

Rodrigo Martín García*
Eva Ballesté Morillas**
y Raquel Arguedas Sanz***

EL ENRIQUECIMIENTO DE LA CARTERA DE NEGOCIO DE LAS EMPRESAS DEL IBEX-35

Este trabajo constituye un análisis de las empresas que actualmente conforman el Ibex-35, así como de su evolución. Se realiza un estudio relativo a la concentración de los componentes del índice y de la actividad notificada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Se muestra cómo los modelos habituales no son capaces de reflejar la transformación de las carteras empresariales. Se propone una progresiva adaptación informativa, con el fin de poder conocer la relación de causalidad entre diversificación/internacionalización y creación de valor, y los posibles condicionantes industriales, geográficos y relacionales que repercuten en el retorno total para el accionista.

Palabras clave: Ibex-35, concentración, diversificación, internacionalización, plantilla de trabajadores.
Clasificación JEL: F23, L21, L25.

1. Introducción

El Ibex-35 constituye el índice más relevante de la Bolsa española. Incorpora los valores más líquidos del mercado y aporta importantes ventajas para sus inte-

grantes. Las empresas que entran a formar parte del Ibex-35 cuentan con una importante visibilidad, son objeto de análisis por parte del grueso de analistas del mercado y se convierten en foco de atención de fondos y otros entes de inversión colectiva. Todo ello impulsa la negociación de sus títulos y, por lo tanto, la liquidez y capitalización como emisores, lo que refuerza su peso y prestigio en los mercados financieros nacionales e internacionales.

Es un índice de revisión semestral (Bolsa de Madrid, 2011), lo que introduce una importante variabilidad en composición y capitalización pero que refleja las más importantes tendencias de mercado y de estrategia empresarial. Además, dado que las empresas que lo com-

* Profesor del Dpto. de Economía de la Empresa. Facultad de CC. Económicas y Empresariales. Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED).

** Profesora de Finanzas de la Universidad Pontificia de Comillas-ICADE y Directora Económico-Financiera de Concesiones del Grupo Puentes.

*** Profesora del Dpto. de Economía de la Empresa. Facultad de CC. Económicas y Empresariales. Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED).

Versión de junio de 2011.

ponen se someten a los requisitos informativos más estrictos del mercado, el análisis de la información facilitada por éstas constituye una buena orientación de las tendencias estratégicas corporativas a medio y largo plazo.

En el presente artículo se analiza la evolución de las empresas que componen en la actualidad el índice Ibex-35 en términos de actividad, presencia geográfica y plantilla de trabajadores, con base en los formularios facilitados al organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos (Comisión Nacional del Mercado de Valores). Así, se realiza una simulación en la que este *pool* de empresas funciona como panel estático incompleto, a pesar de las sucesivas altas y bajas en el índice histórico. A estos títulos se les aplicará un estudio de concentración como grupo y se observarán las tendencias informativas históricas, aplicadas al intervalo temporal 2004-2010.

Para ello, a continuación, el trabajo se estructura como sigue. El apartado 2 recoge el conjunto de motivaciones que justifican el interés de este estudio. En el apartado 3 se describen las principales líneas de investigación desarrolladas en la línea de la diversificación e internacionalización, con distintas metodologías y conclusiones, definiendo un heterogéneo marco teórico que conviene ser revisado y adaptado al nuevo entorno empresarial y al contexto de las grandes compañías españolas.

El apartado 4 constituye un compendio de los indicadores de concentración más extendidos en la literatura y que serán aplicados a la población objeto de estudio. El apartado 5 incorpora un análisis de la evolución de las empresas que hoy componen el Ibex-35, en términos de plantilla, actividad, diversificación e internacionalización de sus carteras, y el apartado 6 aglutina las conclusiones de todo el trabajo.

2. Justificación de la relevancia

En el mundo empresarial y financiero actual la única variable constante es el cambio, lo que ha transformado

los paradigmas tradicionales que definían los mercados, y con ellos dos conceptos estratégicos, como son el alcance de la actividad empresarial y la percepción de aquellos que se consideran recursos críticos para competir. Esta redefinición va más allá de las ideas clásicas de integración vertical y diversificación. La internacionalización es hoy una variable clave en la estrategia empresarial. Las empresas han de beneficiarse de las oportunidades que pueden generar en su exposición internacional, al tiempo que responden adecuadamente a los desafíos que plantea.

El enriquecimiento de la cartera de negocio constituye una respuesta a la evolución del entorno. Es por ello que diversificación e internacionalización han sido estudiadas para conocer las motivaciones y resultados de la apertura de la empresa a múltiples actividades y mercados geográficos, partiendo de enfoques estáticos a otros más dinámicos y multidireccionales como son los actuales.

Desde el punto de vista agregado, varias tendencias marcan este cambio. Los grandes referentes de la economía española han impulsado con fuerza su actividad en el exterior, han reestructurado sus carteras de negocios, han incorporando nuevas actividades, en ocasiones integrándose verticalmente y, también, entrando en negocios no relacionados.

En lo relativo a la internacionalización, la mayoría de los autores que han estudiado este proceso coinciden en la relevancia de factores institucionales del país de origen y en concreto del sistema financiero del país, así como de la mano de obra cualificada del país de origen incluyendo las habilidades internas del país para fomentar actividades de investigación y desarrollo, y la importancia de su potencial para innovar. Otros puntos de encuentro entre autores son los motivos por los que una firma decide internacionalizarse: búsqueda de economías de escala, diversificación, reducción de costes, ventajas de localización, capacidad para innovar y realización de mejoras, entre otros.

El momento actual es vital, ya que el papel que tomarán las empresas españolas durante los próximos años en el mercado internacional dependerá del posiciona-

miento actual y de sus expectativas de expansión, tanto dentro como fuera de nuestras fronteras. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones y términos de financiación y las múltiples garantías corporativas exigidas a los inversores son un problema de peso para los planes de salida al exterior. Las restricciones al endeudamiento limitan el cumplimiento de las expectativas de las empresas para su estrategia de internacionalización, impidiendo la ejecución de sus proyectos de apertura al exterior. Todo ello como consecuencia de la pérdida de ingresos, la refinanciación de sus deudas para afrontar el pago de principales a un coste financiero mayor, la caída en su calificación crediticia y la cautela por parte de entidades financieras, inversores financieros y otros posibles financiadores. La falta de liquidez y la deuda cara restan competitividad a la empresa española. Es difícil hablar de generar valor añadido si no se cuenta con recursos financieros suficientes.

Dos factores íntimamente unidos, como son la situación económico-financiera nacional e internacional y la generalización del fenómeno de reordenación de las carteras, condicionarán durante los próximos años la capacidad de las compañías para captar recursos financieros con los que afrontar nuevas actividades o proyectos de expansión internacional.

Hoy más que en otros momentos, las empresas deben ser capaces de respaldar sus planes de negocio a largo plazo; justificar una posible reestructuración del propósito estratégico ante la parte baja del ciclo económico; incentivar la entrada de nuevos capitales, en forma de deuda o de nuevos socios; y, cada vez más, la cooperación con terceros y la creación de redes para la explotación de los recursos distintivos de cada nodo pueden ser la respuesta organizativa más eficiente para responder a las necesidades de retorno financiero y crecimiento. Por todo ello, el momento actual es el idóneo para tomar posiciones, mostrar el comportamiento diferencial frente a los competidores y poner en valor la calidad de la gestión.

Una correcta estrategia de diversificación proporciona evidentes ventajas. Permite obtener economías de es-

cala y alcance, y mejora la posición competitiva de la empresa, tanto a nivel individual, negocio a negocio, como a nivel agregado. Permite el traslado de recursos (financieros, activos, recursos humanos) entre las divisiones cuando cambian las condiciones de la industria, hacia las unidades de negocio con mayor productividad. Puede reducir el nivel total de riesgo, lo que favorece al binomio riesgo-beneficio. El tamaño es un factor importante a la hora de determinar la capacidad de captación de recursos financieros (tanto propios como ajenos) y mayor será su capacidad para soportar fuertes apalancamientos. En definitiva, los próximos años presentarán importantes desafíos para nuestras empresas, a los que deben adaptar sus planes estratégicos.

3. Antecedentes y estado actual del conocimiento

El enriquecimiento de la actividad empresarial es un tema ampliamente tratado en la literatura académica, especialmente desde los años ochenta. La línea de trabajo basada en la iniciada por Berger y Ofek (1995) y Bodnar, Tang y Weintrop (1998), entre otros, compara la rentabilidad de las empresas que diversifican en más de un negocio frente a las no diversificadas. Una parte importante de los estudios concluye que la diversificación, por sí misma, destruye valor y más aún si es no relacionada.

Los estudios realizados en esta línea, habitualmente, concluyen que no existen diferencias en el resultado atribuibles al mecanismo empleado para introducir nuevos negocios en la cartera (adquisición o generación interna de los mismos). Aportaciones como la de Rumelt (1982) defienden que los mercados reaccionan negativamente a las decisiones de las empresas de aumentar el grado de diversificación de la cartera.

Sin embargo, hay quienes encuentran objeciones graves a esta corriente dominante, como las de Graham, Lemmon y Wolf (2000), que señalan que los mercados reaccionan (al menos a corto plazo) positivamente a los anuncios de diversificación estratégica y, principalmente, a los de adquisiciones de negocios

diversificados, por lo que consideran que, en promedio, el mercado no espera que la adquisición destruya valor.

Boston Consulting Group, en un estudio publicado en 1998 (citado en Mateos-Aparicio, 1998), ponía de manifiesto cómo puede utilizarse el apoyo de prestamistas como indicador de la confianza en la estrategia de las empresas. Se demostraba empíricamente cómo, en promedio, no existen diferencias significativas entre las restricciones al crédito y el coste de financiación ajena entre empresas puras (no diversificadas) y conglomerados. Esto implica que, por término medio, el mercado no descuenta los flujos de caja de las compañías diversificadas a un tipo más alto que para las empresas simples. Sin embargo, hay diferencias significativas entre la desviación típica de la muestra de empresas simples y la muestra de conglomerados. El hecho de que la gama de coste de capital de las empresas diversificadas sea significativamente mayor que las que siguen una estrategia pura, implica que el mercado premia significativamente a las compañías diversificadas que desarrollan adecuadamente su potencial, pero, de la misma forma, penalizará en mayor medida a los grupos que a las empresas puras si el conglomerado está siendo gestionado pobremente.

Otro tema distinto es el análisis del comportamiento de los negocios que se incorporan. Una cartera de negocios es tan rentable como lo son los negocios que la componen y, por lo tanto, si se incorpora una unidad con una rentabilidad reducida previa a la adquisición, dicha incorporación repercutirá negativamente en el desempeño del conjunto. Los autores que trabajan en esta línea encuentran que la adquisición de un negocio con descuento explica más de un 50 por 100 de la reducción de la creación de valor de la cartera, independientemente del grado de relación del negocio adquirido con la cartera existente antes de la compra.

También existen resultados intermedios, como los de Palich, Cardinal y Miller (2000), que encuentran que la diversificación es beneficiosa hasta cierto punto, a partir del cual causa problemas.

Algunos autores analizan la motivación que lleva a las compañías a diversificar sus carteras de negocios, como Gómez y Livdan (2004). Más allá de los trabajos académicos existentes, la evolución empresarial durante los últimos años, en ciertos sectores de actividad, pone en duda las afirmaciones de aquellos que defienden que son las acumulaciones de valor las que llevan a las empresas a acciones expansivas.

Independientemente de los resultados contenidos en los estudios, parece claro que parte de la confusión creada, en relación con la capacidad de los grupos para crear o no valor, está causada por errores o imprecisiones metodológicos. Por ejemplo, el trabajo de Campa y Kedia (2002) pone de manifiesto que, una vez eliminados los problemas metodológicos, la diversificación muestra no ocasionar un descuento a las compañías, sino una pequeña prima en valor.

Martin y Sayrak (2003) encuentran que es un tema en el que aún es posible obtener múltiples resultados si se superan las dificultades a la hora de poder comparar los datos históricos. Es necesario, por tanto, poder comparar el valor de la empresa diversificada frente al valor de los negocios que la componen, y ser capaz de «capturar» el incremento de diversificación real producido.

Roll (1992) y Heston y Rouwenhorst (1994), con trabajos concentrados principalmente en empresas de países industrializados, defienden que la rentabilidad empresarial tiene un doble componente: industria y mercado (país), y que, en los últimos años, la industria ha adquirido una importancia creciente. Bay y Green, 2006 obtienen resultados similares en base a empresas procedentes de países emergentes.

Mackey y Barney (2005) estudian dividendos y recompra de acciones en conjunto con la decisión de la diversificación de la empresa, y consideran que los factores que conducen a una empresa a diversificar también hacen que sea más fácil que pagar un dividendo, y ese es el factor que puede llevar a encontrar descuentos en el valor y que hayan sido achacados a la diversificación (geográfica o industrial).

Son muchos los trabajos a desarrollar para tratar de determinar el impacto de diversificación e internacionalización en la creación de valor. De hecho, en un estudio sectorial previo¹, se demostró que, a fecha de hoy, aún no se ha identificado un indicador óptimo que permita conocer el impacto de la política de diversificación en la rentabilidad de la compañía.

No existe, por tanto, una respuesta definitiva acerca del grado de diversificación o internacionalización óptimo. Cinco décadas después de que se abriese el debate, por primera vez, no existe consenso sobre la mayor o menor adecuación de una estrategia de concentración o diversificación.

4. Metodología y fuente de datos empíricos

Indicadores de concentración

Son muchos los indicadores de concentración que se emplean en la literatura económica y facilitan distintos enfoques e interpretaciones. Su elaboración y cálculo son extendidos para el análisis, tanto de concentración como de diversificación e internacionalización, en función de la disponibilidad de datos. Para este trabajo, hemos adapta-

¹ En MARTÍN GARCÍA (2008) se describe el uso en la literatura económica del resultado de explotación (bruto o neto) y del margen de explotación (bruto o neto), en relación con algunos de los indicadores de diversificación-internacionalización más extendidos: índice de Herfindahl, entropía y ratio de especialización (representa el porcentaje que supone el segmento de negocio más importante para la empresa y se calcula como el cociente entre las ventas de la actividad principal de la empresa y la cifra total de ventas), concluyendo que:

— Si se utiliza como variable dependiente el margen de explotación, la entropía es la que proporciona una mayor bondad en el ajuste, aunque la ratio de especialización aporta una estimación muy similar. Dicho de otro modo, la regresión (lineal en este caso) que mejor explica el comportamiento del resultado bruto de explotación del agregado (variable dependiente) con respecto a una única variable (índice de diversificación), es la que emplea la entropía como variable independiente. Por este motivo, cuando deba optarse por uno de los tres indicadores, será más apropiado utilizar la entropía ya que proporciona mejores resultados.

— Por el contrario, si se utiliza como variable dependiente el margen de explotación, el modelo que incorpora como indicador de la diversificación la ratio de especialización tiene asociada una mayor bondad en el ajuste, ya se trate de margen bruto o neto.

do la clasificación descrita por Núñez y Pérez (2001), con una necesaria reorganización, ya que, en la fuente, curvas de concentración e índices con interpretación geométrica en términos de curva de concentración se estudian como un único grupo, y en este trabajo se tratan como familias independientes de indicadores. En definitiva, los índices generalmente aplicados son los siguientes:

— *Ratios de concentración puramente dichos*: CR_k (índices discretos): representan la suma de la cuota sobre el total de facturación de las k empresas más grandes.

$$CR_k = \sum_{i=1}^k s_i$$

Siendo: s_i la cuota que supone la facturación de la empresa i sobre el total considerado.

— El *índice de Rosenbluth (R)*, con interpretación geométrica en términos de curva de concentración.

$$R = \frac{1}{[2 \sum_{i=1}^n (i \cdot S_i)] - 1}$$

— *Familia de índices de Hannah-Kay*: tienen en cuenta toda la curva de concentración y no únicamente un punto, como ocurre con las ratios de concentración. La expresión general de esta familia de índices es:

$$HK(a) = \sum_{i=1}^n [S_i^a]^{\frac{1}{a-1}}$$

Siendo: a cualquier número real mayor que 0.

Los más utilizados son aquellos en que $a=1$ (índice de entropía²) y $a=2$ (índice de Herfindahl).

² Este índice mide la entropía o desorden del sistema. Su cálculo se realiza como:

$$HK(1) = E = \sum S_i \times \ln\left(\frac{1}{S_i}\right)$$

— El *índice de Gini*: mide el grado en que una distribución de recursos se desvía con respecto a la igualdad perfecta. Se calcula como la superficie entre la curva de Lorenz y la recta de equidistribución. Cuanto mayor sea el área entre ambas, mayores serán la desigualdad de la distribución y el valor del índice.

$$G = \frac{\sum |p_i - q_i|}{\sum p_i}$$

Siendo: s_i la cuota de mercado de la empresa i ; p_i el porcentaje que suponen las i compañías de menor facturación; q_i el porcentaje agregado de facturación que suponen las i empresas de menor facturación:

$$q_i = \frac{s_1 + s_2 + s_3 + \dots + s_i}{s_1 + s_2 + s_3 + \dots + s_n}$$

El índice de Gini (G) tiene una relación directa con el índice de Rosenbluth (R):

$$R = \frac{1}{(N \times (1 - G))}$$

Siendo: N = número de empresas.

— La *varianza de los logaritmos de las cuotas de mercado*³: es una medida exacta del grado de desigualdad en los casos en que la industria está formada por numerosas empresas pequeñas y medianas, y pocas empresas grandes (las empresas se distribuyen siguiendo una función logarítmica normal).

$$v = \sum_{i=1}^N (\ln S_i - \ln \bar{S})^2$$

³ Este indicador, por su propia definición, no resulta adecuado para la población objeto de estudio. Hemos decidido incorporarlo a la descripción metodológica por coherencia teórica, pero no aplicar su cálculo a unos datos empíricos sobre los que no nos permitiría obtener conclusiones válidas.

Fuente de datos empíricos

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) establece requisitos de comunicación relacionados con ofertas públicas de adquisición; informes de auditoría y cuentas anuales; información financiera periódica, participaciones significativas y autocartera; hechos relevantes; hechos relevantes sobre sistemas retributivos; gobierno corporativo; reglamentos internos de conducta. Se han tomado los datos procedentes de los formularios estandarizados relativos a plantilla, segmentos de negocio y regiones de actividad (agrupados en: nacional, Unión Europea, países OCDE y resto de países).

Se ha empleado la mayor serie histórica anual disponible, desde 2004 hasta la más actual (2010), y se ha podido comprobar que no todas las compañías facilitan la totalidad de la información más allá de los balances y cuentas de resultados, lo que configura un panel incompleto de datos. Se ha analizado la composición de las compañías en el Ibex, en el momento del estudio, para acotar la ya existente heterogeneidad ante las variaciones anuales en la composición del índice.

Se han aplicado los indicadores de concentración descritos a la facturación y a la plantilla de asalariados de las compañías que, en la fecha de cierre del artículo, constituían el principal índice bursátil español, con el objetivo de conocer las asimetrías en el crecimiento de sus componentes, en base a ambas variables. Se han aplicado los índices discretos de concentración a la mayor compañía del Ibex y a los grupos formados por las 2, 5 y 10 principales referentes del índice. Dada la relación directa entre Rosenbluth y Gini, no se ha calculado este último, ya que su estudio no permitiría obtener conclusiones más allá de las que proporciona el primero.

Para el estudio de la diversificación y la internacionalización, dado que solo ha sido posible recabar información ponderada por volumen de actividad a los bloques homogéneos del formulario de la CNMV y a la ingesta de datos en el mismo por parte de las compañías, no se ha considerado adecuado realizar un análisis con base

CUADRO 1
EVOLUCIÓN FACTURACIÓN Y PLANTILLA IBEX 2004-2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Facturación (millones de euros) . .	172.268	274.084	331.088	348.096	392.101	367.212	405.366
Plantilla	768.573	1.032.401	1.158.545	1.212.061	1.277.710	1.347.353	1.371.529

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

en los indicadores de diversificación (Herfindahl y entropía), ya que la validez de las conclusiones estaría limitada por la heterogeneidad de los criterios empleada para cumplimentar el formulario, como se describirá en el apartado relativo a resultados.

El objetivo a largo plazo consiste en analizar rentabilidad y creación de valor de las empresas del Ibex-35, continuando con el estudio de Fernández y Bermejo (2008), pero en relación con la composición de la cartera de cada una de ellas. Pretende éste ser un primer paso en una línea de investigación en la que se persigue conocer si en las empresas españolas, como Adner y Zemsky (2006) defienden, una mayor relación entre los negocios de las empresas diversificadas aumenta la competitividad del grupo, y si estimula la diversificación adicional (no relacionada) y sus efectos en el rendimiento y la estructura del mercado.

5. Resultados

El Ibex-35 está compuesto por las 35 empresas más relevantes del mercado bursátil español, con referentes procedentes de los sectores servicios, energía, financiero, construcción, industrial, tecnología, textil, alimentación y farmacéutico.

En los siete últimos ejercicios económicos (ver Cuadro 1), la facturación agregada ha aumentado un 135 por 100, mientras que la plantilla de trabajadores de los perímetros consolidados pertenecientes al índice lo ha hecho un 78 por 100. Una parte importante del creci-

miento se ha producido sobre la base de incrementos de productividad, fundamentado en variables más flexibles que la plantilla de trabajadores, o es el resultado de la incorporación de nuevos mercados o actividades menos intensivas en factor trabajo. Todo esto, superando el bache del año 2009, en el que la facturación agregada descendió un 6,35 por 100, lo que no supuso reducciones de plantilla (en ese ejercicio, el incremento de personal se situó ligeramente por debajo de la cifra media del intervalo 2005-2010, que fue del 5,9 por 100 con respecto a la cifra total de este conjunto de compañías). Sin embargo, los movimientos corporativos hicieron que el salto más relevante se produjera en 2005, con un aumento de facturación cercano al 60 por 100 y de plantilla próximo al 35 por 100.

Centrando el análisis en el ápice estratégico del índice, más allá de la evolución de las dos mayores empresas, cuyo análisis sería objeto más que de un estudio de caso de un análisis de grupo. Los Cuadros 2 y 3 muestran los cálculos numéricos, los últimos años muestran que existen mayores diferencias entre las compañías en relación con el tamaño de la plantilla que con el volumen de facturación. La distinta naturaleza de las actividades y la ponderación dentro de cada una de las carteras, así como los movimientos corporativos registrados durante los años objeto de estudio, introducen oscilaciones en los valores de las compañías año a año. En cualquier caso, los diferenciales de concentración de plantilla aumentan proporcionalmente más que los relativos a facturación.

CUADRO 2

INDICADORES DE CONCENTRACIÓN DEL IBEX-35 POR FACTURACIÓN

Facturación	cr1 (%)	cr2 (%)	cr5 (%)	cr10 (%)	R	Entropía	Herfindahl (%)
2004	22,22	39,73	63,32	83,15	0,099	7,65944430	11,049
2005	18,01	30,04	59,37	80,25	0,085	9,19280302	8,956
2006	16,04	28,30	56,80	76,97	0,076	10,26620000	8,186
2007	15,47	30,67	57,24	78,42	0,080	9,73879372	8,599
2008	19,81	34,59	56,06	75,88	0,076	10,27444720	8,860
2009	20,71	36,16	56,10	74,89	0,074	10,59109620	9,123
2010	14,98	28,68	56,53	77,13	0,076	10,18817370	8,155

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

CUADRO 3

INDICADORES DE CONCENTRACIÓN DEL IBEX-35 POR PLANTILLA DE TRABAJADORES

Facturación	cr1 (%)	cr2 (%)	cr5 (%)	cr10 (%)	R	Entropía	Herfindahl (%)
2004	17,05	30,97	62,99	85,90	0,099	7,36753285	9,702
2005	15,19	27,66	56,66	80,42	0,081	9,21564119	8,202
2006	16,43	27,11	54,76	81,22	0,081	9,44174368	8,223
2007	18,74	30,53	58,48	81,12	0,085	9,15779147	9,056
2008	19,89	30,93	58,94	81,37	0,088	8,84380451	9,332
2009	19,11	32,08	58,64	80,48	0,085	9,20754945	9,181
2010	19,62	32,22	57,54	79,35	0,082	9,59215580	9,084

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

Los indicadores de concentración referidos a todos los componentes del índice son Rosenbluth, Herfindahl y entropía. No existen paralelismos en la evolución del índice de Rosenbluth para las cifras de personal y de facturación, debido a que los cambios relevantes en la facturación han sido el resultado de movimientos corporativos que alteran el perímetro de consolidación o de operaciones extraordinarias que, ocasionalmente, las compañías registran en su cifra de negocio en el formulario facilitado, mientras que los cambios relevantes en plantilla se han debido, únicamente, a operaciones cor-

porativas. En cualquier caso, las diferencias son menos acusadas en los dos últimos años observados, lo que indica que aunque las mayores empresas son las que abren la línea estratégica del crecimiento, el resto sigue esta iniciativa con rapidez y recuperan ágilmente el posicionamiento relativo perdido. Si se comprueba una evolución de plantilla vinculada a resultados: la correlación entre la variación de facturación y plantilla (con un año de retardo) se sitúa en el 95,4 por 100 y, por tanto, el coeficiente de determinación R^2 toma un valor de 0,91.

CUADRO 4
LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL IBEX-35
(En millones de euros)

Importe (millones de euros)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
España	93.303	146.085	158.944	179.667	201.972	179.153	180.263
UE	35.724	52.352	68.225	69.412	173.775	166.328	224.500
OCDE	14.324	23.308	32.717	30.884	75.044	75.068	74.673
Resto países.	32.852	56.553	51.637	74.279	54.176	47.703	47.368
Total	172.268	274.084	331.088	348.096	392.101	367.212	405.366

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

CUADRO 5
LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL IBEX-35.
Cuota sobre facturación
(En %)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Mercado interior	52,95	52,49	51,02	50,72	44,34	40,61	44,39
UE	20,27	18,81	21,90	19,59	16,47	17,02	18,39
OCDE	8,13	8,38	10,50	8,72	11,89	10,81	11,66
Resto países.	18,64	20,32	16,58	20,97	27,30	31,55	25,56

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

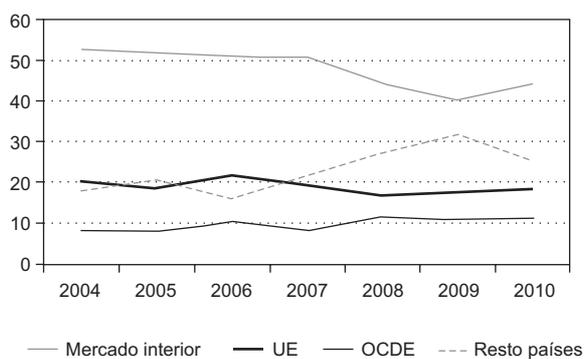
En lo relativo a la internacionalización de las empresas del IBEX-35

La facturación en territorio nacional de las empresas que constituyen en la actualidad el principal índice bursátil español se ha doblado en siete años. Sin embargo, su peso en la actividad total desarrollada ha retrocedido diez puntos, pasando de un 54,16 por 100 a, tan solo, un 44,47 por 100 de la facturación total, en favor, principalmente, del negocio en países de la Unión Europea que se ha multiplicado por seis, triplicando la

proporción con que contaba en el primer año de nuestro estudio.

También se ha visto reforzada sustancialmente la cifra de facturación en países de la OCDE, la cual en 2010 multiplicó por cinco el importe registrado en 2004. Aunque en valores absolutos las ventas en el resto de países, no englobados en ninguno de los grupos antes mencionados, aumentó cerca de un 45 por 100, este grupo de países ha sido el que peor evolución ha mantenido, quedando en un importe residual de la cartera del 11,7 por 100 (Cuadros 4 y 5 y Gráfico 1).

GRÁFICO 1

INTERNACIONALIZACIÓN EN EL IBEX-35
(En %)

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

En lo relativo a la diversificación de la cartera de actividades

La diversificación hace referencia a la actuación de una compañía en negocios con mayor o menor grado de relación entre los mismos. No existe convenio a la hora de clasificar las actividades de una cartera, pudiéndose superponer los criterios de oferta y de demanda. Esto implica un fuerte grado de subjetividad en la información de cada empresa y dificulta la comparación de datos homogéneos. Más aún, a pesar de utilizar el mismo criterio (oferta o demanda), puede haber disparidad en la información causada por otros motivos:

— Puede suceder que existan compañías que realicen las mismas actividades, de forma que una parte de ellas considere que están diversificadas y otra parte considere que están enfocadas.

— Es indudable la ampliación del cometido de las empresas españolas en los últimos años. Sin embargo, no todas las empresas tienen una percepción similar acerca de negocios análogos por razones estratégicas y organizativas. Mientras unas agrupan actividades, otras

prefieren desglosarlas, tanto a nivel organizativo o de información interna como de información externa, como muestran los resultados financieros publicados. Por eso, no se pueden sacar conclusiones —empleando la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE) o cualquier otra— acerca de la naturaleza de las actividades para el agregado por falta de homogeneidad informativa, pero sí permite extraer conclusiones acerca de qué supone cada negocio para la empresa.

— Una misma compañía puede cambiar su concepto de diversificación en el tiempo —y sus estados financieros lo respaldan— separando o agrupando actividades que no experimentan modificación, incorporación o baja. Sin embargo, esta situación condiciona la investigación a realizar.

El análisis de información complementaria referida a las empresas indexadas pone de manifiesto el enriquecimiento producido durante los últimos años. Sin embargo, esto no se ha trasladado a la información sistematizada en el formulario facilitado a la CNMV (ver Cuadro 6). Pese a cumplimentar correctamente las cifras de facturación total y el desglose por áreas geográficas, conforme a la clasificación estipulada por su órgano regulador, las empresas del Ibex-35 no aplican el mismo rigor a la voluntaria especificación de actividades. No se trata, tampoco, de motivos achacables a salidas a bolsa o similares. De hecho, el estudio de distintos casos muestra cambios de criterio a lo largo de la serie histórica analizada.

La información disponible pone de manifiesto dos cuestiones: en primer lugar, la no inclusión por parte de algunos componentes del Ibex-35 de esta información y, en segundo lugar —derivado del estudio de los casos en que se observa continuidad en la inclusión de estas claves del formulario—, la transformación de la visión que tienen las empresas de sí mismas, que ha modificado también su percepción acerca de los negocios principales y «accesorios», es decir, más o menos intrínsecos a su estrategia. Esta transformación de la visión del negocio y de la propia empresa va modificando progresivamente el reflejo en la información financiera publicada.

CUADRO 6

NÚMERO DE EMPRESAS QUE DESGLOSAN FACTURACIÓN POR ACTIVIDADES

Año	Negocio 1	Negocio 2	Negocio 3	Negocio 4	Negocio 5	Negocio 6	Negocio 7	Negocio 8	Negocio 9	Negocio 10
2004	26	24	21	17	5	3	1	1	1	1
2005	33	31	28	21	9	5	3	3	1	1
2006	35	33	30	23	13	5	4	3	2	1
2007	32	30	27	22	13	5	3	2	2	2
2008	20	19	17	15	10	5	3	3	1	1
2009	20	19	17	15	11	8	4	3	2	2
2010	13	13	11	9	6	4	2	2	2	2

FUENTE: Elaboración propia. Datos básicos CNMV.

Del mismo modo, esto disminuye el impacto de las decisiones sobre los indicadores de diversificación habitualmente empleados (Herfindahl y entropía —calculados como se indica en el apartado 4—, entre otros), amortiguando las variaciones de los mismos y evitando que estos puedan recoger por completo el efecto de la transformación de la cartera. En cualquier caso, más allá de cálculos y sistematizaciones metodológicas, es evidente que las líneas de negocio principales (como ocurre también con respecto a las áreas geográficas originales) pierden peso relativo en el conjunto de la cartera, sin perjuicio de que deban ser paulatinamente redefinidas para que puedan recoger la necesaria evolución como negocios si se busca su permanencia en el tiempo.

Por todo lo mencionado, si bien es cierto que el posicionamiento de las empresas cotizadas españolas ha experimentado en los últimos años una importante transformación, pasando de una cartera enfocada en el negocio original y una presencia básicamente nacional⁴,

los modelos estáticos habituales no son capaces de reflejar todos estos cambios.

6. Conclusiones

Las compañías del Ibex-35 han sorteado la complicada situación económica desde 2008 y han obtenido buenos resultados —únicamente la cifra de beneficios tuvo crecimiento negativo en 2009— y no han destruido empleo en ninguno de los años estudiados. Una buena elección de actividades y mercados ha sido clave para obtener un resultado mejor que el crecimiento global de la economía. Es sabido que la decisión sobre el conjunto de negocios que forman la cartera es trascendental para la empresa, ya que determina su posición estratégica y condiciona el resto de decisiones a largo plazo. Así, tanto la diversificación como la internacionalización de la cartera son fundamentales para el posicionamiento futuro de las grandes compañías españolas. Además, los resultados de los últimos años han puesto de manifiesto que es fundamental mantener actitudes activas en la búsqueda de nuevas oportunidades dentro de las habilidades y capacidades, ya sea como pionero o seguidor estratégico.

Se ha estudiado la composición por actividades y áreas geográficas de la cartera de negocios, en térmi-

⁴ Según la Bolsa de Madrid, los flujos españoles de inversión directa en el exterior pasaron de un promedio de 2.300 millones de dólares, entre 1985 y 1995, a 18.900 millones, en 1998, y un máximo de 137.000 millones, en 2007 (casi un 11 por 100 de la inversión exterior directa de la UE (MERCADO, 2010).

nos agregados, de las empresas que componen el Ibex-35, el principal indicador bursátil del mercado español. Se ha comprobado que, a pesar de que las empresas cotizadas se encuentran sometidas a fuertes requisitos informativos, superiores a los exigidos para el resto de compañías, y que su tamaño, interés público y relevancia sociales les lleva a proporcionar más información relativa a sus negocios en los últimos años de fuerte crecimiento de los mercados y de fuerte rejuvenecimiento de actividades, por la vía del enriquecimiento de las mismas, estas empresas han reducido la información financiera que emiten al exterior referida a su ámbito de actividad y retorno de sus áreas geográficas de referencia, lo que dificulta la realización de estudios académicos convencionales.

Durante los últimos ejercicios, se ha producido un importante descenso informativo en lo relativo a la diversificación de actividades, que se manifiesta en la caída del número de empresas que desglosan su facturación por actividades, desde la totalidad del Ibex en 2006, a tan solo 13 en 2010. Se ha comprobado que estas empresas no han completado esta información a la fecha de cierre de este artículo.

Por el contrario, la totalidad de empresas revisadas han facilitado sus datos de actividad por áreas geográficas agregadas, usando el criterio de agrupación de la CNMV.

Existen dos razones para la heterogeneidad de los datos segmentados por actividades: la interpretación de cada compañía de cada uno de sus negocios, y la natural evolución de cada uno de ellos. La percepción de las empresas de cuáles constituyen nuevas actividades o negocios «accesorios» a su cometido principal ha ido cambiando, hasta el punto de considerarlos hoy en día intrínsecos a su estrategia. Mientras unas agrupan actividades, otras prefieren desglosarlas, tanto a nivel interno como externo, como muestra la información financiera publicada.

Por esas razones no existen datos suficientes para elaborar indicadores que permitan desarrollar estudios pormenorizados de diversificación e internacionalización y, por tanto, no existe un indicador óptimo con base en el

sistema informativo actual, ni tan siquiera para las mayores compañías, sometidas a requisitos informativos más exigentes.

Así, a pesar de ser la diversificación un tema recurrente en la literatura económica, con la información actual facilitada por las empresas, no existen indicadores capaces de determinar de manera inequívoca cuándo una empresa está más diversificada que otra, si ambas cuentan con carteras formadas por múltiples actividades y en las que cada una tiene un peso relativo diferente. Los indicadores empleados tradicionalmente no son capaces de recoger toda la evolución de estas estrategias, ya que los componentes subjetivos dificultan la comparación entre empresas, e incluso en la propia serie histórica de una misma empresa para un plazo de observación prolongado.

Una parte muy significativa de la bibliografía académica relacionada con este tema insiste en que es aún largo el camino a recorrer para conocer el necesario impacto de la composición de la cartera de negocios en el resultado y la rentabilidad de la empresa. Sin duda, el cambio debe venir de la progresiva adaptación de la información facilitada por las compañías a los usuarios externos, ya que los datos públicos determinan la naturaleza, el enfoque y la utilización de los análisis. Este enriquecimiento informativo debe realizarse primero para las compañías de mayor tamaño y repercusión (las empresas cotizadas deben ser el referente también en este aspecto), para extenderse posteriormente hacia el resto de componentes de las distintas industrias. Sería deseable un nivel suficiente de desglose de la facturación, para lo que consideramos necesario emplear la clasificación CNAE a dos dígitos, a la que debe acompañarse el resultado atribuido y cifras de activo y plantilla adscritas. No son estos datos los que condicionan la estrategia de las empresas, y su conocimiento facilitaría el desarrollo de estudios beneficiosos para la toma de decisiones, buscando en último término la relación de causalidad entre diversificación/internacionalización y creación de valor, y los posibles condicionantes industriales, geográficos y relacionales que repercuten en el retorno total para el accionista.

Referencias bibliográficas

- [1] ADNER, R. y ZEMSKY, P. (2006): «Diversification and Performance: Linking Relatedness, Market Structure and the Decision to Diversify», *Working paper*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com>.
- [2] BAI, Y. y GREEN, C. (2010): «International Diversification Strategies: Revisited from the Risk Perspective», *Journal of Banking & Finance*, 34, volumen 1, páginas 236-245.
- [3] BERGER, P. y OFEK, E. (1995): «Diversification's Effect on Firm Value», *Journal of Financial Economics*, 37, páginas 39-65.
- [4] BODNAR, G.; TANG, C. y WEINTROP, J. (1998): «Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification», *Working paper*.
- [4] BOLSA DE MADRID (2011): «Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de Sociedad de Bolsas, S.A.». Disponible en www.bolsamadrid.es.
- [5] CAMPA, J. M. y KEDIA S. (2002): «Explaining the Diversification Discount», *Journal of Finance*, 57, páginas 1731-1762.
- [6] FERNÁNDEZ, P. y BERMEJO, V. (2008): «Ibex-35: 1992-2007. Rentabilidad y creación de valor». IESE Business School. *Documento de investigación* número 725.
- [7] GOMES J. y LIVDAN D. (2004): «Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence», *Journal of Finance*, número 59, páginas 507-535.
- [8] GRAHAM, J. R.; LEMMON, M. L. y WOLF, J. (2000): «Does Corporate Diversification Destroy Value?», *Working paper*.
- [9] HESTON, S. L. y ROUWENHORST, G. K. (1994): «Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification», *Journal of Financial Economics*, 36, páginas 3-27.
- [10] MACKEY, T. y BARNEY, J. (2005): «Is There a Diversification Discount? Diversification, Payout Policy, and the Value of a Firm». Disponible en SSRN: <http://ssrn.com>.
- [11] MARTIN, J. y SAYRAK, A. (2003): «Corporate Diversification and Shareholder Value: A Survey of Recent Literature», *Journal of Corporate Finance*, volumen 9, número 1, páginas 37-57.
- [12] MARTÍN GARCÍA, R. (2008): «Aspectos estratégicos de la industria de la construcción en España, con especial atención a las empresas cotizadas». Tesis doctoral. UNED.
- [13] MATEOS-APARICIO, P. (1998): «Dirección y objetivos de la empresa actual». Editorial Centro de Estudios Ramón Areces. Madrid.
- [14] NÚÑEZ, S. y PÉREZ, M. (2001): «El grado de concentración en las ramas productivas de la economía española». Servicio de Estudios. Banco de España. Documento de Trabajo número 0113.
- [15] PALICH, L.; CARDINAL, L. y MILLER, C. (2000): «Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decades of Research», *Strategic Management Journal*, vol. 21, número 2, páginas 155-174.
- [16] ROLL, R. (1992): «Industrial Structure and Comparative Behaviour of International Stock Market Indices», *Journal of Finance*, 47, páginas 3-42.
- [17] RUMELT, R. (1982): «Diversification Strategy and Profitability», *Strategic Management Journal*, número 3, páginas 359-370.

En el próximo número de
Información Comercial Española. Revista de Economía

Euro y crisis económica

<i>Emilio Ontiveros</i>	Presentación
<i>Emilio Ontiveros</i>	Revelaciones de la crisis de la eurozona
<i>Juan José Toribio Dávila</i>	Áreas monetarias óptimas y la experiencia europea: algunas reflexiones
<i>José Luis Malo de Molina</i>	La crisis y las insuficiencias de la arquitectura institucional de la moneda única
<i>José Manuel González-Páramo</i>	La estabilidad financiera en la zona del euro y el riesgo sistémico
<i>Ángel Berges Lobera, Daniel Manzano Romero y Francisco José Valero López</i>	Sistema bancario y vulnerabilidad financiera
<i>Ángel Ubide Querol</i>	Estados Unidos <i>versus</i> Eurozona. Dos historias paralelas
<i>José María Roldán</i>	La respuesta regulatoria a la crisis financiera global
<i>Jesús Ruiz-Huerta Carbonell</i>	Tendencias de la fiscalidad en Europa: la armonización fiscal y el futuro de la Unión
<i>José Manuel Amor Alameda</i>	La vulnerabilidad en los mercados de deuda soberana de la Unión Monetaria Europea
<i>Rafael Myro Sánchez</i>	Crisis económica y modelo productivo

Últimos números publicados:

Asia Central en el marco de la economía global

Tendencias y nuevos desarrollos de la teoría económica

La nueva geografía de la internacionalización

La innovación como factor e competitividad de la empresa española

Economía y competitividad en el área euromediterránea

Números en preparación:

La cooperación financiera en España

Nuevas corrientes de pensamiento económico

