en segundo lugar los trabajos de finanzas. Otra vez coincide que a medida que pasa el tiempo la disciplina de finanzas se encuentra más interesada en investigar sobre la reestructuración de cartera posiblemente debido al entorno financiero actual.

Cuarto, se identifican los principales autores que más han producido en las dos últimas décadas en el área de RCN. Debido a que sólo el 10% del total de autores contribuye con más de un trabajo a la literatura en RCN en las dos últimas décadas, se concluye que la RCN está nutrida por autores de varias disciplinas, que pasan y dejan sutilmente su huella. Los 20 autores que más impacto ha generado corresponden a los que publican en las revistas de *management*. Cabe destacar que de los nueve primeros autores del ranking, cuatro publican tanto en revistas de *management* como de finanzas lo que favorece la interacción de ambas disciplinas y el intercambio de información con varios enfoques.

Quinto, se identifica que existe un paralelismo con trabajos bibliométricos de dirección estratégica. Por ejemplo, varios de los temas más y menos estudiados por la literatura de RCN coinciden con el trabajo de Furrer *et al.* (2008). Asimismo, en el apartado de la comunidad académica internacional son varios los factores que coinciden con el trabajo de Ronda-Pupo y Guerras-Martín (2010).

Por último, se puede observar que a pesar de una exhaustiva selección de los artículos estrictamente sobre RCN la importancia de categorías como *financial issues* y *organizational issues* no desaparece. Lo que supone que cambios en RCN, debido a las

interrelaciones, van a tener algún tipo de influencia en el resto de dimensiones de la reestructuración corporativa (Bowman *et al.*, 1999; Gibbs, 1993; Singh, 1993). Algunos trabajos señalan el estudio de RCN como contenido particular de dirección estratégica por involucrar la redefinición del campo de actividad de la empresa (Bergh *et al.*, 2008; Bowman *et al.*, 1999). Sin embargo, queda demostrado que también es de gran interés para académicos en el área de finanzas y organización.

## 2.6. REFERENCIAS

- Benavides-Velasco, C.A.; Guzman-Parra, V.F.; Quintana-Garcia, C. (2011): "The Evolution of Family Firm Literature as a Research Discipline". *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 14, n°2, págs. 78-90.
- Bergh, D.D.; Perry, J.; Hanke, R. (2006): "Some Predictors of SMJ Article Impact". *Strategic Management Journal*, 27, n°1, págs. 81-100.
- Bergh, D.D.; Johnson, R.A.; Dewitt, R. (2008): "Restructuring, through Spin-Off Or Sell-Off: Transforming Information Asymmetries into Financial Gain". *Strategic Management Journal*, 29, n°2, págs. 133-148.
- Biemans, W.; Griffin, A.; Moenaert, R. (2007): "Twenty Years of the Journal of Product Innovation Management: History, Participants, and Knowledge Stock and Flows". *Journal of Product Innovation Management*, 24, n°3, págs. 193-213.
- Bowman, E.H.; Singh, H. (1993): "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 5-14.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R. (1999): "When does Restructuring Improve Economic Performance?". *California Management Review*, 41, n°2, págs. 33-54.
- Brauer, M.F. (2006): "What have we Acquired and what should we Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda". *Journal of Management*, 32, n°6, págs. 751-785.
- Brauer, M.F.; Wiersema, M.F. (2012): "Industry Divestiture Waves: How a Firm's Position Influences Investor Returns". *Academy of Management Journal*, 55, n°6, págs. 1472-1492.
- Buchholtz, A.K.; Lubatkin, M.; O'Neill, H.M. (1999): "Seller Responsiveness to the Need to Divest". *Journal of Management*, 25, n°5, págs. 633-652.
- Casillas, J.; Acedo, F. (2007): "Evolution of the Intellectual Structure of Family Business Literature: A Bibliometric Study of FBR". *Family Business Review*, 20, n°2, págs. 141-162.
- Chang, C.; Ho, Y. (2010): "Bibliometric Analysis of Financial Crisis Research". *African Journal of Business Management*, 4, n°18, págs. 3898-3910.
- Cheung, M.W.L.; Chan, W. (2005): "Meta-Analytic Structural Equation Modeling: A Two-Stage Approach". *Psychological Methods*, 10, n°1, págs. 40-64.
- Chung, K.H.; Cox, R. (1990): "Patterns of Productivity in the Finance Literature: A study of the Bibliometric Distributions". *Journal of Finance*, 45, n°1, págs. 301-309.
- Chung, K.H.; Pak, H.S.; Cox, R. (1992): "Patterns of Research Output in the Accounting Literature: A Study of the Bibliometric Distributions". *Abacus: A Journal of Accounting and Business Studies*, 28, n°2, págs. 168-185.
- Colak, G.; Whited, T.M. (2007): "Spin-Offs, Divestitures, and Conglomerate Investment". *Review of Financial Studies*, 20, n°3, págs. 557-595.

- Collinson, S.; Rugman, A.M. (2010): "Case Selection Biases in Management Research: The Implications for International Business Studies". *European Journal of International Management*, 4, n°5, págs. 441-463.
- Cornelius, B.; Landstrom, H.; Persson, O. (2006): "Entrepreneurial Studies: The Dynamic Research Front of a Developing Social Science". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, n°3, págs. 375-398.
- El País. 2011. Aluvión de desinversiones.  
[http://elpais.com/diario/2011/01/30/negocio/1296396203\\_850215.html](http://elpais.com/diario/2011/01/30/negocio/1296396203_850215.html) (Junio 30, 2013)
- Fetscherin, M.; Voss, H.; Gugler, P. (2010): "30 Years of Foreign Direct Investment to China: An Interdisciplinary Literature Review". *International Business Review*, 19, n°3, págs. 235-246.
- Fetscherin, M.; Usunier, J. (2012): "Corporate Branding: An Interdisciplinary Literature Review". *European Journal of Marketing*, 46, n°5, págs. 733-753.
- Frumau, C.C.F. (1992): "Choices in Research-and-Development and Business Portfolio in the Electronics Industry - what the Bibliometric Data Show". *Research Policy*, 21, n°2, págs. 97-124.
- Furrer, O.; Thomas, H.; Goussevskaia, A. (2008): "The Structure and Evolution of the Strategic Management Field: A Content Analysis of 26 Years of Strategic Management Research". *International Journal of Management Reviews*, 10, n°1, págs. 1-23.
- Gibbs, P.A. (1993): "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 51-68.
- Heugens, P.A.; Schenk, H. (2004): "Rethinking Corporate Restructuring". *Journal of Public Affairs*, 4, n°1, págs. 87-101.
- Homberg, F.; Rost, K.; Osterloh, M. (2009): "Do Synergies Exist in Related Acquisitions? A Meta-Analysis of Acquisition Studies". *Review of Managerial Science*, 3, n°2, págs. 75-116.
- Hoskisson, R.E. (1994): *Downscoping: How to Tame the Diversified Firm?* Oxford University, Nueva York, NY.
- Hoskisson, R.E.; Cannella, A.A.; Tihanyi, L.; Faraci, R. (2004): "Asset Restructuring and Business Group Affiliation in French Civil Law Countries". *Strategic Management Journal*, 25, n°6, págs. 525-539.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Tihanyi, L.; White, R.E. (2005): "Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies". *Journal of Management*, 31, n°6, págs. 941-965.
- Huang, C.; Ho, Y. (2011): "Historical Research on Corporate Governance: A Bibliometric Analysis". *African Journal of Business Management*, 5, n°2, págs. 276-284.
- Inkpen, A.; Beanish, P. (1994): "An Analysis of 25 Years of Research in the Journal of International-Business Studies". *Journal of International Business Studies*, 25, n°4, págs. 703-713.
- Johnson, R.A. (1996): "Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing". *Journal of Management*, 22, n°3, págs. 439-483.

- Kang, J.; Lee, I.; Na, H.S. (2010): "Economic Shock, Owner-Manager Incentives, and Corporate Restructuring: Evidence from the Financial Crisis in Korea". *Journal of Corporate Finance*, 16, n°3, págs. 333-351.
- King, D.; Dalton, D.; Daily, C.; Covin, J. (2004): "Meta-Analyses of Post-Acquisition Performance: Indications of Unidentified Moderators". *Strategic Management Journal*, 25, n°2, págs. 187-200.
- Landstrom, H.; Harirchi, G.; Astrom, F. (2012): "Entrepreneurship: Exploring the Knowledge Base". *Research Policy*, 41, n°7, págs. 1154-1181.
- Lee, D.; Madhavan, R. (2010): "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis". *Journal of Management*, 36, n°6, págs. 1345-1371.
- Lee, E.; Lin, S. (2008): "Corporate Sell-Offs in the UK: Use of Proceeds, Financial Distress and Long-Run Impact on Shareholder Wealth". *European Financial Management*, 14, n°2, págs. 222-242.
- Leonidou, C.N.; Leonidou, L.C. (2011): "Research into Environmental Marketing/Management: A Bibliographic Analysis". *European Journal of Marketing*, 45, n°1-2, págs. 68-103.
- Lockett, A.; Thompson, S. (2001): "The Resource-Based View and Economics". *Journal of Management*, 27, n°6, págs. 723-754.
- McMillan, G.; Hicks, D. (2001): "Science and Corporate Strategy: A Bibliometric Update of Hounshell and Smith". *Technology Analysis & Strategic Management*, 13, n°4, págs. 497-505.
- Moschieri, C.; Mair, J. (2008): "Research on Corporate Divestitures: A Synthesis". *Journal of Management & Organization*, 14, n°4, págs. 399-422.
- Nasierowski, W. (1997): "Rethinking Corporate Restructuring: A Comparison of the Four Central Approaches". *Technology Analysis & Strategic Management*, 9, n°1, págs. 75-84.
- Pasadeos, Y.; Phelps, J.; Kim, B. (1998): "Disciplinary Impact of Advertising Scholars: Temporal Comparisons of Influential Authors, Works and Research Networks". *Journal of Advertising*, 27, n°4, págs. 53-70.
- Peng, M.; Lee, S.; Wang, D. (2005): "What Determines the Scope of the Firm Over Time? A Focus on Institutional Relatedness". *Academy of Management Review*, 30, n°3, págs. 622-633.
- Persson, O.D., Danell, R., Wiborg-Schneider, J. 2009. How to use Bibexcel for various types of bibliometric analysis. : 9-24.
- Pilkington, A.; Liston-Heyes, C. (1999): "Is Production and Operations Management a Discipline? A Citation/Co-Citation Study". *International Journal of Operations & Production Management*, 19, n°1, págs. 7-20.
- Pilkington, A.; Teichert, T. (2006): "Management of Technology: Themes, Concepts and Relationships". *Technovation*, 26, n°3, págs. 288-299.
- Podsakoff, P.M.; MacKenzie, S.B.; Podsakoff, N.P.; Bachrach, D.G. (2008): "Scholarly Influence in the Field of Management: A Bibliometric Analysis of the Determinants of University and Author Impact in the Management Literature in the Past Quarter Century". *Journal of Management*, 34, n°4, págs. 641-720.

- Postigo-Jiménez, M.V.; Díaz-Casero, J.C.; Hernández-Mogollón, R. (2008). Revisión de la literatura en fracaso empresarial: Aproximación bibliométrica. En *Estableciendo puentes en una economía global. Presentado en Asociación Europea de Dirección y Economía de Empresa*. Congreso Nacional, Salamanca.
- Ramos-Rodríguez, A.R.; Ruíz-Navarro, J. (2004): "Changes in the Intellectual Structure of Strategic Management Research: A Bibliometric Study of the Strategic Management Journal, 1980-2000". *Strategic Management Journal*, 25, nº10, págs. 981-1004.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2010): "Dynamics of the Scientific Community Network within the Strategic Management Field through the Strategic Management Journal 1980-2009: The Role of Cooperation". *Scientometrics*, 85, nº3, págs. 821-848.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2012): "Dynamics of the Evolution of the Strategy Concept 1962-2008: A Co-Word Analysis". *Strategic Management Journal*, 33, nº2, págs. 162-188.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2013): "Red De Cooperación Institucional De Investigación En Dirección De Empresas En España En Torno a La Revista CEDE: 1998-2010". *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 16, nº1, págs. 1-16.
- Rugg, G.; McGeorge, P. (1997): "The Sorting Techniques: A Tutorial Paper on Card Sorts, Picture Sorts and Item Sorts". *Expert Systems*, 14, nº2, págs. 80-93.
- Sanz-Casado, E.; Martín-Moreno, C. (1997): "Técnicas Bibliométricas Aplicadas a Los Estudios De Usuarios". *Revista General de Información y Documentación*, 7, nº2, págs. 41-68.
- Seth, A.J.; Easterwood, J. (1993): "Strategic Redirection in Large Management Buyouts - the Evidence from Post-Buyout Restructuring Activity". *Strategic Management Journal*, 14, nº4, págs. 251-273.
- Shafique, M. (2013): "Thinking Inside the Box? Intellectual Structure of the Knowledge Base of Innovation Research (1988-2008)". *Strategic Management Journal*, 34, nº1, págs. 62-93.
- Singh, H. (1993): "Challenges in Researching Corporate Restructuring". *Journal of Management Studies*, 30, nº1, págs. 147-172.
- Slovin, M.B.; Sushka, M.E.; Ferraro, S.R. (1995): "A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-Outs, Spin-Offs, and Asset Sell-Offs". *Journal of Financial Economics*, 37, nº1, págs. 89-104.
- Stahl, G.K.; Voigt, A. (2008): "Do Cultural Differences Matter in Mergers and Acquisitions? A Tentative Model and Examination". *Organization Science*, 19, nº1, págs. 160-176.
- Untiedt, R.; Nippa, M.; Pidun, U. (2012): "Corporate Portfolio Analysis Tools Revisited: Assessing Causes that may Explain their Scholarly Disdain". *International Journal of Management Reviews*, 14, nº3, págs. 263-279.
- Usdiken, B.; Pasadeos, Y. (1995): "Organizational Analysis in North-America and Europe - a Comparison of Cocitation Networks". *Organization Studies*, 16, nº3, págs. 503-526.
- Uysal, O.O. (2010): "Business Ethics Research with an Accounting Focus: A Bibliometric Analysis from 1988 to 2007". *Journal of Business Ethics*, 93, nº1, págs. 137-160.
- Vogel, R.; Guettel, W.H. (2013): "The Dynamic Capability View in Strategic Management: A Bibliometric Review". *International Journal of Management Reviews*, 15, nº4, págs. 426-446.

- Wallin, M.W. (2012): "The Bibliometric Structure of Spin-Off Literature". *Innovation: Management, Policy & Practice*, 14, n°2, págs. 162-177.
- Wang, C.; McLee, Y.; Kuo, J. (2011): "Diversification Strategy: Themes, Concepts and Relationships". *Economics and Finance Research*, 4, págs. 163-168.
- Weerakkody, V.; Dwivedi, Y.K.; Irani, Z. (2009): "The Diffusion and use of Institutional Theory: A Cross-Disciplinary Longitudinal Literature Survey". *Journal of Information Technology*, 24, n°4, págs. 354-368.
- Wu, Z.; Delios, A. (2009): "The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan". *Management International Review*, 49, n°3, págs. 313-335.
- Zhou, Y.M.; Li, X.; Svejnar, J. (2011): "Subsidiary Divestiture and Acquisition in a Financial Crisis: Operational Focus, Financial Constraints, and Ownership". *Journal of Corporate Finance*, 17, n°2, págs. 272-287.

## APÉNDICE 1. Palabras clave más importantes en la literatura de RCN

Nº	Categoría	Palabras claves
1	Capabilities, competencies, and resource based view	absorptive capacity, advertising, brands, business dynamics, capabilities, capability development, capability reconfiguration, competences, competitive process capabilities, complementarities, core competencies, dynamic capability, evolutionary perspective, facilities: equipment planning capacity, firm-specific human capital, genetic creativity, idea flow, idea generation, information production, internal group dynamics, knowledge transfer, knowledge utilization, market capabilities, marketing, organizational knowledge, organizational learning, resource-based view, resource redeployment, resources, resource-based theory, resource reconfiguration, routine-based perspective on strategy.
2	Company-industry applications	advertising, AT&T, apartments, banks, biomass, brands, british textile industry, Bulgarian tourism, Coats Viyella, Compaq, communications, consumer products, cross-listing, David Alliance, drug discovery and development, e-commerce, exploration, film industry, group affiliation, hospital industry, historic cities, ice cream, invention vs. commercialization, investment banks, James Hardie industries limited, marketing, online retailing, pharmaceutical industry, product markets, real estate, telecommunications, tourism impact, transition banking, telecommunications service.
3	Corporate governance	active management, administration, agency theory, authority relations, asymmetries of information, blockholders, board of directors, business groups, CEO, corporate control, corporate governance, corporate governance models, conflicts of interest, directors, earnings management, earnings smoothing, executive compensation, executive remuneration, external monitoring, family business, governance, group affiliation, inside ownership concentration, legitimation, legitimacy, letter stock, majority control, management, management compensation, management development, management turnover, managerial characteristics, managerial controls, managerial discipline, managerial discretion, managerial elites, managerial incentives, managerial performance, managerial reputation, management research, managerial theories of investment, managerial work, managers, minority shareholders, market for corporate control, owner-manager incentives, ownership concentration, ownership structure, ownership succession, ownership and control, payout policy, principal-principal conflicts, private firms, privatization, professional independence, promotion, shareholders, slow privatization, private equity, slow privatisation, stakeholders, stakeholder theory, stock, top management, tracking stock, turnover, tracking stock issues, unlisted targets.
4	Corporate restructuring	corporate restructuring, corporate structuring, restructuring, restructuring process, turnaround strategies.
5	Corporate strategy	business model, business dynamics, corporate planning, corporate strategy, entrepreneurship, firm strategy, routine-based perspective on strategy, strategic management, strategic management research, strategic niche management, strategic planning, strategy, strategy and promotion necessity, strategic organization, strategic change.
6	Directions for portfolio restructuring	asset restructuring, asset restructuring strategies, business change, conglomerate breakups, conglomerate investment, consolidation, corporate focusing, corporate refocusing, focus, liquidation, new business development, piecemeal liquidation, portfolio restructuring, portfolio management, portfolio research, portfolio spillovers, recombination, reconfiguration, refocusing, refocuse, return to core.
7	Diversification strategy	attempts at diversification, conglomerate investment, corporate diversification, cross-subsidization, diversification, diversification strategy, exporting, foreign direct investment, foreign firms, firm diversification, firm boundaries, firm scope, international expansion, internationalization, international specialists, global business, product diversification, vertical integration, transaction cost.

8	Financial issues	accounting conservatism, accounting firms, accounting information, announcements, actuaries, American depositary receipt, asset liquidity, auction, capital budgeting, capital expenditures, capital gains tax, capital market, capital reallocation, capital structure, cash discounts, cash flow and control rights, cash flow, cash holdings, cash management, carve-out, corporate debt, corporate finance, corporate financial distress, corporate insolvency, corporate liquidity, cost and production functions, cost benefit analysis, cost function, cost model, costs, credit crisis, CRRA utility, debt refinancing, debt restructuring, debt-equity hypothesis, distressed exchanges, earnings manipulations, equity, equity carve-outs, equity deviations, equity markets, external finance, fair value accounting, finance, financial constraints, financial flexibility, financial intermediation, financial markets, financial reporting, financial restructuring, financialisation, forecast accuracy, free cash flow, fungibility, income smoothing, initial public offerings, intermediaries, internal capital market, investment cash flow sensitivity, investment, investment decisions, horizon unbiased utility, liquidity (economics), liquidity discounts, marketability discounts, method of payment, off-balance sheet transactions, optimal capital structure, options, price-cost margins, portfolio risk, private equity, rainmaker index, real options, recapitalizations, regulatory capital, retained earnings, retained interest, risk taking, search costs, seasoned equity offerings, securitization, securitizations, shadow options, share repurchases, small businesses lending, switching costs, tax reporting, Tobin's q, uncertain asset value, valuation effects, valuation.
9	Firm	C corporations, companies, firms, multi-business organization, global business, multinational corporations, organizations, subsidiary firms, S corporation, small business.
10	Industry analysis & competition	competitive dynamics perspective, deep market changes, experience-other-firm, experience-own-firm, hypercompetition, industry, industries, industry analysis, industry evolution, industry shocks, industry specialization, life cycle, market, market capabilities, market definition, market power, rivalry, rivals, tacit collusion, timing of market entry, sector reclassification.
11	Institutional issues	catastrophes, chapter 11, China, competition, contagion, credit crisis, deregulation, deregulation of telecommunications, diametric forces, discourse of globalization, developing economies, transitional economies, emerging economies, emerging markets, European organizations, earnings-based delisting regulation, economic distress, economic downturn, economic reform, economic structure, ethical externalities, European integration, financial crises – prevention, financial crisis, financial distress, government, government: energy policies, Greece, guanxi (network), health impact assessment, health sector planning, Hong Kong, hypercompetition, industrial policy, infrastructure, institutional activism, institutional environment, institutional reforms, institutional theory, institutional trading, institutional work, institutions, investor protection, intellectual property, insolvenzordnung-bankruptcy rules, Japan, Latin-America, legal institutions, macroeconomic stabilization, main bank system, national governance systems, network externalities, political connections, proxy contests, recession, regulation, return comovement, signaling, social environment, socio-technical regime, target policies, taxes, telecommunication policy, transition, uncertainty, UK, US, volatility.
12	Methodologies and research issues	case control design, case study, competing risks model, computer simulation, cross-sectional analysis, data envelopment analysis, dynamic panel data, dynamic programming, event studies, free boundary, games/group decisions: bidding/auctions, game-theoretic models, goal programming, HJB equation, longitudinal analysis, mental accounts, meta-analysis, network theory, panel data, parameter variation, problem structuring methods, regression analysis, selection models, simultaneity bias, statistical methods, structural equation models, switching regression, time-series analysis, transilience map.
13	Methods for portfolio restructuring	acquisitions, acquirer and seller wealth, acquisition premium, alliance, alliances, asset sale, asset divestiture, asset expansion, asset sales, business sales, closure and divestiture, consolidation & merger of corporations, cross-border acquisition, divestiture, divestment, endogenous mergers, entry and exit, exit, fire-sale, firm exit, going-concern sale, horizontal mergers, interorganizational relationships, joint ventures, LBO, liquidation, inter-organizational relationships, mergers, mergers and acquisitions, merger review policy, organic growth, outsourcing, parent-subsidiary, strategic business exit, sell-off, spin-off, termination, takeovers, vertical divestiture.

14	Organizational issues	adjustment, behavioral theory, burnout, business cycle, business units, careers, career advancement, change management, coordination mechanisms, corporate culture, corporate reorganization, de-commitment, decision making process, diffusion, discount plans, divisional structure, downsizing, employee layoffs, employment-change, ethics, external support mechanisms, firm structure, guanxi (network), implementation, inter-firm trust, interorganizational networks, job satisfaction, labor productivity, materials management, new hires, organization fit, organization structure, organizational change, organizational culture, organizational design, organizational form, organizational improvisation, organizational inertia, organizational issues, organizational restructuring, organizational settings, organizational structure, process, purchasing, reorganization, resistance, sabotage, social identity, socialization, social networks, shutdown, strategic change, stress, supply chain management, team effectiveness, the resource-dependence theory, virtual teams, virtue ethics, work role transitions, workforce reductions.
15	Performance	bankruptcy, bankruptcies, bondholder and stockholder wealth, business change, business failures, business survival, competitiveness, competitive advantage, corporate performance, discursive struggle, diversification discount, dividends, earnings, economic performance, efficiency gains, efficiency, excess value, firm performance, firm survival, firm value, gains, industrial focus, inefficient investment, long-run excess returns, long-run performance, manufacturing: performance-productivity, new products- processes and services, operating performance, parent firm performance, performance, poor performance, productivity, profit, returns, profit model, shareholder wealth, social responsible investing, structural remedies, success, survivorship analysis, synergy, transactional value creation, value creation, value effect, wealth effects, long-term returns.
16	R&D, technology, innovation	computer simulation, information-processing networks, information systems, innovation, innovation diffusion, innovation networks, invention vs. commercialization, IT business value, IT resources, product and process innovation, radical innovation, R&D, research-and-development innovation, structural IT capabilities, technological capabilities, technological innovation, technological trajectories, technology.

### **Capítulo 3.**

## **ANÁLISIS BIBLIOMÉTRICO INTEGRAL DE LA LITERATURA EN RCN**



### 3.1. INTRODUCCIÓN

La reestructuración de la cartera de negocios (RCN) hace referencia a la modificación o redefinición del campo de actividad de la empresa como respuesta a dificultades internas y externas con el fin de crear valor para los accionistas (Hoskisson *et al.*, 2004; Wood, 2002). Esta opción estratégica implica el abandono de al menos un negocio de la cartera aunque a veces puede incluir una compleja combinación de entradas y salidas de negocios (Bergh, 1998).

A pesar de la importancia que la RCN tiene como dimensión de la reestructuración corporativa y en el ámbito de la dirección estratégica, hasta el momento no existe un trabajo que presente la estructura intelectual de su base de conocimiento ni defina el alcance y evolución del frente de investigación en RCN. Igualmente, se ha conseguido un progreso limitado hacia su consolidación como área de estudio y no existe un consenso general sobre el desarrollo teórico y empírico de su investigación. Asimismo, la literatura en dirección estratégica presenta revisiones teóricas muy antiguas sobre RCN. Según nuestro conocimiento, el trabajo más reciente data de 1996 (Johnson, 1996). Además, no se han utilizado técnicas bibliométricas para incorporar la mayor cantidad de información disponible en la revisión de la literatura. Por lo tanto, aparece una necesidad y una oportunidad claras de llevar a cabo esta revisión de la literatura sobre RCN.

En este trabajo, en primer lugar se analiza y muestran los orígenes de la estructura intelectual de la investigación en RCN a través de un análisis de co-citación y de redes. En segundo lugar, se identifican prioridades y tendencias actuales de la investigación en RCN a través de un *bibliographic coupling* y un análisis factorial. De esta forma, se pretende contribuir a la consolidación de los logros obtenidos. En tercer lugar, se traza un mapa de la investigación de la RCN durante los últimos veinte años.

Para lograr estos objetivos se van a utilizar trabajos de un gran número de autores por un período prolongado de tiempo. Debido al incremento de la producción de artículos científicos en las últimas décadas, la revisión de la literatura sería muy complicada de realizar a través de los métodos cualitativos tradicionales (Keupp *et al.*, 2012). Por tanto, se

hace necesario manejar técnicas bibliométricas que ayuden en la revisión de la literatura con el fin de trazar los orígenes del estudio, localizar los trabajos más relevantes y las aportaciones más actuales de la comunidad científica. Además permite abrir una posibilidad más rica para dicho análisis lo cual sería un proceso complicado de conseguir en una revisión de la literatura exclusivamente cualitativa.

Este estudio incluye trabajos con un enfoque de *management* pero también incorpora trabajos con un enfoque de finanzas ofreciendo un panorama completo de la literatura en RCN. Además, incluye aportaciones teóricas y empíricas, con el fin de identificar temas comunes en la investigación existente. Por primera vez se realiza un análisis comparativo e integrador de las referencias bibliográficas y los documentos que citan dichas referencias para identificar los orígenes y la evolución de la investigación en RCN.

La estructura de este estudio es la siguiente. A continuación se detallan los métodos bibliométricos utilizados para analizar tanto las referencias bibliográficas como los documentos citantes en RCN. Posteriormente, se discuten los resultados encontrados y cómo se relacionan con la literatura actual en restructuración. Finalmente, en las conclusiones, se resaltan las contribuciones más importantes.

### **3.2. METODOLOGÍA**

El proceso metodológico se describe sobre la base de cinco etapas esenciales: 1) selección de la unidad de análisis; 2) realización de un análisis de co-citación; 3) ejecución de un análisis de redes; 4) realización de un análisis de *bibliographic coupling*; y 5) ejecución de un análisis factorial.

Las referencias bibliográficas serán analizadas a través de un análisis de co-citación y de redes y los documentos citantes serán analizados a través del *bibliographic coupling* y el análisis factorial. Basándonos en la clasificación del *Journal of Citation Report* (JCR), todos los artículos revisados en este estudio son clasificados dependiendo de la revista donde han sido publicados. Así, son clasificados como de *management*, de economía y de

finanzas de acuerdo con la categoría a la que pertenece la revista en el JCR. En el caso de los libros, éstos han sido clasificados de acuerdo con su contenido siguiendo el criterio de los autores de este trabajo.

**Paso 1: Selección de la unidad de análisis:** en este trabajo se escogen a los artículos científicos como unidad de análisis por su consideración de “conocimiento certificado” (Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2004). Para seleccionar los artículos analizados se realizan dos búsquedas básicas: a) a partir del número especial (*vol. 14 ed. Verano*) de la revista *Strategic Management Journal (SMJ)* de 1993, único monográfico, para nuestro conocimiento, en *management* sobre reestructuración corporativa; y b) a partir de palabras clave definidas. Ambas búsquedas se realizan utilizando como base de datos la *Web of Science (WoS)*.

**Paso 1.1: Selección de las palabras claves:** dentro de la primera búsqueda escogemos los siete artículos del número especial relacionados directamente con RCN examinando su contenido tanto de título, resumen y palabras clave. A continuación, se seleccionan las siguientes palabras clave relacionadas con RCN: *corporate restructuring, portfolio restructuring, asset restructuring, divestiture, refocusing, reconfiguration* y *asset sale(s)*.

**Paso 1.2: Búsqueda de artículos en la WoS:** posteriormente, se buscaron en la *WoS* todos los trabajos que han citado alguno de los siete artículos mencionados de la *SMJ* hasta final de 2012. Se filtraron los resultados seleccionando los campos: *business, management, y business finance* y también seleccionando como tipos de documentos, *articles, reviews y proceedings*.

Para la segunda búsqueda, se parte de las palabras clave definidas en el paso anterior y se completa la búsqueda cruzando con las palabras clave *diversification* y *restructuring*. Seguidamente, se unifican las dos búsquedas y se eliminan artículos repetidos y errores.

**Paso 1.3: Escoger los artículos que presenten una de las palabras clave identificadas:** para confirmar que todos estos artículos están relacionados con la RCN se realiza una última depuración. Se identifica que por lo menos una de las palabras clave antes mencionadas aparezca en el título, resumen o palabras clave de cada artículo. En definitiva, se consiguieron 377 documentos citantes directamente relacionados con la RCN publicados entre 1993-2012 con un total de 18.133 referencias bibliográficas de 11.243 trabajos diferentes.

**Paso 2: Análisis de co-citación:** para examinar las referencias bibliográficas se emplea el análisis de citas conjuntas o co-citación. El análisis de citas conjuntas equivale al número de veces que una pareja de artículos ha sido citada simultáneamente por los documentos citantes. En consecuencia, cabe deducir que cuanto más frecuente sean citados dos trabajos conjuntamente, más relacionados entre sí están como aportación en el área analizada. Esta medida de proximidad es la utilizada en el presente trabajo gracias a un análisis bibliométrico utilizando el software Bibexcel (Persson *et al.*, 2009). Esto permite identificar la estructura intelectual de un campo académico a través de la identificación de sus obras fundacionales (Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2004).

**Paso 3: Análisis de redes:** para comprender cómo se relacionan estos trabajos se realiza un análisis de redes sociales (Pinillos, 2011).

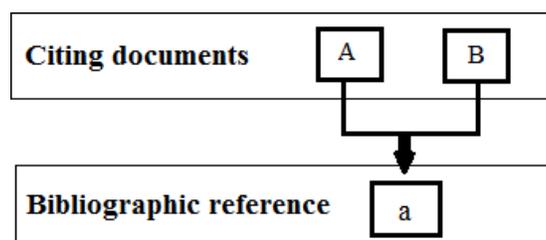
**Paso 3.1: Calcular la centralidad de cada referencia bibliográfica:** Hemos utilizado técnicas de análisis de redes sociales para determinar el grado de centralidad de cada trabajo que participa en la red. El criterio para ubicar los artículos es la medida de centralidad: *closeness: input*, ya que se conocen las referencias bibliográficas (documentos citados) y los documentos citantes. Ésta constituye la proximidad de un agente con el resto de agentes que integran la red. Para cada trabajo se calculó un valor entre 0,00 y 1,00, dependiendo del número de co-citas recibidas. Así, las referencias con mayor número de co-citas serán las que presenten un mayor grado de centralidad. Cada valor representa la contribución de un nodo en la red de manera que cuanto más se acerque el valor a 1,00, mayor es la importancia de dicho trabajo en la red.

**Paso 3.2: Clasificar los artículos de acuerdo con el grado de centralidad:** dado que los valores del grado de centralidad obtenidos para cada artículo se encuentran dentro de un rango de 0,00 a 1,00, este rango se estratificó en tres segmentos o umbrales. En el primer umbral se encuentran los artículos que pertenecen a la periferia de la red, con los valores de grado de centralidad entre 0,00 y 0,33. Los trabajos pertenecientes a la semi-periferia de la red se encuentran en el segundo umbral, con los valores de grado de centralidad entre 0,34 y 0,67. Por último, el tercer umbral incluye a los trabajos que pertenecen al núcleo de la red, y tienen valores de grado de centralidad entre 0,68 y 1,00 (Ronda-Pupo y Guerras-Martín, 2010).

**Paso 3.3: Graficar:** los resultados del análisis de centralidad se representan gráficamente utilizando el paquete de software Pajek (De Nooy *et al.*, 2005). Se decide graficar los 50 trabajos con mayor grado de centralidad (muestra citada). Además, para poder analizar el cambio en la estructura intelectual de la RCN, se dividió el período de análisis en cuatro etapas de cinco años cada una: 1993-1997, 1998-2002, 2003-2007 y 2008-2012. Asimismo, se decide graficar las 30 referencias bibliográficas con mayor grado de centralidad para cada etapa. De este modo, se localizan los trabajos centrales, sus interacciones, los grupos de investigación que han originado el estudio en RCN y su evolución a lo largo de las cuatro etapas.

**Paso 4: *Bibliographic coupling*:** el *bibliographic coupling* hace referencia a cuando dos artículos citan un tercer artículo en sus bibliografías; es decir, cuando dos documentos tienen al menos una referencia en común. El *bibliographic coupling* es una medida de asociación entre dos documentos citantes (ver figura 1). La fortaleza del emparejamiento se identifica por el número de referencias que coinciden dentro de las publicaciones citantes. Es decir, que el número de citas recibidas a medida que pasa el tiempo no va a influir en la elección. Por ello, los resultados son independientes con respecto al momento en que se realiza el análisis (Vogel y Guettel, 2013).

**Figura 1. Bibliographic coupling**



Fuente: adaptado de Vogel y Güttel (2013: 4)

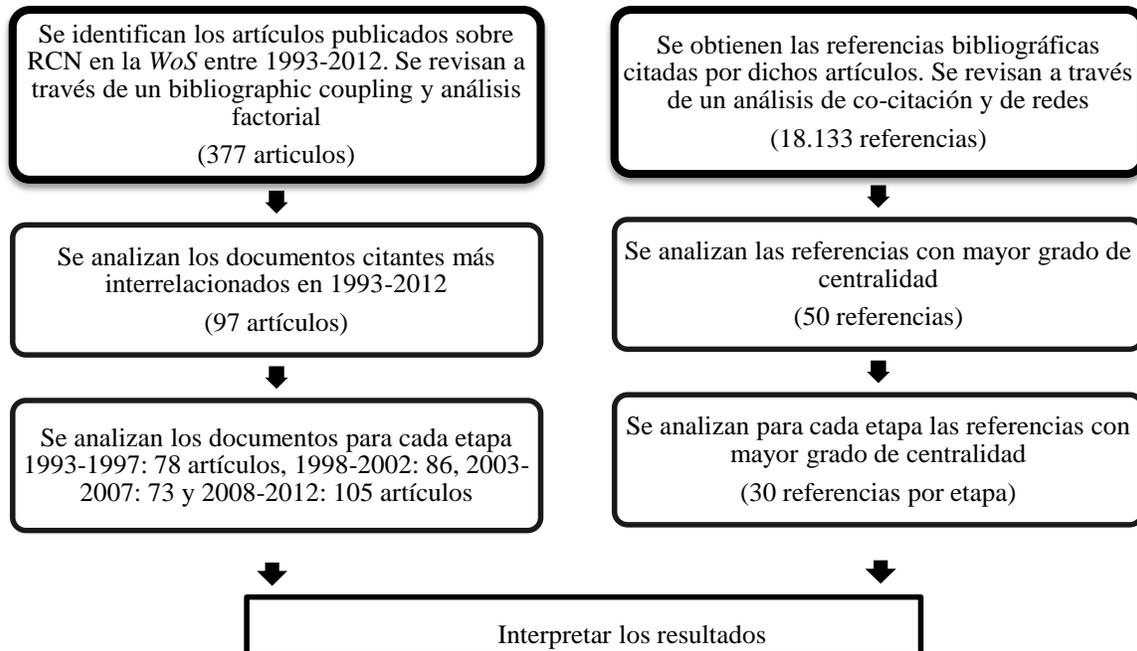
Además, los documentos que incluyen las citas son de hecho más recientes que las referencias que citan. Así, el *bibliographic coupling*, al referirse a publicaciones más actuales (*citing documents*), complementa el énfasis que el análisis de redes pone en las publicaciones más antiguas (*cited references*), por lo que se tiene una perspectiva temporal amplia en un campo específico (Vogel y Guettel, 2013). La evidencia empírica confirma que estos dos métodos producen diferentes resultados, se complementan entre sí y no se sustituyen (Jarneving, 2005).

Siguiendo la metodología aplicada por Vogel y Güttel (2013), hemos especificado un número mínimo de emparejamientos entre documentos y sólo se consideraron las publicaciones en o por encima de estos umbrales. Eventualmente, se escogieron aquellos documentos que presentaban como mínimo 16 emparejamientos con al menos un documento más. Este procedimiento reduce el número de documentos analizados de 377 a los 97 más interrelacionados.

**Paso 5: Análisis factorial:** posteriormente, se realiza un análisis factorial con los 97 artículos seleccionados (muestra citante). Se calculó la matriz de correlación para las referencias seleccionadas, se reemplazó la diagonal por la media y siguiendo la metodología de diversos trabajos (Nerur *et al.*, 2008; Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2008; White y McCain, 1998), se optó por el análisis factorial con rotación varimax. Coincidiendo con el análisis de las referencias bibliográficas, se dividió el período del estudio en cuatro etapas para identificar las tendencias actuales y el avance del frente de investigación de la literatura en RCN. Debido a que el número de documentos no sobrepasa los 100, la única limitación es que los artículos presenten por lo menos una referencia en común. Así, en la

primera etapa se analizan 78 de los 91 documentos citantes. En la segunda etapa se analizan 86 de los 98 artículos. En la tercera y cuarta etapa se revisan 73 de 79 y 105 de 109 artículos respectivamente para realizar el *bibliographic coupling* y el análisis factorial. En la figura 2 se muestra el diseño de la metodología aplicada en la presente investigación.

**Figura 2. Diseño de la metodología**



### 3.3. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

En este apartado se van a presentar los resultados obtenidos de acuerdo con el esquema metodológico presentado anteriormente. Así, en primer lugar revisaremos la literatura en RCN a través de la muestra citada mediante el análisis de redes para todo el período (1993-2012). A continuación, realizaremos el análisis de la muestra citante para el mismo período mediante el *bibliographic coupling*. En tercer lugar, analizaremos la evolución de la muestra citada y de la muestra citante a través de las distintas etapas combinando ambos análisis.

### 3.3.1. Análisis de redes (1993-2012)

Cada nodo de la figura 3 representa una de las 50 referencias bibliográficas seleccionadas por su mayor grado de centralidad (ver apéndice 1). Se puede observar que primero aparece el grado de centralidad de cada documento entre corchetes seguido por la referencia del artículo. Si observamos la estructura de la red, se trata de una red policéntrica con varios trabajos (6) con una centralidad igual o mayor a 0,55. Un solo trabajo se encuentra en el núcleo del gráfico, 45 trabajos en la semi-periferia y cuatro trabajos se encuentran en la periferia. Los trabajos que están estrechamente relacionados con otros ocupan una posición central en la red, mientras que los que se relacionan vagamente tienden a aparecer en la periferia (White y McCain, 1998). Debido a que la centralidad mide la contribución de un nodo según su ubicación en la red (Borgatti, 2005), se van a analizar con mayor detenimiento aquellos trabajos con mayor grado de centralidad en cada disciplina.

Se puede observar también que de los 50 trabajos sólo seis se encuentran publicados en formato libro. Esto difiere de la investigación sobre dirección estratégica de Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro (2004) quienes encuentran que, de las 20 referencias más citadas, 18 son libros y solamente dos son artículos que ocupan las posiciones 11 y 12 en el ranking general. Existen dos posibles motivos para esta diferencia. Primero, que la investigación en RCN es mucho más específica y especializada que la investigación en dirección estratégica, de manera que no existen tantos libros especializados en la materia. Segundo, la variable temporal es importante, ya que cada vez el conocimiento se basa más en artículos de revistas científicas que en libros (Usdiken y Pasadeos, 1995).

En una visión general de la red (figura 3) podemos observar tres grandes bloques señalados en tres diferentes colores y que representan tres grandes áreas temáticas o escuelas base de la estructura en RCN: economía, *management* y finanzas. Así, se identifican 23 (46%) trabajos de *management*, 15 (30%) de economía y 12 (24%) de finanzas. Los temas centrales considerando todos los trabajos de la red son el gobierno corporativo (Amihud y Lev, 1981; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986; Jensen y Murphy, 1990; Morck *et al.*, 1988; Morck *et al.*, 1990) y la

diversificación (Baysinger y Hoskisson, 1989; Bhide, 1990; Chatterjee y Wernerfelt, 1991; Hill y Hoskisson, 1987; Hoskisson y Hitt, 1988; Hoskisson *et al.*, 1993; Jacquemin y Berry, 1979; Palepu, 1985; Porter, 1987; Williams *et al.*, 1988). Estos son dos de los antecedentes que identifica Johnson (1996) para el reenfoque corporativo. Además, esto coincide con el gráfico de Furrer *et al.* (2008: 9) que relaciona estrechamente estos temas con la reestructuración.

Lo primero que llama la atención al observar la red de la figura 3 es el elevado número de artículos de economía que aparecen (15, 30% del total), a pesar de no haber buscado en los documentos citantes artículos específicos de economía. Por otro lado, cabe observar que los artículos de enfoque económico no tratan específicamente de reestructuración. En tercer lugar, la subred de economía no es muy densa, ya que los artículos no tienen apenas relación entre ellos. Sin embargo, sí tienen una intensa relación con artículos tanto de *management* como de finanzas. Estas ideas ponen de manifiesto el papel que la economía tiene en la estructura intelectual de la RCN y que no es otro que servir de base conceptual o herramienta teórica para su estudio desde estas disciplinas.

Así, las relaciones de los trabajos de *management* con los de economía se agrupan en cuatro polos: la teoría de los costes de transacción (Williamson, 1975; 1985), la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986), el enfoque basado en los recursos (EBR) de la empresa (Penrose, 1959) y la economía evolutiva (Nelson y Winter, 1982). Estos cuatro enfoques también aparecen como relevantes en el trabajo de Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro (2004) sobre la estructura intelectual de la investigación en dirección estratégica. Ello es congruente con el origen del estudio de la RCN en el ámbito del *management*. Sin embargo, en el caso de finanzas, la conexión con la economía se establece fundamentalmente a través de la teoría de la agencia, teoría que también sirve para conectar los ámbitos de finanzas y *management*.

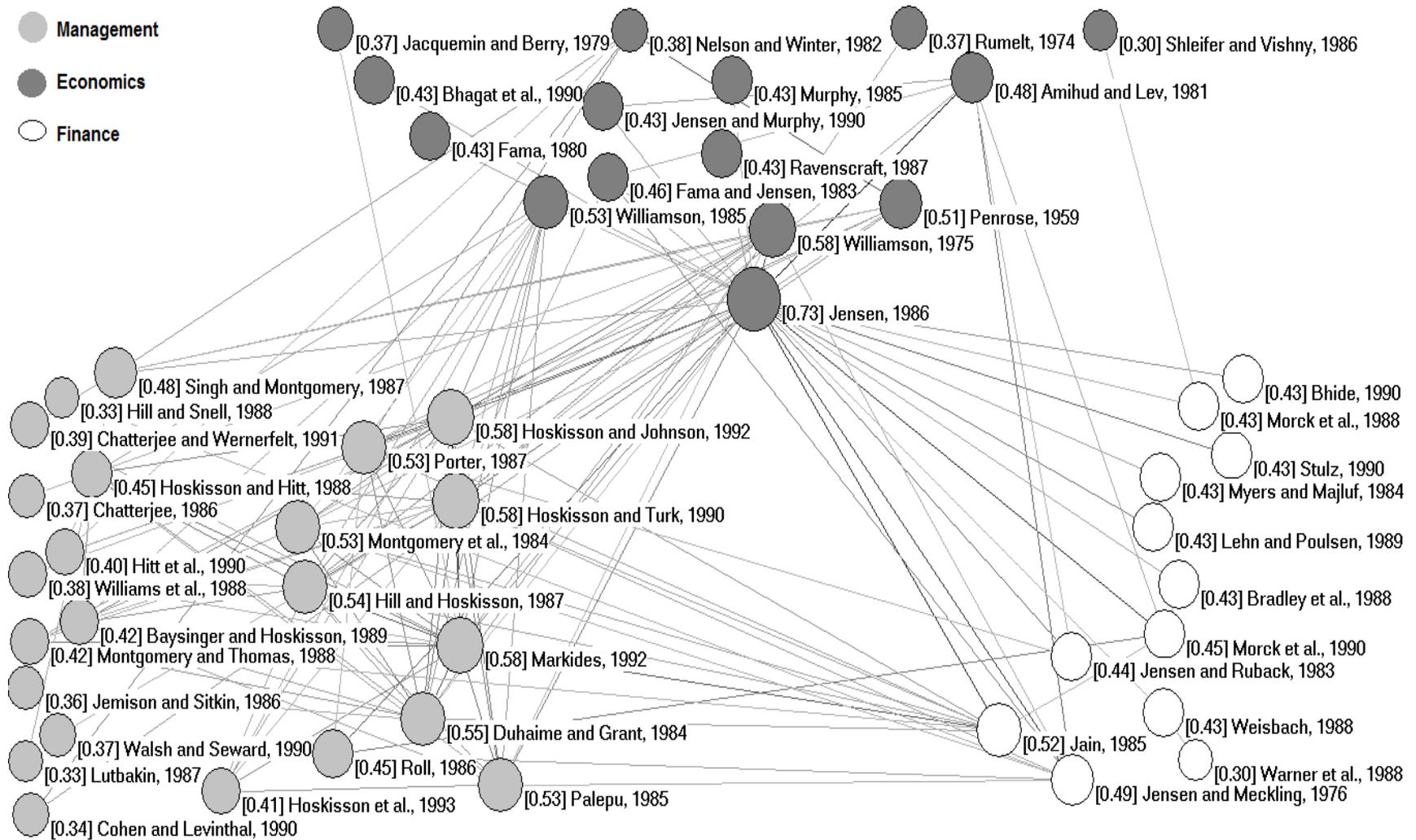
Esta preponderancia de la teoría de la agencia como base conceptual se refuerza por el hecho de que, en el primer lugar del ranking, no sólo de economía sino de todas las referencias bibliográficas, se encuentra el trabajo de Jensen (1986). Este artículo vincula el

tema de la teoría de la agencia, enfoque ampliamente utilizado en la disciplina de *management*, con las finanzas. El tema principal de este trabajo es discutir el tamaño óptimo de la empresa y el pago en efectivo a los accionistas. Además, el autor explica por qué los programas de diversificación tienen más probabilidades de generar pérdidas que las adquisiciones en la misma línea de negocios o las liquidaciones motivadas por OPAs. Otros trabajos destacados de economía también estudian el tema del gobierno corporativo, prestando especial atención al problema de la agencia (Amihud y Lev, 1981; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983; Jensen y Murphy, 1990).

En el segundo puesto del ranking de economía aparecen los dos trabajos de Williamson (1975; 1985) en los que se desarrolla la teoría de los costes de transacción para explicar los límites de la empresa. En tercer lugar, se encuentra Penrose (1959) considerado por muchos académicos del campo de dirección estratégica como el trabajo seminal que proporcionó los fundamentos intelectuales del EBR, junto con trabajos de la economía evolutiva (Nelson y Winter, 1982) con los que está claramente relacionado dicho enfoque.

El área de *management* es la subred mayor, ya que acumula más trabajos (23 trabajos, 46%). Además, constituye la subred más densa, pues se observan más interconexiones entre los trabajos de esta disciplina, así como con trabajos de otras disciplinas tanto de economía como de finanzas. Esto, junto con la base conceptual diversa, pone de manifiesto su carácter multidisciplinar. En el primer puesto del ranking se localiza el trabajo de Hoskisson y Johnson (1992) sobre reestructuración corporativa y cambio estratégico. A continuación, se encuentra el trabajo de Markides (1992) sobre las consecuencias del reenfoque corporativo. Posteriormente, aparece el trabajo de Hoskisson y Turk (1990) también sobre la reestructuración corporativa. En esta disciplina, la mayoría de los trabajos relacionan la diversificación con la reestructuración corporativa y resaltan los beneficios de una reducción y/o especialización del campo de actividad de la empresa.

Figura 3. Estructura Intelectual de la investigación en RCN en el período 1993-2012



En el caso de finanzas, podemos observar que es la subred menos densa con apenas interconexiones entre sí. Sin embargo, los cuatro trabajos con mayor centralidad de esta disciplina (Jain, 1985; Jensen y Meckling, 1976; Jensen y Ruback, 1983; Morck *et al.*, 1990) tienen numerosos vínculos con numerosos trabajos de *management*. El resto de artículos en finanzas conectan sobre todo con economía. La mayoría de los trabajos en esta disciplina se relacionan con la teoría de la agencia (Jensen, 1986). Los dos trabajos con mayor centralidad son los de Jain (1985) y Jensen y Meckling (1976). El primero corresponde al efecto de las segregaciones (*sell-off*) sobre la riqueza de los accionistas y el segundo desarrolla una teoría sobre gobierno corporativo integrando elementos de la teoría de la agencia, derechos de propiedad y la teoría de finanzas. Coincidiendo con los trabajos en economía, la mayoría de los trabajos tratan sobre el gobierno corporativo.

### 3.3.2. Bibliographic coupling (1993-2012)

Además del análisis de las referencias bibliográficas, hemos realizado un análisis factorial de los documentos citantes, del que se extraen tres factores que conjuntamente explican el 86,4% de la varianza total (ver tabla 1). Cada factor puede representar una o varias temáticas de la literatura en RCN, y los trabajos con mayores puntuaciones factoriales se pueden interpretar como el grado de contribución de este trabajo a la temática de investigación. Desde luego, cada factor agrupa artículos con diferentes enfoques, por lo que su estructura es mucho más compleja de lo que su breve descripción sugiere. A continuación, se destacan aquellos factores cuyos trabajos presentan las mayores cargas factoriales.

**Tabla 1. Varianza total explicada**

Nº	Etiqueta	Enfoque	Nº de docs.	Autovalores Iniciales	Suma de las saturaciones al cuadrado de la rotación		
				Total	Total	% de la Varianza	% Acumulado
1	Desinversión y gobierno corporativo	<i>Management</i>	58	64,800	42,369	43,679	43,679
2	Rendimiento	Finanzas	33	12,424	31,881	32,867	76,546
3	Control corporativo	<i>Management</i>	6	6,602	9,576	9,872	86,418
Método de extracción: análisis de componentes principales							

La mayoría de los trabajos del primer factor han sido publicados en alguna revista de *management*. Los documentos de este grupo se construyen sobre diversas bases teóricas, por ejemplo, teoría de la agencia (Johnson *et al.*, 1993), costes de transacción, teoría de los recursos (Bergh, 1995; Lockett y Thompson, 2001; Villalonga y McGahan, 2005), aprendizaje organizacional (Bergh, 1998; Bergh y Lim, 2008; Shimizu y Hitt, 2005) y el enfoque de contingencia (Bergh y Lawless, 1998; Brauer, 2009; Kaul, 2012; Makhija, 2004). Bajo este factor se incluyen dos temas de investigación diferentes: la desinversión y el gobierno corporativo.

El tema más relevante en este factor es la desinversión, con trabajos en los que se revisa en profundidad los modos de desinversión, los antecedentes, mecanismos y los resultados de las desinversiones (Bergh *et al.*, 2008; Bergh y Lim, 2008; Brauer, 2006; Brauer, 2009; Brauer y Wiersema, 2012; Decker y Mellewigt, 2007; Decker y Mellewigt, 2012; Haynes *et al.*, 2002; Lee y Madhavan, 2010; Moschieri y Mair, 2008; Villalonga y McGahan, 2005).

El segundo tema relevante trata de cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo tales como los instrumentos para mejorar las estructuras de gobierno, los mecanismos internos de control y los adecuados incentivos a los directivos para que actúen en favor de los accionistas y no de intereses particulares (Abor *et al.*, 2011; Bigley y Wiersema, 2002; Fulghieri y Hodrick, 2006; Hayward y Shimizu, 2006; Miller *et al.*, 2010; Park y Kim, 2008; Sanders, 2001; Wu *et al.*, 2011; Wu y Delios, 2009).

En síntesis, la RCN con enfoque estratégico señala que los principales antecedentes para que ocurra una RCN son un inadecuado gobierno corporativo y una deficiente estrategia de diversificación (Hoskisson *et al.*, 1994; Johnson, 1996). Además, el método principal utilizado para reestructurar la cartera de negocios es la desinversión o venta de activos. Las consecuencias principales de la RCN son conseguir mecanismos eficientes de control corporativo interno (Hitt *et al.*, 1996; Seward y Walsh, 1996), un reenfoque corporativo y, en ciertas ocasiones, una mejora del rendimiento económico (Bowman *et al.*, 1999).

El segundo factor concentra el resultado principal de la RCN con un enfoque financiero. Aquí, destacan aquellos trabajos que estudian la consecuencia principal de la

RCN: una mejora en el rendimiento financiero de la empresa. El tema con las mayores cargas factoriales es el *performance* de la empresa como consecuencia de la venta de activos y el aumento del reenfoque corporativo (Allen *et al.*, 1995; Bates, 2005; Berger y Ofek, 1999; Clubb y Stouraitis, 2002; Daley *et al.*, 1997; Datta *et al.*, 2003; Desai y Jain, 1999; John y Ofek, 1995; Lee y Lin, 2008; Maksimovic y Phillips, 2001; Nanda y Narayanan, 1999; Warusawitharana, 2008). Por lo general, el rendimiento se mide por el incremento de valor de mercado de la empresa después del anuncio de la venta del activo o por el aumento del resultado operativo.

El tercer factor también es el gobierno corporativo pero con especial atención al control corporativo (Chatterjee *et al.*, 2003; Toms y Wright, 2005; Zuckerman, 2000). Básicamente se indica que el mercado para el control corporativo podría mejorar la eficacia de las normas de gobierno corporativo y facilitar una mayor rendición de cuentas de los directivos a sus inversores.

Si comparamos estos resultados con el análisis de redes para las referencias bibliográficas se puede observar las siguientes ideas. Primero, en ambos análisis el gobierno corporativo es un tema central en el estudio de la RCN. Esto también tiene que ver con la importancia dada a la teoría de la agencia para el estudio de este fenómeno y el hecho de que el trabajo de Jensen (1986) se ubica como el núcleo de la red. Se confirma así que las contribuciones de la economía se aprovechan como base teórica para el desarrollo de la literatura en RCN.

Segundo, los antecedentes de la RCN aparecen tanto en el análisis de redes como en el análisis factorial, lo que revela que en términos generales la literatura en RCN se ha centrado en estudiar sus antecedentes y resultados dejando al margen en la literatura el estudio del proceso en sí de reestructuración como por ejemplo de las herramientas más prácticas para el análisis de la cartera de negocios (Untiedt *et al.*, 2012). De esta manera se intenta responder a preguntas tales como "¿por qué las empresas reestructuran?" y "¿qué objetivos se persiguen con la reestructuración?".

### 3.3.3. Cambios en la estructura intelectual y evolución en la investigación en RCN

A continuación se presentan los resultados del análisis por etapas. Para ello, vamos a aplicar a las referencias bibliográficas más importantes y a los documentos citantes el análisis de redes y el *bibliographic coupling* respectivamente para cada etapa en que se ha dividido el período de análisis.

Primero, para poder observar los cambios en la estructura intelectual mediante el análisis de la muestra citada, revisamos las cuatro etapas utilizando las 30 referencias con mayor grado de centralidad<sup>1</sup> en los artículos publicados en cada período (ver apéndice 2). Del análisis preliminar de estos datos cabe destacar que sólo una referencia aparece en las cuatro etapas: Markides (1992). En este trabajo se analiza, desde una perspectiva estratégica, si el anuncio de reenfocar una empresa diversificada crea valor de mercado para las empresas involucradas. El trabajo demuestra que las empresas que reenfocaron obtuvieron un retorno positivo y significativo, lo cual implicaba que los niveles de diversificación de las empresas eran excesivos. Además se observa que el trabajo de Jensen (1986) se mantiene como núcleo en la etapa 1, y en las etapas 3 y 4 aparece en los primeros puestos de las referencias. Esto supondría que el interés del estudio sobre decidir entre el tamaño óptimo de la empresa o el pago en efectivo a los accionistas (conflicto de agencia) dentro de la literatura en RCN se mantiene en el tiempo.

Segundo, para identificar las tendencias actuales en la literatura en RCN se presentan los resultados del análisis factorial de la muestra citante para cada etapa y se compara los resultados con el análisis de la estructura intelectual. Cada factor agrupa muchos artículos con diferentes enfoques, por lo que se describe el contenido de los factores que explican el mayor porcentaje de varianza para cada etapa y de las publicaciones con las cargas factoriales más elevadas. En la tabla 2 se sintetizan los resultados del análisis factorial para cada una de las etapas. Del análisis preliminar de estos datos cabe destacar que el tema de gobierno corporativo aparece en las cuatro

---

<sup>1</sup> Tanto en la primera como tercera etapa se escogen 31 y 33 trabajos respectivamente debido a que mostraban el mismo grado de centralidad que la trigésima referencia.

etapas, coincidiendo con el trabajo de Jensen (1986) sobre la teoría de la agencia en la estructura intelectual. Además, se observa el crecimiento del papel de la disciplina de finanzas a lo largo del tiempo en detrimento del *management* así como el importante surgimiento del tema de las desinversiones en la última etapa como consecuencia, probablemente, de la crisis financiera que se inicia en 2007.

**Tabla 2. Varianza explicada por etapas**

Nº	Etiqueta	Enfoque	Nº de doc.	Autovalores Iniciales	Suma de las saturaciones al cuadrado de la rotación		
				Total	Total	% de la Varianza	% Acumulado
<b>Etapa 1</b>							
1	Reestructuración Corporativa	<i>Management</i>	39	30,329	28,599	36,666	36,666
2	Gobierno corporativo	Finanzas	24	19,650	16,75	21,480	58,146
3	Dificultades financieras	Finanzas	8	4,219	6,809	8,729	66,875
4	<i>Organizational issues</i>	<i>Management</i>	7	2,260	4,294	5,506	72,380
<b>Etapa 2</b>							
1	Rendimiento	Finanzas	47	39,943	33,74	39,233	39,233
2	Capacidades, competencias y EBR	<i>Management</i>	22	22,113	17,595	20,460	59,692
3	Gobierno corporativo	<i>Management</i>	13	3,670	13,33	15,506	75,198
4	<i>Company- industry applications</i>	<i>Management</i>	4	2,635	3,691	4,291	79,490
<b>Etapa 3</b>							
1	Rendimiento	Finanzas	38	34,532	30,46	41,736	41,736
2	Reenfoque	<i>Management</i>	30	17,922	21,59	29,585	71,321
3	Gobierno corporativo	Mixto	5	5,126	5,515	7,555	78,877
<b>Etapa 4</b>							
1	Aspectos financieros	Finanzas	65	44,912	43,35	41,288	41,288
2	Desinversión	<i>Management</i>	28	22,088	22,11	21,059	62,347
3	Gobierno corporativo	Finanzas	12	8,014	9,550	9,095	71,442

### ***La investigación en RCN en la primera etapa (1993-1997)***

La figura 4 muestra la configuración de los 31 trabajos con mayor grado de centralidad. Así, se publicaron dos números especiales sobre RCN, uno en la disciplina de *management* (*Strategic Management Journal*, 1993, vol. 14, nº 1) y otro en finanzas (*Journal of Financial Economics*, 1995, vol. 37, nº 1). Muchos de los trabajos que aparecen altamente citados en etapas posteriores pertenecen a estos monográficos.

La red correspondiente a esta primera etapa es muy similar a la red total en sus características: preponderancia del área de *management* y la economía como base conceptual de los trabajos de *management* y de finanzas. La diferencia principal con la red total es que en esta etapa el núcleo lo comparten las disciplinas de economía y *management*. Así, de los nueve trabajos que conforman el núcleo en esta etapa, dos son de enfoque económico (Jensen, 1986; Williamson, 1985) y los siete restantes tienen un enfoque estratégico (Baysinger y Hoskisson, 1989; Hill y Hoskisson, 1987; Hoskisson y Hitt, 1988; Hoskisson y Turk, 1990; Hoskisson y Johnson, 1992; Markides, 1992; Palepu, 1985). Los temas centrales son los conflictos de agencia y la estrategia de diversificación que dan fundamento al estudio de la RCN, es decir, los antecedentes más importantes de una decisión de reestructuración (Johnson, 1996).

En esta primera etapa, el área de *management* tiene un protagonismo indudable con un 61% de los trabajos y siete de ellos en el núcleo, como hemos visto. Esta es quizás la etapa de mayor pujanza de esta área en el estudio de la RCN y coincide aproximadamente con la etapa de mayor producción científica de acuerdo con el trabajo de Furrer *et al.* (2008). Además, constituye una subred muy densa con numerosas relaciones dentro de su propio campo pero también con importantes relaciones con las otras disciplinas. Nuevamente, es un signo de su carácter más ecléctico y multidisciplinar. Entre los trabajos más relevantes, destacan por su alto grado de centralidad los de Hill y Hoskisson (1987), Hoskisson y Turk (1990) y Palepu (1985) que realizan estudios empíricos diseñados para revelar los efectos de las estrategias de diversificación en el desempeño de la empresa multiproducto.

En esta etapa y dentro de la disciplina de economía, el gráfico revela el rol fundamental de los trabajos de Jensen (1986) sobre la teoría de la agencia y de Williamson (1975; 1985) sobre los costes de transacción. De hecho, el trabajo de Jensen (1986) tiene el grado de centralidad más elevado (0,86), lo que implica que casi todos los nodos de la red se van a interrelacionar con él. Esto pone de manifiesto lo ya observado para la red total en el sentido de que la economía sirve de base conceptual para las otras disciplinas y presenta un papel mediador entre ellas. Mientras que finanzas aparece en estos años con una escasa presencia (sólo cinco trabajos).

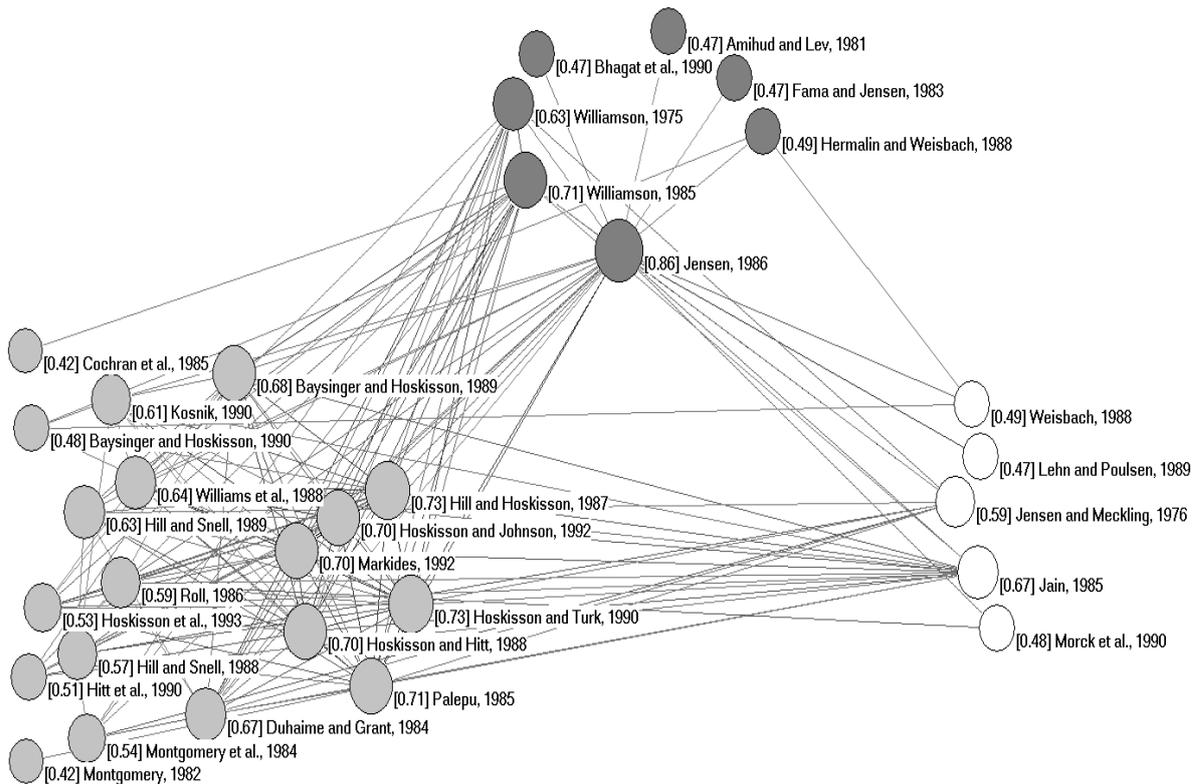
Finalmente, no existen interrelaciones dentro de los trabajos de finanzas y se conectan sólo con otras disciplinas.

En el análisis del *bibliographic coupling*, el factor más relevante que se identifica en esta etapa tiene un enfoque estratégico, pues la mayoría de artículos han sido publicados en una revista de *management*. El tema principal es la reestructuración corporativa (Bethel y Liebeskind, 1993; Bowman y Singh, 1993; Chang, 1996; Filatotchev *et al.*, 1996; Gibbs, 1993; Hatfield *et al.*, 1996; Hurry, 1993; Johnson *et al.*, 1993; Lei y Hitt, 1995; Markides, 1995; Peel, 1995; Robbie y Wright, 1995; Robins, 1993; Singh, 1993; Wiersema, 1995). En este apartado se presentan los antecedentes, consecuencias y la multidimensionalidad de esta estrategia.

El segundo y tercer factores están compuestos en su mayoría por trabajos con un enfoque financiero. Los trabajos que han publicado en revistas de *finanzas*, se podrían etiquetar como de gobierno corporativo. Aquí se da especial atención a la remuneración de la alta dirección y al cambio directivo para corregir decisiones anteriores erróneas. El interés principal del tercer factor son las dificultades financieras que la empresa enfrenta cuando existe un desajuste entre los activos líquidos disponibles y sus obligaciones actuales (Bartov, 1993; Franks y Torous, 1994; John, 1993; John, 1993; Opler, 1993; Smith, 1993).

Los documentos de esta etapa se construyen sobre diversas bases teóricas, pero resalta en todos los factores la teoría de la agencia. Este resultado es congruente con el hecho de que en el análisis realizado a las referencias bibliográficas observamos que el trabajo de Jensen (1986) sobre los conflictos de agencia se ubica en el núcleo de la red. Además coincide que la mayoría de trabajos en esta primera etapa tienen un enfoque estratégico (64%) al igual que las referencias bibliográficas. Cabe destacar que en los documentos citantes, finanzas es la segunda disciplina que más publica sobre RCN (28%). Sin embargo en el análisis de redes de esta misma etapa, sólo cinco trabajos (16% de los más relevantes) tienen un enfoque financiero, lo cual refleja que la disciplina de finanzas cuando comenzó a publicar sobre RCN todavía no contaba con un cuerpo teórico propio, por lo que tomaba prestadas las aportaciones tanto de *management* como de economía.

**Figura 4. Estructura Intelectual de la literatura en RCN: 1993-1997**



**La investigación en RCN en la segunda etapa (1998-2002)**

La figura 5 muestra la configuración de los 30 trabajos con mayor grado de centralidad. En conjunto, la red presenta un mayor equilibrio entre las disciplinas implicadas: *management* (37% de trabajos), finanzas (40%) y economía (23%). Este equilibrio también se observa en el hecho de que no hay trabajos tan dominantes como en la etapa anterior. Es decir, ha desaparecido el núcleo de la red y todos los trabajos están en la zona de semi-periferia. Observando las redes de las tres primeras etapas, podríamos decir que esta segunda puede ser considerada como una etapa de transición.

En esta segunda etapa, se mantiene el interés de los trabajos por el enfoque de agencia (Amihud y Lev, 1981; Aron, 1988; Denis *et al.*, 1997) y los costes de transacción (Williamson, 1975). Pero aparece una nueva perspectiva teórica muy vinculada a la disciplina de *management*, el EBR, que aporta tres trabajos. Dos de ellos constituyen la auténtica base conceptual del nuevo enfoque: Wernerfelt (1984) y Barney (1991). El primero fue el pionero de la teoría de los recursos de la empresa, mientras

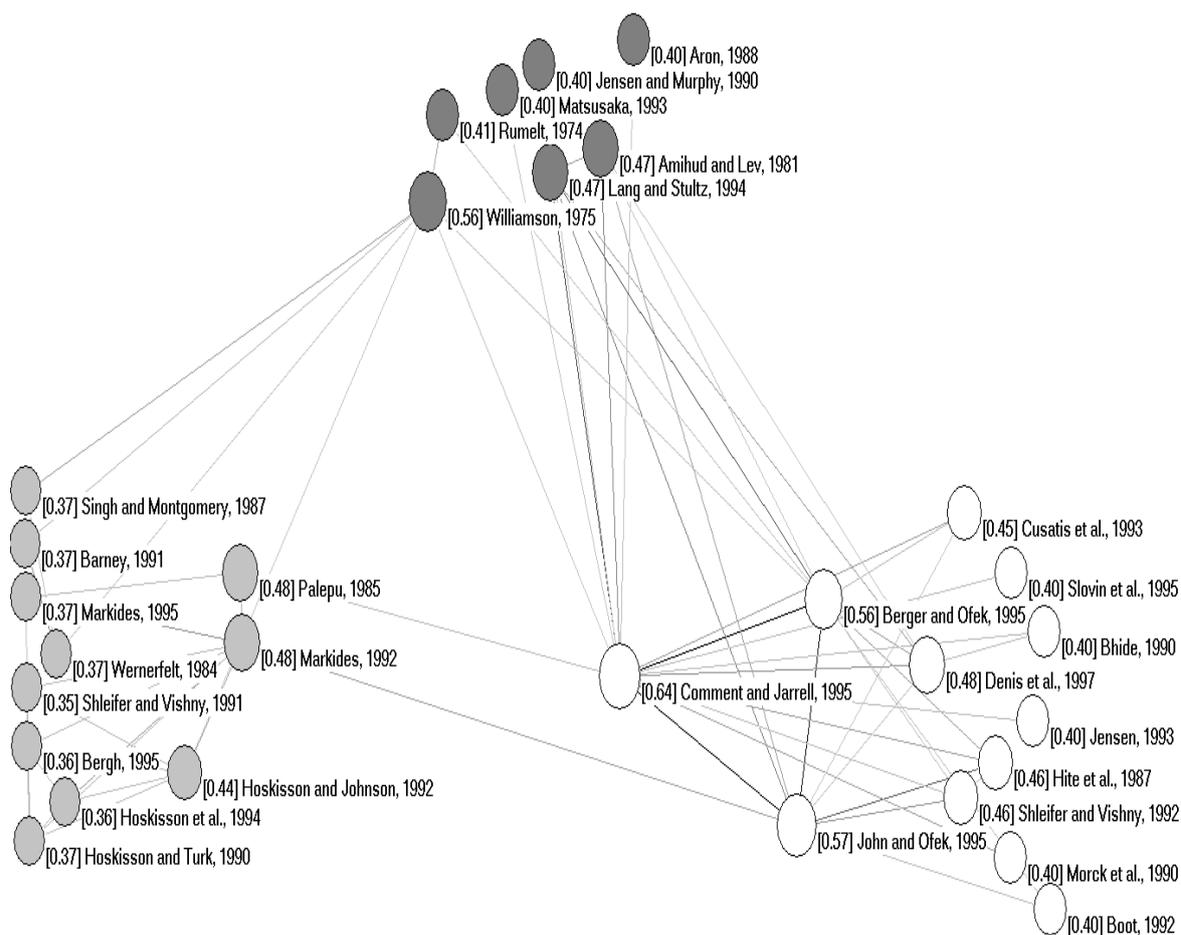
que el segundo avanzó hacia un modelo para la identificación de las características de los recursos estratégicos y por lo tanto para la definición de los elementos que constituyen una fuente de ventaja competitiva. El tercer trabajo importante con este enfoque es un trabajo específico sobre la desinversión y el enfoque de los recursos (Bergh, 1995) y puede considerarse el primer trabajo que aplica el EBR al estudio de la RCN.

Este surgimiento del EBR como nueva perspectiva teórica para el estudio de la RCN coincide en el tiempo con el interés mostrado a partir de mediados de la década de los noventa para estudiar la estrategia empresarial a partir de dicho enfoque (Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2004). En cuanto a las relaciones con la economía, pierde una cierta vigencia la teoría de la agencia en el ámbito del *management* aunque permanece la relación con la teoría de los costes de transacción a través de los trabajos de Williamson (1975).

El área de finanzas adquiere un protagonismo mayor tanto por el número de trabajos como por el grado de centralidad de los mismos. La pérdida de vigencia de la teoría de la agencia en el ámbito de *management* es contrarrestada por la gran importancia que ésta tiene en la disciplina de finanzas. También se puede observar que, además del incremento en el número de trabajos respecto de la etapa anterior, aparece por primera vez una subred propia en torno a finanzas, con importantes interrelaciones entre sí a diferencia de la etapa anterior en que los trabajos de finanzas estaban aislados entre sí y relacionados exclusivamente con los de otras disciplinas.

Finalmente, la economía mantiene un papel mediador con vínculos con las otras dos disciplinas. Por otra parte, la sub red de economía se debilita con muy pocas relaciones entre los trabajos en ella incluidos. Al contrario que en la etapa anterior, se puede apreciar que el único trabajo que es citado en conjunto con trabajos de *management* es el de Williamson (1975) mientras que la colaboración con finanzas se ha fortalecido.

Figura 5. Estructura Intelectual de la literatura en RCN: 1998-2002



El análisis del *bibliographic coupling* muestra que los documentos de esta etapa se construyen sobre diversas bases teóricas, por ejemplo, teoría de la agencia, costes de transacción, EBR y capacidades dinámicas. Aquí sucede un cambio importante con respecto a la etapa anterior: el primer factor -el que explica la mayor cantidad de información de esta etapa- ya no presenta un enfoque estratégico sino financiero. Esto sucede a pesar de que la mayoría de documentos citantes en esta etapa (57%) fueron publicados en una revista de *management*. Este dato confirma el cambio de tendencia observado en el análisis de redes. A pesar de que la producción científica en la disciplina de *management* sigue siendo alta, va disminuyendo, al igual que su influencia en el estudio de la RCN.

El primer factor con un enfoque financiero se centra en la consecuencia principal de la RCN: una mejora en el rendimiento financiero de la empresa (Berger y Ofek,

1999; Bethel *et al.*, 1998; Clubb y Stouraitis, 2002; Denis y Kruse, 2000; Desai y Jain, 1999; Gillan *et al.*, 2000; Hulburt *et al.*, 2002; Kaiser y Stouraitis, 2001; Kim, 1998; Krishnaswami y Subramaniam, 1999; Maksimovic y Phillips, 2001; Nanda y Narayanan, 1999; Nohel y Tarhan, 1998; Slovin y Sushka, 1998; Vijh, 1999). Los artículos sobre todo revisan empíricamente el efecto de las desinversiones, *equity carve-out*, fusiones y adquisiciones sobre los resultados de la empresa.

El segundo factor, con un enfoque estratégico, lo hemos etiquetado como capacidades, competencias y EBR porque analiza especialmente estos aspectos asociados a la estrategia de la empresa (Capron *et al.*, 2001; Chen *et al.*, 1998; Drazin y Rao, 2002; Galunic y Rodan, 1998; Karim y Mitchell, 2000; Krause *et al.*, 2000; Majumdar, 2000). Al igual que ocurría en el análisis de redes, en esta etapa empieza a hacerse visible el enfoque basado en los recursos que acaba siendo dominante en el ámbito de la estrategia empresarial.

Si comparamos con el análisis de redes del mismo período observamos que el enfoque financiero es el protagonista en esta etapa. Así, tanto el primer factor del *bibliographic coupling* como el núcleo identificado en el análisis de redes (Comment y Jarrell, 1995) tienen un enfoque financiero. Esto ocurre a pesar que el 32% de los documentos citantes han sido publicados en revistas de finanzas y el 57% en revistas de *management*. Asimismo, se puede observar en la figura 5 que las referencias financieras cada vez se interrelacionan menos con *management* (sólo dos referencias se citan en conjunto con trabajos de finanzas), mientras que la interrelación con economía y dentro de la misma disciplina aumenta. Por otro lado, las bases teóricas predominantes en esta etapa están relacionadas con la economía de las organizaciones que coinciden con los estudios del análisis de redes.

### ***La investigación en RCN en la tercera etapa (2003-2007)***

La figura 6 muestra la configuración de los 33 trabajos con mayor grado de centralidad en esta etapa en la que se puede observar una red principal compuesta por 27 trabajos y tres grafos adicionales compuestos de dos trabajos cada uno. La red principal contiene 21 referencias de finanzas, cinco de economía y una de *management*, mientras que cada uno de los grafos adicionales pertenece a finanzas, economía y

*management* por separado. Además, en esta etapa tampoco hay un núcleo de la red, aunque sí aparece una clara zona de periferia 18 trabajos.

Los anteriores resultados pueden interpretarse en el sentido de que las tres disciplinas que antes estaban completamente interrelacionadas y “prestaban” aportaciones una de la otra, durante esta etapa presentan mayor independencia para desarrollar su propia investigación. Esta es una tendencia que ya se inicia en la etapa anterior y que se intensifica en la presente.

Los temas centrales de esta etapa son la venta de activos y su efecto positivo sobre los resultados (John y Ofek, 1995) y la relación negativa de la diversificación con los resultados de la empresa o efecto descuento (Alexander *et al.*, 1984; Berger y Ofek, 1995; Brown *et al.*, 1994; Comment y Jarrell, 1995; Daley *et al.*, 1997; Desai y Jain, 1999; Graham *et al.*, 2002; Hite y Owers, 1983; Hite *et al.*, 1987; Jain, 1985; Klein, 1986; Lang y Stulz, 1994; Lang *et al.*, 1995; Markides, 1992; Miles y Rosenfeld, 1983; Ravenscraft, 1987; Servaes, 1996). A nuestro parecer, la literatura académica en esta etapa busca incentivar un reenfoque corporativo en la empresa, destacando sus beneficios, así como las desventajas de la diversificación. Cabe destacar que ésta y la siguiente etapa están marcadas por la evolución de la economía internacional, que desemboca con la crisis financiera que comienza en 2008.

Este contexto puede dar explicación al importante auge que toma la disciplina de finanzas, que se convierte en la protagonista de la red continuando con la tendencia iniciada en la etapa anterior. El campo de economía ha pasado a un segundo plano, y aunque todavía se interrelaciona con la disciplina de finanzas, siempre a partir de la teoría de la agencia, ya no existe ninguna interrelación con *management*. En este punto, economía deja de ser el puente que une estas dos disciplinas.

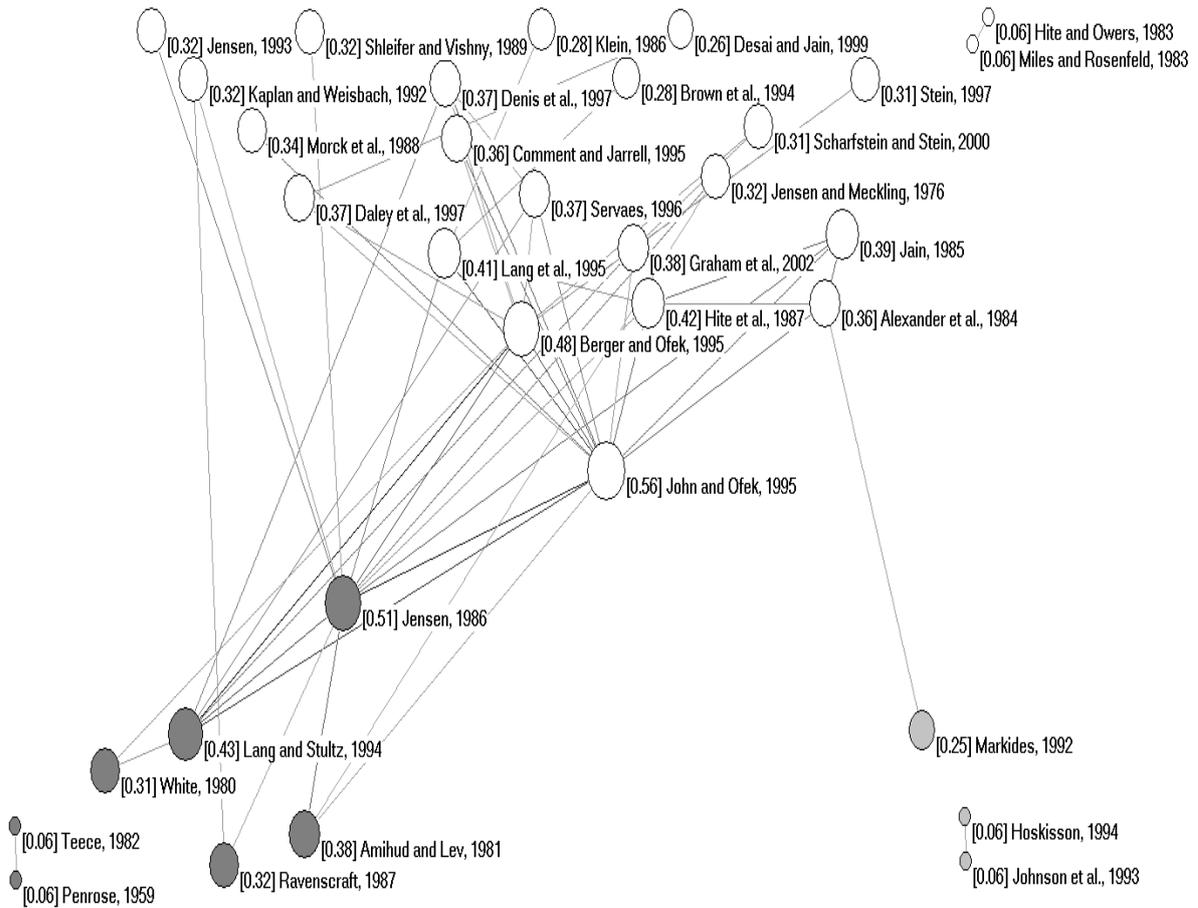
Mención aparte merece el caso del *management*. Desde su posición dominante en la primera etapa, ha pasado en esta tercera etapa a desempeñar un papel marginal en la red de investigación sobre RCN. Efectivamente, sólo tres trabajos sobreviven en esta etapa con grados de centralidad bajos y claramente posicionados en la periferia de la red. Además, aparecen casi aislados sin apenas interrelaciones entre ellos ni con otras disciplinas. Este declive del *management* es congruente nuevamente con el menor

interés despertado por los trabajos de reestructuración en dirección estratégica en el período 2001-2005 según los datos de Furrer *et al.* (2008). Podría decirse, en resumen, que la atención de la literatura se centra en la relación entre la diversificación y los resultados, con el llamado “efecto descuento” en el centro del debate. Por tanto, la RCN como estrategia empresarial pierde importancia en esta etapa.

De acuerdo con los resultados del *bibliographic coupling*, los documentos de esta etapa se construyen sobre diversas bases teóricas, principalmente la teoría de la agencia, el comportamiento organizativo y las teorías financieras. En esta etapa, al igual que en la anterior, el primer factor del análisis factorial presenta un enfoque financiero.

En este primer factor la mayoría de trabajos han sido publicados en una revista de finanzas. Se han identificado dos temas estudiados bajo este enfoque: el rendimiento financiero (Boone *et al.*, 2003; Datta *et al.*, 2003; DeLong, 2003; Hovakimian y Titman, 2006; Hughes *et al.*, 2003; McNeil y Moore, 2005; Meschi, 2005; Perry y Shivdasani, 2005; Veld y Veld-Merkoulova, 2004) y diferentes métodos para la RCN (Bates, 2005; Dittmar y Shivdasani, 2003; Osano, 2004; Powell y Yawson, 2005; Rondi y Vannoni, 2005; Slovin *et al.*, 2005; Stouraitis, 2003). Entre los métodos estudiados con un enfoque financiero para modificar el campo de actividad de la empresa se encuentran: desinversiones, *sell-off*, *spin-off*, adquisiciones y *equity carve-outs*.

**Figura 6. Estructura Intelectual de la literatura en RCN: 2003-2007**



El segundo factor incluye trabajos publicados principalmente en una revista de *management*. Este factor incluye varios temas, el primero es el reenfoque corporativo. Aquí se revisan los antecedentes y las consecuencias del reenfoque. Además se intenta posicionar que la venta de unidades de negocios de la empresa no necesariamente significa fracaso sino un nuevo comienzo para la corporación (Decker y Mellewig, 2007; Hoskisson *et al.*, 2004; Hoskisson *et al.*, 2005; Meyer, 2006; Morrow *et al.*, 2004). El segundo son los métodos para reestructurar la cartera de negocios (Brauer, 2006; Hayward y Shimizu, 2006; Karim, 2006; Parhankangas y Arenius, 2003; Schoenberg, 2006; Shimizu y Hitt, 2005; Villalonga y McGahan, 2005). Entre los métodos estudiados con un enfoque estratégico para modificar el campo de actividad de la empresa se encuentran: las desinversiones y las adquisiciones.

Si comparamos con el análisis de redes correspondiente a la misma etapa, observamos que el núcleo se mantiene con un trabajo con enfoque financiero (John y

Ofek, 1995), lo cual coincide con el rol principal de este enfoque en esta tercera etapa. A pesar que en la segunda y tercera etapas la mayoría de documentos citantes publican en revistas de *management*, las referencias más citadas que aparecen en la red son en su mayoría de finanzas. Una posible explicación es que al presentarse más artículos de *management* en la muestra citante existe más dispersión de las referencias más citadas. Mientras que al haber menos documentos citantes de finanzas, y con una base teórica financiera emergente, es más probable que se refieran a los mismos trabajos, por lo que la mayoría de citas recibidas las obtienen las referencias de finanzas.

### ***La investigación en RCN en la cuarta etapa (2008-2012)***

La figura 7 muestra la configuración de los 30 trabajos con mayor grado de centralidad en esta etapa. La estructura de la red es muy similar a la tercera etapa pero con dos diferencias fundamentales. Primero que el campo de *management* presenta más trabajos que economía y segundo que todos los trabajos, sin excepción, se encuentran interrelacionados dentro de la red, desapareciendo los grafos separados de la etapa anterior (islas).

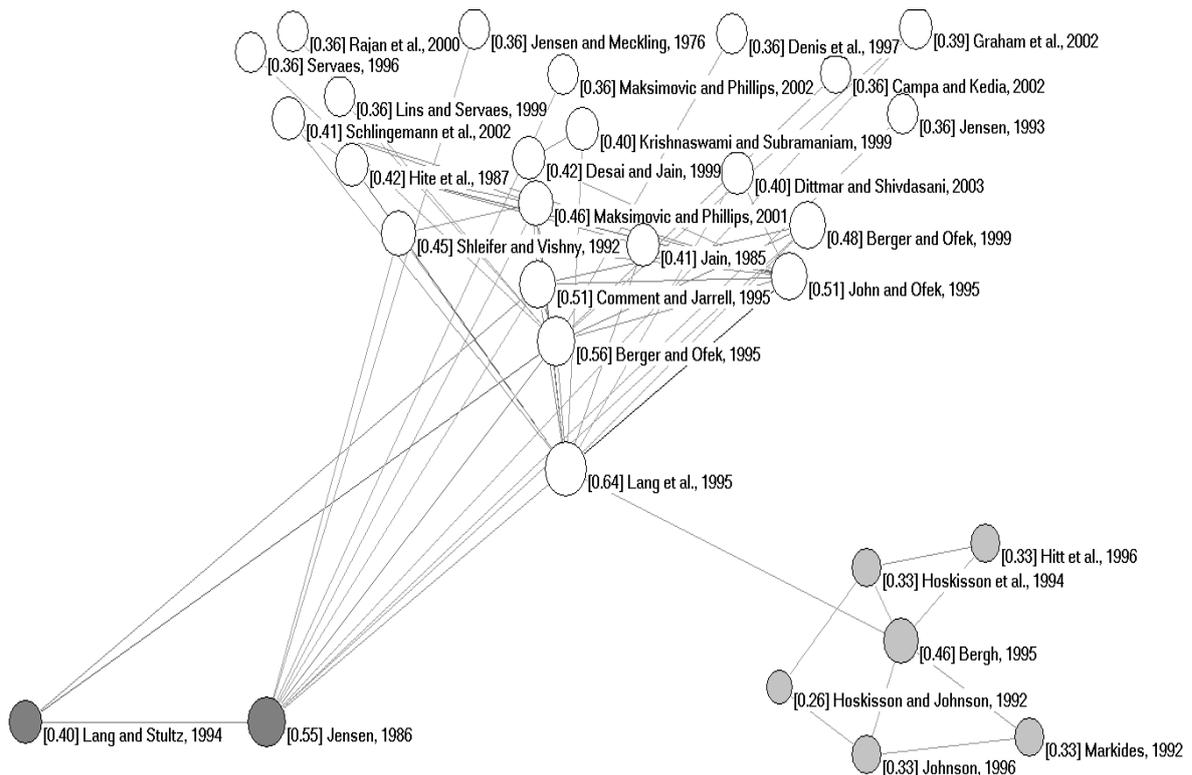
Se mantiene la preponderancia de las finanzas en el estudio de la RCN, en términos similares a la etapa anterior. Se podría decir que el enfoque financiero comienza en la etapa 1 como un campo emergente que toma “prestadas” ideas de otras disciplinas, mientras que en la última etapa tiene ya su propio cuerpo de investigación y prevalece en la base intelectual de la investigación en RCN. Este predominio de finanzas es comprensible, puesto que las publicaciones de la última etapa pueden vincularse con la crisis financiera actual.

El campo del *management* resurge ligeramente alrededor del papel de los recursos en la reestructuración (Bergh, 1995) y los trabajos de economía casi han desaparecido. Sólo sobreviven dos trabajos: sobre la teoría de la agencia (Jensen, 1986) y el impacto negativo de la diversificación sobre los resultados (Lang y Stulz, 1994).

Se puede observar que las disciplinas de *management* y finanzas han construido casi su propia red y sólo se unen por dos trabajos sobre la teoría de la agencia (Lang *et al.*, 1995) y de los recursos (Bergh, 1995). Esto podría significar que cada disciplina finalmente ha evolucionado de manera independiente y los trabajos de *management* y

finanzas se interrelacionan principalmente dentro de su propia disciplina. Los trabajos que publiquen en una revista de *management* van a citar trabajos publicados en revistas con un enfoque similar. Lo mismo sucede con trabajos de finanzas. Esta progresiva separación ya se puso de manifiesto en la etapa anterior y se muestra también en la red por el hecho de que la red no posee núcleo y la mayoría están en la semi-periferia.

**Figura 7. Estructura Intelectual de la literatura en RCN: 2008-2012**



En esta etapa, la mayoría de trabajos tienen un enfoque financiero, de acuerdo con los resultados derivados del análisis del *bibliographic coupling*. El primer factor lo hemos etiquetado como aspectos financieros porque, en su mayoría, presenta temas relacionados con la estructura de capital (Dittmann *et al.*, 2008; Doukas y Kan, 2008; Einfeldt y Rampini, 2008; Flor, 2008; Hege *et al.*, 2009; Mase, 2008), el manejo de la deuda (Champagne y Kryzanowski, 2008; Denis, 2011; Renneboog y Szilagyi, 2008) y el entorno financiero inestable (Desai y Savickas, 2010; Eckbo y Thorburn, 2008; Kang *et al.*, 2010; Lee y Lin, 2008; Zhou *et al.*, 2011). A nuestro parecer, este factor relaciona la RCN con la reestructuración financiera (Anjos, 2010; Bernile *et al.*, 2012; Colak, 2010; Hillier *et al.*, 2009; Jain *et al.*, 2011; Mak *et al.*, 2011; Maksimovic *et al.*, 2011;

Owen *et al.*, 2010; Subramaniam *et al.*, 2011; Warusawitharana, 2008). Estas cuestiones son especialmente relevantes en esta etapa también en la práctica empresarial ya que muchas empresas han tenido que modificar su cartera de negocios y reestructurar su deuda para mejorar los resultados (Pathak *et al.*, 2013).

El segundo factor presenta un enfoque estratégico, siendo el tema que más destaca el de las desinversiones (Bergh y Lim, 2008; Bergh *et al.*, 2008; Brauer, 2009; Brauer y Wiersema, 2012; Lee y Madhavan, 2010; Moschieri y Mair, 2008; Moschieri y Mair, 2011; Wu *et al.*, 2011). Sobre todo, revisan las características principales de las desinversiones y sus efectos positivos sobre el resultado.

Si comparamos con el análisis de redes en el mismo período, observamos que el núcleo se mantiene con un trabajo con enfoque financiero (Lang *et al.*, 1995) lo cual coincide con el papel dominante que obtiene este enfoque en esta cuarta etapa. Aquí los documentos citantes publicados en una revista de finanzas (46%) prácticamente han alcanzado a los publicados en una revista de *management* (50%). Esto podría estar relacionado con la economía internacional y la situación de crisis financiera que se vive desde finales de 2007. Se puede observar, que si en la primera etapa los documentos citantes financieros tomaban prestado aportaciones tanto de *management* como de economía para publicar sobre RCN, en la última etapa estos documentos basan sus estudios, principalmente, en referencias dentro de su misma disciplina.

### ***La investigación en RCN: una síntesis para el período 1993-2008***

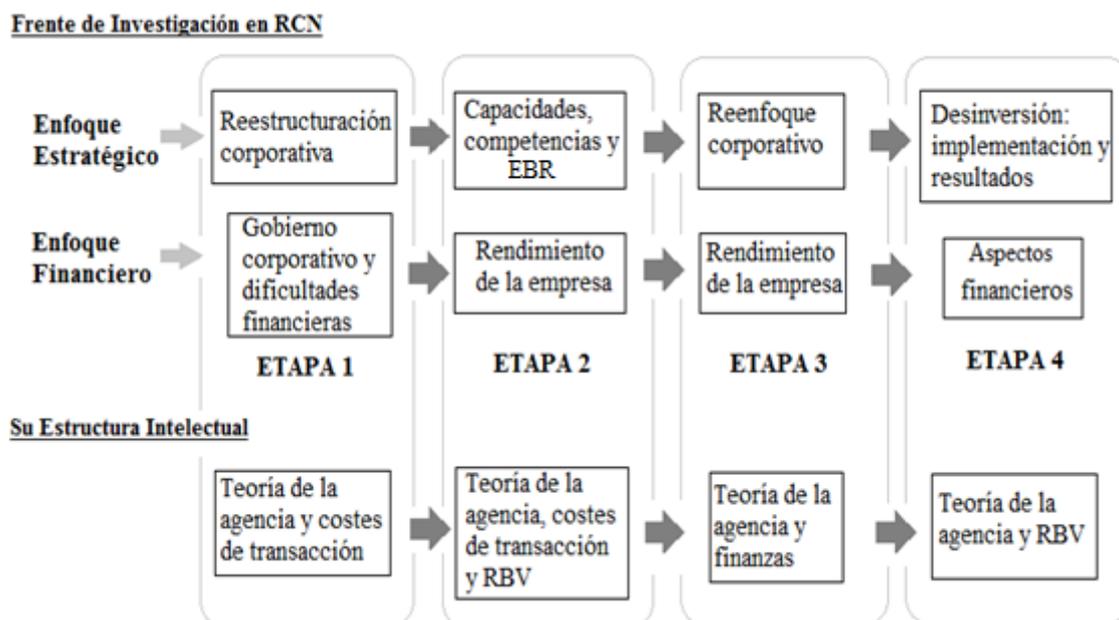
Como síntesis de los resultados analizados, la figura 8 muestra un esquema de la evolución de la investigación en RCN y su estructura intelectual. Se identifican los temas que más han predominado en las últimas dos décadas y las teorías que han servido de base principal durante cada una de las etapas. Si observamos dentro del enfoque estratégico, se comienza con el estudio de temas más generales, evolucionando hacia más específicos, lo que coincide con la evolución del estudio en dirección estratégica y de la economía internacional (fundamentalmente crisis económica de 2008). Así, en 1993-1997 el estudio de la reestructuración corporativa ocupa durante 1991-1995 los primeros lugares en la investigación en dirección estratégica, de acuerdo con Furrer *et al.* (2008). Durante el periodo 1998-2002, los conceptos de capacidades y

competencias bajo el EBR son los protagonistas en la literatura de RCN. Recordemos que Barney (1991) introduce este enfoque en dirección estratégica a inicios de la década de los noventa, por lo que para esta segunda etapa ya se había popularizado su estudio. Posteriormente, durante el periodo 2003-2007, el reenfoque corporativo preside la literatura en RCN. En la época de crisis financiera, 2008-2012, las desinversiones, su implementación y los resultados son temas que son abordados con mayor intensidad por los académicos que estudian la RCN.

Por otra parte, la literatura en RCN con enfoque financiero comienza revisando en la primera etapa analizada algunos de los antecedentes de la reestructuración: un inadecuado gobierno corporativo y las dificultades financieras que atraviesan las empresas reestructuradas. Posteriormente, en la segunda y tercera etapas, los académicos de este campo se centran en el resultado principal de esta estrategia: un mayor rendimiento financiero. En la última etapa, destacan diversos aspectos financieros en torno a la estrategia de RCN, lo que de alguna manera coincide con el entorno de crisis que comienza en 2008 y al que se ha hecho referencia en el enfoque de *management*.

Las teorías que han servido de base tanto para los trabajos con enfoque estratégico como para los de enfoque financiero son la de la agencia, la de los costes de transacción y el EBR. La teoría de la agencia y diferentes planteamientos financieros, relacionados con el descuento de la diversificación, los mercados financieros y el rendimiento, prevalecen en los artículos publicados en revistas de finanzas, mientras que la teoría de la agencia, los costes de transacción y el EBR son los que predominan en los artículos publicados en revistas de *management*.

Figura 8. Evolución del estudio en RCN



### 3.4. CONCLUSIONES

En nuestro análisis de las dos últimas décadas de publicación hemos identificado las principales direcciones de investigación en el campo de la RCN. Además, se han determinado las relaciones entre los distintos sub-campos y la evolución de la investigación en RCN. Asimismo, el análisis permite identificar las prioridades y tendencias actuales de la literatura.

Dentro del ámbito de la RCN, se identifica que la estrategia de diversificación, el gobierno corporativo y la búsqueda de mejores resultados para la empresa constituyen el punto de partida para su estudio. Esto se justifica porque no puede haber RCN sin que la empresa haya previamente diversificado y porque la estrategia de diversificación puede generar conflictos entre los agentes con objetivos de crecimiento (más propio de los directivos) y de creación de valor (más buscado por los accionistas) (Johnson, 1996; Markides, 1992).

El análisis de los cambios en la estructura intelectual revela cómo al inicio las disciplinas de *management* y economía dominaban la base intelectual en RCN. Mientras que en la actualidad la literatura en RCN fundamenta, en gran parte, sus aportaciones en un enfoque más financiero. Este hecho podría deberse a la crisis financiera mundial, así

como a la creciente preocupación en los países occidentales por las cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo a raíz de los múltiples escándalos corporativos surgidos desde comienzo de siglo. Sin embargo, durante las cuatro etapas ninguna disciplina desaparece y la literatura en RCN se nutre de las aportaciones de las tres escuelas, aunque con diferente peso y relevancia en cada etapa.

Coincidiendo con el capítulo anterior, nuestro análisis muestra cierto paralelismo con trabajos bibliométricos en dirección estratégica. Por ejemplo, en el trabajo de Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro (2004) se identifica que una de las raíces de esta disciplina es la economía. Además, concuerda con el papel protagonista que presentan los temas de economía de las organizaciones. Asimismo, la influencia del EBR a mediados de la década de los noventa coincide con su aplicación para el estudio de la RCN. Igualmente en los documentos citantes, el nivel de interés por investigar sobre RCN coincide con el trabajo de Furrer *et al.* (2008). Esto puede significar que a pesar de la indudable contribución de diferentes disciplinas, la dirección estratégica ha tenido un papel importante y constante a lo largo del tiempo con la literatura de RCN.

La investigación de la RCN ha evolucionado desde temas muy generales hacia temas mucho más específicos. A medida que pasa el tiempo la disciplina de finanzas se encuentra más interesada en investigar sobre la RCN. Asimismo, existe un mayor interés por parte de los académicos en desarrollar trabajos empíricos que trabajos conceptuales, lo cual quizás sea muestra de una progresiva madurez del campo de estudio de la RCN, tal y como se comentaba.

Por otra parte, el origen del estudio de la RCN se deriva de tres raíces procedentes de la economía, el *management* y las finanzas. Estas tres disciplinas evolucionan en su papel e influencia a lo largo de las diferentes etapas identificadas en el análisis. Los principales enfoques teóricos base del estudio de la RCN son: la teoría de la agencia, la economía de los costes de transacción, y el EBR. Los dos primeros han sido empleados principalmente para el estudio del gobierno corporativo, las desinversiones y la sobrediversificación (Hoskisson *et al.*, 1999; Jensen y Meckling, 1976; Moschieri y Mair, 2008). El EBR se ha utilizado para justificar el reenfoque corporativo y la organización de la cartera basándose en los mejores recursos y

capacidades disponibles en la empresa (Bergh, 1995; Markides, 1992; Montgomery *et al.*, 1984).

Se puede observar que en la red global y en las distintas etapas, la disciplina de finanzas se relaciona sobre todo con la teoría de la agencia. Sin embargo, la dirección estratégica presenta, en la red global, en la primera y en la segunda etapa, una mayor relación con la economía de los costes de transacción, mientras que en la última etapa se relaciona en exclusiva con la teoría de la agencia. Se podría interpretar que la teoría de la agencia es el punto de encuentro entre los estudios con enfoque financiero y estratégico. Quizás, los temas tratados por la teoría de la agencia, que combinan gobierno corporativo e incentivos, se vinculan también con la teoría de la empresa (Jensen, 2000), y puede explicar esta arena común para ambos enfoques. Además puede argumentarse que en cierto modo, dentro del *management*, el EBR incluye los planteamientos de la economía de los costes de transacción, en la medida que persigue explicar de alguna manera los límites de la empresa (Foss *et al.*, 1995). El análisis de los límites de la empresa, asimismo, constituye uno de los elementos de la teoría de la empresa (Holmstrom y Tirole, 1989). Por ello, la combinación de la teoría de la agencia, EBR y finanzas que se observa en la cuarta etapa puede mostrar una madurez en el campo de investigación en RCN y su contribución a desarrollar un ámbito más amplio como es la dirección estratégica. Todo ello, más allá del reto que conlleva para la disciplina dar respuesta desde la RCN a la problemática que supone para la empresa la crisis económica de 2008.

De cara al futuro, coincidimos con Untiedt *et al.* (2012) en que faltan estudios sobre las herramientas para analizar la cartera de negocios de la empresa. En su mayoría, los estudios no analizan en profundidad los mecanismos utilizados por la alta dirección para escoger el negocio en el que desinvertir. Además, todavía falta mayor investigación para responder por qué distintas empresas, enfrentando similares condiciones (p.e., malos rendimientos), toman diferentes decisiones sobre cómo y cuándo reestructurar. Finalmente, es necesario desarrollar mayores trabajos que conceptúen la investigación empírica para fortalecer y construir teoría sobre la estrategia de RCN.

### 3.5. REFERENCIAS

- Abor, J.; Graham, M.; Yawson, A. (2011): "Corporate Governance and Restructuring Activities Following Completed Bids". *Corporate Governance: An International Review*, 19, n°1, págs. 61-76.
- Alexander, G.J.; Benson, P.G.; Kampmeyer, J.M. (1984): "Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs". *Journal of Finance*, 39, n°2, págs. 503-517.
- Allen, J.W.; Lummer, S.I.; McConnell, J.J.; Reed, D.K. (1995): "Can Takeover Losses Explain Spin-Off Gains?". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, n°4, págs. 465-485.
- Amihud, Y.; Lev, B. (1981): "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economics*, 12, n°2, págs. 605-617.
- Anjos, F. (2010): "Costly Refocusing, the Diversification Discount, and the Pervasiveness of Diversified Firms". *Journal of Corporate Finance*, 16, n°3, págs. 276-287.
- Aron, D.J. (1988): "Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification". *Rand Journal of Economics*, 19, n°1, págs. 72-87.
- Barney, J.B. (1991): "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage". *Journal of Management*, 17, n°1, págs. 99-120.
- Bartov, E. (1993): "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation". *Accounting Review*, 68, n°4, págs. 840-855.
- Bates, T.W. (2005): "Asset Sales, Investment Opportunities, and the use of Proceeds". *Journal of Finance*, 60, n°1, págs. 105-135.
- Baysinger, B.; Hoskisson, R.E. (1989): "Diversification Strategy and R and D Intensity in Multiproduct Firms". *Academy of Management Journal*, 32, n°2, págs. 310-332.
- Baysinger, B.; Hoskisson, R.E. (1990): "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate-Strategy". *Academy of Management Review*, 15, n°1, págs. 72-87.
- Berger, P.G.; Ofek, E. (1995): "Diversifications Effect on Firm Value". *Journal of Financial Economics*, 37, n°1, págs. 39-65.
- Berger, P.G.; Ofek, E. (1999): "Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs". *Review of Financial Studies*, 12, n°2, págs. 311-345.
- Bergh, D.D. (1995): "Size and Relatedness of Units Sold: An Agency Theory and Resource-Based Perspective". *Strategic Management Journal*, 16, n°3, págs. 221-239.
- Bergh, D.D. (1998): "Product-Market Uncertainty, Portfolio Restructuring, and Performance: An Information-Processing and Resource-Based View". *Journal of Management*, 24, n°2, págs. 135-155.
- Bergh, D.D.; Lawless, M. (1998): "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy". *Organization Science*, 9, n°1, págs. 87-102.

- Bergh, D.D.; Johnson, R.A.; Dewitt, R. (2008): "Restructuring, through Spin-Off Or Sell-Off: Transforming Information Asymmetries into Financial Gain". *Strategic Management Journal*, 29, n°2, págs. 133-148.
- Bergh, D.D.; Lim, E. (2008): "Learning how to Restructure: Absorptive Capacity and Improvisational Views of Restructuring Actions and Performance". *Strategic Management Journal*, 29, n°6, págs. 593-616.
- Bernile, G.; Lyandres, E.; Zhdanov, A. (2012): "A Theory of Strategic Mergers". *Review of Finance*, 16, n°2, págs. 517-575.
- Bethel, J.E.; Liebeskind, J.P. (1993): "The Effects of Ownership Structure on Corporate Restructuring". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 15-31.
- Bethel, J.E.; Liebeskind, J.P.; Opler, T. (1998): "Block Share Purchases and Corporate Performance". *Journal of Finance*, 53, n°2, págs. 605-634.
- Bhagat, S.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1990): "Hostile Takeovers in the 1980s - the Return to Corporate Specialization". *Brookings Papers on Economic Activity*, págs. 1-84.
- Bhide, A. (1990): "Reversing Corporate Diversification". *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, n°2, págs. 70-81.
- Bigley, G.A.; Wiersema, M.F. (2002): "New CEOs and Corporate Strategic Refocusing: How Experience as Heir Apparent Influences the use of Power". *Administrative Science Quarterly*, 47, n°4, págs. 707-727.
- Boone, A.; Haushalter, D.; Mikkelsen, W. (2003): "An Investigation of the Gains from Specialized Equity Claims". *Financial Management*, 32, n°3, págs. 67-83.
- Boot, A.W.A. (1992): "Why Hang on to Losers - Divestitures and Takeovers". *Journal of Finance*, 47, n°4, págs. 1401-1423.
- Borgatti, S.P. (2005): "Centrality and Network Flow". *Social Networks*, 27, n°1, págs. 55-71.
- Bowman, E.H.; Singh, H. (1993): "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 5-14.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R. (1999): "When does Restructuring Improve Economic Performance?". *California Management Review*, 41, n°2, págs. 33-54.
- Bradley, M.; Desai, A.; Kim, E.H. (1988): "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms". *Journal of Financial Economics*, 21, n°1, págs. 3-40.
- Brauer, M.F. (2006): "What have we Acquired and what should we Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda". *Journal of Management*, 32, n°6, págs. 751-785.
- Brauer, M.F. (2009): "Corporate and Divisional Manager Involvement in Divestitures: A Contingent Analysis". *British Journal of Management*, 20, n°3, págs. 341-362.
- Brauer, M.F.; Wiersema, M.F. (2012): "Industry Divestiture Waves: How a Firm's Position Influences Investor Returns". *Academy of Management Journal*, 55, n°6, págs. 1472-1492.

- Brown, D.T.; James, C.M.; Mooradian, R.M. (1994): "Asset Sales by Financially Distressed Firms". *Journal of Corporate Finance*, 49, n°3, págs. 1054-1055.
- Campa, J.M.; Kedia, S. (2002): "Explaining the Diversification Discount". *Journal of Finance*, 57, n°4, págs. 1731-1762.
- Capron, L.; Mitchell, W.; Swaminathan, A. (2001): "Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions: A Dynamic View". *Strategic Management Journal*, 22, n°9, págs. 817-844.
- Champagne, C.; Kryzanowski, L. (2008): "Consolidation and Value Creation in the Insurance Industry: The Role of Governance". *Financial Management*, 37, n°3, págs. 535-569.
- Chang, S.J. (1996): "An Evolutionary Perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, Exit, and Economic Performance during 1981-89". *Strategic Management Journal*, 17, n°8, págs. 587-611.
- Chatterjee, S. (1986): "Types of Synergy and Economic Value - the Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms". *Strategic Management Journal*, 7, n°2, págs. 119-139.
- Chatterjee, S.; Wernerfelt, B. (1991): "The Link between Resources and Type of Diversification - Theory and Evidence". *Strategic Management Journal*, 12, n°1, págs. 33-48.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.; Bergh, D. (2003): "Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing". *Strategic Management Journal*, 24, n°1, págs. 87-96.
- Chau, V.S.; Thomas, H.; Clegg, S.; Leung, A.S.M. (2012): "Managing Performance in Global Crisis". *British Journal of Management*, 23, págs. S1-S5.
- Chen, J.C.; Abetti, P.A.; Peters, L.S. (1998): "Innovation in the 'Baby Bell' Companies: A Comparative Longitudinal Analysis". *International Journal of Technology Management*, 15, n°6-7, págs. 761-780.
- Clubb, C.; Stouraitis, A. (2002): "The Significance of Sell-Off Profitability in Explaining the Market Reaction to Divestiture Announcements". *Journal of Banking & Finance*, 26, n°4, págs. 671-688.
- Cochran, P.L.; Wood, R.A.; Jones, T.B. (1985): "The Composition of Boards of Directors and Incidence of Golden Parachutes". *Academy of Management Journal*, 28, n°3, págs. 664-671.
- Cohen, W.M.; Levinthal, D.A. (1990): "Absorptive-Capacity - a New Perspective on Learning and Innovation". *Administrative Science Quarterly*, 35, n°1, págs. 128-152.
- Colak, G. (2010): "Diversification, Refocusing and Firm Value". *European Financial Management*, 16, n°3, págs. 422-448.
- Comment, R.; Jarrell, G.A. (1995): "Corporate Focus and Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, 37, n°1, págs. 67-87.
- Cusatis, P.J.; Miles, J.A.; Woolridge, J.R. (1993): "Restructuring through Spinoffs - the Stock-Market Evidence". *Journal of Financial Economics*, 33, n°3, págs. 293-311.
- Daley, L.; Mehrotra, V.; Sivakumar, R. (1997): "Corporate Focus and Value Creation - Evidence from Spinoffs". *Journal of Financial Economics*, 45, n°2, págs. 257-281.

- Datta, S.; Iskandar-Datta, M.; Raman, K. (2003): "Value Creation in Corporate Asset Sales: The Role of Managerial, Performance and Lender Monitoring". *Journal of Banking & Finance*, 27, n°2, págs. 351-375.
- De Nooy, W.; Mrvar, A.; Batagelj, V. (2005): *Exploratory Social Network Analysis with Pajek*. Cambridge University Press, New York, NY.
- Decker, C.; Mellewigt, T. (2007): "Thirty Years After Michael E. Porter: What do we Know-about Business Exit?". *Academy of Management Perspectives*, 21, n°2, págs. 41-55.
- Decker, C.; Mellewigt, T. (2012): "Business Exit and Strategic Change: Sticking to the Knitting Or Striking a New Path?". *British Journal of Management*, 23, n°2, págs. 165-178.
- DeLong, G. (2003): "Does Long-Term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry". *Financial Management*, 32, n°2, págs. 5-25.
- Denis, D.J.; Denis, D.K.; Sarin, A. (1997): "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification". *Journal of Finance*, 52, n°1, págs. 135-160.
- Denis, D.J.; Kruse, T.A. (2000): "Managerial Discipline and Corporate Restructuring Following Performance Declines". *Journal of Financial Economics*, 55, n°3, págs. 391-424.
- Denis, D.J. (2011): "Financial Flexibility and Corporate Liquidity". *Journal of Corporate Finance*, 17, n°3, págs. 667-674.
- Desai, C.A.; Savickas, R. (2010): "On the Causes of Volatility Effects of Conglomerate Breakups". *Journal of Corporate Finance*, 16, n°4, págs. 554-571.
- Desai, H.; Jain, P.C. (1999): "Firm Performance and Focus: Long-Run Stock Market Performance Following Spinoffs". *Journal of Financial Economics*, 54, n°1, págs. 75-101.
- Dittmann, I.; Maug, E.; Schneider, C. (2008): "How Preussag Became TUI: A Clinical Study of Institutional Blockholders and Restructuring in Europe". *Financial Management*, 37, n°3, págs. 571-598.
- Dittmar, A.; Shivdasani, A. (2003): "Divestitures and Divisional Investment Policies". *Journal of Finance*, 58, n°6, págs. 2711-2743.
- Doukas, J.A.; Kan, O.B. (2008): "Investment Decisions and Internal Capital Markets: Evidence from Acquisitions". *Journal of Banking & Finance*, 32, n°8, págs. 1484-1498.
- Drazin, R.; Rao, H. (2002): "Harnessing Managerial Knowledge to Implement Product-Line Extensions: How do Mutual Fund Families Allocate Portfolio Managers to Old and New Funds?". *Academy of Management Journal*, 45, n°3, págs. 609-619.
- Duhaime, I.M.; Grant, J.H. (1984): "Factors Influencing Divestment Decision-Making - Evidence from a Field-Study". *Strategic Management Journal*, 5, n°4, págs. 301-318.
- Eckbo, B.E.; Thorburn, K.S. (2008): "Automatic Bankruptcy Auctions and Fire-Sales". *Journal of Financial Economics*, 89, n°3, págs. 404-422.
- Eisfeldt, A.L.; Rampini, A.A. (2008): "Managerial Incentives, Capital Reallocation, and the Business Cycle". *Journal of Financial Economics*, 87, n°1, págs. 177-199.

- Fama, E.F. (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, 88, n°2, págs. 288-307.
- Fama, E.F.; Jensen, M.C. (1983): "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law & Economics*, 26, n°2, págs. 301-325.
- Filatotchev, I.; Hoskisson, R.E.; Buck, T.; Wright, M. (1996): "Corporate Restructuring in Russian Privatizations: Implications for US Investors". *California Management Review*, 38, n°2, págs. 87-105.
- Flor, C.R. (2008): "Capital Structure and Assets: Effects of an Implicit Collateral". *European Financial Management*, 14, n°2, págs. 347-373.
- Foss, N.J.; Knudsen, C.; Montgomery, C.A. (1995): "An exploration of common ground: Integrating evolutionary and strategic theories of the firm", en Montgomery, C.A. (ed), *Resource-Based and Evolutionary Theories of the Firm: Towards a Synthesis*. Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Franks, J.R.; Torous, W.N. (1994): "A Comparison of Financial Recontracting in Distressed Exchanges and Chapter-11 Reorganizations". *Journal of Financial Economics*, 35, n°3, págs. 349-370.
- Fulghieri, P.; Hodrick, L.S. (2006): "Synergies and Internal Agency Conflicts: The Double-Edged Sword of Mergers". *Journal of Economics & Management Strategy*, 15, n°3, págs. 549-576.
- Furrer, O.; Thomas, H.; Goussevskaia, A. (2008): "The Structure and Evolution of the Strategic Management Field: A Content Analysis of 26 Years of Strategic Management Research". *International Journal of Management Reviews*, 10, n°1, págs. 1-23.
- Galunic, D.C.; Rodan, S. (1998): "Resource Recombinations in the Firm: Knowledge Structures and the Potential for Schumpeterian Innovation". *Strategic Management Journal*, 19, n°12, págs. 1193-1201.
- Gibbs, P.A. (1993): "Determinants of Corporate Restructuring: The Relative Importance of Corporate Governance, Takeover Threat, and Free Cash Flow". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 51-68.
- Gillan, S.L.; Kensinger, J.W.; Martin, J.D. (2000): "Value Creation and Corporate Diversification: The Case of Sears, Roebuck & Co.". *Journal of Financial Economics*, 55, n°1, págs. 103-137.
- Graham, J.R.; Lemmon, M.L.; Wolf, J.G. (2002): "Does Corporate Diversification Destroy Value?". *Journal of Finance*, 57, n°2, págs. 695-720.
- Grant, R.M. (2008): *Contemporary Strategy Analysis*. Wiley-Blackwell, Oxford.
- Hatfield, D.E.; Liebeskind, J.P.; Opler, T.C. (1996): "The Effects of Corporate Restructuring on Aggregate Industry Specialization". *Strategic Management Journal*, 17, n°1, págs. 55-72.
- Haynes, M.; Thompson, S.; Wright, M. (2002): "The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies". *Journal of Industrial Economics*, 50, n°2, págs. 173-196.
- Hayward, M.L.A.; Shimizu, K. (2006): "De-Commitment to Losing Strategic Action: Evidence from the Divestiture of Poorly Performing Acquisitions". *Strategic Management Journal*, 27, n°6, págs. 541-557.

- Hege, U.; Lovo, S.; Slovin, M.B.; Sushka, M.E. (2009): "Equity and Cash in Intercorporate Asset Sales: Theory and Evidence". *Review of Financial Studies*, 22, n°2, págs. 681-714.
- Hermalin, B.E.; Weisbach, M.S. (1988): "The Determinants of Board Composition". *Rand Journal of Economics*, 19, n°4, págs. 589-606.
- Hill, C.W.L.; Hoskisson, R.E. (1987): "Strategy and Structure in the Multiproduct Firm". *Academy of Management Review*, 12, n°2, págs. 331-341.
- Hill, C.W.L.; Snell, S.A. (1988): "External Control, Corporate-Strategy, and Firm Performance in Research-Intensive Industries". *Strategic Management Journal*, 9, n°6, págs. 577-590.
- Hill, C.W.L.; Snell, S.A. (1989): "Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity". *Academy of Management Journal*, 32, n°1, págs. 25-46.
- Hillier, D.; McColgan, P.; Werema, S. (2009): "Asset Sales and Firm Strategy: An Analysis of Divestitures by UK Companies". *European Journal of Finance*, 15, n°1, págs. 71-87.
- Hite, G.L.; Owers, J.E. (1983): "Security Price Reactions Around Corporate Spin-Off Announcements". *Journal of Financial Economics*, 12, n°4, págs. 409-436.
- Hite, G.L.; Owers, J.E.; Rogers, R.C. (1987): "The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Sell-Offs and Total Liquidations". *Journal of Financial Economics*, 18, n°2, págs. 229-252.
- Hitt, M.A.; Hoskisson, R.E.; Ireland, R.D. (1990): "Mergers and Acquisitions and Managerial Commitment to Innovation in M-Form Firms". *Strategic Management Journal*, 11, págs. 29-47.
- Hitt, M.A.; Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Moesel, D.D. (1996): "The Market for Corporate Control and Firm Innovation". *Academy of Management Journal*, 39, n°5, págs. 1084-1119.
- Holmstrom, B.R.; Tirole, J. (1989): "The Theory of the Firm". *Handbook of Industrial Organization*, 1, págs. 61-133.
- Hoskisson, R.E.; Hitt, M.A. (1988): "Strategic Control-Systems and Relative R-and-D Investment in Large Multiproduct Firms". *Strategic Management Journal*, 9, n°6, págs. 605-621.
- Hoskisson, R.E.; Turk, T.A. (1990): "Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital-Market". *Academy of Management Review*, 15, n°3, págs. 459-477.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (1992): "Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and Research-and-Development Intensity". *Strategic Management Journal*, 13, n°8, págs. 625-634.
- Hoskisson, R.E.; Hitt, M.A.; Johnson, R.A.; Moesel, D.D. (1993): "Construct-Validity of an Objective (Entropy) Categorical Measure of Diversification Strategy". *Strategic Management Journal*, 14, n°3, págs. 215-235.
- Hoskisson, R.E. (1994): *Downscoping: How to Tame the Diversified Firm?* Oxford University, Nueva York, NY.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Moesel, D.D. (1994): "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance". *Academy of Management Journal*, 37, n°5, págs. 1207-1251.

- Hoskisson, R.E.; Hitt, M.A.; Wan, W.P.; Yiu, D. (1999): "Theory and Research in Strategic Management: Swings of a Pendulum". *Journal of Management*, 25, n°3, págs. 417-456.
- Hoskisson, R.E.; Cannella, A.A.; Tihanyi, L.; Faraci, R. (2004): "Asset Restructuring and Business Group Affiliation in French Civil Law Countries". *Strategic Management Journal*, 25, n°6, págs. 525-539.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Tihanyi, L.; White, R.E. (2005): "Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies". *Journal of Management*, 31, n°6, págs. 941-965.
- Hovakimian, G.; Titman, S. (2006): "Corporate Investment with Financial Constraints: Sensitivity of Investment to Funds from Voluntary Asset Sales". *Journal of Money Credit and Banking*, 38, n°2, págs. 357-374.
- Hughes, J.P.; Lang, W.W.; Mester, L.J.; Moon, C.G.; Pagano, M.S. (2003): "Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation, and Financial Performance". *Journal of Banking & Finance*, 27, n°3, págs. 417-447.
- Hulburt, H.M.; Miles, J.A.; Woolridge, J.R. (2002): "Value Creation from Equity Carve-Outs". *Financial Management*, 31, n°1, págs. 83-100.
- Hurry, D. (1993): "Restructuring in the Global Economy - the Consequences of Strategic Linkages between Japanese and United-States Firms". *Strategic Management Journal*, 14, págs. 69-82.
- Jacquemin, A.P.; Berry, C.H. (1979): "Entropy Measure of Diversification and Corporate-Growth". *Journal of Industrial Economics*, 27, n°4, págs. 359-369.
- Jain, B.A.; Kini, O.; Shenoy, J. (2011): "Vertical Divestitures through Equity Carve-Outs and Spin-Offs: A Product Markets Perspective". *Journal of Financial Economics*, 100, n°3, págs. 594-615.
- Jain, P.C. (1985): "The Effect of Voluntary Sell-Off Announcements on Shareholder Wealth". *Journal of Finance*, 40, n°1, págs. 209-224.
- Jarneving, B. (2005): "A Comparison of Two Bibliometric Methods for Mapping of the Research Front". *Scientometrics*, 65, n°2, págs. 245-263.
- Jemison, D.B.; Sitkin, S.B. (1986): "Corporate Acquisitions - a Process Perspective". *Academy of Management Review*, 11, n°1, págs. 145-163.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, n°4, págs. 305-360.
- Jensen, M.C.; Ruback, R.S. (1983): "The Market for Corporate-Control - the Scientific Evidence". *Journal of Financial Economics*, 11, n°1-4, págs. 5-50.
- Jensen, M.C. (1986): "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate-Finance, and Takeovers". *American Economic Review*, 76, n°2, págs. 323-329.
- Jensen, M.C.; Murphy, K.J. (1990): "Performance Pay and Top-Management Incentives". *Journal of Political Economy*, 98, n°2, págs. 225-264.
- Jensen, M.C. (1993): "The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems". *Journal of Finance*, 48, n°3, págs. 831-880.

- Jensen, M.C. (2000): *Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- John, K. (1993): "Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities - a Survey and a Research Agenda". *Financial Management*, 22, nº3, págs. 60-78.
- John, K.; Ofek, E. (1995): "Asset Sales and Increase in Focus". *Journal of Financial Economics*, 37, nº1, págs. 105-126.
- John, T.A. (1993): "Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress". *Financial Management*, 22, nº3, págs. 91-100.
- Johnson, R.A.; Hoskisson, R.E.; Hitt, M.A. (1993): "Board of Director Involvement in Restructuring: The Effects of Board Versus Managerial Controls and Characteristics". *Strategic Management Journal*, 14, nº1, págs. 33-50.
- Johnson, R.A. (1996): "Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing". *Journal of Management*, 22, nº3, págs. 439-483.
- Kaiser, K.M.J.; Stouraitis, A. (2001): "Reversing Corporate Diversification and the use of the Proceeds from Asset Sales: The Case of Thorn EMI". *Financial Management*, 30, nº4, págs. 63-102.
- Kang, J.; Lee, I.; Na, H.S. (2010): "Economic Shock, Owner-Manager Incentives, and Corporate Restructuring: Evidence from the Financial Crisis in Korea". *Journal of Corporate Finance*, 16, nº3, págs. 333-351.
- Kaplan, S.N.; Weisbach, M.S. (1992): "The Success of Acquisitions - Evidence from Divestitures". *Journal of Finance*, 47, nº1, págs. 107-138.
- Karim, S.; Mitchell, W. (2000): "Path-Dependent and Path-Breaking Change: Reconfiguring Business Resources Following Acquisitions in the US Medical Sector, 1978-1995". *Strategic Management Journal*, 21, nº10-11, págs. 1061-1081.
- Karim, S. (2006): "Modularity in Organizational Structure: The Reconfiguration of Internally Developed and Acquired Business Units". *Strategic Management Journal*, 27, nº9, págs. 799-823.
- Kaul, A. (2012): "Technology and Corporate Scope: Firm and Rival Innovation as Antecedents of Corporate Transactions". *Strategic Management Journal*, 33, nº4, págs. 347-367.
- Keupp, M.M.; Palmie, M.; Gassmann, O. (2012): "The Strategic Management of Innovation: A Systematic Review and Paths for Future Research". *International Journal of Management Reviews*, 14, nº4, págs. 367-390.
- Kim, C.E. (1998): "The Effects of Asset Liquidity: Evidence from the Contract Drilling Industry". *Journal of Financial Intermediation*, 7, nº2, págs. 151-176.
- Klein, A. (1986): "The Timing and Substance of Divestiture Announcements - Individual, Simultaneous and Cumulative Effects". *Journal of Finance*, 41, nº3, págs. 685-696.
- Kosnik, R.D. (1990): "Effects of Board Demography and Directors Incentives on Corporate Greenmail Decisions". *Academy of Management Journal*, 33, nº1, págs. 129-150.

- Krause, D.R.; Scannell, T.V.; Calantone, R.J. (2000): "A Structural Analysis of the Effectiveness of Buying Firms' Strategies to Improve Supplier Performance". *Decision Sciences*, 31, n°1, págs. 33-55.
- Krishnaswami, S.; Subramaniam, V. (1999): "Information Asymmetry, Valuation, and the Corporate Spin-Off Decision". *Journal of Financial Economics*, 53, n°1, págs. 73-112.
- Lang, L.H.P.; Stulz, R.M. (1994): "Tobin Q, Corporate Diversification, and Firm Performance". *Journal of Political Economy*, 102, n°6, págs. 1248-1280.
- Lang, L.H.P.; Poulsen, A.B.; Stulz, R.M. (1995): "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion". *Journal of Financial Economics*, 37, n°1, págs. 3-37.
- Lee, D.; Madhavan, R. (2010): "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis". *Journal of Management*, 36, n°6, págs. 1345-1371.
- Lee, E.; Lin, S. (2008): "Corporate Sell-Offs in the UK: Use of Proceeds, Financial Distress and Long-Run Impact on Shareholder Wealth". *European Financial Management*, 14, n°2, págs. 222-242.
- Lehn, K.; Poulsen, A. (1989): "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions". *Journal of Finance*, 44, n°3, págs. 771-787.
- Lei, D.; Hitt, M.A. (1995): "Strategic Restructuring and Outsourcing - the Effect of Mergers and Acquisitions and Lbos on Building Firm Skills and Capabilities". *Journal of Management*, 21, n°5, págs. 835-859.
- Lins, K.; Servaes, H. (1999): "International Evidence on the Value of Corporate Diversification". *Journal of Finance*, 54, n°6, págs. 2215-2239.
- Lockett, A.; Thompson, S. (2001): "The Resource-Based View and Economics". *Journal of Management*, 27, n°6, págs. 723-754.
- Lubatkin, M. (1987): "Merger Strategies and Stockholder Value". *Strategic Management Journal*, 8, n°1, págs. 39-53.
- Majumdar, S.K. (2000): "Sluggish Giants, Sticky Cultures, and Dynamic Capability Transformation". *Journal of Business Venturing*, 15, n°1, págs. 59-78.
- Mak, C.Y.; Strong, N.; Walker, M. (2011): "Conditional Earnings Conservatism and Corporate Refocusing Activities". *Journal of Accounting Research*, 49, n°4, págs. 1041-1082.
- Makhija, M.V. (2004): "The Value of Restructuring in Emerging Economies: The Case of the Czech Republic". *Strategic Management Journal*, 25, n°3, págs. 243-267.
- Maksimovic, V.; Phillips, G. (2001): "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and are there Efficiency Gains?". *Journal of Finance*, 56, n°6, págs. 2019-2065.
- Maksimovic, V.; Phillips, G. (2002): "Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence". *Journal of Finance*, 57, n°2, págs. 721-767.
- Maksimovic, V.; Phillips, G.; Prabhala, N.R. (2011): "Post-Merger Restructuring and the Boundaries of the Firm". *Journal of Financial Economics*, 102, n°2, págs. 317-343.

- Markides, C.C. (1992): "Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence". *Academy of Management Journal*, 35, n°2, págs. 398-412.
- Markides, C.C. (1995): "Diversification, Restructuring and Economic-Performance". *Strategic Management Journal*, 16, n°2, págs. 101-118.
- Mase, B. (2008): "A Change of Focus: Stock Market Reclassification in the UK". *European Journal of Finance*, 14, n°3-4, págs. 179-193.
- Matsusaka, J.G. (1993): "Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave". *Rand Journal of Economics*, 24, n°3, págs. 357-379.
- McNeil, C.R.; Moore, W.T. (2005): "Dismantling Internal Capital Markets Via Spinoff: Effects on Capital Allocation Efficiency and Firm Valuation". *Journal of Corporate Finance*, 11, n°1-2, págs. 253-275.
- Meschi, P.X. (2005): "Stock Market Valuation of Joint Venture Sell-Offs". *Journal of International Business Studies*, 36, n°6, págs. 688-700.
- Meyer, K.E. (2006): "Globalfocusing: From Domestic Conglomerates to Global Specialists". *Journal of Management Studies*, 43, n°5, págs. 1109-1144.
- Miles, J.A.; Rosenfeld, J.D. (1983): "The Effect of Voluntary Spin-Off Announcements on Shareholder Wealth". *Journal of Finance*, 38, n°5, págs. 1597-1606.
- Miller, D.; Le Breton-Miller, I.; Lester, R.H. (2010): "Family Ownership and Acquisition Behavior in Publicly-Traded Companies". *Strategic Management Journal*, 31, n°2, págs. 201-223.
- Montgomery, C.A. (1982): "The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence". *Academy of Management Journal*, 25, n°2, págs. 299-307.
- Montgomery, C.A.; Thomas, A.R.; Kamath, R. (1984): "Divestiture, Market Valuation, and Strategy". *Academy of Management Journal*, 27, n°4, págs. 830-840.
- Montgomery, C.A.; Thomas, A.R. (1988): "Divestment - Motives and Gains". *Strategic Management Journal*, 9, n°1, págs. 93-97.
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1988): "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 20, n°1-2, págs. 293-315.
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1990): "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions". *Journal of Finance*, 45, n°1, págs. 31-48.
- Morrow, J.L.; Johnson, R.A.; Busenitz, L.W. (2004): "The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment". *Journal of Management*, 30, n°2, págs. 189-208.
- Moschieri, C.; Mair, J. (2008): "Research on Corporate Divestitures: A Synthesis". *Journal of Management & Organization*, 14, n°4, págs. 399-422.
- Moschieri, C.; Mair, J. (2011): "Adapting for Innovation: Including Divestitures in the Debate". *Long Range Planning*, 44, n°1, págs. 4-25.

- Murphy, K.J. (1985): "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis". *Journal of Accounting & Economics*, 7, n°1-3, págs. 11-42.
- Myers, S.C.; Majluf, N.S. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13, n°2, págs. 187-221.
- Nanda, V.; Narayanan, M.P. (1999): "Disentangling Value: Financing Needs, Firm Scope, and Divestitures". *Journal of Financial Intermediation*, 8, n°3, págs. 174-204.
- Nelson, R.R.; Winter, S. (1982): *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Nerur, S.P.; Rasheed, A.A.; Natarajan, V. (2008): "The Intellectual Structure of the Strategic Management Field: An Author Co-Citation Analysis". *Strategic Management Journal*, 29, n°3, págs. 319-336.
- Noel, T.; Tarhan, V. (1998): "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow". *Journal of Financial Economics*, 49, n°2, págs. 187-222.
- Opler, T.C. (1993): "Controlling Financial Distress Costs in Leveraged Buyouts with Financial Innovations". *Financial Management*, 22, n°3, págs. 79-90.
- Osano, H. (2004): "Stock Options and Employees' Firm-Specific Human Capital Under the Threat of Divestitures and Acquisitions". *Journal of Corporate Finance*, 10, n°4, págs. 615-638.
- Owen, S.; Shi, L.; Yawson, A. (2010): "Divestitures, Wealth Effects and Corporate Governance". *Accounting and Finance*, 50, n°2, págs. 389-415.
- Palepu, K. (1985): "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure". *Strategic Management Journal*, 6, n°3, págs. 239-255.
- Parhankangas, A.; Arenius, P. (2003): "From a Corporate Venture to an Independent Company: A Base for a Taxonomy for Corporate Spin-Off Firms". *Research Policy*, 32, n°3, págs. 463-481.
- Park, C.; Kim, S. (2008): "Corporate Governance, Regulatory Changes, and Corporate Restructuring in Korea, 1993-2004". *Journal of World Business*, 43, n°1, págs. 66-84.
- Pathak, S.; Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (2013): "Settling up in CEO compensation: The impact of divestiture intensity and contextual factors in refocusing firms". *Strategic Management Journal*. doi: 10.1002/smj.2153
- Peel, M.J. (1995): "The Impact of Corporate Restructuring - Mergers, Divestments and Mbos". *Long Range Planning*, 28, n°2, págs. 92-101.
- Penrose, E. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. Wiley, Nueva York, NY.
- Perry, T.; Shivdasani, A. (2005): "Do Boards Affect Performance? Evidence from Corporate Restructuring". *Journal of Business*, 78, n°4, págs. 1403-1431.
- Persson, O.D., Danell, R., Wiborg-Schneider, J. 2009. How to use Bibexcel for various types of bibliometric analysis. : 9-24.
- Pinillos, M.J. (2011): "The Intellectual Structure of Entrepreneurial Motivation: A Citation/Cocitation Analysis.". *China-USA Business Review*, 1, n°4, págs. 285-297.

- Porter, M.E. (1987): "From Competitive Advantage to Corporate-Strategy". *Harvard Business Review*, 65, n°3, págs. 43-59.
- Powell, R.; Yawson, A. (2005): "Industry Aspects of Takeovers and Divestitures: Evidence from the UK". *Journal of Banking & Finance*, 29, n°12, págs. 3015-3040.
- Rajan, R.; Servaes, H.; Zingales, L. (2000): "The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment". *Journal of Finance*, 55, n°1, págs. 35-80.
- Ramos-Rodríguez, A.R.; Ruíz-Navarro, J. (2004): "Changes in the Intellectual Structure of Strategic Management Research: A Bibliometric Study of the Strategic Management Journal, 1980-2000". *Strategic Management Journal*, 25, n°10, págs. 981-1004.
- Ramos-Rodríguez, A.R.; Ruíz-Navarro, J. (2008): "Base Intelectual De La Investigación En Creación De Empresas: Un Estudio Bibliométrico". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 17, n°1, págs. 13-38.
- Ravenscraft, D.J. (1987): *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. The Brookings Institution, Washington, DC.
- Renneboog, L.; Szilagyi, P.G. (2008): "Corporate Restructuring and Bondholder Wealth". *European Financial Management*, 14, n°4, págs. 792-819.
- Robbie, K.; Wright, M. (1995): "Managerial and Ownership Succession and Corporate Restructuring - the Case of Management Buy-Ins". *Journal of Management Studies*, 32, n°4, págs. 527-549.
- Robins, J.A. (1993): "Organization as Strategy - Restructuring Production in the Film Industry". *Strategic Management Journal*, 14, págs. 103-118.
- Roll, R. (1986): "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers". *Journal of Business*, 59, n°2, págs. 197-216.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2010): "Dynamics of the Scientific Community Network within the Strategic Management Field through the Strategic Management Journal 1980-2009: The Role of Cooperation". *Scientometrics*, 85, n°3, págs. 821-848.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2012): "Dynamics of the Evolution of the Strategy Concept 1962-2008: A Co-Word Analysis". *Strategic Management Journal*, 33, n°2, págs. 162-188.
- Rondi, L.; Vannoni, D. (2005): "Are EU Leading Firms Returning to Core Business? Evidence on Refocusing and Relatedness in a Period of Market Integration". *Review of Industrial Organization*, 27, n°2, págs. 125-145.
- Rumelt, R.P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard Business School, Boston, MA.
- Sanders, W.G. (2001): "Behavioral Responses of CEOs to Stock Ownership and Stock Option Pay". *Academy of Management Journal*, 44, n°3, págs. 477-492.
- Scharfstein, D.S.; Stein, J.C. (2000): "The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment". *Journal of Finance*, 55, n°6, págs. 2537-2564.
- Schlingemann, F.P.; Stulz, R.M.; Walkling, R.A. (2002): "Divestitures and the Liquidity of the Market for Corporate Assets". *Journal of Financial Economics*, 64, n°1, págs. 117-144.

- Schoenberg, R. (2006): "Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics". *British Journal of Management*, 17, n°4, págs. 361-370.
- Servaes, H. (1996): "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave". *Journal of Finance*, 51, n°4, págs. 1201-1225.
- Seward, J.K.; Walsh, J.P. (1996): "The Governance and Control of Voluntary Corporate Spin-Offs". *Strategic Management Journal*, 17, n°1, págs. 25-39.
- Shimizu, K.; Hitt, M. (2005): "What Constrains Or Facilitates Divestitures of Formerly Acquired Firms? the Effects of Organizational Inertia". *Journal of Management*, 31, n°1, págs. 50-72.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1986): "Large Shareholders and Corporate-Control". *Journal of Political Economy*, 94, n°3, págs. 461-488.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1989): "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments". *Journal of Financial Economics*, 25, n°1, págs. 123-139.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1991): "Takeovers in the 60s and the 80s - Evidence and Implications". *Strategic Management Journal*, 12, n°2, págs. 51-59.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1992): "Liquidation Values and Debt Capacity - a Market Equilibrium Approach". *Journal of Finance*, 47, n°4, págs. 1343-1366.
- Singh, H.; Montgomery, C.A. (1987): "Corporate Acquisition Strategies and Economic-Performance". *Strategic Management Journal*, 8, n°4, págs. 377-386.
- Singh, H. (1993): "Challenges in Researching Corporate Restructuring". *Journal of Management Studies*, 30, n°1, págs. 147-172.
- Slovin, M.B.; Sushka, M.E.; Ferraro, S.R. (1995): "A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-Outs, Spin-Offs, and Asset Sell-Offs". *Journal of Financial Economics*, 37, n°1, págs. 89-104.
- Slovin, M.B.; Sushka, M.E. (1998): "The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 49, n°2, págs. 255-279.
- Slovin, M.B.; Sushka, M.E.; Polonchek, J.A. (2005): "Methods of Payment in Asset Sales: Contracting with Equity Versus Cash". *Journal of Finance*, 60, n°5, págs. 2385-2407.
- Smith, C.W. (1993): "A Perspective on Accounting-Based Debt Covenant Violations". *Accounting Review*, 68, n°2, págs. 289-303.
- Stein, J.C. (1997): "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources". *Journal of Finance*, 52, n°1, págs. 111-133.
- Stouraitis, A. (2003): "Acquisition Premiums when Investment Banks Invest their Own Money in the Deals they Advise and when they do Not: Evidence from Acquisitions of Assets in the UK". *Journal of Banking & Finance*, 27, n°10, págs. 1917-1934.
- Stulz, R.M. (1990): "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies". *Journal of Financial Economics*, 26, n°1, págs. 3-27.

- Subramaniam, V.; Tang, T.T.; Yue, H.; Zhou, X. (2011): "Firm Structure and Corporate Cash Holdings". *Journal of Corporate Finance*, 17, n°3, págs. 759-773.
- Teece, D.J. (1982): "Towards an Economic-Theory of the Multiproduct Firm". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 3, n°1, págs. 39-63.
- Toms, S.; Wright, M. (2005): "Divergence and Convergence within Anglo-American Corporate Governance Systems: Evidence from the US and UK, 1950-2000". *Business History*, 47, n°2, págs. 267-295.
- Untiedt, R.; Nippa, M.; Pidun, U. (2012): "Corporate Portfolio Analysis Tools Revisited: Assessing Causes that may Explain their Scholarly Disdain". *International Journal of Management Reviews*, 14, n°3, págs. 263-279.
- Usdiken, B.; Pasadeos, Y. (1995): "Organizational Analysis in North-America and Europe - a Comparison of Cocitation Networks". *Organization Studies*, 16, n°3, págs. 503-526.
- Veld, C.; Veld-Merkoulova, Y.V. (2004): "Do Spin-Offs really Create Value? the European Case". *Journal of Banking & Finance*, 28, n°5, págs. 1111-1135.
- Vijh, A.M. (1999): "Long-Term Returns from Equity Carveouts". *Journal of Financial Economics*, 51, n°2, págs. 273-308.
- Villalonga, B.; McGahan, A.M. (2005): "The Choice among Acquisitions, Alliances, and Divestitures". *Strategic Management Journal*, 26, n°13, págs. 1183-1208.
- Vogel, R.; Guettel, W.H. (2013): "The Dynamic Capability View in Strategic Management: A Bibliometric Review". *International Journal of Management Reviews*, 15, n°4, págs. 426-446.
- Walsh, J.P.; Seward, J.K. (1990): "On the Efficiency of Internal and External Corporate-Control Mechanisms". *Academy of Management Review*, 15, n°3, págs. 421-458.
- Warner, J.B.; Watts, R.L.; Wruck, K.H. (1988): "Stock-Prices and Top Management Changes". *Journal of Financial Economics*, 20, n°1-2, págs. 461-492.
- Warusawitharana, M. (2008): "Corporate Asset Purchases and Sales: Theory and Evidence". *Journal of Financial Economics*, 87, n°2, págs. 471-497.
- Weisbach, M. (1988): "Outside Directors and CEO Turnover". *Journal of Financial Economics*, 20, n°1-2, págs. 431-460.
- Wernerfelt, B. (1984): "A Resource-Based View of the Firm". *Strategic Management Journal*, 5, n°2, págs. 171-180.
- White, H. (1980): "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance-Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity". *Econometrica*, 48, n°4, págs. 817-838.
- White, H.; McCain, K. (1998): "Visualizing a Discipline: An Author Co-Citation Analysis of Information Science, 1972-1995". *Journal of the American Society for Information Science*, 49, n°4, págs. 327-355.
- Wiersema, M.F. (1995): "Executive Succession as an Antecedent to Corporate Restructuring". *Human Resource Management*, 34, n°1, págs. 185-202.

- Williams, J.R.; Paez, B.L.; Sanders, L. (1988): "Conglomerates Revisited". *Strategic Management Journal*, 9, n°5, págs. 403-414.
- Williamson, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, Nueva York, NY.
- Williamson, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, and Relational Contracting*. Free Press, Nueva York, NY.
- Wood, S. (2002): "The Limits to Portfolio Restructuring: Lessons from Regional Consolidation in the US Department Store Industry". *Regional Studies*, 36, n°5, págs. 515-529.
- Wu, J.; Xu, D.; Phan, P.H. (2011): "The Effects of Ownership Concentration and Corporate Debt on Corporate Divestitures in Chinese Listed Firms". *Asia Pacific Journal of Management*, 28, n°1, págs. 95-114.
- Wu, Z.; Delios, A. (2009): "The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan". *Management International Review*, 49, n°3, págs. 313-335.
- Zhou, Y.M.; Li, X.; Syejnar, J. (2011): "Subsidiary Divestiture and Acquisition in a Financial Crisis: Operational Focus, Financial Constraints, and Ownership". *Journal of Corporate Finance*, 17, n°2, págs. 272-287.
- Zuckerman, E.W. (2000): "Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-Diversification". *Administrative Science Quarterly*, 45, n°3, págs. 591-619.

**APÉNDICE 1: Referencias bibliográficas seleccionadas para el período 1993-2012**

<b>Centralidad</b>	<b>Artículo</b>	<b>Centralidad</b>	<b>Artículo</b>
0,73	Jensen (1986)	0,43	Bhagat <i>et al.</i> (1990)
0,58	Hoskisson y Johnson (1992)	0,43	Fama (1980)
0,58	Williamson (1975)	0,43	Murphy (1985)
0,58	Markides (1992)	0,43	Ravenscraft (1987)
0,58	Hoskisson y Turk (1990)	0,43	Bhide (1990)
0,55	Duhaime y Grant (1984)	0,43	Lehn y Poulsen (1989)
0,54	Hill y Hoskisson (1987)	0,43	Myers y Majluf (1984)
0,53	Williamson (1985)	0,43	Stulz (1990)
0,53	Porter (1987)	0,42	Baysinger y Hoskisson (1989)
0,53	Palepu (1985)	0,42	Montgomery y Thomas (1988)
0,53	Montgomery <i>et al.</i> (1984)	0,41	Hoskisson <i>et al.</i> (1993)
0,52	Jain (1985)	0,40	Hitt <i>et al.</i> (1990)
0,51	Penrose (1959)	0,39	Chatterjee y Wernerfelt (1991)
0,50	Jensen y Meckling (1976)	0,38	Williams <i>et al.</i> (1988)
0,48	Singh y Montgomery (1987)	0,38	Nelson y Winter (1982)
0,48	Amihud y Lev (1981)	0,37	Chatterjee (1986)
0,46	Fama y Jensen (1983)	0,37	Rumelt (1974)
0,45	Roll (1986)	0,37	Walsh y Seward (1990)
0,45	Hoskisson y Hitt (1988)	0,37	Jacquemin y Berry (1979)
0,45	Jensen y Ruback (1983)	0,36	Jemison y Sitkin (1986)
0,45	Morck <i>et al.</i> (1990)	0,34	Cohen y Levinthal (1990)
0,43	Jensen y Murphy (1990)	0,33	Hill y Snell (1988)
0,43	Bradley <i>et al.</i> (1988)	0,33	Lubatkin (1987)
0,43	Morck <i>et al.</i> (1988)	0,30	Shleifer y Vishny (1986)
0,43	Weisbach (1988)	0,30	Warner <i>et al.</i> (1988)

## APÉNDICE 2: Referencias bibliográficas seleccionadas en cada etapa

1993-1997		1998-2002		2003-2007		2008-2012	
C	Cita	C	Cita	C	Cita	C	Cita
0.86	Jensen (1986)	0.64	Comment y Jarrell (1995)	0.56	John y Ofek (1995)	0.64	Lang <i>et al.</i> (1995)
0.73	Hill y Hoskisson (1987)	0.57	John y Ofek (1995)	0.51	Jensen (1986)	0.56	Berger y Ofek (1995)
0.73	Hoskisson y Turk (1990)	0.56	Berger y Ofek (1995)	0.48	Berger y Ofek (1995)	0.55	Jensen (1986)
0.71	Palepu (1985)	0.56	Williamson (1975)	0.43	Lang y Stultz (1994)	0.51	Comment y Jarrell (1995)
0.71	Williamson (1985)	0.48	Palepu (1985)	0.42	Hite <i>et al.</i> (1987)	0.51	John y Ofek (1995)
0.70	Hoskisson y Hitt (1988)	0.48	Denis <i>et al.</i> (1997)	0.41	Lang <i>et al.</i> (1995)	0.48	Berger y Ofek (1999)
0.70	Hoskisson y Johnson (1992)	0.48	Markides (1992)	0.39	Jain (1985)	0.46	Bergh (1995)
0.70	Markides (1992)	0.47	Amihud y Lev (1981)	0.38	Graham <i>et al.</i> (2002)	0.46	Maksimovic y Phillips (2001)
0.68	Baysinger y Hoskisson (1989)	0.47	Lang y Stultz (1994)	0.38	Amihud y Lev (1981)	0.45	Shleifer y Vishny (1992)
0.67	Duhaime y Grant (1984)	0.46	Hite <i>et al.</i> (1987)	0.37	Daley <i>et al.</i> (1997)	0.42	Desai y Jain (1999)
0.67	Jain (1985)	0.46	Shleifer y Vishny (1992)	0.37	Servaes (1996)	0.42	Hite <i>et al.</i> (1987)
0.64	Williams <i>et al.</i> (1988)	0.45	Cusatis <i>et al.</i> (1993)	0.37	Denis <i>et al.</i> (1997)	0.41	Schlingemann <i>et al.</i> (2002)
0.63	Hill y Snell (1989)	0.44	Hoskisson y Johnson (1992)	0.36	Alexander <i>et al.</i> (1984)	0.41	Jain (1985)
0.61	Kosnik (1990)	0.41	Rumelt (1974)	0.36	Comment y Jarrell (1995)	0.40	Dittmar y Shivdasani (2003)
0.63	Williamson (1975)	0.40	Bhide (1990)	0.34	Morck <i>et al.</i> (1988)	0.40	Krishnaswami y Subramaniam (1999)
0.59	Roll (1986)	0.40	Jensen y Murphy (1990)	0.32	Kaplan y Weisbach (1992)	0.40	Lang y Stultz (1994)
0.59	Jensen y Meckling (1976)	0.40	Jensen (1993)	0.32	Jensen y Meckling (1976)	0.39	Graham <i>et al.</i> (2002)
0.57	Hill y Snell (1988)	0.40	Morck <i>et al.</i> (1990)	0.32	Ravenscraft (1987)	0.36	Campa y Kedia (2002)
0.54	Montgomery <i>et al.</i> (1984)	0.40	Aron (1988)	0.32	Shleifer y Vishny (1989)	0.36	Denis <i>et al.</i> (1997)
0.53	Hoskisson <i>et al.</i> (1993)	0.40	Boot (1992)	0.32	Jensen (1993)	0.36	Lins y Servaes (1999)
0.51	Hitt <i>et al.</i> (1990)	0.40	Matsusaka (1993)	0.31	Scharfstein y Stein (2000)	0.36	Rajan <i>et al.</i> (2000)
0.49	Hermalin y Weisbach (1988)	0.40	Slovin <i>et al.</i> (1995)	0.31	Stein (1997)	0.36	Servaes (1996)
0.49	Weisbach (1988)	0.37	Singh y Montgomery (1987)	0.31	White (1980)	0.36	Jensen y Meckling (1976)
0.48	Morck <i>et al.</i> (1990)	0.37	Barney (1991)	0.28	Brown <i>et al.</i> (1994)	0.36	Jensen (1993)
0.48	Baysinger y Hoskisson (1990)	0.37	Wernerfelt (1984)	0.28	Klein (1986)	0.36	Maksimovic y Phillips (2002)
0.47	Amihud y Lev (1981)	0.37	Hoskisson y Turk (1990)	0.26	Desai y Jain (1999)	0.33	Hoskisson <i>et al.</i> (1994)
0.47	Bhagat <i>et al.</i> (1990)	0.37	Markides (1995)	0.25	Markides (1992)	0.33	Johnson (1996)
0.47	Fama y Jensen (1983)	0.36	Bergh (1995)	0.06	Johnson <i>et al.</i> (1993)	0.33	Hitt <i>et al.</i> (1996)
0.47	Lehn y Poulsen (1989)	0.36	Hoskisson <i>et al.</i> (1994)	0.06	Hoskisson (1994)	0.33	Markides (1992)
0.42	Cochran <i>et al.</i> (1985)	0.35	Shleifer y Vishny (1991)	0.06	Hite y Owers (1983)	0.26	Hoskisson y Johnson (1992)



## **Capítulo 4.**

# **LA INFLUENCIA DEL ENTORNO INSTITUCIONAL Y EL CICLO ECONÓMICO SOBRE LA RELACIÓN RCN Y RESULTADOS**



## 4.1. INTRODUCCIÓN

A partir de la década de los ochenta del siglo pasado, la reestructuración, junto con la diversificación se han convertido en las estrategias corporativas más habituales. Un entorno cada vez más competitivo, mercados de capitales más integrados, crisis financieras, diversificación excesiva, son algunas de las razones por las que las empresas toman la decisión de reconfigurar sus activos o sus pasivos a través de una reestructuración corporativa. La literatura encuentra, en términos generales, una relación positiva de la RCN sobre los resultados.

A pesar de que la literatura muestra que el efecto de la RCN sobre los resultados es positivo, existen estudios que muestran que el impacto de la RCN en el resultado está afectado por diferentes factores tanto externos como internos a la empresa, como el entorno institucional, el comportamiento de los competidores en la misma industria, el método de implantación de la RCN, el tipo de desinversión, las características de la unidad de negocio a desinvertir, entre otros factores. Por ello, no se puede confirmar que la RCN por sí sola vaya a crear valor para la empresa y el accionista. Esto reclama un análisis contingente de la RCN. A pesar de ello, la mayoría de trabajos actuales en reestructuración se centran en factores internos, por lo que existe una oportunidad clara para investigar la influencia de factores externos en la RCN. Por este motivo, en el presente trabajo abordamos el análisis contingente de algunos factores externos a la organización.

En el contexto europeo, apenas existen trabajos empíricos que analicen la relación entre la estrategia de RCN y el resultado empresarial. Por ello, la literatura muestra la necesidad de obtener mayor evidencia empírica dentro del ámbito europeo. Los estudios a nivel europeo se han limitado principalmente a Reino Unido. No obstante, dentro del ámbito de la UE, existen importantes diferencias en los entornos institucionales entre los diferentes países, en particular en lo que se refiere a aspectos como el gobierno corporativo de las sociedades. El gobierno corporativo de las sociedades afecta de manera decisiva a las decisiones de estrategia corporativa, en concreto a las decisiones de reestructuración. Por ello, consideramos interesante investigar el efecto que la RCN tiene sobre los resultados empresariales dentro de los diferentes contextos institucionales que se pueden distinguir dentro de la UE.

De esta manera, distinguimos, en el contexto europeo, los entornos institucionales caracterizados por un sistema de gobierno corporativo orientado a la red y otro al mercado. El primero se compone por accionistas de bloque que manejan la mayoría de acciones de la empresa. Los directivos se encuentran mucho más disciplinados por estos grandes accionistas que por el mercado para el control corporativo. Mientras que en los países con un gobierno corporativo orientado al mercado, existe una propiedad muy dispersa por lo que cada inversor individual posee un porcentaje relativamente pequeño de las acciones de la empresa. Si algún accionista no está satisfecho con el comportamiento de los directivos, vende sus acciones. Si muchos accionistas venden, el precio de las acciones disminuye y la empresa es más propensa a una adquisición hostil. Así, los directivos se encuentran disciplinados principalmente por el mercado para el control corporativo (Douma y Schreuder, 2013).

Por otra parte, la literatura identifica que el entorno, en concreto el entorno general (es decir, ciclo económico), afecta a las decisiones de reestructuración, en aspectos como el momento en el que se lleva a cabo o el éxito de la misma (Choe y Roehl, 2007; Zhou *et al.*, 2011). La crisis financiera que comenzó en 2008 ha captado la atención de los investigadores para determinar su efecto sobre la estrategia. Por esta razón, parece interesante analizar el efecto de un ciclo de recesión económica sobre la relación RCN-resultados.

Tanto el ciclo económico como el gobierno corporativo van a estar afectados por el entorno institucional. Así, dependiendo del entorno institucional de que se trate, pueden existir diferencias en el efecto del ciclo sobre la rentabilidad de las empresas y diferencias en las decisiones que toman las empresas en cuanto a reestructuración asociadas a diferentes modelos de gobierno corporativo. Ambos aspectos de manera combinada afectarán en última instancia a la rentabilidad de las empresas. Plantear el análisis combinado de ambos aspectos constituye un aspecto novedoso en la literatura que analiza la estrategia corporativa, en particular la RCN.

Para contrastar las hipótesis propuestas utilizamos información de las bases de datos de *Thomson One* para una muestra de empresas procedentes de 15 países de la

Unión Europea (UE-15)<sup>1</sup> durante el período del 2000 al 2011. Tanto el período, como los países analizados son novedosos en la literatura actual de reestructuración corporativa y en particular de la cartera de negocios. Este trabajo se realiza en diferentes entornos institucionales dentro de la UE y en un período con dos situaciones económicas bien distintas: una de crecimiento y otra de recesión profunda. Esto nos permitirá extraer conclusiones sobre el efecto del entorno institucional en combinación con el ciclo económico en las decisiones de RCN y sus resultados.

La evidencia empírica va a mostrar que la RCN afecta positivamente los resultados empresariales en el contexto europeo en términos generales. Sin embargo, en entornos con un gobierno corporativo orientado a la red, la recesión económica va a moderar negativamente la relación RCN-resultados. Por el contrario, en aquellos entornos institucionales caracterizados por un gobierno corporativo orientado al mercado, la recesión económica va a moderar positivamente la relación RCN-resultados.

El entorno institucional constituye un marco de análisis que nos ayuda a entender mejor las decisiones corporativas de las empresas, en particular de RCN. El entorno institucional nos puede ayudar a comprender por qué las empresas toman las decisiones de RCN con mayor frecuencia en momentos de expansión económica o de crisis económica. Ello implica diferentes resultados de las acciones de RCN. De nuestro análisis podemos extraer conclusiones en dos ámbitos diferentes: dentro de las empresas y en política económica. Las empresas obtienen mejores resultados de sus operaciones de RCN si las realizan en el momento más adecuado (es decir, en un momento de expansión económica) que si esperan a realizarla cuando la situación económica se encuentra deteriorada y resulta imposible retrasar más la decisión. De ahí se derivan acciones de política económica que deberían potenciar el mercado de empresas como forma de incrementar la presión de eficiencia sobre las decisiones corporativas de las empresas.

---

<sup>1</sup> UE-15: corresponde a los países miembros de la Unión Europea durante el período 1995-2004: Austria, Bélgica, Alemania, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Reino Unido, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Suecia.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. A continuación se realiza una revisión de la literatura sobre la RCN y se plantean las hipótesis. Después, se detallan los datos, las variables y la metodología utilizada. Posteriormente, contrastamos empíricamente el efecto de la RCN y se discuten los resultados. Finalmente, se sintetizan las principales conclusiones y se presentan las implicaciones y limitaciones de la presente investigación.

## **4.2. CONSIDERACIONES TEÓRICAS E HIPÓTESIS**

### **4.2.1. La RCN y el resultado empresarial**

Desde distintos enfoques teóricos se justifica una mejora en el resultado provocado por un reenfoque del campo de actividad de la empresa como consecuencia de una RCN. La teoría de la agencia justifica la RCN como una forma de corregir una diversificación excesiva consecuencia de la discrecionalidad directiva (Bergh, 1995). Para la economía de los costes de transacción, una diversificación excesiva destruye valor en la medida en que los mercados de capital son más eficientes que la empresa a la hora de asignar recursos financieros (Bhide, 1990), debido a problemas de pérdida de control y de información (Markides, 1995). Bajo la lente del enfoque basado en los recursos (EBR), una estrategia de RCN ayuda a generar sinergias que propician un mejor aprovechamiento de los recursos y capacidades (Bergh, 1998).

La evidencia empírica generalmente señala que incrementos en el grado de especialización corporativa están relacionados con mejoras en los resultados y en el valor de la empresa (Bergh, 1998; Bowman *et al.*, 1999; Fernández de Ávila *et al.*, 2010; Kaiser y Stouraitis, 2001; Lang *et al.*, 1995; Markides, 1995; Veld y Veld-Merkoulova, 2004). Por estas razones, proponemos la siguiente hipótesis general que relaciona la implantación de una estrategia de RCN con los resultados de la empresa.

***Hipótesis 1: En empresas diversificadas, una estrategia de RCN influye positivamente en los resultados.***

#### 4.2.2. La RCN y los resultados: un análisis contingente

El enfoque contingente señala que no existe una única forma (óptima) para obtener los resultados empresariales deseados, sino que depende de las condiciones del ambiente donde desarrolla su actividad la empresa. Este enfoque proporciona una explicación para el ajuste general entre la estrategia y el entorno (Patterson, 2004). Este enfoque centra su atención en el ambiente externo de la empresa y busca un equilibrio entre los factores endógenos y exógenos a la organización (Aragon-Correa y Sharma, 2003).

Las diferentes condiciones del entorno pueden tener diversos efectos sobre la relación RCN-resultados. Según nuestro conocimiento, existe escasa evidencia empírica que analice el efecto de la estrategia de RCN sobre los resultados tomando en consideración los aspectos relacionados con el entorno (Bergh y Lawless, 1998; Hoskisson *et al.*, 2004; Kang *et al.*, 2010; Morrow *et al.*, 2004). En este trabajo nos vamos a centrar en dos factores del entorno (el entorno institucional y el ciclo económico), dada su relevancia en la literatura de *management* (Chau *et al.*, 2012; Peng *et al.*, 2005).

En la tabla 4.1 se identifican algunos estudios empíricos que revisan algún método de RCN y su efecto sobre los resultados empresariales. En la columna de “tema” se especifica el método de RCN. En las columnas de “muestra y gobierno corporativo” se identifica el entorno institucional que se analiza. En la columna de ciclo económico se identifica si el período estudiado corresponde a una época de crecimiento, recesión o varios ciclos económicos. En la última columna, se dividen los estudios en tres sub-grupos los que sí afectan al resultado empresarial, los que no afectan el resultado o por el contrario lo disminuyen y los trabajos en donde la relación RCN-resultados depende de otros factores.

De manera general, se puede observar que la mayoría de estudios se han revisado en un entorno institucional con un gobierno corporativo orientado al mercado y en época de crecimiento económico. Además, la mayoría de los trabajos, presentan un efecto positivo sobre los resultados empresariales. En los siguientes apartados se revisa

con mayor profundidad el entorno institucional y el ciclo económico en la relación RCN-resultados.

**Tabla 4.1. Estudios empíricos que analizan el efecto de algún método de RCN sobre los resultados**

Autor	Tema	Muestra	Gobierno corporativo	Período estudiado	Ciclo económico	¿Se crea valor?
(Haynes <i>et al.</i> , 2002)	Desinversión voluntaria	132 empresas UK	Mercado	1985-1993	Crecimiento	Sí
(Datta <i>et al.</i> , 2003)	D y A (Desinversión y Adquisición)	113 empresas venden y 96 que compran US y no US	Ambos	1982-1992	Crecimiento	Sí
(Veld y Veld-Merkoulova, 2004)	D y A	156 empresas UE	Red	1987-2000	Varios	Sí
(Kumar, 2005)	D y A de <i>Joint Ventures (JV)</i>	74 que compran y 62 venden de US y no US	Ambos	1989-1998	Crecimiento	Sí
(Bergh y Lim, 2008)	<i>Spin-off</i> y <i>sell-off</i>	205 empresas US	Mercado	1990-1997	Crecimiento	Sí
(Fernández de Ávila <i>et al.</i> , 2010)	D. voluntaria	107 eventos en América Latina	Red	2000-2006	Crecimiento	Sí
(Owen <i>et al.</i> , 2010)	D.	797 desinversiones en US	Mercado	1997-2005	Varios	Sí
(Ambrosini <i>et al.</i> , 2011)	A.	130 compras europeas hechas por empresas de UK	Ambos	Cuestionarios 3 hasta 5 años después de la adquisición	Varios	Sí
(Lee y Lin, 2008)	<i>Sell-off</i>	655 anuncios en UK	Mercado	1993-1997	Crecimiento	No
(Hillier <i>et al.</i> , 2009)	<i>Sell-offs</i>	413 anuncios en UK	Mercado	1993-2000	Varios	No
(Colak, 2010)	Reenfoque y diversificación	6233 empresas US y no US	Ambos	1989-1998	Varios	No
(Schoenberg, 2006)	A.	61 adquisiciones en UK	Mercado	1988-1990	Crecimiento	<b>Depende</b>
(Choe y Roehl, 2007)	Reestructuración	241 empresas asiáticas	Red	1997-1999	Crecimiento-recesión	Depende
(Bergh <i>et al.</i> , 2008)	<i>Spin-off</i> y <i>sell-off</i>	204 eventos de reestructuración de empresas US	Mercado	1990-1997	Crecimiento	Depende
(Zhou <i>et al.</i> , 2011)	Reestructuración	581 empresas matrices en Tailandia	Red	1994-2003	Varios	Depende
(Brauer y Wiersema, 2012)	D.	226 desinversiones en US	Mercado	1993-2007	Varios	Depende

### ***El entorno institucional***

El entorno institucional involucra las diferentes leyes, cultura, y demás particularidades organizativas de cada país o área geográfica (North, (1991). Éste tiene una influencia importante en el resultado de la empresa (Peng *et al.*, 2005). Las instituciones están centrando de manera creciente el interés en el análisis del comportamiento de la competencia y los resultados. Las decisiones estratégicas no sólo dependen de la estructura de la industria (perspectiva industrial), ni de los recursos y capacidades de la empresa (enfoque de los recursos), sino también de las restricciones formales e informales dentro del marco institucional. Así, las estrategias implementadas en un determinado contexto institucional pueden no lograr los mismos resultados en un entorno institucional diferente (Hoskisson *et al.*, 2005). De acuerdo con Kogut *et al.* (2002) existen diferentes factores institucionales que pueden influir sobre una estrategia corporativa.

Analizar los países de la Unión Europea representa una oportunidad para el análisis de la RCN debido a dos razones principales. En primer lugar, constituye un nuevo contexto para extender el conocimiento de la reestructuración más allá de los países que tradicionalmente se han venido estudiando en la literatura de RCN (EEUU y UK). Adicionalmente, existe cierta heterogeneidad en los entornos institucionales de los países de la UE, lo que permite establecer diferencias en el comportamiento estratégico de empresas de diferentes países en un contexto macro único que convive con diferencias institucionales. Aunque los países de Europa occidental son desarrollados, existen variaciones notables persistentes en los grados de éxito económico y en los desarrollos sociopolíticos entre ellos. En términos generales, el entorno institucional de Reino Unido se diferencia, en muchos aspectos del resto de países de la Unión Europea. En la literatura, su marco empresarial se aproxima más a la situación de los otros países anglosajones como Estados Unidos que a los de la Europa continental (Cuervo-Cazurra, 2002).

Existen diferentes criterios para clasificar el complejo entorno institucional de los países europeos, pero a efectos de nuestro trabajo hemos distinguido entre dos contextos identificados inicialmente por Moerland (1995): los países con un sistema de gobierno corporativo orientado a la red y los países con un sistema de gobierno

corporativo orientado al mercado. Se ha decidido escoger este criterio porque son varios los estudios que mencionan al gobierno corporativo como uno de los antecedentes principales para tomar una decisión de reestructuración (Chung y Luo, 2008; Johnson, 1996; Owen *et al.*, 2010). Además, es un tema que ha vuelto a llamar la atención de los académicos a raíz de los múltiples escándalos surgidos en los últimos años (OECD, 2009; Pirson y Turnbull, 2011). Sin embargo, según nuestro conocimiento, no existe ningún trabajo empírico que reúna y compare estos dos sistemas de gobierno corporativo para analizar la RCN y los resultados empresariales.

La principal característica de un sistema de gobierno corporativo orientado a la red es que las acciones de las empresas cotizadas se encuentran relativamente concentradas en manos de un número reducido de accionistas. Ello implica que es bastante general la presencia de accionistas de bloque en la propiedad de la empresa. Así, el control sobre los directivos se ejerce fundamentalmente por parte de los grandes accionistas, en lugar de por el mercado de empresas. Esta situación más o menos se ajusta a la situación de la mayoría de países que no son anglosajones, tanto en mercados emergentes como en países más desarrollados, como es el caso de India, China, Japón y los países de la Europa continental (Douma y Schreuder, 2013). En los países caracterizados por este sistema de gobierno corporativo, históricamente resulta relativamente difícil lanzar un *takeover* con éxito (Cuervo-Cazurra, 2002; Moerland, 1995).

No obstante, dentro de la UE, durante los últimos años se han desarrollado diferentes iniciativas desde la Comisión Europea para que los mercados de empresas sean más eficientes y sea más fácil lanzar una *takeover* con éxito. Por ejemplo, cabe mencionar la adopción por parte de la mayoría de estados miembros de un Código Unificado de buen gobierno que incluye entre otras cosas, normas para la resolución de problemas en la práctica empresarial (Cuervo-Cazurra, 2002). Asimismo, en Diciembre 2003 después de 14 años de negociaciones el parlamento europeo aceptó conformar un *Takeover Directive* a nivel Europeo y en cada estado miembro para que fuese posible adquirir el control de empresas que cotizan en los mercados de valores con un criterio relativamente homogéneo (Slaughter and May, 2006).

En un sistema de gobierno corporativo orientado al mercado, hay acuerdo en que existen grandes y eficientes mercados de capitales, una propiedad de las empresas muy dispersa y una fuerte protección legal de los intereses de los accionistas minoritarios (Moerland, 1995). En este sistema, cada inversor individual posee un porcentaje relativamente pequeño de las acciones de una empresa. Así, los inversores poseen pocos incentivos para controlar a los altos directivos. Si los inversores se encuentran insatisfechos con el resultado financiero de la empresa tienden a vender sus acciones. Si muchos inversores hacen lo mismo, el precio de mercado de la empresa se reducirá y la empresa será atractiva para una absorción. Por esta razón, los directivos se encuentran disciplinados principalmente por el mercado de empresas. Representantes de países con este sistema son los anglo-parlantes como Australia, Canadá, Estados Unidos, Reino Unido y Nueva Zelanda. En Reino Unido, a diferencia del resto de países de la UE, este sistema incentiva a una mayor cantidad de *takeovers* (Douma y Schreuder, 2013). Asimismo, para una empresa resulta más fácil vender o comprar unidades de negocio en el mercado.

Estas diferencias entre ambos tipos de sistemas de gobierno corporativo pueden suponer diferencias sustanciales respecto al momento en el que las empresas tomarán decisiones de RCN ante un deterioro en la situación económica de la empresa. En el caso de sistemas de gobierno corporativo orientados a la red, los intereses creados por los grupos de accionistas de bloque buscarán razonablemente influir en la asignación de los recursos en la empresa, lo que podría afectar a una reestructuración potencial, ya sea facilitando o bloqueando su implantación (Kogut *et al.*, 2002). Es decir, los accionistas de referencia tratarán de priorizar sus propios intereses a expensas de los demás (Cuervo-Cazurra, 2002). En este contexto, creemos que una estrategia de reestructuración será implantada, entre otros motivos, por conveniencia de los grandes accionistas de bloque o de los directivos sin tener en cuenta el beneficio de toda la organización. Esto puede llevar a retrasar las decisiones de reestructuración más allá de lo razonable. Por el contrario, en sistemas orientados al mercado, aparentemente no existen razones que justifiquen retrasar la implementación de una estrategia de reestructuración. La bajada en el precio de las acciones debido a un deterioro de la situación económica de la empresa lleva a la empresa a tomar decisiones que traten de reconducir a la empresa a la senda de la creación de valor.

### ***El ciclo económico***

Combinar entorno institucional con ciclo económico constituye una oportunidad de poder comparar el comportamiento de empresas procedentes de diferentes entornos institucionales ante diferentes fases del ciclo económico. Esto puede ayudar a comprender mejor si el entorno institucional influye sobre el momento en el que se toman las decisiones de reestructuración. Durante el periodo 2000 a 2013 se han producido importantes cambios económicos a nivel mundial. Por un lado, se registraron siete años de crecimiento económico sostenido, que han sido seguidos por seis años de recesión profunda. En este marco, podemos intentar determinar si se espera un comportamiento diferente ante una fase de recesión económica que pueda explicarse por la pertenencia a diferentes entornos institucionales.

La ineficiencia en los mercados genera *organizational slack* (OS). Este OS se puede definir como el exceso de capacidad mantenida por una organización (Cyert y March, 1992). En momentos del ciclo económico de crecimiento (munificencia relativamente alta), las empresas cuentan con un *organizational slack* relativamente elevado. Mientras que durante una recesión económica, el entorno empresarial presenta una relativamente baja munificencia casi inexistente y tiende a reducirse este *organizational slack* (Aragon-Correa y Sharma, 2003). Ese menor OS hace que desaparezca el margen para comportamientos poco eficientes y haya que tomar una decisión de reestructurar.

La cantidad de OS y su utilización puede estar condicionada por el sistema de gobierno corporativo. Así, en un sistema de gobierno corporativo orientado a la red, como consecuencia de la existencia de un problema de agencia, algunos directivos y grandes accionistas de bloque pueden utilizar este OS para perseguir sus propios objetivos y, por tanto, participar en estrategias inadecuadas tales como la diversificación excesiva (Markides, 1992). Asimismo, debido a la existencia de OS, se puede aplazar la decisión de RCN, ya que no existe una amenaza de *takeover* sobre la empresa y por lo tanto no existe una amenaza sobre los directivos. Sin embargo, en una situación de crisis económica, la empresa cuenta con menos OS y por lo tanto menos recursos financieros para mantener la coalición. A ello se une que existe menos liquidez en los mercados financieros. Por otra parte, el precio de venta de los negocios es menor en una

fase recesiva (Zhou *et al.*, 2011). Así, las empresas que reestructuran tendrán menores ganancias si venden sus activos en esta fase del ciclo económico.

Además, en los entornos caracterizados por un gobierno corporativo orientado a la red difícilmente se cuenta con la presión de los mercados para tomar decisiones orientadas a mejorar la eficiencia. Por esta razón, es más complicado que se fomente la toma de decisiones sobre RCN en el momento más adecuado (es decir, cuando se puede crear valor). Así, estas decisiones podrían aplazarse hasta momentos de crisis o recesión (cuando la situación es grave) y no quede otra alternativa, momentos o periodos en los que es más probable que se destruya valor.

En la literatura encontramos algunas evidencias de reestructuración relacionadas con el sistema de gobierno corporativo orientado a la red. De acuerdo con Choe y Roehl (2007), las empresas coreanas que reestructuraron antes y después de la crisis asiática de 1997 obtuvieron mejores resultados que aquellas que lo hicieron durante la crisis. Además, Zhou *et al.*, (2011) señalan que algunas empresas tailandesas decidieron no reestructurar su cartera durante la crisis asiática porque sus negocios iban a ser subvalorados por la presencia de pocos compradores en una economía contraída. Igualmente, Kumar (2005) indica que resulta positivo para los inversores tener la flexibilidad de aplazar cualquier tipo de compra o venta de activos en entornos inestables. A partir de los argumentos anteriores, sugerimos la siguiente hipótesis:

***Hipótesis 2: En un entorno institucional caracterizado por un sistema de gobierno corporativo orientado a la red, una situación de recesión económica modera negativamente la relación RCN-resultados.***

Un sistema de gobierno corporativo orientado al mercado va a incentivar un mayor número de operaciones que beneficien a todos los accionistas. En este sistema de gobierno corporativo, la alta dirección se encuentra disciplinada principalmente por el mercado de empresas. Este mecanismo externo de control pretende corregir acciones inadecuadas realizadas por la dirección (Chatterjee, 1992; Markides y Singh, 1997). Así, los directivos se ven impelidos a buscar el beneficio de los accionistas en todo momento para evitar que la empresa sea atractiva a una compra hostil (Markides y Singh, 1997). Por estas razones, en entornos institucionales con un eficiente mercado

para el control corporativo, los directivos se verán presionados a reestructurar como medida preventiva para proteger su puesto de trabajo frente a potenciales amenazas (Hoskisson y Turk, 1990). Los directivos van a emprender acciones de RCN en el momento que consideren que se va a crear más valor, independientemente de la presión que suponga, por ejemplo, un ciclo económico de recesión profunda. Es decir, que estas empresas van a reestructurar durante una fase de recesión únicamente cuando esto represente un beneficio a la empresa. Por lo tanto, el efecto de la RCN sobre los resultados seguirá siendo positivo incluso cuando el entorno presente dificultades financieras como una fase de recesión económica. Por estas razones, la hipótesis que proponemos es la siguiente:

**Hipótesis 3: En un entorno institucional caracterizado por un sistema de gobierno corporativo orientado al mercado, una situación de recesión económica modera positivamente la relación RCN-resultados.**

Así, en entornos institucionales con sistemas de gobierno corporativo orientados al mercado, se espera un efecto positivo de las decisiones de RCN sobre los resultados tanto en una fase expansiva como de crisis económica. Por el contrario, en entornos institucionales con sistemas de gobierno corporativo orientados a la red, se espera un efecto positivo de las decisiones de RCN sobre los resultados en una fase expansiva del ciclo, mientras que en una situación de crisis económica se espera un efecto negativo.

## **4.3. METODOLOGÍA**

### **4.3.1. Datos**

Consistentes con la metodología de la mayoría de trabajos empíricos en reestructuración (Bergh y Lim, 2008; Hoskisson *et al.*, 1994; Markides, 1992; Markides, 1995), las hipótesis han sido contrastadas sobre una muestra de empresas pertenecientes a la UE-15 que implantaron una estrategia de RCN. La información se ha obtenido de la base de datos *Thomson One*. Este trabajo aporta una muestra con el mayor número de países analizados de la Unión Europea en un estudio empírico de RCN hasta el momento (Veld y Veld-Merkoulova, 2004). Todas las empresas escogidas cotizan en algún mercado de capitales de los 15 países europeos. Se escogen las

empresas de diferentes industrias o sectores económicos, pero se excluyen las instituciones financieras y los bancos debido a que sus métodos contables difieren del resto de empresas (Mak *et al.*, 2011). La muestra final está compuesta por 8.874 observaciones correspondientes a 931 empresas que reestructuran en algún momento del período 2000-2011.

#### 4.3.2. Definición y medida de las variables

En este trabajo se va a utilizar la rentabilidad económica (ROA). Esta medida determina de manera general si una empresa es o no rentable en términos económicos (Bergh y Lim, 2008; Markides, 1995).

Para identificar si las empresas han reestructurado su cartera. Se calcula siguiendo el ejemplo de Hoskisson y Johnson (1992). Es decir que se considera como reestructuración de la cartera cuando la empresa haya desinvertido por lo menos el 10% de su activo total. Se escoge este porcentaje porque representa una reducción significativa y no una fluctuación aleatoria o ajuste gradual (Hoskisson y Johnson, 1992; Markides, 1995). Debido a que la RCN equivale tanto a desinversiones como adquisiciones de nuevos activos (Bergh, 1998; Markides, 1995), en este trabajo consideramos también que existe reestructuración cuando las empresas venden y compran activos y la suma representa al menos un 10% del activo total de la empresa. No se van a considerar aquellas empresas que sólo hayan comprado nuevos activos, ya que la RCN incluye adquisiciones y desinversiones de activos (Bowman y Singh (1993).

Así, de forma novedosa, se utiliza datos contables del Estado de Flujos de Efectivo (EFE) de cada empresa para cada año revisado. En *Thomson One* existen dos conceptos importantes del EFE que ayudan a identificar las empresas que han implantado una estrategia de RCN: “*Disposal of Fixed Assets*” y “*Net Assets from Acquisitions*”. De acuerdo con la definición de *Thomson One*, el primero equivale a los activos fijos (propiedad, planta, equipo, unidades de negocios) que han sido vendidos por la empresa y el segundo a los activos fijos (propiedad, planta, equipo, unidades de negocios) que han sido adquiridos por la empresa. Ambas decisiones se recogen en una medida dicotómica denominada “RCN” ampliamente utilizada en la literatura

(Chatterjee *et al.*, 2003; Johnson *et al.*, 1993; Park y Kim, 2008). Si en un determinado año, la empresa desinvierte o conjuntamente desinvierte y adquiere negocios por al menos un 10% del activo total significa que ha reestructurado y se asigna el 1, caso contrario el 0. Así, se identificaron en la muestra 1.756 casos de reestructuración.

La variable moderadora está representada por la recesión económica. Para poder definirla se asignó una variable dicotómica “RCNxCRISIS”, que toma el valor 1 para todas aquellas reestructuraciones que hayan sucedido entre 2008-2011 (recesión económica) y 0 si ocurrieron entre 2000-2007 (crecimiento económico).

La primera variable controla el período de recesión económica y se cuantifica a través de una variable dicotómica llamada “CRISIS”, si los datos que analizamos para cada empresa corresponden al año 2008-2011 se asigna el 1, en caso contrario el 0 y se estima que afecte negativamente los resultados (Sherman, 2011). La segunda variable es el tamaño de la empresa “SIZE”, y se cuantifica a través del logaritmo de las ventas (Park y Kim, 2008) y su efecto se espera que sea positivo sobre los resultados (Hoskisson y Johnson, 1992). La tercera variable corresponde a la productividad del trabajo “PRODTRA”. Se mide como el logaritmo de las ventas por empleado (Ruane y Sutherland, 2005). Se estima que afecte positivamente los resultados (Markides, 1995). La cuarta variable es el nivel de deuda “TDCE” y se calcula dividiendo la deuda total (deuda a largo y corto plazo) entre los capitales propios (Markides, 1995). Se estima que un alto nivel de deuda podría influir negativamente sobre los resultados (Bergh, 1998; Hillier *et al.*, 2009). La quinta variable son los gastos de capital “CESALES”, o inversiones en activos fijos diferentes a las adquisiciones. Esta variable mide los gastos de capital como porcentaje de las ventas. Se espera que influya positivamente sobre los resultados, ya que un aumento de la inversión de capital podría dar lugar a una mayor productividad total de los factores (Markides, 1995).

### **4.3.3. Modelo Econométrico**

Disponemos de información para 931 empresas durante el período 2000-2011. De manera consistente con trabajos sobre reestructuración previos (Bergh y Lim, 2008; Bergh *et al.*, 2008; Hillier *et al.*, 2009; Markides, 1995), las hipótesis fueron contrastadas a través de un análisis de regresión.

De acuerdo con lo justificado previamente, dividimos el entorno institucional europeo en dos grupos de países: sistemas de gobierno corporativo orientados a la red y al mercado. Siguiendo este criterio, se dividieron los 15 países en tres grandes grupos, basándonos en la distancia geográfica entre países. El primer grupo incluye a los “países del norte-centro de Europa” y lo integra Dinamarca, Finlandia, Suecia, Alemania, Austria, Luxemburgo, Bélgica y los Países Bajos. El segundo grupo corresponde a los “países del arco mediterráneo” e incluye España, Portugal, Italia, Grecia y Francia. El tercer grupo corresponde a las “islas británicas” e incluye Inglaterra e Irlanda. Los dos primeros grupos presentan un sistema de gobierno corporativo orientado a la red. El tercer grupo, de las islas británicas, se caracteriza por un gobierno corporativo orientado al mercado de acuerdo a Moerland, (1995). Se espera que los grupos con el mismo sistema de gobierno corporativo se comporten de acuerdo con las hipótesis planteadas. No obstante, se esperan obtener diferencias entre ambos grupos de la Europa continental que obedecen a las diferencias en sus entornos institucionales.

De acuerdo con lo anteriormente expuesto, nuestro análisis empírico se basa en la estimación de las siguientes especificaciones econométricas:

*Hipótesis 1:*

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{RCN} + \beta_2 \text{Crisis} + \beta_3 \text{Endeudamiento} + \beta_4 \text{Productividad Trabajo} + \beta_5 \text{Tamaño} + \beta_6 \text{Gastos de capital}$$

*Hipótesis 2:*

$$\text{Norte centro Europa [ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{RCN} + \beta_2 \text{Crisis} + \beta_3 \text{Endeudamiento} + \beta_4 \text{Productividad Trabajo} + \beta_5 \text{Tamaño} + \beta_6 \text{Gastos de capital} + \beta_7 \text{RCNxCRISIS}]$$

$$\text{Arco Mediterráneo [ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{RCN} + \beta_2 \text{Crisis} + \beta_3 \text{Endeudamiento} + \beta_4 \text{Productividad Trabajo} + \beta_5 \text{Tamaño} + \beta_6 \text{Gastos de capital} + \beta_7 \text{RCNxCRISIS}]$$

*Hipótesis 3:*

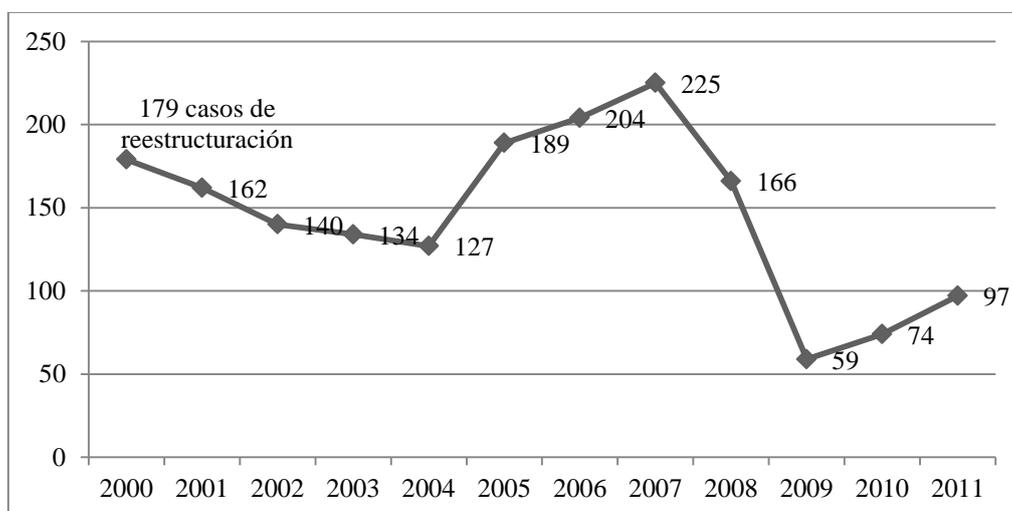
$$\text{Islas Británicas [ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{RCN} + \beta_2 \text{Crisis} + \beta_3 \text{Endeudamiento} + \beta_4 \text{Productividad Trabajo} + \beta_5 \text{Tamaño} + \beta_6 \text{Gastos de capital} + \beta_7 \text{RCNxCRISIS}]$$

## 4.4. RESULTADOS

### 4.4.1. Análisis descriptivo: la RCN en el contexto europeo

En la figura 4.1 se presenta la evolución de la estrategia de RCN en Europa en el período 2000-2011. Dentro de la muestra analizada, 931 empresas han reestructurado su cartera y presentan 1.756 eventos de reestructuración. Es decir, que en promedio cada empresa ha reestructurado 1,8 veces. Esto va en línea con la literatura, pues un proceso de reestructuración puede involucrar dos o más acciones para modificar el campo de actividad de la empresa (Bergh, 1998). Dentro de los doce años analizados se identifica una ola de RCN, que comienza en 2005 y llega a su punto más alto en 2007. A pesar de medir la desinversión de manera distinta, llegamos a un resultado similar al identificado por Brauer y Wiersema (2012), quienes identifican una ola de desinversión en Estados Unidos del 2004 al 2007, utilizando la misma base de datos *Thomson One*.

**Figura 4.1. Evolución de la estrategia de RCN en la muestra: 2000-2011**



Dentro de la muestra analizada, los países que más reestructuran en el período 2000-2011 son: Reino Unido (47%), Alemania (9%), Francia (8%), Países Bajos (8%), Suecia (7%), Dinamarca (5%), Finlandia (4%), Italia (3%), España (2%), Bélgica (2%), Irlanda (2%), Grecia (1,5%), Austria (1%), Portugal (0,3%) y Luxemburgo (0,2%). Así, los cuatro países europeos que más reestructuran se encuentran dentro de los once países que más investigan a nivel mundial sobre RCN, de acuerdo con el segundo capítulo de la presente tesis doctoral. Esto es coherente con el hecho de que aquellos

países donde sus empresas implantan con mayor frecuencia esta estrategia acaparan el interés de más investigadores para estudiarla.

Basándonos en el código SIC primario se identifica que la actividad principal de las empresas que reestructuran es la manufactura y servicios (25% cada una), alimentación (19%), distribución (13%), transporte y almacenamiento (10%), minería (7%) y agricultura (1%). Esto concuerda con Palich *et al.* (2000) quienes identifican que las empresas más propensas a diversificar se encuentran dentro del sector manufactura y servicios.

La tabla 4.2 recoge una síntesis de la muestra, en cuanto a empresas que reestructuran y operaciones de reestructuración, de acuerdo con el entorno institucional y la fase del ciclo económico. Se puede observar que las empresas situadas en las Islas Británicas son las que más reestructuran en la UE-15, lo que justifica el mayor interés por parte de los académicos en desarrollar literatura sobre RCN bajo este entorno.

Si comparamos el porcentaje de reestructuraciones que se produce durante la fase de crecimiento económico con el que se realiza durante la fase de recesión encontramos que éste disminuye en las Islas Británicas, mientras que en la Europa Continental ocurre lo contrario. Es decir, que en términos porcentuales los países del norte-centro de Europa y los del mediterráneo van a reestructurar más durante la fase de recesión económica que durante la de crecimiento económico.

**Tabla 4.2. Empresas y operaciones reestructuración dependiendo el entorno institucional y ciclo económico**

	Empresas que reestructuran		Operaciones de RCN	
	<i>Crecimiento económico</i>	<i>Recesión</i>	<i>Crecimiento económico</i>	<i>Recesión</i>
<b>Norte-Centro Europa</b>	36,7%	37,7%	36,4%	37,1%
<b>Países del Mediterráneo</b>	16,0%	18,5%	13,5%	17,7%
<b>Islas Británicas</b>	47,3%	43,8%	50,1%	45,2%
<b>Total</b>	<b>100% (602)</b>	<b>100% (329)</b>	<b>100% (1360)</b>	<b>100% (396)</b>
	<b>931 empresas</b>		<b>1.756 operaciones</b>	

#### 4.4.2. Resultados de las estimaciones econométricas

La tabla 4.3 recoge los resultados de las estimaciones del modelo que considera el efecto de la RCN sobre los resultados (ROA). El signo del coeficiente nos indica que, en términos generales, la implantación de una estrategia de RCN influye positivamente en el rendimiento de la empresa, lo que es coherente con la hipótesis 1. Se puede observar también que los signos de los coeficientes de las variables de control afectan al ROA en el sentido esperado. Así, presentan un efecto negativo la crisis y el nivel de deuda. Por el contrario, presentan una influencia positiva el tamaño, la productividad del trabajo y los gastos de capital. Todas las variables de control son significativas ( $p < 0,01$  y  $p < 0,05$ ). A pesar de que la variable RCN es una variable dicotómica que sólo toma valores 0 o 1, en todas las tablas el valor del  $R^2$  es elevado ( $\geq 0,11$ ) si lo comparamos con trabajos similares sobre reestructuración (Bergh y Lim, 2008; Bergh *et al.*, 2008; Hillier *et al.*, 2009).

**Tabla 4.3. Resultados de la regresión para la relación entre la RCN y el ROA**

	ROA
C	-37.2522*** (-16.6178)
RCN	1.6064*** (4.4031)
CRISIS	-1.1577*** (-3.6689)
SIZE	1.8231*** (25.5692)
PRODTRA	2.4857*** (12.8408)
TDCE	-0.0004** (-2.5476)
CESALES	0.0023** (2.1826)
Estadístico F	199.8294***
Máxima verosimilitud	-35771.16
R <sup>2</sup> Ajustado	0.1185
Akaike info criterio	8.0636

Observaciones: 8874.  
 Significativo al \*\*\*1% ; \*\*5% ; \*10%.  
 Estadístico t entre paréntesis.

De manera coherente con la primera hipótesis, en este modelo, no se toma en cuenta el entorno institucional ni la recesión económica como variable moderadora. Por esta razón, con el fin de enmarcar estas dos características y comprobar empíricamente las hipótesis dos y tres, vamos a dividir la muestra en tres sub-muestras específicas para cada grupo de países señalados. En primer lugar, la tabla 4.4 presenta las estimaciones para las empresas del norte-centro de Europa.

**Tabla 4.4. Resultados para la relación entre la RCN y el ROA de los países del norte-centro**

	ROA-NORDICOS
C	-0,1014 (-0,8776)
RCN-NORDIC	2,3364*** (5,4357)
CRISIS-NORDIC	-1,5908*** (-4,6402)
SIZE-NORDIC	1,8824*** (25,2972)
PRODTRA-NORDIC	-0,5813*** (-13,6902)
TDCE-NORDIC	-0,0033*** (-6,8894)
CESALES-NORDIC	-0,0001 (-0,0200)
RCNxCRISIS-NORDIC	-2,7335*** (-3,1464)
Estadístico F	182,6081***
Máxima verosimilitud	-31581,82
R <sup>2</sup> Ajustado	0,1254
Akaike info criterio	7,1196

Observaciones: 3465.  
Significativo al \*\*\*1% ; \*\*5% ; \*10%.  
Estadístico t entre paréntesis.

La variable independiente RCN es positiva, significativa ( $p < 0,001$ ) y con un coeficiente muy elevado (2,3) comparado con la tabla 4.3. Por el contrario, la variable moderadora RCNxCRISIS es negativa y significativa ( $p < 0,05$ ). Considerando que los países del norte-centro de Europa mantienen un entorno institucional caracterizado por un gobierno corporativo orientado a la red, podemos afirmar que se encuentra soporte empírico para la hipótesis 2 en las empresas del norte-centro de Europa. En este caso, se muestra que reestructurar en época de recesión económica influye negativamente sobre los resultados empresariales medidos a través del ROA.

En cuanto a las variables de control todas son significativas ( $p < 0,001$ ) y aparece con signo positivo sólo el coeficiente de la variable tamaño. Entretanto, aparecen con signo negativo las variables de productividad, crisis y nivel de deuda. La variable gastos de capital deja de ser significativa al nivel de confianza habitual. La bondad de ajuste es de 0,12.

Continuando con las empresas con un entorno institucional caracterizado por un sistema de gobierno corporativo orientado a la red, en la tabla 4.5 se estima el modelo específico para los países del mediterráneo. En cuanto a la variable independiente RCN, ocurre lo mismo que en el modelo anterior, con un coeficiente muy elevado (2,7), por lo que afecta positiva y significativamente a los resultados ( $p < 0,001$ ). Entretanto, la

variable RCNxCRISIS es negativa y significativa ( $p < 0,001$ ). Esto revela que se empeoran los resultados de las operaciones de RCN si se realizan en época de recesión económica. Considerando que los países del mediterráneo presentan un entorno institucional caracterizado por un gobierno corporativo orientado a la red, podemos afirmar que se encuentra soporte empírico para la hipótesis 2 para el caso de las empresas mediterráneas.

**Tabla 4.5. Resultados para la relación entre la RCN y el ROA de los países del Mediterráneo**

	ROA-MEDITERRANEO
C	-0,0136 (-0,3128)
RCN-MEDIT	2,7146*** (8,9331)
CRISIS-MEDIT	-0,7625*** (-3,4199)
SIZE-MEDIT	0,9621*** (19,0399)
PRODTRA-MEDIT	-0,2227*** (-7,9420)
TDCE-MEDIT	0,0001 (-1,3602)
CESALES-MEDIT	-0,0273*** (-7,4728)
RCNxCRISIS-MEDIT	-4,3902*** (-7,7108)
Estadístico F	192,1164***
Máxima verosimilitud	-24264,59
R <sup>2</sup> Ajustado	0,1310
Akaike info criterio	5,4705

Observaciones: 1511.  
Significativo al \*\*\*1% ; \*\*5% ; \*10%.  
Estadístico t entre paréntesis.

En cuanto a las variables de control todas son significativas (al  $p < 0,001$ ), la variable tamaño presenta un coeficiente con signo positivo. Entretanto, aparecen con signo negativo las variables de productividad, crisis, y gastos de capital. La variable nivel de deuda deja de ser significativa al nivel de confianza habitual. En este segundo grupo, el modelo ha mejorado en base al R<sup>2</sup> ajustado (0,13) y al criterio Akaike, en relación con el modelo anterior.

Si comparamos ambos modelos (de los países del norte-centro de Europa y los del mediterráneo) se observan las siguientes características. El coeficiente de la variable RCN es ligeramente superior en el modelo de los países del mediterráneo, lo que podría significar que el efecto positivo es mayor en los países del mediterráneo que en los del norte-centro de Europa. Mientras que el coeficiente de la variable RCNxCRISIS es mucho más superior en los países del mediterráneo. También, se observa que el modelo

de los países del mediterráneo presenta un  $R^2$  ajustado ligeramente superior que los dos modelos anteriores (tablas 4.3 y 4.4). Lo que señala mayor capacidad predictiva del modelo.

En la tabla 4.6 se presentan los resultados para el grupo de empresas de las Islas Británicas. En cuanto a la variable independiente RCN, no aparece significativa, pero mantiene el mismo signo positivo que en la tabla anterior. Mientras que la variable  $RCN \times CRISIS$  es significativa ( $p < 0,05$ ) y presenta un coeficiente muy elevado (2,39). El hecho que la variable  $RCN-BRIT$  no sea significativa no es relevante ya que lo verdaderamente importante al estimar este modelo es comprobar la hipótesis 3, es decir el efecto moderador del ciclo económico en la relación  $RCN$ -resultados dentro del entorno británico. Así, se podría interpretar que la variable  $RCN \times CRISIS$  absorbe el efecto de la variable  $RCN$  por lo que afecta positiva y significativamente sobre los resultados de la empresa medidos a través del ROA. Lo que es coherente con la hipótesis 3.

**Tabla 4.6. Resultados para la relación entre la RCN y el ROA de las islas británicas**

	ROA-BRITANICAS
C	-0,1412 (-0,9819)
RCN-BRIT	0,3191 (0,7108)
CRISIS-BRIT	-1,0237*** (-2,5967)
SIZE-BRIT	2,5035*** (32,8097)
PRODTRA-BRIT	-0,8361*** (-20,5789)
TDCE-BRIT	-0,0003** (-2,3557)
CESALES-BRIT	0,0009 (1,1877)
$RCN \times CRISIS-BRIT$	2,3921** (2,5429)
Estadístico F	195,7847***
Máxima verosimilitud	-33162,12
$R^2$ Ajustado	0,1332
Akaike info criterio	7,4758

Observaciones: 3898.  
Significativo al \*\*\*1% ; \*\*5% ; \*10%.  
Estadístico t entre paréntesis.

En cuanto a las variables de control, prácticamente todas ellas mantienen el mismo signo que en el modelo general a excepción de la variable productividad del trabajo que ahora es negativo. Además, son significativos los coeficientes de las siguientes variables: crisis ( $p < 0,001$ ), tamaño ( $p < 0,001$ ), productividad ( $p < 0,001$ ) y

nivel de deuda ( $p < 0,05$ ). La variable gastos de capital deja de ser significativa al nivel de confianza habitual. Puede observarse que este modelo ha mejorado con respecto a todas las tabla anteriores en base al  $R^2$  ajustado (0,13) o tomando el criterio Akaike.

#### 4.5. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

Las estimaciones obtenidas avalan la primera hipótesis de que las empresas mejoran sus resultados (en términos de ROA) cuando implantan una estrategia de RCN. Estos resultados están en consonancia con otros autores (Ambrosini *et al.*, 2011; Bergh y Lim, 2008; Bowman y Singh, 1993; Bowman *et al.*, 1999; Haynes *et al.*, 2002; Lee y Madhavan, 2010; Markides, 1995; Schoenberg, 2006). Así, Bowman *et al.* (1999) señalan que las empresas diversificadas reestructuran sus activos para centrarse en aquellas actividades principales. Asimismo, la alta dirección es más capaz de controlar una cartera concentrada de activos en lugar de un grupo diversificado y posiblemente sin relación o con escasa relación entre las distintas unidades de negocio (John y Ofek, 1995). Cabe destacar que de esta forma queda comprobado empíricamente que no sólo en empresas anglosajonas, británicas y asiáticas la RCN crea valor, sino también en el resto de empresas europeas analizadas en la muestra.

Además, planteamos como novedad el estudio de cómo afecta el entorno institucional y la recesión económica sobre la relación RCN-resultados. Este trabajo constituye una aportación en el análisis de la RCN desde diferentes entornos institucionales. Para ello, la hipótesis 2 considera que la RCN durante una recesión económica va a empeorar los resultados empresariales en los entornos institucionales caracterizados por un sistema de gobierno corporativo orientado a la red. Así, en los modelos econométricos tanto para los países del norte-centro de Europa como para los países mediterráneos, el efecto de la RCN sobre los resultados será menos intenso en época de recesión. Esto significa que se obtienen mejores resultados si se reestructura durante un período económico en crecimiento que en época de recesión en consonancia con la literatura sobre reestructuración (Hanson y Song, 2003; Wu y Delios, 2009; Zhou *et al.*, 2011).

Es interesante destacar que a pesar de que la relación RCN-resultados se ve afectada negativamente durante la recesión en entornos institucionales con un sistema

corporativo orientado a la red, las empresas mediterráneas y las del norte-centro de Europa, en términos porcentuales (tabla 4.3), reestructuran más en una fase de recesión que en una de crecimiento económico. Esto puede revelar mayores ineficiencias del mercado de control corporativo en los países mediterráneos pues los directivos están tomando decisiones menos eficientes para los intereses de los accionistas. De acuerdo con la literatura (Cuervo-Cazurra, 2002; Moerland, 1995), en los sistemas de gobierno corporativo orientado a la red, los directivos se encuentran mucho más disciplinados por grandes accionistas. Por lo que la efectividad del mercado para el control corporativo se encuentra limitada, no sólo por el marco institucional, sino también por la estructura de propiedad típica en tales países.

En la hipótesis 3 se considera que la recesión económica va a moderar positivamente la relación RCN-ROA en los entornos institucionales caracterizados por un sistema de gobierno corporativo orientado al mercado. Nuestros resultados revelan que para las empresas de las islas británicas la relación RCN-ROA será positiva incluso existiendo un ciclo económico de recesión. Es decir que la RCN, en época de recesión, tiene un efecto positivo sobre los beneficios económicos.

Si acompañamos esto con la información descriptiva de la tabla 4.2, se demuestra que de manera general el porcentaje de operaciones de reestructuración para las islas británicas es mayor que las empresas del norte, centro y sur de Europa. Coincidiendo con trabajos similares (Hillier *et al.*, 2009; Wan y Hoskisson, 2003), se podría interpretar que el entorno institucional en las islas británicas otorga mayor flexibilidad para que las empresas realicen fusiones, adquisiciones, desinversiones y OPAs buscando el beneficio principal de los accionistas.

También es importante mencionar que a pesar de que la variable RCN durante un período de recesión económica afecta positivamente el ROA, el porcentaje de empresas británicas que reestructuran durante esta fase (tabla 4.2) disminuye. Es decir, que las empresas de las islas británicas reducen sus operaciones de reestructuración durante una recesión a diferencia de lo que ocurre en las empresas del resto de países de la UE-15. Esto va en consonancia con la literatura en reestructuración durante una época de crisis financiera, en donde las empresas prefieren mantener sus principales activos

para que no sean subvalorados en el mercado por la existencia de muchos vendedores y pocos compradores en una economía contraída (Sengupta y Faccio, 2011; Zhou *et al.*, 2011). Se podría interpretar que en una fase de recesión, las empresas británicas van a reestructurar cuando realmente les cree beneficios.

Un mercado en recesión económica funciona con más incertidumbre, y muchas veces se realizan peores negocios sobre todo cuando toda la industria está desinvirtiendo (Brauer y Wiersema, 2012). Sin embargo en las islas británicas, aunque se reduce el número de reestructuraciones durante la recesión, las operaciones que se realizan mejoran el beneficio económico. En un sistema de gobierno corporativo orientado al mercado con grandes y eficientes mercados de capitales, los directivos se encuentran disciplinados principalmente por el mercado para el control corporativo. Así, independientemente de la crisis financiera, los directivos intentarán buscar el beneficio de los accionistas para evitar que el precio de mercado de la empresa se reduzca y la empresa sea candidata atractiva para una absorción (Markides y Singh, 1997). Esto es posible en un entorno en el que se promueve que la empresa reestructure dada la presión de los mercados de control corporativo. Además, va en consonancia con la literatura sobre los antecedentes de la RCN y el gobierno corporativo (Datta *et al.*, 2003; Johnson, 1996; Owen *et al.*, 2010).

## 4.6. CONCLUSIONES

Este estudio se ha centrado en comprobar empíricamente si la estrategia de RCN realmente crea valor en empresas europeas de 15 diferentes países en el período comprendido entre 2000 y 2011. El periodo de estudio da la oportunidad de investigar a las empresas durante una época de crecimiento económico mundial y otra de recesión profunda y en diferentes entornos institucionales. Tras plantearlo con diversos modelos econométricos, queda comprobado estadísticamente que existe una relación positiva entre la RCN y el ROA de la empresa.

Sin embargo, al aplicar las teorías existentes al estudio de la RCN se evidencia que los diferentes entornos institucionales y el ciclo económico de recesión son importantes y pueden intensificar el efecto de la RCN sobre los resultados empresariales. Así, en un marco institucional caracterizado por un sistema de gobierno

corporativo orientado a la red, el ciclo económico de recesión moderará negativamente la relación RCN-resultados. Es decir, que la recesión económica empeora los resultados empresariales de los países con un sistema de gobierno corporativo orientado a la red.

Algunas de las posibles causas son: a) los grandes bloques de accionistas o los directivos van a facilitar o bloquear la implantación de una reestructuración dependiendo sus propios intereses. b) Los mercados ineficientes generan mayor *organizational slack* en una fase de crecimiento económico lo que permite comportamientos ineficientes por parte de los directivos (diversificación excesiva). c) La presión de los mercados para tomar decisiones orientadas a la eficiencia es casi inexistente por lo que se retrasan las operaciones de RCN hasta que la situación es grave y no queda otra alternativa. Estos resultados sugieren potenciar el mercado como mecanismo de control en entornos con un sistema de gobierno corporativo orientado a la red para facilitar, independientemente del ciclo económico, la creación de valor a través de la estrategia de RCN.

Mientras que en un marco institucional con un gobierno corporativo orientado al mercado la relación RCN-resultados es positiva haya o no recesión económica. Algunas de las posibles causas son: a) Las empresas británicas tienen un mayor apoyo por parte de sus instituciones en realizar reestructuraciones más agresivas que en el resto de países de la Europa continental exista o no recesión económica. b) El mercado de control corporativo es mucho más efectivo a la hora de disciplinar a los directivos para que maximicen los beneficios de los accionistas haya o no recesión económica (Albert-Roulhac y Breen, 2005).

A menudo se sostiene que los directivos en los países con un sistema de gobierno corporativo orientado al mercado se centran más en la creación de valor para los accionistas que para el resto de los grupos de interés (Veld y Veld-Merkoulova, 2004). Por lo que las empresas en Reino Unido, por ejemplo, tienen un mayor apoyo por parte de sus instituciones en realizar reestructuraciones más frecuentes que en el resto de países de la Europa continental. Esto se evidencia en el número de casos de reestructuración, en donde casi el 50% de la muestra total son casos que ocurren en Reino Unido.

Las implicaciones de este trabajo desde el punto de vista académico son las siguientes. Para empezar, se presenta una forma novedosa para identificar las empresas que han reestructurado utilizando los datos de *Thomson One*. Además, a partir de la revisión teórica y empírica de la relación RCN-resultados se construye un modelo teórico que una vez contrastado nos ha permitido contribuir con la escasa evidencia existente en Europa (omitiendo Reino Unido) sobre esta estrategia. Asimismo, basándonos en un análisis contingente, se analiza el efecto del entorno institucional y la recesión económica sobre la relación RCN-resultados. Por último, según nuestro conocimiento no existe un trabajo que incluya tanto el entorno institucional como el ciclo económico de recesión para analizar una estrategia corporativa y su efecto en los resultados empresariales. Por lo que esperamos contribuir con nueva evidencia empírica en el contexto europeo en esta línea de investigación.

Desde el punto de vista empresarial, este trabajo puede derivar distintas implicaciones. Se ha demostrado empíricamente que la implantación de la estrategia de RCN puede provocar resultados positivos para las empresas. Así, los directivos pueden inclinarse por dos estrategias. Primero, reestructurar su cartera y centrarse en aquel negocio principal que reúne sus mejores recursos y capacidades. Segundo, diversificar su cartera pero concentrándose en aquellos negocios relacionados con la actividad principal de la empresa para aprovechar las economías de capital pero sin olvidarse de su enfoque corporativo. Además, este trabajo ofrece información descriptiva de la evolución de la estrategia de RCN lo que puede ser interesante para que los directivos conozcan las preferencias de las empresas europeas en el momento de reestructurar. Lo recomendable es que si una empresa tiene que reestructurar su cartera tome las decisiones necesarias sin esperar una crisis económica (o dificultad extrema externa) para justificar su decisión. Esto es más probable de lograr, si el entorno institucional da mayor flexibilidad a las empresas para efectuarlo.

Así, las implicaciones de este trabajo desde el punto de vista institucional sugerirían la necesidad de otorgar mayor poder a los mercados para que disciplinen el comportamiento de las empresas porque esto va a llevar a que los períodos de recesión no impacten tan negativamente sobre los resultados de las empresas que reestructuran. Una combinación efectiva de gobierno corporativo interno y externo puede obligar a los

directivos a actuar de manera incompatible con sus deseos personales buscando principalmente el beneficio de los accionistas (Cuervo-Cazurra, 2002; Owen *et al.*, 2010). Por ejemplo, en la próxima revisión de la *Takeover Directive* sería interesante examinar si se están produciendo las transacciones (OPAs) que son económicamente eficientes en lugar de las que no lo son. Además, serían interesantes mayores mecanismos de transparencia e información que faciliten lanzar OPAs hostiles y no hostiles. Asimismo, que se disminuyan los costes de transacción y se evite la existencia de primas de control (Campa-Fernández, 2008). Por último, lo que se busca, como indica Cuervo-Cazurra (2002) es que en el sistema de gobierno corporativo orientado a la red existan menos conductas y mayor apertura del mercado para una mayor disciplina de los administradores y sus grandes accionistas.

Según nuestro conocimiento, este trabajo ofrece uno de los primeros intentos para comprobar empíricamente el efecto de la estrategia de la RCN sobre los resultados de las empresas en 15 países de la Unión Europea en el período 2000-2011 tomando en consideración el entorno institucional y el ciclo económico de recesión. Sin embargo, algunos asuntos merecen una mayor atención. Empíricamente sólo se pudo comprobar el efecto de la RCN sobre los resultados medidos a través de la variable contable ROA. Sería interesante poder incluir variables de mercado para obtener una visión más global de la creación de valor de las empresas. Además, es necesario poder desarrollar estudios empíricos que confirmen si la relación RCN-resultados es lineal o no lineal como se ha venido desarrollando exhaustivamente por la literatura en diversificación. Esto se complementaría analizando el efecto sobre los resultados antes y después de una RCN.

## 4.7. REFERENCIAS

- Albert-Roulhac, C.; Breen, P. (2005): "Corporate Governance in Europe: Current Status and Future Trends". *The Journal of Business Strategy*, 26, n°6, págs. 19-29.
- Ambrosini, V.; Bowman, C.; Schoenberg, R. (2011): "Should Acquiring Firms Pursue More than One Value Creation Strategy? an Empirical Test of Acquisition Performance". *British Journal of Management*, 22, n°1, págs. 173-185.
- Aragon-Correa, J.A.; Sharma, S. (2003): "A Contingent Resource-Based View of Proactive Corporate Environmental Strategy". *Academy of Management Review*, 28, n°1, págs. 71-88.
- Bergh, D.D. (1995): "Size and Relatedness of Units Sold: An Agency Theory and Resource-Based Perspective". *Strategic Management Journal*, 16, n°3, págs. 221-239.
- Bergh, D.D. (1998): "Product-Market Uncertainty, Portfolio Restructuring, and Performance: An Information-Processing and Resource-Based View". *Journal of Management*, 24, n°2, págs. 135-155.
- Bergh, D.D.; Lawless, M.W. (1998): "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy". *Organization Science*, 9, n°1, págs. 87-102.
- Bergh, D.D.; Johnson, R.A.; Dewitt, R. (2008): "Restructuring, through Spin-Off Or Sell-Off: Transforming Information Asymmetries into Financial Gain". *Strategic Management Journal*, 29, n°2, págs. 133-148.
- Bergh, D.D.; Lim, E. (2008): "Learning how to Restructure: Absorptive Capacity and Improvisational Views of Restructuring Actions and Performance". *Strategic Management Journal*, 29, n°6, págs. 593-616.
- Bhide, A. (1990): "Reversing Corporate Diversification". *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, n°2, págs. 70-81.
- Bowman, E.H.; Singh, H. (1993): "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm". *Strategic Management Journal*, 14, n°1, págs. 5-14.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R. (1999): "When does Restructuring Improve Economic Performance?". *California Management Review*, 41, n°2, págs. 33-54.
- Brauer, M.F.; Wiersema, M.F. (2012): "Industry Divestiture Waves: How a Firm's Position Influences Investor Returns". *Academy of Management Journal*, 55, n°6, págs. 1472-1492.
- Campa-Fernández, J.M. (2008): "El Mercado De Control Corporativo: Una Perspectiva Económica". *CIF - Center for International Finance*, 08, n°7, págs. 1-11.
- Chatterjee, S. (1992): "Sources of Value in Takeovers: Synergy Or Restructuring Implications for Target and Bidder Firms". *Strategic Management Journal*, 13, n°4, págs. 267-286.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.; Bergh, D. (2003): "Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing". *Strategic Management Journal*, 24, n°1, págs. 87-96.
- Chau, V.S.; Thomas, H.; Clegg, S.; Leung, A.S.M. (2012): "Managing Performance in Global Crisis". *British Journal of Management*, 23, págs. S1-S5.

- Choe, S.; Roehl, T.W. (2007): "What to Shed and what to Keep: Corporate Transformation in Korean Business Groups". *Long Range Planning*, 40, n°4-5, págs. 465-487.
- Chung, C.; Luo, X. (2008): "Institutional Logics Or Agency Costs: The Influence of Corporate Governance Models on Business Group Restructuring in Emerging Economies". *Organization Science*, 19, n°5, págs. 766-784.
- Colak, G. (2010): "Diversification, Refocusing and Firm Value". *European Financial Management*, 16, n°3, págs. 422-448.
- Cuervo-Cazurra, A. (2002): "Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control". *Corporate Governance: An International Review*, 10, n°2, págs. 84-93.
- Cyert, R.; March, J.G. (1992): *A Behavioral Theory of the Firm*. Blackwell Publishers Ltd, Oxford.
- Datta, S.; Iskandar-Datta, M.; Raman, K. (2003): "Value Creation in Corporate Asset Sales: The Role of Managerial, Performance and Lender Monitoring". *Journal of Banking & Finance*, 27, n°2, págs. 351-375.
- Douma, S.; Schreuder, H. (2013): *Economic Approaches to Organizations*. Pearson Education, London.
- Fernández de Ávila, J.C.; Garay, U.; Pablo, E. (2010): "Determinants of Shareholders' Returns Following Announcements of Asset Sales: Evidence from Latin America". *Academia-Revista Latinoamericana de Administracion*, n°45, págs. 40-58.
- Hanson, R.C.; Song, M.H. (2003): "Long-Term Performance of Divesting Firms and the Effect of Managerial Ownership". *Journal of Economics and Finance*, 27, n°3, págs. 321-336.
- Haynes, M.; Thompson, S.; Wright, M. (2002): "The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies". *Journal of Industrial Economics*, 50, n°2, págs. 173-196.
- Hillier, D.; McColgan, P.; Werema, S. (2009): "Asset Sales and Firm Strategy: An Analysis of Divestitures by UK Companies". *European Journal of Finance*, 15, n°1, págs. 71-87.
- Hoskisson, R.E.; Turk, T.A. (1990): "Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital-Market". *Academy of Management Review*, 15, n°3, págs. 459-477.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (1992): "Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and Research-and-Development Intensity". *Strategic Management Journal*, 13, n°8, págs. 625-634.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Moesel, D.D. (1994): "Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy, and Performance". *Academy of Management Journal*, 37, n°5, págs. 1207-1251.
- Hoskisson, R.E.; Cannella, A.A.; Tihanyi, L.; Faraci, R. (2004): "Asset Restructuring and Business Group Affiliation in French Civil Law Countries". *Strategic Management Journal*, 25, n°6, págs. 525-539.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A.; Tihanyi, L.; White, R.E. (2005): "Diversified Business Groups and Corporate Refocusing in Emerging Economies". *Journal of Management*, 31, n°6, págs. 941-965.

- John, K.; Ofek, E. (1995): "Asset Sales and Increase in Focus". *Journal of Financial Economics*, 37, nº1, págs. 105-126.
- Johnson, R.A.; Hoskisson, R.E.; Hitt, M.A. (1993): "Board of Director Involvement in Restructuring: The Effects of Board Versus Managerial Controls and Characteristics". *Strategic Management Journal*, 14, nº1, págs. 33-50.
- Johnson, R.A. (1996): "Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing". *Journal of Management*, 22, nº3, págs. 439-483.
- Kaiser, K.M.J.; Stouraitis, A. (2001): "Reversing Corporate Diversification and the use of the Proceeds from Asset Sales: The Case of Thorn EMI". *Financial Management*, 30, nº4, págs. 63-102.
- Kang, J.; Lee, I.; Na, H.S. (2010): "Economic Shock, Owner-Manager Incentives, and Corporate Restructuring: Evidence from the Financial Crisis in Korea". *Journal of Corporate Finance*, 16, nº3, págs. 333-351.
- Kogut, B.; Walker, G.; Anand, J. (2002): "Agency and Institutions: National Divergences in Diversification Behavior". *Organization Science*, 13, nº2, págs. 162-178.
- Kumar, M.V.S. (2005): "The Value from Acquiring and Divesting a Joint Venture: A Real Options Approach". *Strategic Management Journal*, 26, nº4, págs. 321-331.
- Lang, L.; Poulsen, A.; Stulz, R. (1995): "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion". *Journal of Financial Economics*, 37, nº1, págs. 3-37.
- Lee, D.; Madhavan, R. (2010): "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis". *Journal of Management*, 36, nº6, págs. 1345-1371.
- Lee, E.; Lin, S. (2008): "Corporate Sell-Offs in the UK: Use of Proceeds, Financial Distress and Long-Run Impact on Shareholder Wealth". *European Financial Management*, 14, nº2, págs. 222-242.
- Mak, C.Y.; Strong, N.; Walker, M. (2011): "Conditional Earnings Conservatism and Corporate Refocusing Activities". *Journal of Accounting Research*, 49, nº4, págs. 1041-1082.
- Markides, C.C. (1992): "Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence". *Academy of Management Journal*, 35, nº2, págs. 398-412.
- Markides, C.C. (1995): "Diversification, Restructuring and Economic-Performance". *Strategic Management Journal*, 16, nº2, págs. 101-118.
- Markides, C.C.; Singh, H. (1997): "A Symptom of Poor Governance Or a Solution to Past Managerial Mistakes". *European Management Journal*, 15, nº3, págs. 213-219.
- Moerland, P.W. (1995): "Corporate-Ownership and Control-Structures: An International Comparison". *Review of Industrial Organization*, 10, nº4, págs. 443-464.
- Morrow, J.L.; Johnson, R.A.; Busenitz, L.W. (2004): "The Effects of Cost and Asset Retrenchment on Firm Performance: The Overlooked Role of a Firm's Competitive Environment". *Journal of Management*, 30, nº2, págs. 189-208.
- North, D.C. (1991): "Towards a Theory of Institutional Change". *Quarterly Review of Economics and Business*, 31, nº4, págs. 3-11.

- OECD. (2009): Corporate Governance and the Financial Crisis. Directorate for Financial and Enterprise Affairs (ed), págs.1-30.
- Owen, S.; Shi, L.; Yawson, A. (2010): "Divestitures, Wealth Effects and Corporate Governance". *Accounting and Finance*, 50, n°2, págs. 389-415.
- Palich, L.; Cardinal, L.; Miller, C. (2000): "Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decades of Research". *Strategic Management Journal*, 21, n°2, págs. 155-174.
- Park, C.; Kim, S. (2008): "Corporate Governance, Regulatory Changes, and Corporate Restructuring in Korea, 1993-2004". *Journal of World Business*, 43, n°1, págs. 66-84.
- Patterson, K.D. (2004): "Early-Mover Strategy of Acquisition through Privatization in Emerging Economies: A Test of Contingent Resource-Based View". *Academy of Management Proceedings. Academy of Management*, 1, págs. K1-K6.
- Peng, M.; Lee, S.; Wang, D. (2005): "What Determines the Scope of the Firm Over Time? A Focus on Institutional Relatedness". *Academy of Management Review*, 30, n°3, págs. 622-633.
- Pirson, M.; Turnbull, S. (2011): "Toward a More Humanistic Governance Model: Network Governance Structures". *Journal of Business Ethics*, 99, n°1, págs. 101-114.
- Ruane, F.; Sutherland, J. (2005): "Export Performance and Destination Characteristics of Irish Manufacturing Industry". *Review of World Economics*, 141, n°3, págs. 442-459.
- Schoenberg, R. (2006): "Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics". *British Journal of Management*, 17, n°4, págs. 361-370.
- Sengupta, R.; Faccio, M. (2011): "Corporate Response to Distress: Evidence from the Asian Financial Crisis". *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93, n°2, págs. 127-154.
- Sherman, H. (2011): "Portrait of a Crisis". *Journal of Economic Issues*, 45, n°3, págs. 703-716.
- Slaughter and May. 2006. The European takeovers directive: An overview. [http://www.slaughterandmay.com/media/39335/the\\_european\\_takeovers\\_directive\\_-\\_an%20overview.pdf](http://www.slaughterandmay.com/media/39335/the_european_takeovers_directive_-_an%20overview.pdf) (20 junio, 2014)
- Veld, C.; Veld-Merkoulova, Y.V. (2004): "Do Spin-Offs really Create Value? the European Case". *Journal of Banking & Finance*, 28, n°5, págs. 1111-1135.
- Wan, W.P.; Hoskisson, R.E. (2003): "Home Country Environments, Corporate Diversification Strategies, and Firm Performance". *Academy of Management Journal*, 46, n°1, págs. 27-45.
- Wu, Z.; Delios, A. (2009): "The Emergence of Portfolio Restructuring in Japan". *Management International Review*, 49, n°3, págs. 313-335.
- Zhou, Y.M.; Li, X.; Syejnar, J. (2011): "Subsidiary Divestiture and Acquisition in a Financial Crisis: Operational Focus, Financial Constraints, and Ownership". *Journal of Corporate Finance*, 17, n°2, págs. 272-287.



## **Capítulo 5.**

# **LAS EMPRESAS REESTRUCTURADAS E INTERNACIONALIZADAS Y SU EFECTO EN EL RESULTADO EMPRESARIAL**



## 5.1. INTRODUCCIÓN

La literatura en Dirección Estratégica, tradicionalmente, se ha enfocado en las decisiones estratégicas necesarias para que las empresas logren ventaja competitiva (Porter y Siggelkow, 2008). Sin embargo, diferentes factores externos como la globalización, mayor número de competidores, leyes antimonopolio, entre otros, están influyendo de manera determinante en las estrategias que la empresa debe implantar para lograr el éxito y mantenerse a lo largo del tiempo (Maitland y Sammartino, 2012). Debido a la necesidad de interacción de varias estrategias para que las empresas se adapten a la evolución de los tiempos actuales, en este capítulo se intenta principalmente identificar si las empresas que reestructuran y se internacionalizan presentan un mejor resultado que aquellas empresas que sólo reestructuran.

Por una parte, la reestructuración de la cartera de negocios (RCN) es una estrategia corporativa que involucra diversidad de acciones con el fin de reconfigurar el campo de actividad de la empresa y crear valor para el accionista (Bergh, 1998; Bowman y Singh, 1993). En el capítulo anterior, se identifica un efecto positivo en el resultado de las empresas europeas que implantaron la estrategia de RCN.

Por otra parte, la internacionalización (también conocida como diversificación geográfica) es una decisión estratégica en donde la empresa busca nuevos mercados geográficos en los que emplear sus recursos disponibles, aumentando así gradualmente su participación internacional (Hitt *et al.*, 2006; Johanson y Vahlne, 1977). Esta estrategia corporativa es de gran interés tanto para las empresas como para los académicos (Hitt *et al.*, 2006; Zahra *et al.*, 2000). Así, se observa una mayor voluntad por parte de las empresas en buscar mercados alternativos debido a que muchos mercados desarrollados se encuentran estancados (Meyer, 2006).

Es extensa la literatura que analiza el efecto por separado de las estrategias de RCN y de internacionalización sobre el resultado de la empresa (Bowman *et al.*, 1999; Zeng *et al.*, 2010). Además, la relación entre diversificación de producto y reestructuración sí ha sido estudiada teórica y empíricamente por los académicos (Bergh y Holbein, 1997; Bergh y Lawless, 1998; Chang, 1996; Colak, 2010; Markides, 1995). Igualmente, se ha analizado la relación entre diversificación de producto y

diversificación geográfica (Benito-Osorio, 2011). No obstante, existe una laguna en la literatura de Dirección Estratégica y no se conoce un estudio empírico sobre las estrategias conjuntas de RCN y de diversificación geográfica y su efecto en los resultados empresariales.

Según nuestro conocimiento, la literatura actual presenta algunos trabajos teóricos sobre la interacción de estas dos estrategias (García, 2008; Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006). Por ejemplo, en el trabajo de Meyer (2006:1109) se acuña el término “*globalfocusing*”. El autor se refiere a aquellos conglomerados locales que han decidido reestructurarse para convertirse en especialistas y ofrecer sus productos y servicios en nichos de mercados globales. Estas empresas se basan en recursos y capacidades que les permiten ser más competitivos a escala mundial y desinvertir en otros negocios donde no poseen ventaja competitiva. Asimismo, Mascarenhas (1999: 252), utiliza el término “*large international specialists*” para denominar a un conjunto de empresas que siguen una estrategia corporativa intermedia entre las empresas multinacionales diversificadas y las empresas especialistas locales. Especialistas internacionales o especialistas globales son los dos únicos términos que se van a emplear en esta tesis doctoral para aludir a este tipo de empresas.

El interés del estudio conjunto de ambas estrategias (reestructuración e internacionalización) se justifica por la evidencia de su importancia en la práctica empresarial, especialmente en épocas de crisis como la que vive la economía mundial en los últimos años. De esta manera, incentivos exógenos como crisis financieras han provocado que muchas empresas reestructuren su cartera enfocándose en aquellos negocios que realmente crean valor para la empresa (Pathak *et al.*, 2013; Zhou *et al.*, 2011). Asimismo, mercados estancados y con un crecimiento anual negativo han obligado a pequeñas, medianas y grandes empresas de países desarrollados a buscar nuevas oportunidades fuera de sus fronteras (Binda, 2009; Luo, 2007). Además, varios estímulos, especialmente gubernamentales (García, 2008; Wang *et al.*, 2012; Zemplerova, 2006), están incitando a las empresas tanto a reestructurarse (disminuir su tamaño) como a internacionalizarse y buscar nuevos mercados atractivos. Cuando estos dos tipos de fuerzas se presentan simultáneamente, las empresas se enfrentan a una doble decisión estratégica que tiene que ver con la amplitud de su cartera de negocios y

el alcance de su actividad internacional. Su análisis conjunto, por tanto, permite analizar las interrelaciones entre ambas estrategias y su impacto en los resultados.

Así, el objetivo del presente capítulo es identificar si las empresas que implantan las estrategias conjuntas de reestructuración e internacionalización mejoran sus resultados empresariales en comparación con aquellas empresas que sólo reestructuran su cartera. La estructura de este capítulo es la siguiente. Primero, debido a que la literatura sobre el efecto conjunto de la RCN y la internacionalización es limitada, se presenta una síntesis de las contribuciones actuales en RCN, en internacionalización y su influencia, por separado, en el resultado de la empresa. A continuación, se examinan las contribuciones teóricas sobre el efecto conjunto de la reestructuración y la internacionalización y se desarrolla la hipótesis principal de esta investigación. Segundo, se presentan los datos de las empresas europeas obtenidos de la fuente de información *Thomson One* y se explica la metodología aplicada en el estudio. Tercero, se señalan los resultados obtenidos a través del análisis estadístico y del contraste empírico. Cuarto, se discuten los resultados. Quinto, se presentan las conclusiones conseguidas y las limitaciones y futuras líneas de investigación del presente capítulo.

## **5.2. CONSIDERACIONES TEÓRICAS E HIPÓTESIS**

### **5.2.1. La estrategia de RCN: una síntesis**

La RCN es una estrategia corporativa cuyo propósito principal es dar una respuesta a la destrucción de valor de la empresa. Se realiza a través de desinversiones y adquisiciones de nuevos negocios con el fin de desarrollar una nueva configuración del campo de actividad de la empresa y crear valor para los accionistas (Bergh, 1998; Bowman y Singh, 1993).

Como ya se mencionó en la introducción de la tesis, en este trabajo se identifican dos métodos principales para modificar la cartera de negocios de la empresa: a) Las desinversiones, entendidas como la venta por parte de la empresa matriz de parte de sus instalaciones, líneas de productos, subsidiarias, divisiones y/o unidades de negocio (Brauer, 2006; Moschieri y Mair, 2008); b) Además de desinvertir, la empresa puede unirse a otras empresas, cooperar (alianzas) o comprar nuevas líneas de negocio

(incluyendo fusiones y adquisiciones) para lograr mayor eficiencia organizativa y financiera (Bowman y Singh, 1993).

Existen dos consecuencias principales para la empresa una vez implantada una estrategia de RCN. La primera es una modificación en la configuración de su cartera de negocios (reenfoque, reorientación o liquidación del campo de actividad principal de la empresa) (Byerly *et al.*, 2003; Chang, 1996; Chatterjee *et al.*, 2003; Geroski y Gregg, 1994; Haynes *et al.*, 2003). La segunda es un impacto en los resultados empresariales.

Este capítulo se enfoca en este segundo impacto por lo que hemos identificado tres posibles efectos sobre los resultados. Primero, que efectivamente la implantación de una estrategia de RCN cree valor para la empresa. Segundo, que la implantación de una estrategia de RCN no cree valor y posiblemente hasta lo destruya. Tercero, otros trabajos indican que al implantar una estrategia de RCN su efecto va a depender de otros factores tanto exógenos como endógenos a la empresa para que se cree o se destruya valor.

En el primer caso, la mayoría de trabajos se centran en algún tipo de desinversión (*spin-off* o *sell-off*) y el resultado es medido a corto plazo a través de variables de mercado como el rendimiento anormal acumulado (CAR) (Ambrosini *et al.*, 2011; Bergh y Lim, 2008; Bowman *et al.*, 1999; Haynes *et al.*, 2002; Kumar, 2005; Lee y Madhavan, 2010; Veld y Veld-Merkoulova, 2004). En el segundo caso, existen trabajos que indican que la desinversión no crea valor a largo plazo y que no siempre la desinversión va a crear valor a corto plazo (Colak, 2010; Hillier *et al.*, 2009; Lee y Lin, 2008). En el tercer caso, el impacto de la RCN en el resultado va a depender de varios factores como el entorno institucional y económico, el comportamiento del resto de empresas en la misma industria, el formato de la RCN, las características de las unidades de negocio o la forma como se mide el resultado, entre otros factores (Bergh y Lim, 2008; Brauer y Wiersema, 2012; Datta *et al.*, 2003; Moschieri y Mair, 2008).

### **5.2.2. La estrategia de internacionalización: una síntesis**

Otra estrategia muy estudiada en el campo de la Dirección Estratégica es la internacionalización. Al principio, la internacionalización se asociaba particularmente con la venta de productos a destinos extranjeros (Hitt *et al.*, 2006; Welch y Luostarinen,

1988). En la actualidad, el concepto de la internacionalización abarca diferentes factores como el número de países donde la empresa posee filiales, los recursos globales que posee, el número de directivos y empleados a nivel internacional, el número de actividades y activos localizados en diferentes países, entre otros factores (Dunning, 1993; Zahra *et al.*, 2000). Gracias a aspectos económicos, legales, empresariales, nuevas tecnologías, transporte y logística se ha logrado una mayor globalización de los mercados y las industrias (Sachs y Warner, 1995; Von-Zedtwitz y Gassmann, 2002). Como resultado, las investigaciones sobre la estrategia de internacionalización han aumentado desde una gran diversidad de enfoques (Dabic *et al.*, 2014; Werner, 2002).

Se considera a la internacionalización como un proceso integral para adaptar las operaciones de la empresa, los flujos de información, los activos tangibles e intangibles, o el intercambio de tecnología a un entorno ajeno a su país de origen (Augusto Felicio *et al.*, 2012; Welch y Luostarinen, 1988). El enfoque de esta tesis es la cartera de negocios de la empresa. Por esta razón, a efectos de este capítulo, se entiende por internacionalización como la estrategia corporativa en donde la empresa vende uno o varios productos de su cartera de negocios en dos o más áreas geográficas diferentes a su país de origen.

La internacionalización o diversificación geográfica implica la entrada en nuevos mercados geográficos estén o no relacionados con el mercado actual. En este capítulo se señalan dos tipos de diversificación geográfica: relacionada y no relacionada (Rumelt, 1974). La relacionada, también conocida como estrategia de proximidad, se refiere a que los distintos productos se venden en mercados geográficos similares aprovechando las sinergias entre los compradores afines (Prahalad y Bettis, 1986). La literatura indica que la diversificación geográfica relacionada puede afectar positivamente a los resultados de la empresa con menor riesgo para la misma (Aulakh *et al.*, 2000). Esto se justifica, entre otros aspectos, por la mayor facilidad de transferir conocimientos a mercados con una cultura nacional parecida y menor distancia geográfica (Ellis, 2007).

Por el contrario, la internacionalización o diversificación geográfica no relacionada o conglomerada se refiere a que los diferentes productos se venden en nuevos mercados geográficos diferentes y más distantes al país de origen. Ésta es la

estrategia más ambiciosa y con mayor riesgo (Benito-Osorio, 2011). Así, la diversificación geográfica no relacionada significa mayores riesgos para la empresa y menores probabilidades de obtener resultados positivos significativos (Aulakh *et al.*, 2000; Vermeulen y Barkema, 2002).

La relación entre la estrategia de internacionalización y el resultado empresarial ha sido extensamente estudiada en la literatura. En el presente capítulo se identifican tres posibles consecuencias considerando principalmente los costes y beneficios de esta estrategia (Wagner, 2004; Zeng *et al.*, 2010). En el primer caso, la diversificación geográfica relacionada aumenta el resultado de la empresa hasta cierto nivel, después del cual lo perjudicaría, principalmente por la reducción de las economías de escala, el aumento de los costes de transacción y coordinación de recursos limitados (Aulakh *et al.*, 2000; Driffield *et al.*, 2008; Ellis, 2007). Por su parte, la diversificación geográfica no relacionada puede afectar positivamente al resultado de la empresa a pesar de las distancias culturales, cuando la empresa cuenta con activos intangibles importantes como tecnología y publicidad (Benito-Osorio, 2011; Mascarenhas, 2013).

En el segundo caso se identifica que la internacionalización en general puede tener efectos negativos sobre la rentabilidad para el accionista pero una influencia positiva sobre el crecimiento de la empresa (Denis *et al.*, 2002; Geringer *et al.*, 2000). Asimismo, la diversificación geográfica no relacionada puede afectar negativamente al resultado de la empresa cuando es complicado interiorizar nuevas experiencias y características únicas de cada mercado (Aulakh *et al.*, 2000; Vermeulen y Barkema, 2002).

En el tercer caso, se señala que no es la internacionalización *per se* la que afecta significativamente al resultado. Las variables moderadoras, como la disponibilidad de recursos y capacidades valiosos, son las que le otorgan esta ventaja competitiva en mercados internacionales (Brewer, 1981; Morck y Yeung, 1991; Ravichandran *et al.*, 2009).

### 5.2.3. El efecto conjunto de la reestructuración y la internacionalización

Las últimas tres décadas han sido de creciente presión de la competencia a nivel global y cambios tecnológicos nunca antes vistos. Además, la crisis mundial de 2008, conocida por algunos como la “Gran Recesión” (Sherman, 2011: 703), ha obligado a muchas empresas a replantear sus estrategias de crecimiento y la mejora de sus capacidades técnico-productivas (García, 2008; Piscitello, 2013).

La permanente eliminación de las barreras comerciales y la reestructuración de las empresas están dando lugar a una mayor manifestación de lo que algunos autores han llamado especialistas internacionales (Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006). Éstas son empresas que se centran en una línea de negocio o industria, pero con un alcance internacional amplio. Como se mencionó anteriormente, los especialistas internacionales componen el creciente terreno intermedio entre las empresas multinacionales diversificadas y las empresas especialistas locales (Mascarenhas, 1999). Estas empresas desarrollan el *know-how* en el campo escogido, que les ayuda a superar las barreras extranjeras de entrada. Además, distribuyen su línea de negocio al exterior para obtener oportunidades de crecimiento internacional, diversificación geográfica del riesgo, diferenciación en los costes de los factores y mayor poder de mercado dentro del nicho escogido (Mascarenhas, 2013).

Cabe destacar que Mascarenhas (1999: 255) identifica dos tipos de empresas que pueden ser especialistas globales -pequeñas y grandes-, construyendo el perfil de cada una. Las empresas analizadas en nuestro trabajo coinciden con el perfil de las segundas (*large international specialists*), cuyas características más relevantes son: cotizan en bolsa, tienen mayor facilidad de financiarse, crecen rápido a través de adquisiciones de negocios similares, se expanden a todos los mercados internacionales, y muchas veces son empresas que antes eran multinacionales diversificadas pero que decidieron enfocarse en sus competencias esenciales. Nuestro caso se centra en este tipo de empresas diversificadas que han decidido reestructurar su cartera de negocios.

Existen varios enfoques teóricos que podrían explicar una mejora en el resultado de la empresa provocado por una especialización del campo de actividad (estrategia de

RCN) y una expansión a otros mercados extranjeros (estrategia de internacionalización). Un nuevo enfoque de la teoría del comercio internacional -*Trade Theory*- (Kellman y Shachmurove, 2011: 212) que privilegia las economías de escala y la especialización, indica que si una empresa se especializa en determinada industria y para alcanzar economías de escala se internacionaliza podría dominar dicha industria a escala mundial.

Además, la teoría de los costes de transacción señala que un aumento de los costes organizativos de las empresas altamente diversificadas aumenta los problemas de pérdida de control y de información (Markides, 1995). Lo que respalda el supuesto del reenfoque empresarial. Igualmente, el enfoque basado en los recursos (EBR) indica que es conveniente concentrar recursos y capacidades específicas en operaciones menos diversas para lograr ventajas competitivas (Bergh, 1998). Así, la distancia cultural no siempre afecta al resultado de la empresa (Shenkar, 2012). Las variables como los recursos y las capacidades pueden minimizar la distancia cultural y otorgar una ventaja competitiva en mercados internacionales.

Según nuestro conocimiento, no existe un trabajo que revise empíricamente el efecto conjunto de la reestructuración e internacionalización en empresas europeas. Sin embargo, existen trabajos que presentan proposiciones sobre esta relativamente nueva línea de investigación (García, 2008; Mascarenhas, 1999; Mascarenhas, 2013; Meyer, 2006). De acuerdo con Meyer (2006), las empresas europeas han acelerado su internacionalización en las últimas décadas. Además, en la actualidad el tema del “reenfoque” se ha convertido en una palabra de moda en los consejos de administración. Todo esto porque las empresas persiguen maximizar sus competencias esenciales y desinvertir en las actividades periféricas de su cartera de negocios.

Existen varios motivos para que las empresas diversificadas decidan especializarse e internacionalizar sus líneas de negocio centrales. Primero, las barreras comerciales son cada vez menores y las tecnologías de información y comunicación son mayores lo que facilita el acceso a mercados internacionales a todo tipo de empresas, incluidas las pequeñas y medianas (Mascarenhas, 1999). Este acceso más fácil a los mercados internacionales provoca un aumento de la competencia a escala mundial lo que está provocando que conglomerados diversificados se centren en sus negocios

centrales y, por tanto, pasando a ser especialistas globales. Estas empresas multinacionales, mucho más especializadas, compiten en nichos de mercado más estrechos, otorgándoles una verdadera ventaja sobre sus rivales (Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006).

Segundo, leyes antimonopolio más relajadas y el aumento de OPAs ha provocado una mayor especialización en las empresas (Mascarenhas, 1999). La economía americana ha sufrido dos olas de OPAs en el siglo XX. La primera en los años 60 en los que la tendencia dominante era la diversificación no relacionada. Mientras que la segunda, en los años 80, se centró en revertir el proceso de diversificación previo hacia una mayor especialización de los grandes conglomerados. De acuerdo con Shleifer y Vishny (1991), las leyes antimonopolio juegan un papel importante en el surgimiento de esta segunda ola. Durante la administración de Reagan, las leyes antimonopolio se fueron relajando paulatinamente y las autoridades antimonopolio dejaron de cuestionar las fusiones dentro de la misma industria. Así, Bhagat *et al.* (1990) demuestran que más del 70% de las adquisiciones, producto de las OPAs hostiles de los años 80, se encontraban dentro de la misma línea del negocio central.

Tercero, nuevos negocios requieren nuevos conocimientos, nuevos procesos y nuevas prácticas organizativas. Posiblemente requieren que los administradores aprendan una cultura corporativa diferente para cada negocio. Por esta razón, una dispersión dentro de diferentes mercados de productos podría no ser atractivo (Chatman y Jehn, 1994; Prahalad y Bettis, 1986; Vermeulen y Barkema, 2002). Cuantos más negocios de una empresa participen en la internacionalización, mayores dificultades para absorber las nuevas experiencias que los acompañan. La dispersión de los diferentes negocios podría perjudicar el resultado de la empresa ya que a la excesiva diversificación de productos se añadiría la alta diversificación geográfica (Barkema y Vermeulen, 1998; Haleblan y Finkelstein, 1999; Vermeulen y Barkema, 2002).

Cuarto, una menor complejidad de la empresa puede reducir los costes de seguimiento y de coordinación. Además, puede reducir los riesgos de estar presente en mercados diferentes (Veld y Veld-Merkoulova, 2004). De acuerdo con el EBR, es necesario un ajuste apropiado entre los recursos y capacidades de la empresa y su

cartera de negocios para aprovechar las combinaciones más eficientes y concentrar sus operaciones en lograr ventajas competitivas (Bergh, 1998).

Por todos estos motivos, cabría pensar que una empresa que simultáneamente reduce la amplitud de su cartera de negocios y busca aprovechar sus competencias esenciales con una mayor presencia internacional ha de mejorar sus resultados. Por tanto, tratamos de comprobar empíricamente en este capítulo si una empresa que implanta conjuntamente una estrategia de RCN y de internacionalización presenta mejores resultados que una empresa que solamente reestructura (capítulo 4). Para ello, basándonos en los argumentos previos enunciamos la hipótesis exploratoria para obtener evidencia empírica en el contexto europeo:

**Hipótesis 1 (H1).** En una muestra de empresas altamente diversificadas, las empresas que implantan una estrategia conjunta de RCN e internacionalización muestran un mejor resultado que las empresas que aplican solamente la estrategia de RCN.

## 5.3. DATOS Y METODOLOGÍA

### 5.3.1. Muestra y descripción de los datos

Se escoge como fuente de información secundaria las bases de datos de *Thomson One*, reconocida fuente de información a nivel mundial. A continuación, se escogen los países miembros de la UE-15<sup>1</sup>. Se identifica el período de estudio de 2000 a 2011. Todas las empresas, que corresponden a siete industrias económicas diferentes, cotizan en algún mercado de capitales de los 15 países europeos. Se excluyen las empresas de instituciones financieras y bancos debido a que sus métodos contables difieren del resto de las empresas (Mak *et al.*, 2011). Además, se escogieron aquellas empresas que presentaban información detallada no sólo sobre su cartera de negocios sino también sobre los destinos de exportación de sus productos. Asimismo, se escogieron aquellas que hayan reestructurado su cartera por lo menos una vez durante el

---

<sup>1</sup> UE-15: corresponde a los países miembros de la Unión Europea durante el período 1995-2004: Austria, Bélgica, Alemania, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Reino Unido, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y Suecia.

período 2000-2011. La muestra final está compuesta por 8.874 observaciones correspondientes a 931 empresas de 15 países europeos que reestructuraron en algún momento del período 2000-2011.

### 5.3.2. Metodología

Para medir los resultados de las empresas se escoge el ROA. La medición del resultado de la empresa origina mucho debate entre los partidarios de la utilización de variables de naturaleza contable y de mercado. Cada variable que definitivamente se seleccione puede reflejar una característica diferente de los resultados aunque ambos tipos de variables podrían estar interrelacionadas. Algunos trabajos calculan el efecto del anuncio de una reestructuración en el resultado de la empresa a través de medidas de mercado, siendo la más utilizada el CAR (Datta *et al.*, 2003; Fernández de Ávila *et al.*, 2010; Haynes *et al.*, 2002; Moschieri y Mair, 2008). Otros trabajos suelen utilizar medidas contables (Bergh y Lim, 2008; Bowman *et al.*, 1999). En el campo de la Dirección Estratégica han sido más comúnmente utilizadas las variables de naturaleza contable pues permiten replicar y comparar investigaciones previas (Benito-Osorio, 2011). En este capítulo, siguiendo el enfoque estratégico y continuando en la misma línea del capítulo anterior, se va a utilizar la rentabilidad económica (ROA) calculada para cada empresa.

Para seleccionar el grupo de empresas que han implantado una estrategia conjunta de RCN e internacionalización se siguen varios pasos. Primero, se identifican las empresas que han reestructurado. Así, se identifica la variable denominada “RCN” que se calcula siguiendo el ejemplo de Hoskisson y Johnson (1992). Es decir que se considera que ha habido una reestructuración de la cartera cuando la empresa haya desinvertido por lo menos el 10% de su activo base. Se escoge este porcentaje porque representa una reducción significativa y no una fluctuación aleatoria o ajuste gradual (Hoskisson y Johnson, 1992; Markides, 1995). Debido a que se entiende que la RCN equivale a desinversiones pero también adquisiciones de nuevos activos para aprovechar las economías del mercado de capitales (Bergh, 1998; Markides, 1995; Mulherin y Boone, 2000), en este capítulo se va a considerar también que una empresa ha reestructurado cuando se registren desinversiones y adquisiciones de al menos un 10% del activo base de la empresa (Bergh, 1998). No se van a considerar aquellas empresas

que sólo hayan comprado nuevos activos. Se toma esta decisión pues, de acuerdo con Bowman y Singh (1993: 8), la RCN incluye desinversiones y adquisiciones de activos. Además, al existir pocos trabajos empíricos que incluyan simultáneamente estos dos métodos (desinversiones y adquisiciones), nos pareció que se podría contribuir con una comprensión más global del fenómeno de la reestructuración. De acuerdo con este criterio, la variable RCN tomará el valor 1 si la empresa ha reestructurado y 0 en caso contrario. Se identifican 931 empresas que han reestructurado.

Segundo, se identifican aquellas empresas que se han internacionalizado. Para esto, se escoge la medida más utilizada por la literatura de diversificación geográfica: la propensión exportadora también calculada como el ratio ventas extranjeras/ventas totales (Contractor *et al.*, 2007; Geringer *et al.*, 2000; Li y Yue, 2008; Sullivan, 1994). Esta variable se denominará “INTER”. Las empresas que hayan internacionalizado sus operaciones serán aquellas cuyo ratio sea igual o mayor a 0,30 (Sullivan, 1994). Si una empresa presenta un ratio igual o mayor a 0,3 se le asigna a la variable “INTER” el 1 caso contrario el 0. Se identifican 527 empresas que ya son internacionales en el mismo año que reestructuran.

Tercero, se escogen aquellas empresas que registren, en el mismo año, el 1 en la variable dicotómica “RCN” e “INTER”. Así, se crea una tercera variable dicotómica llamada “RCNEINTER” que asigna el 0 si la empresa sólo ha reestructurado y el 1 cuando la empresa haya reestructurado e internacionalizado en un mismo año.

Para poder comprobar la hipótesis central en este estudio se decidió realizar un contraste de diferencia de medias. Se escoge esta metodología puesto que se desea comparar los resultados (medidos a través del ROA) de dos diferentes grupos: 1) las empresas que implantaron una estrategia conjunta de RCN e internacionalización (RCNEINTER =1); y 2) las empresas que sólo han implantado una estrategia de RCN (RCNEINTER =0). Para poder medir con exactitud el mundo social y para poder documentar los niveles de diferentes características de la sociedad, las investigaciones, especialmente, de las ciencias sociales, emplean el *t-test* o el contraste de diferencia de medias (Fay y Proschan, 2010; Lind *et al.*, 2001). Para realizar este test de diferencia de medias, el estadístico de contraste es:

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - d_0}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}},$$

Nuestra hipótesis nula es:

$$H_0: \mu_{RCNEINTER1} = \mu_{RCNEINTER0}$$

La hipótesis alternativa es:

$$H_1: \mu_{RCNEINTER1} > \mu_{RCNEINTER0}$$

Así nuestra hipótesis es que las empresas que se les asigna el 1 en la variable dicotómica RCNEINTER tienen una mejor media de ROA que las empresas que se les asigna el 0 en la variable RCNEINTER. Los dos grupos fueron controlados respecto de las variables de tamaño, nivel de deuda, productividad y gastos de capital.

## 5.4. RESULTADOS

A continuación se presentan los resultados más relevantes obtenidos del análisis empírico realizado tras aplicar la metodología propuesta en el apartado anterior. Primero se lleva a cabo un análisis de naturaleza descriptiva y segundo se realiza un análisis de los resultados obtenidos tras llevar a cabo el test de diferencia de medias.

### 5.4.1. Análisis descriptivo: las empresas reestructuradas e internacionalizadas en el contexto europeo

El análisis descriptivo se ha realizado teniendo en cuenta la muestra final de empresas reestructuradas e internacionalizadas (527 empresas) en el período 2000-2011 a través de la variable dicotómica “RCNEINTER”. Basándonos en los datos disponibles de *Thomson One*, se identifican los principales destinos de las exportaciones de las empresas europeas reestructuradas. Debido al número de países que se identifican (98 países) se agrupan en tres regiones. El primer grupo denominado “EEE+Suiza” consiste

en ventas realizadas dentro del Espacio Económico Europeo más Suiza<sup>2</sup>. El segundo grupo denominado “OCDE” contiene el resto de países miembros de la OCDE<sup>3</sup>. El tercer grupo denominado “resto del mundo” aglutina el resto de países no incluidos en los dos grupos anteriores.

En la tabla 5.1 se presenta la evolución de las exportaciones por áreas geográficas de las empresas reestructuradas que se han internacionalizado. Se puede apreciar que, en el período de mayor crecimiento europeo (2004-2007), las ventas dentro del EEE+Suiza aumentaron en comparación con el período anterior. Mientras que en el período de recesión económica (2008-2011), las ventas dentro del mismo grupo disminuyeron. Por el contrario, en el último período, las ventas hacia los países de la OCDE y resto del mundo aumentaron. Los principales lugares de destino de las exportaciones de las empresas europeas en el período 2000-2011 corresponden a Reino Unido, Estados Unidos, Alemania, Francia, China y Brasil.

**Tabla 5.1. Evolución de las exportaciones por áreas geográficas: 2000-2011**

	<b>2000-2003</b>	<b>2004-2007</b>	<b>2008-2011</b>
<b>EEE+Suiza</b>	58,46%	60,31%	52,65%
<b>OCDE</b>	24,23%	20,51%	21,04%
<b>Resto del Mundo</b>	17,32%	19,18%	26,31%

#### **5.4.2. Resultados del contraste de diferencia de medias**

En la tabla 5.2 se observa el contraste de diferencia de medias del ROA de las empresas que implantaron una estrategia conjunta de RCN e internacionalización (RCNEINTER =1) con las empresas que sólo implantaron una estrategia de RCN (RCNEINTER =0). La diferencia se considerará significativa cuando el puntaje obtenido en la prueba de diferencias de medias sea mayor o igual a 2,021.

<sup>2</sup> Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Croacia, Chipre, República Checa, Dinamarca, Escandinavia, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Liechtenstein, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Norte de Europa, Noruega, Polonia, Portugal, Rumania, Suecia, Suiza, Reino Unido y Unión Europea Occidental.

<sup>3</sup> EEUU, Canadá, Norteamérica, Australia y Nueva Zelanda

**Tabla 5.2. Resultados del contraste de diferencia de medias para los dos grupos de empresas**

	<b>ROA si RCNEINTER = 1</b>	<b>ROA si RCNEINTER = 0</b>
<b>Nº observaciones</b>	527	8.347
<b>Media</b>	5,454962121	3,238272433
<b>Desviación típica</b>	11,08911801	14,45492442
<b>Varianza</b>	122,9685383	208,9448401

Nuestro estadístico de contraste sería

$$T = (5,45 - 3,24) / \left( \frac{122,97}{527} + \frac{208,94}{8347} \right)^{0,5} = 4,35$$

El valor del estadístico es mayor que el valor crítico al 1%. Por tanto rechazamos la hipótesis nula, es decir, podemos afirmar con un 1% de margen de error que la media de ROA si RCNEINTER es 1 es mayor que si es 0. Lo que es coherente con la hipótesis 1. Por lo que se podría interpretar que las empresas presentan mejores resultados cuando reestructuran y se internacionalizan que cuando sólo reestructuran.

## 5.5. DISCUSIÓN DE RESULTADOS

Los resultados anteriores profundizan nuestra comprensión del efecto conjunto de las estrategias de RCN e internacionalización. La estimación obtenida avala nuestra hipótesis exploratoria de que las empresas mejoran sus resultados (en términos de ROA) cuando implantan una estrategia conjunta de RCN e internacionalización. Estos resultados coinciden con revisiones teóricas previas de ambas estrategias (García, 2008; Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006). Así, Meyer (2006) señala que las empresas, en mercados liberalizados, se encuentran forzadas a desinvertir en las actividades periféricas en las que no pueden alcanzar el liderazgo de la industria y a centrarse en aquella industria en donde sí pueden lograr ventajas competitivas.

Si analizamos los resultados descriptivos de la muestra (apartado 5.4.1), se observa que en el período de mayor crecimiento europeo (2004-2007) el porcentaje de las exportaciones dentro del EEE+Suiza aumentó con respecto al período anterior. Mientras que en el período de recesión económica (2008-2011) el porcentaje de las exportaciones dentro de este mismo grupo disminuyeron. Además, el porcentaje de las exportaciones hacia mercados menos relacionados (resto del mundo) ha ido aumentando

a lo largo de los tres períodos. Esto va en línea con la literatura de diversificación geográfica, que indica que en época de recesión económica las empresas se ven obligadas a salir fuera de sus fronteras nacionales o regionales para mejorar sus ingresos y en períodos de crecimiento económico ocurre lo opuesto (Benito-Osorio, 2011).

## **5.6. CONCLUSIONES**

La literatura en Dirección Estratégica ha realizado un exhaustivo análisis del comportamiento de la empresa multinacional diversificada. Sin embargo, el estudio de la evolución de la empresa conglomerada a una empresa especialista global es muy limitado. A través del análisis teórico y empírico se llega a la conclusión de que las estrategias de reestructuración e internacionalización no sólo son complementarias sino que pueden ser deseadas en un entorno empresarial cada vez más exigente y global.

Así, en los mercados liberalizados, la existencia de fabricantes especializados y numerosos competidores extranjeros desafía a los conglomerados diversificados en los diferentes sectores en los que operan. De esta forma, los directivos pueden aprovechar este contexto tan competitivo mediante el reposicionamiento de su negocio central en nichos viables para los que estén preparados. Además, para aprovechar las economías de escala, los directivos deben buscar este mismo nicho a nivel global. Cabe destacar que identificar los recursos necesarios para establecer este nicho internacional puede ayudar a los directivos para ejecutar esta estrategia de especialización global.

Este capítulo, enfocándose en empresas europeas reestructuradas e internacionalizadas, ha intentado conducir a una mayor comprensión de la interacción de estas dos estrategias durante el período 2000-2011. El objetivo principal del presente capítulo fue identificar si las empresas que implantan las estrategias conjuntas de reestructuración e internacionalización mejoran los resultados empresariales en comparación con aquellas empresas que sólo reestructuran su cartera. La evidencia empírica desarrollada demuestra que las empresas presentan mejores resultados cuando reestructuran y se internacionalizan que cuando sólo reestructuran, contribuyendo, así, con una primera aproximación empírica a las revisiones teóricas previas de ambas estrategias (García, 2008; Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006).

En síntesis, basándonos en el concepto de las competencias esenciales o centrales, apoyamos la premisa de que una empresa se debe especializar en lo que hace mejor y a pesar de las distancias culturales, cuando la empresa cuenta con activos intangibles importantes podría dominar dicha industria a nivel mundial (Mascarenhas, 2013; Prahalad y Hamel, 1990).

Las implicaciones de este capítulo son varias tanto para académicos como para los responsables de la estrategia de la empresa. Desde el punto de vista académico, a pesar de que existen algunos trabajos que analizan teóricamente estas dos estrategias (García, 2008; Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006), según nuestro conocimiento, no existe una investigación empírica que compare a las empresas que han implantado estas dos estrategias conjuntas con aquellas que sólo han implantado una estrategia de RCN. Por lo que se podría interpretar que la empresa presenta mejores resultados cuando reestructura y se internacionaliza que cuando sólo reestructura. Este capítulo es una primera aproximación en el contexto europeo por lo que esperamos se fortalezca con nueva evidencia empírica.

Desde el punto de vista empresarial, se deberían considerar estas dos estrategias en conjunto como una alternativa válida a la estrategia de diversificación de las empresas multinacionales. Tomando en cuenta todos los cambios que sufre el entorno actual de la empresa (mayor competencia, menos barreras al comercio, mayor conectividad de los mercados, tecnología en distribución, transporte y logística nunca antes vista, entre otros) nos parece viable sugerir la implantación de estas dos estrategias. Además, se revela un nuevo perfil de empresas que está emergiendo no sólo en la teoría sino en la práctica empresarial: las especialistas globales.

Esta es una investigación exploratoria y es una primera aproximación del efecto conjunto de estas dos estrategias en los resultados de la empresa. Por tal motivo, abre las puertas a múltiples y diferentes líneas de investigación. Primero, se ha utilizado un contraste de diferencia de medias para revisar las empresas de la muestra. Sin embargo, es necesario un análisis más complejo y más detallado teniendo en cuenta el índice de entropía de la diversificación de producto y de la diversificación geográfica.

Segundo, es necesaria la aplicación de técnicas econométricas más avanzadas para identificar el efecto de estas estrategias dos o tres años después y poder comparar con la situación de la empresa un año o hasta dos años antes de implantar estas estrategias. Tercero, sería recomendable construir un modelo que permita medir los resultados de la empresa desde un enfoque de mercado para presentar una visión global del desempeño de la empresa.

Cuarto, un cambio estratégico de esta magnitud incluye múltiples actividades por lo que es necesario un estudio profundo de las implicaciones en la estructura organizativa de la empresa para poder implantar con éxito estas estrategias conjuntas. Al ser ésta una de las primeras investigaciones que analiza la interacción de ambas estrategias los esfuerzos realizados parecen válidos. Gracias a los resultados presentados en este capítulo, esperamos que el interés por el estudio simultaneo de estas dos estrategias aumente y una nueva corriente de investigación en Dirección Estratégica se fortalezca. Así pues, las empresas puedan aprovechar de los cambios del entorno actual y lograr la consistencia y la integración sinérgica de estas dos estrategias.

## 5.7. REFERENCIAS

- Ambrosini, V.; Bowman, C.; Schoenberg, R. (2011): "Should Acquiring Firms Pursue More than One Value Creation Strategy? an Empirical Test of Acquisition Performance". *British Journal of Management*, 22, nº1, págs. 173-185.
- Augusto Felicio, J.; Caldeirinha, V.R.; Rodrigues, R. (2012): "Global Mindset and the Internationalization of Small Firms: The Importance of the Characteristics of Entrepreneurs". *International Entrepreneurship and Management Journal*, 8, nº4, págs. 467-485.
- Aulakh, P.S.; Kotabe, M.; Teegen, H. (2000): "Export Strategies and Performance of Firms from Emerging Economies: Evidence from Brazil, Chile, and Mexico". *Academy of Management Journal*, 43, nº3, págs. 342-361.
- Barkema, H.; Vermeulen, F. (1998): "International Expansion through Start-Up Or Acquisition: A Learning Perspective". *Academy of Management Journal*, 41, nº1, págs. 7-26.
- Benito-Osorio, D. (2011): El Efecto Dinámico De La Estrategia De Diversificación De Producto Y Geográfica Sobre Los Resultados En Las Empresas Industriales Españolas. Tesis Doctoral. Universidad Rey Juan Carlos, Madrid.
- Bergh, D.D.; Holbein, G.F. (1997): "Assessment and Redirection of Longitudinal Analysis: Demonstration with a Study of the Diversification and Divestiture Relationship". *Strategic Management Journal*, 18, nº7, págs. 557-571.
- Bergh, D.D. (1998): "Product-Market Uncertainty, Portfolio Restructuring, and Performance: An Information-Processing and Resource-Based View". *Journal of Management*, 24, nº2, págs. 135-155.
- Bergh, D.D.; Lawless, M. (1998): "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy". *Organization Science*, 9, nº1, págs. 87-102.
- Bergh, D.D.; Lim, E. (2008): "Learning how to Restructure: Absorptive Capacity and Improvisational Views of Restructuring Actions and Performance". *Strategic Management Journal*, 29, nº6, págs. 593-616.
- Bhagat, S.; Shleifer, A.; Vishny, R. (1990): "Hostile Takeovers in the 1980s - the Return to Corporate Specialization". *Brookings Papers on Economic Activity*, págs. 1-84.
- Binda, V. (2009): "Internationalization of Big Firms in Two Southern European Nations. Italy and Spain, 1950-2002". *Revista de Historia Industrial*, nº40, págs. 95-123.
- Bowman, E.H.; Singh, H. (1993): "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm". *Strategic Management Journal*, 14, nº1, págs. 5-14.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R. (1999): "When does Restructuring Improve Economic Performance?". *California Management Review*, 41, nº2, págs. 33-54.
- Brauer, M.F. (2006): "What have we Acquired and what should we Acquire in Divestiture Research? A Review and Research Agenda". *Journal of Management*, 32, nº6, págs. 751-785.
- Brauer, M.F.; Wiersema, M.F. (2012): "Industry Divestiture Waves: How a Firm's Position Influences Investor Returns". *Academy of Management Journal*, 55, nº6, págs. 1472-1492.

- Brewer, H. (1981): "Investor Benefits from Corporate International Diversification". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16, n°1, págs. 113-126.
- Byerly, R.T.; Lamont, B.T.; Keasler, T. (2003): "Business Portfolio Restructuring, Prior Diversification Posture and Investor Reactions". *Managerial and Decision Economics*, 24, n°8, págs. 535-548.
- Chang, S. (1996): "An Evolutionary Perspective on Diversification and Corporate Restructuring: Entry, Exit, and Economic Performance during 1981-89". *Strategic Management Journal*, 17, n°8, págs. 587-611.
- Chatman, J.; Jehn, K. (1994): "Assessing the Relationship between Industry Characteristics and Organizational Culture: How Different can You be?". *Academy of Management Journal*, 37, n°3, págs. 522-553.
- Chatterjee, S.; Harrison, J.; Bergh, D. (2003): "Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing". *Strategic Management Journal*, 24, n°1, págs. 87-96.
- Colak, G. (2010): "Diversification, Refocusing and Firm Value". *European Financial Management*, 16, n°3, págs. 422-448.
- Contractor, F.J.; Kumar, V.; Kundu, S.K. (2007): "Nature of the Relationship between International Expansion and Performance: The Case of Emerging Market Firms". *Journal of World Business*, 42, n°4, págs. 401-417.
- Dabic, M.; González-Loureiro, M.; Furrer, O. (2014): "Research on the Strategy of Multinational Enterprises: Key Approaches and New Avenues". *Business Research Quarterly*, 17, n°2, págs. 129-148.
- Datta, S.; Iskandar-Datta, M.; Raman, K. (2003): "Value Creation in Corporate Asset Sales: The Role of Managerial, Performance and Lender Monitoring". *Journal of Banking & Finance*, 27, n°2, págs. 351-375.
- Denis, D.J.; Denis, D.K.; Yost, K. (2002): "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value". *Journal of Finance*, 57, n°5, págs. 1951-1979.
- Driffield, N.; Du, J.; Girma, S. (2008): "Optimal Geographic Diversification and Firm Performance: Evidence from the UK". *Journal of Productivity Analysis*, 30, n°2, págs. 145-154.
- Dunning, J.H. (1993): *The Globalization of Business: The Challenge of the 1990s*. Routledge, Londres.
- Ellis, P.D. (2007): "Paths to Foreign Markets: Does Distance to Market Affect Firm Internationalisation?". *International Business Review*, 16, n°5, págs. 573-593.
- Fay, M.P.; Proschan, M.A. (2010): "Wilcoxon-Mann-Whitney Or T-Test? on Assumptions for Hypothesis Tests and Multiple Interpretations of Decision Rules.". *Statistics Surveys*, 4, págs. 1-39.
- Fernández de Ávila, J.C.; Garay, U.; Pablo, E. (2010): "Determinants of Shareholders' Returns Following Announcements of Asset Sales: Evidence from Latin America". *Academia-Revista Latinoamericana de Administracion*, n°45, págs. 40-58.
- García, G.M.C. (2008): "The Agricultural Machinery Industry in Argentina: From Restructuring to Internationalization?". *Cepal Review*, 96, págs. 223-239.

- Geringer, J.; Tallman, S.; Olsen, D. (2000): "Product and International Diversification among Japanese Multinational Firms". *Strategic Management Journal*, 21, n°1, págs. 51-80.
- Geroski, P.; Gregg, P. (1994): "Corporate Restructuring in the UK during the Recession". *Business Strategy Review*, 5, n°2, págs. 1-19.
- Haleblian, J.; Finkelstein, S. (1999): "The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective". *Administrative Science Quarterly*, 44, n°1, págs. 29-56.
- Haynes, M.; Thompson, S.; Wright, M. (2002): "The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies". *Journal of Industrial Economics*, 50, n°2, págs. 173-196.
- Haynes, M.; Thompson, S.; Wright, M. (2003): "The Determinants of Corporate Divestment: Evidence from a Panel of UK Firms". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 52, n°1, págs. 147-166.
- Hillier, D.; McColgan, P.; Werema, S. (2009): "Asset Sales and Firm Strategy: An Analysis of Divestitures by UK Companies". *European Journal of Finance*, 15, n°1, págs. 71-87.
- Hitt, M.A.; Tihanyi, L.; Miller, T.; Connelly, B. (2006): "International Diversification: Antecedents, Outcomes, and Moderators". *Journal of Management*, 32, n°6, págs. 831-867.
- Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (1992): "Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and Research-and-Development Intensity". *Strategic Management Journal*, 13, n°8, págs. 625-634.
- Johanson, J.; Vahlne, J.E. (1977): "The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments". *Journal of International Business Studies*, 8, n°1, págs. 23-32.
- Kellman, M.; Shachmurove, Y. (2011): "Diversification and Specialization Paradox in Developing Country Trade". *Review of Development Economics*, 15, n°2, págs. 212-222.
- Kumar, M.V.S. (2005): "The Value from Acquiring and Divesting a Joint Venture: A Real Options Approach". *Strategic Management Journal*, 26, n°4, págs. 321-331.
- Lee, D.; Madhavan, R. (2010): "Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis". *Journal of Management*, 36, n°6, págs. 1345-1371.
- Lee, E.; Lin, S. (2008): "Corporate Sell-Offs in the UK: Use of Proceeds, Financial Distress and Long-Run Impact on Shareholder Wealth". *European Financial Management*, 14, n°2, págs. 222-242.
- Li, J.; Yue, D.R. (2008): "Market Size, Legal Institutions, and International Diversification Strategies: Implications for the Performance of Multinational Firms". *Management International Review*, 48, n°6, págs. 667-688.
- Lind, D.A.; Mason, R.D.; Marshall, W.G. (2001): *Estadística Para Administración Y Economía*. Ed. McGraw-Hill, México.
- Luo, Y. (2007): "From Foreign Investors to Strategic Insiders: Shifting Parameters, Prescriptions and Paradigms for MNCs in China". *Journal of World Business*, 42, n°1, págs. 14-34.

- Maitland, E.; Sammartino, A. (2012): "Flexible Footprints: Reconfiguring MNCs for New Value Opportunities". *California Management Review*, 54, n°2, págs. 92-117.
- Mak, C.Y.; Strong, N.; Walker, M. (2011): "Conditional Earnings Conservatism and Corporate Refocusing Activities". *Journal of Accounting Research*, 49, n°4, págs. 1041-1082.
- Markides, C.C. (1995): "Diversification, Restructuring and Economic-Performance". *Strategic Management Journal*, 16, n°2, págs. 101-118.
- Mascarenhas, B. (1999): "The Strategies of Small and Large International Specialists". *Journal of World Business*, 34, n°3, págs. 252-266.
- Mascarenhas, B. (2013): "The Industry-Focused International Strategy: Prevalence and Profile". *Management International Review*, 53, n°2, págs. 251-267.
- Meyer, K.E. (2006): "Globalfocusing: From Domestic Conglomerates to Global Specialists". *Journal of Management Studies*, 43, n°5, págs. 1109-1144.
- Morck, R.; Yeung, B. (1991): "Why Investors Value Multinationality". *Journal of Business*, 64, n°2, págs. 165-187.
- Moschieri, C.; Mair, J. (2008): "Research on Corporate Divestitures: A Synthesis". *Journal of Management & Organization*, 14, n°4, págs. 399-422.
- Mulherin, H.J.; Boone, A.L. (2000): "Comparing Acquisitions and Divestitures". *Journal of Corporate Finance*, 6, págs. 117-139.
- Pathak, S.; Hoskisson, R.E.; Johnson, R.A. (2013): "Settling up in CEO compensation: The impact of divestiture intensity and contextual factors in refocusing firms". *Strategic Management Journal*. doi: 10.1002/smj.2153
- Piscitello, L. (2013): "Multinationals and Economic Geography: Location, Technology and Innovation". *Journal of International Business Studies*, 44, n°8, págs. 861-863.
- Porter, M.; Siggelkow, N. (2008): "Contextuality within Activity Systems and Sustainability of Competitive Advantage". *Academy of Management Perspectives*, 22, n°2, págs. 34-56.
- Prahalad, C.K.; Bettis, R.A. (1986): "The Dominant Logic: A New Linkage between Diversity and Performance". *Strategic Management Journal*, 7, n°6, págs. 485-501.
- Prahalad, C.; Hamel, G. (1990): "The Core Competence of the Corporation". *Harvard Business Review*, 68, n°3, págs. 79-91.
- Ravichandran, T.; Liu, Y.; Han, S.; Hasan, I. (2009): "Diversification and Firm Performance: Exploring the Moderating Effects of Information Technology Spending". *Journal of Management Information Systems*, 25, n°4, págs. 205-240.
- Rumelt, R.P. (1974): *Strategy, Structure and Economic Performance*. Harvard Business School, Boston, MA.
- Sachs, J.D.; Warner, A. (1995): "Economic-Reform and the Process of Global Integration". *Brookings Papers on Economic Activity*, n°1, págs. 1-95.

- Shenkar, O. (2012): "Beyond Cultural Distance: Switching to a Friction Lens in the Study of Cultural Differences". *Journal of International Business Studies*, 43, n°1, págs. 12-17.
- Sherman, H. (2011): "Portrait of a Crisis". *Journal of Economic Issues*, 45, n°3, págs. 703-716.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1991): "Takeovers in the 60s and the 80s - Evidence and Implications". *Strategic Management Journal*, 12, n°2, págs. 51-59.
- Sullivan, D. (1994): "Measuring the Degree of Internationalization of a Firm". *Journal of International Business Studies*, 25, n°2, págs. 325-342.
- Veld, C.; Veld-Merkoulova, Y.V. (2004): "Do Spin-Offs really Create Value? the European Case". *Journal of Banking & Finance*, 28, n°5, págs. 1111-1135.
- Vermeulen, F.; Barkema, H. (2002): "Pace, Rhythm, and Scope: Process Dependence in Building a Profitable Multinational Corporation". *Strategic Management Journal*, 23, n°7, págs. 637-653.
- Von-Zedtwitz, M.; Gassmann, O. (2002): "Market Versus Technology Drive in R&D Internationalization: Four Different Patterns of Managing Research and Development". *Research Policy*, 31, n°4, págs. 569-588.
- Wagner, H. (2004): "Internationalization Speed and Cost Efficiency: Evidence from Germany". *International Business Review*, 13, n°4, págs. 447-463.
- Wang, C.; Hong, J.; Kafouros, M.; Wright, M. (2012): "Exploring the Role of Government Involvement in Outward FDI from Emerging Economies". *Journal of International Business Studies*, 43, n°7, págs. 655-676.
- Welch, L.S.; Luostarinen, R. (1988): "Internationalization: Evolution of a Concept". *Journal of General Management*, 14, n°2, págs. 34-56.
- Werner, S. (2002): "Recent Developments in International Management Research: A Review of 20 Top Management Journals". *Journal of Management*, 28, n°3, págs. 277-305.
- Zahra, S.A.; Ireland, R.D.; Hitt, M.A. (2000): "International Expansion by New Venture Firms: International Diversity, Mode of Market Entry, Technological Learning, and Performance". *Academy of Management Journal*, 43, n°5, págs. 925-950.
- Zemplerova, A. (2006): "Effects of State Aid to Enterprises". *Politicka Ekonomie*, 54, n°2, págs. 204-213.
- Zeng, S.X.; Xie, X.M.; Tam, C.M.; Wan, T.W. (2010): "Internationalization and Performance of Firms: Evidence from China". *Transformations in Business & Economics*, 9, n°3, págs. 84-103.
- Zhou, Y.M.; Li, X.; Syejnar, J. (2011): "Subsidiary Divestiture and Acquisition in a Financial Crisis: Operational Focus, Financial Constraints, and Ownership". *Journal of Corporate Finance*, 17, n°2, págs. 272-287.



## **Capítulo 6.**

### **CONCLUSIONES**



## **6.1. INTRODUCCIÓN**

La presente tesis doctoral se ha estructurado en cuatro capítulos auto-contenidos y en cada uno de ellos se han incluido las correspondientes conclusiones, limitaciones y líneas futuras de investigación. Sin embargo, nos parece oportuno sintetizar las principales conclusiones que abordan los objetivos de investigación propuestos en el primer capítulo.

Así, tratando de justificar el esquema de este capítulo vamos a recoger los principales resultados y las conclusiones tanto para los dos capítulos bibliométricos (apartado 6.2) como para los dos capítulos empíricos (apartado 6.3). Además, se desarrollan las implicaciones tanto para investigadores, directivos y responsables institucionales europeos que se extraen de este trabajo (apartado 6.4). Finalmente, se señalan las futuras líneas de investigación de esta tesis (apartado 6.5).

## **6.2. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS BIBLIOMÉTRICO**

En este trabajo de investigación se ha profundizado en el conocimiento de una estrategia de gran interés tanto para académicos como para directivos debido a su efecto sobre la estrategia corporativa de empresas multinegocio y los resultados empresariales: la reestructuración de la cartera de negocios (RCN). Para poder abarcar la mayor parte de su estudio se realiza un análisis integral de la literatura utilizando técnicas bibliométricas. De esta forma, se detectan los orígenes y la evolución del estudio en RCN pudiendo proporcionar un análisis cuantitativo del estado del arte y complementar, nunca sustituir, métodos cualitativos tradicionales de revisión bibliográfica (Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro, 2004).

En el segundo capítulo se analiza el frente de investigación de la RCN durante dos décadas, de 1993 a 2012. A través de un análisis bibliométrico se identifican los temas más estudiados en la literatura de RCN en los últimos veinte años. Además, se detallan las revistas, los autores y países que más han publicado sobre esta estrategia. Este análisis se realiza igualmente con un planteamiento dinámico observando la evolución de la literatura

por etapas dentro del marco temporal definido. Aquí se emplean técnicas bibliométricas descriptivas.

En el tercer capítulo, se identifica la estructura intelectual del estudio sobre RCN para poder conocer las bases teóricas que fundamentan la construcción de su investigación. Además, se comparan los hallazgos con la evolución del frente de investigación en RCN. Así, se complementa el énfasis de las publicaciones más antiguas a las más actuales y, por lo tanto, de tradiciones a tendencias en un campo específico (Vogel y Guettel, 2013). Aquí se emplean técnicas bibliométricas y estadísticas más complejas para analizar tanto las referencias bibliográficas como los documentos citantes. La evidencia empírica confirma que estos dos métodos producen diferentes resultados, se complementan entre sí y no se sustituyen (Jarneving, 2005).

Las conclusiones principales de este apartado son las siguientes. El origen del estudio de la RCN se deriva de tres raíces: economía, *management* y finanzas. Los enfoques teóricos base del estudio en RCN son: la teoría de la agencia, la teoría de los costes de transacción, el enfoque basado en los recursos y las finanzas (Berle y Means, 1932; Dimaggio y Powell, 1983; Jensen y Meckling, 1976; Penrose, 1959; Williamson, 1975). Además, se identifica que la RCN surge del conflicto en la literatura de *management* sobre decidir entre el tamaño de la empresa o el pago en efectivo a los accionistas. La diversificación, el gobierno corporativo y la búsqueda de mejores resultados para la empresa son el punto de partida del estudio sobre RCN.

En la actualidad, la literatura sobre RCN fundamenta sus aportaciones, en gran parte, con un enfoque más financiero. Más allá de otras razones académicas, este hecho podría estar relacionado con la crisis financiera mundial así como por la creciente preocupación en los países occidentales por las cuestiones relacionadas con el gobierno corporativo a raíz de los múltiples escándalos surgidos en los últimos años. Se espera que en el futuro exista un mayor auge de trabajos sobre RCN relacionados con: aspectos institucionales, aspectos financieros, aspectos organizativos y de gobierno corporativo.

Por último, se identifica que existe un cierto paralelismo con trabajos bibliométricos en dirección estratégica. Por ejemplo, en el trabajo de Ramos-Rodríguez y Ruíz-Navarro (2004) una de las raíces de esta disciplina es la economía. Además concuerda con el papel protagonista que presentan los temas de economía de las organizaciones. Asimismo, la influencia del EBR a mediados de la década de los noventa coincide con su aplicación para el estudio de la RCN. Igualmente en los documentos citantes, el nivel de interés por investigar sobre RCN coincide con el trabajo de Furrer *et al.* (2008). Esto demuestra que la literatura de RCN se identifica especialmente con la disciplina de dirección estratégica.

### **6.3. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS EMPÍRICO**

Los capítulos cuatro y cinco comprueban empíricamente los modelos teóricos respectivos. Ambos utilizan una muestra de empresas diversificadas en 15 países de la Unión Europea. Además, se utiliza información extraída de las bases de datos de *Thomson One*. El período de estudio es del 2000 al 2011 y da la oportunidad de investigar a las empresas durante una época de crecimiento económico mundial y otra de recesión profunda.

El capítulo cuatro examina el efecto de la implantación de la estrategia de RCN sobre el resultado empresarial. Para esto, se identifican aquellas empresas europeas que han reestructurado su cartera a través de desinversiones y de adquisiciones. Además, se utiliza el ROA para medir el resultado de la empresa. Asimismo, se decide dividir la muestra en dos entornos institucionales diferentes: los países con un gobierno corporativo orientado al mercado y los países con un gobierno corporativo orientado a la red. Posteriormente se comprueba el efecto de la recesión económica sobre la relación RCN-ROA.

Tras plantearlo con diversos modelos econométricos queda comprobado estadísticamente que existe una relación positiva entre la RCN y el ROA de la empresa. Sin embargo, al aplicar las teorías existentes al estudio de la RCN se evidencia que los diferentes entornos institucionales y el ciclo económico de recesión son importantes y pueden moderar el efecto de la RCN sobre los resultados empresariales.

Así, en un marco institucional con un gobierno corporativo orientado a la red, una fase de recesión afecta negativamente la relación RCN-resultados. Algunas de las posibles causas son: a) los grandes bloques de accionistas o los directivos van a facilitar o bloquear la implantación de una reestructuración dependiendo de sus propios intereses; b) Los mercados ineficientes generan mayor *organizational slack* en una fase de crecimiento económico lo que permite comportamientos ineficientes por parte de los directivos (diversificación excesiva); c) La presión de los mercados para tomar decisiones orientadas a la eficiencia es casi inexistente por lo que se retrasan las operaciones de RCN hasta que la situación es grave y no queda otra alternativa. Estos resultados sugieren potenciar el mercado como mecanismo de control en entornos con un sistema de gobierno corporativo orientado a la red para facilitar, independientemente del ciclo económico, la creación de valor a través de la estrategia de RCN.

Por su parte, en un marco institucional con un gobierno corporativo orientado al mercado, la relación RCN-resultados es positiva haya o no recesión económica. Algunas de las posibles causas son: a) las empresas británicas tienen un mayor apoyo por parte de sus instituciones a la hora de realizar reestructuraciones más agresivas que en el resto de países de la Europa continental, exista o no recesión económica; b) el mercado de control corporativo es mucho más efectivo a la hora de disciplinar a los directivos para que maximicen los beneficios de los accionistas, haya o no recesión económica (Albert-Roulhac y Breen, 2005).

El capítulo cinco identifica si las empresas que implantan las estrategias conjuntas de reestructuración e internacionalización mejoran los resultados empresariales en comparación con aquellas empresas que sólo reestructuran su cartera. En la literatura se las señala como aquellos conglomerados que han decidido reestructurarse para ofrecer sus productos y servicios en nichos de mercados globales. Dada la ausencia de evidencias empíricas precedentes en la literatura, los resultados obtenidos contribuyen a la iniciación en la investigación de este campo.

A través del contraste empírico se llega a la conclusión de que las estrategias de reestructuración e internacionalización no sólo son complementarias sino que pueden ser deseadas en un entorno empresarial cada vez más exigente y global. Además, se comprueba que las empresas presentan mejores resultados cuando reestructuran y se internacionalizan que cuando sólo reestructuran, coincidiendo con revisiones teóricas previas de ambas estrategias (García, 2008; Mascarenhas, 1999; Meyer, 2006).

Basándonos en el concepto de las competencias esenciales o centrales, apoyamos la premisa de que una empresa se debe especializar en lo que hace mejor y a pesar de las distancias culturales, cuando la empresa cuenta con activos intangibles importantes podría dominar dicha industria a nivel mundial (Mascarenhas, 1999; Prahalad y Hamel, 1990).

#### **6.4. IMPLICACIONES DEL TRABAJO**

Las implicaciones de la presente tesis para los investigadores son las siguientes. Primero, para futuras revisiones teóricas es necesario no sólo incluir literatura sobre dirección estratégica puesto que las disciplinas de finanzas, organización y economía también han contribuido a su desarrollo como campo de estudio. Segundo, son varios los temas que han sido estudiados por los académicos de la RCN. Para poder aportar nuevas evidencias sobre esta estrategia es necesario estudiar la RCN bajo diferentes aspectos institucionales y también tomando en consideración el efecto de la RCN sobre los aspectos organizativos de la empresa.

Tercero, se presenta nueva evidencia empírica del efecto de la RCN sobre los resultados de las empresas europeas y el papel que juega su entorno. A pesar de que la literatura ha puesto de manifiesto la escasez de evidencia empírica sobre la relación entre el entorno y la estrategia de RCN (Bergh y Lawless, 1998), el modelo definido aquí toma en cuenta el comportamiento de las empresas en 15 países de la Unión Europea y en un período de tiempo con dos entornos económicos diferentes.

Cuarto, se presenta evidencia empírica sobre una nueva línea de investigación: las estrategias conjuntas de RCN e internacionalización, lo que puede generar una nueva

orientación estratégica sobre todo para aquellas empresas reestructuradas que se encuentran en mercados estancados. Este trabajo se convierte en una herramienta útil por su análisis en profundidad de la estrategia de RCN. El mismo que proporciona nueva evidencia teórica y empírica y una nueva dirección de la investigación sobre empresas reestructuradas.

Las implicaciones para los directivos involucran diferentes aspectos. Primero, se ha demostrado empíricamente que aquellas empresas que reestructuran su cartera de negocios podrán mejorar sus resultados empresariales. Por tal motivo, es necesario que los directivos primero se pregunten, ¿está destruyendo valor la diversificación existente en mi cartera? Y, posteriormente, detecten aquel negocio de la cartera que confiere ventajas competitivas y corporativas a la empresa. Segundo, el director de la empresa debe tomar la decisión de RCN en el momento más adecuado (p.e., cuando se puede crear valor) y no cuando la situación es muy grave y no quede otra alternativa.

Tercero, identificar si la empresa se encuentra dentro de la categoría de conglomerado o especialista global e intentar buscar ventajas competitivas que lleven a la empresa hacia lo segundo. Principalmente en los actuales momentos de recesión mundial en donde es más difícil mantener diferentes unidades de negocio a iguales niveles de rentabilidad. Los resultados de este trabajo pueden ser de gran interés tanto para directivos de empresas españolas como de cualquier otro país europeo pues se presenta, en los capítulos cuatro y cinco, evidencia empírica de la estrategia de RCN durante la década de los años 2000 para 15 países diferentes.

Las implicaciones para los responsables institucionales europeos se detallan a continuación. Primero, es necesario un entorno institucional con reglas que favorezcan la especialización de las empresas diversificadas. De esta forma se motiva a las empresas a buscar ventajas competitivas que les permitan competir de manera global. Sobre todo ahora que la mayoría de mercados europeos se encuentran estancados. Si las empresas poseen ventajas competitivas globales es más sencillo poder ofrecer sus productos en mercados emergentes que se encuentran ahora mismo en crecimiento.

Segundo, incentivar un entorno propicio para la compra y venta de unidades de negocios. Así, los directivos se encontrarán más disciplinados por el mercado de control corporativo que por grandes bloques de accionistas. Por último, el mayor reto de los gobiernos para los años venideros vendrá en el ámbito de la creación y consolidación de las instituciones reguladoras apropiadas para contrarrestar las interferencias políticas y burocráticas, fortalecer la confianza de los inversores, promover la competencia, fomentar la rendición de cuentas y la mejora del rendimiento.

## 6.5. LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

Las limitaciones han sido detalladas en sus respectivos capítulos de acuerdo con la metodología específica implantada. Sin embargo, de manera general, las líneas futuras de investigación que se derivan de la presente tesis son las siguientes. Primero, en un marco más amplio, sería interesante completar este trabajo revisando, a través de técnicas bibliométricas, los estudios sobre reestructuración financiera y organizativa para obtener el análisis integral de la literatura en reestructuración corporativa. Segundo, sería interesante añadir estudios en español y de otras bases de datos diferentes a la *Web of Science* para enriquecer los resultados encontrados. Tercero, se podría considerar el desarrollo de un meta-análisis sobre la estrategia de reestructuración. Esta revisión completaría el análisis cuantitativo y cualitativo de la revisión de la literatura en RCN.

Cuarto, se podría realizar un análisis comparativo con estudios empíricos similares al del capítulo cuatro pero en otro entorno institucional que no sea el europeo como, por ejemplo, las economías emergentes en general o Latinoamérica en particular, para comprobar si las empresas crean valor bajo los mismos términos que en el contexto europeo. Quinto, sería interesante el estudio de la reestructuración sobre las empresas propiedad del estado. Éste es un tema que se está popularizando y, sin embargo, no existe un análisis significativo a nivel europeo. Por ejemplo, se podrían comparar los resultados de la reestructuración en empresas de propiedad privada con las de propiedad estatal. Sexto, este estudio se ha enfocado en las empresas diversificadas que cotizan en bolsa, por lo que

se podría incluir un estudio con empresas diversificadas que no coticen en bolsa para poder realizar una comparación de los resultados después de la implantación de una estrategia de RCN.

Séptimo, podría ser interesante el análisis de esta estrategia en empresas pertenecientes al sector financiero, las mismas que fueron omitidas en este estudio. Debido a los cambios estratégicos y la evolución que ha sufrido esta industria desde el inicio de la crisis financiera mundial, su estudio podría aportar nuevas evidencias a la literatura actual sobre reestructuración. Finalmente, el capítulo cinco es un trabajo exploratorio que otorga un amplio margen para continuar investigando sobre este tema aplicando metodologías más complejas.

Si comparamos el estudio de la relación RCN-resultados con el de la diversificación-resultados, la diferencia es grande. La relación diversificación-resultados ha sido estudiada desde una amplitud de enfoques, disciplinas y teorías durante varias décadas atrás (Benito-Osorio *et al.*, 2012). A pesar de ser ambas estrategias, la reestructuración corporativa junto con la diversificación, las más implantadas durante el ciclo de vida de una empresa a partir de los años ochenta (Bowman *et al.*, 1999; Colak, 2010; Richter, 1997), todavía queda pendiente un amplio número de estudios por realizarse sobre la estrategia de RCN. Con todo ello se espera que este trabajo proporcione las ideas suficientes para motivar a otros investigadores a contribuir con este campo de estudio. La estrategia de RCN no ha alcanzado un clímax de investigación como la diversificación por lo que todas las aportaciones que se puedan realizar sobre esta estrategia contribuirán de manera significativa a la consolidación de su estudio.

## 6.6. REFERENCIAS

- Albert-Roulhac, C.; Breen, P. (2005): "Corporate Governance in Europe: Current Status and Future Trends". *The Journal of Business Strategy*, 26, nº6, págs. 19-29.
- Benito-Osorio, D.; Guerras-Martin, L.A.; Zuniga-Vicente, J.A. (2012): "Four Decades of Research on Product Diversification: A Literature Review". *Management Decision*, 50, nº1-2, págs. 325-344.
- Bergh, D.D.; Lawless, M. (1998): "Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy". *Organization Science*, 9, nº1, págs. 87-102.
- Berle, A.A.; Means, G.C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Bowman, E.H.; Singh, H.; Useem, M.; Bhadury, R. (1999): "When does Restructuring Improve Economic Performance?". *California Management Review*, 41, nº2, págs. 33-54.
- Colak, G. (2010): "Diversification, Refocusing and Firm Value". *European Financial Management*, 16, nº3, págs. 422-448.
- Dimaggio, P.J.; Powell, W.W. (1983): "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields". *American Sociological Review*, 48, nº2, págs. 147-160.
- Furrer, O.; Thomas, H.; Goussevskaia, A. (2008): "The Structure and Evolution of the Strategic Management Field: A Content Analysis of 26 Years of Strategic Management Research". *International Journal of Management Reviews*, 10, nº1, págs. 1-23.
- García, G.M.C. (2008): "The Agricultural Machinery Industry in Argentina: From Restructuring to Internationalization?". *Cepal Review*, 96, págs. 223-239.
- Jarneving, B. (2005): "A Comparison of Two Bibliometric Methods for Mapping of the Research Front". *Scientometrics*, 65, nº2, págs. 245-263.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976): "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, nº4, págs. 305-360.
- Mascarenhas, B. (1999): "The Strategies of Small and Large International Specialists". *Journal of World Business*, 34, nº3, págs. 252-266.
- Meyer, K.E. (2006): "Globalfocusing: From Domestic Conglomerates to Global Specialists". *Journal of Management Studies*, 43, nº5, págs. 1109-1144.
- Penrose, E. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*. Wiley, Nueva York, NY.
- Prahalad, C.; Hamel, G. (1990): "The Core Competence of the Corporation". *Harvard Business Review*, 68, nº3, págs. 79-91.

- Ramos-Rodríguez, A.R.; Ruíz-Navarro, J. (2004): "Changes in the Intellectual Structure of Strategic Management Research: A Bibliometric Study of the Strategic Management Journal, 1980-2000". *Strategic Management Journal*, 25, n°10, págs. 981-1004.
- Richter, A. (1997): *Restructuring Or Restrukturierung? Corporate Restructuring in Britain and Germany*. Centre for Economic Performance special papers, CEPS07. Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science, London.
- Vogel, R.; Guettel, W.H. (2013): "The Dynamic Capability View in Strategic Management: A Bibliometric Review". *International Journal of Management Reviews*, 15, n°4, págs. 426-446.
- Williamson, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, Nueva York, NY.