

# El impacto del espíritu emprendedor en los resultados: una aplicación a las empresas españolas cotizadas<sup>1</sup>

María José Pinillos Costa • Luisa Eugenia Reyes Recio • Isabel Soriano Pinar  
Universidad Rey Juan Carlos

RECIBIDO: 24 de mayo de 2004

ACEPTADO: 17 de mayo de 2005

**Resumen:** En este trabajo se analiza la relación entre actividades de corporate entrepreneurship y el resultado empresarial. El objetivo principal es entender cómo el desarrollo de nuevas actividades en mercados domésticos y/o nuevas actividades internacionales –realizadas desde empresas establecidas– afectan a su resultado. Para lo cual se analizan 92 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid, durante un periodo de tres años, encontrándose evidencia empírica para reconocer el impacto que estos tipos de actividades de corporate entrepreneurship tienen en el resultado de la empresa. Claramente, el desarrollo de nuevas actividades internacionales repercute negativamente en las medidas de resultado a corto plazo, pero favorece la creación de valor.

**Palabras clave:** Orientación emprendedora / Nuevas actividades / Postura empresarial / Estrategia corporativa / Resultado de la empresa / Creación de valor.

## **The Effects of Entrepreneurial Orientation on the Performance: An Application to the Spanish Quoted Companies**

**Abstract:** In this work, we analyse the relationship between corporate entrepreneurship activities and performance. The main objective is to understand how the new activities development in domestic markets and/or new international activities (made from established firms) affects to the performance. We analyse 92 non-finance companies, quoted on Madrid Stock Market in a three years period, finding the empirical evidence to identify the impact this type of corporate entrepreneurship activities have in the performance. Obviously, the development of new international activities affects negatively upon the short-term measures, but they favour the creation of value.

**Key Words:** Corporate entrepreneurship / Entrepreneurial posture / Entrepreneurial orientation / Organizational performance / Stock market value.

## INTRODUCCIÓN

Los cambios en el entorno de la mayoría de las industrias, así como la rápida globalización de los mercados, están modificando significativamente la situación competitiva de muchas empresas. Los cambios del entorno pueden crear oportunidades de innovación, pero también son una fuente de amenazas haciendo que los productos se vuelvan obsoletos y los segmentos del mercado menos rentables. Esto significa que las empresas necesitan innovar constantemente si quieren sobrevivir, ya que los errores en la puesta al día de la estrategia determinan que la empresa tarde o temprano sea eliminada del mercado por otras organizaciones más innovadoras (Gabrielsson, 2002).

En este entorno, un factor clave del éxito empresarial ha sido la capacidad para crear y explotar continuamente oportunidades relacionadas con la innovación o con el desarrollo de nuevas actividades, que ha permitido a las empresas que han adoptado esta forma de actuar obtener ventajas competitivas a largo plazo (Guth y Ginsberg, 1990; Covin y Slevin, 1991; Lumpkin y Dess, 1996). Este comportamiento se asocia al término

corporate entrepreneurship (en adelante CE), o actividades desarrolladas por empresas ya establecidas que conducen al nacimiento de otra empresa, al desarrollo de una nueva actividad o a la transformación (re-nacimiento) de la propia organización. Covin y Slevin (1991) utilizan la expresión “postura empresarial” (*entrepreneurial posture*) y Lumpkin y Dess (1996) “orientación empresarial” (*entrepreneurial orientation*) para referirse a aquellas empresas que de una forma continuada muestran una voluntad de asumir riesgos, son innovadoras y proactivas; es decir, están involucradas en el desarrollo y creación de nuevas actividades o negocios.

Las empresas con “espíritu empresarial” identifican oportunidades y desarrollan acciones estratégicas para explotarlas. Se acepta que las condiciones del entorno y determinadas características de la empresa favorecen el CE (Guth y Ginsberg, 1990; Zahra, 1991; Zahra y Neubaum, 1998). Los cambios estructurales fundamentales producidos en una amplia variedad de industrias, ocasionados por factores tales como la desregulación, competición global, discontinuidades tecnológicas, los cambios en las expectativas de los consumidores, Internet, etc., han llevado a

buscar nuevos planteamientos que guíen a las empresas en entornos turbulentos y ha despertado el interés por el desarrollo de nuevas iniciativas y proyectos, así como por la velocidad a que éstos se producen para que las empresas puedan ser efectivamente competitivas.

En definitiva, en la última década muchos factores han contribuido a aumentar la importancia del CE: la intensificación de la competencia global, la reestructuración de las organizaciones y el rápido progreso del cambio tecnológico. Los factores anteriormente apuntados han elevado la necesidad de las empresas de ser más “empresariales” si quieren sobrevivir y prosperar (Dess, Lumpkin y McGee, 1999; Cifalindò, 2003). Las actividades de CE suponen una forma para crecer, diversificar el riesgo y responder a los cambios y oportunidades en los mercados. El creciente interés por el estudio del CE es una respuesta no sólo a la creencia de que la actividad empresarial favorece el desarrollo macroeconómico, sino a la idea de que tal actividad mejora el resultado de la empresa que adopta este comportamiento (Zahra, Neubaum y Huse, 2000).

Un aspecto fundamental del CE es entender mejor la relación entre este tipo de actividades y el resultado de la empresa (Covin y Miles, 1999; Lumpkin y Dess, 1996). Con este propósito, en el presente trabajo se trata de profundizar en el estudio de las relaciones entre el nivel o grado de desarrollo de nuevas actividades por empresas establecidas y el resultado empresarial. El trabajo lo hemos estructurado en distintos apartados en los cuales pretendemos, en primer lugar, precisar el concepto de CE que utilizamos y plasmar los fundamentos teóricos que justifican su estudio. En segundo lugar, planteamos las relaciones entre las actividades de CE y los resultados empresariales. En tercer lugar, presentamos la metodología de investigación. Y, por último, señalamos los resultados, conclusiones y limitaciones del trabajo desarrollado.

## **ESPÍRITU EMPRESARIAL Y CREACIÓN DE EMPRESAS: LAS ACTIVIDADES DE CORPORATE ENTREPRENEURSHIP**

Las actividades de CE han recibido considerable atención durante la última década como

una forma de reinventar y revitalizar las empresas con el objetivo de aumentar la rentabilidad y conseguir, como ya hemos indicado, una posición de ventaja competitiva a largo plazo (Guth y Ginsberg, 1990; Covin y Slevin, 1991; Zahra, 1991; Zahra, 1993; Lumpkin y Dess, 1996; Zahra, 1996b).

Aunque no existe una definición universalmente aceptada del concepto, el CE es interpretado generalmente como las actividades emprendidas por una empresa en funcionamiento que aumentan la habilidad de ésta para innovar, asumir riesgos e identificar oportunidades y desarrollarlas. Estas actividades requieren el esfuerzo de toda la organización, el compromiso de la alta dirección y además apoyo financiero.

De acuerdo con Guth y Ginsberg (1990) el CE puede adoptar la forma de una innovación (innovation), el desarrollo de un nuevo negocio (corporate venturing), o puede referirse a la renovación estratégica (strategic renewal).

Algunos autores describen la innovación como la incorporación de nuevos productos o nuevas tecnologías (Covin y Slevin, 1991).

La creación de un nuevo negocio (corporate venturing) se refiere al desarrollo de una nueva actividad, por una empresa establecida, actividad que puede ser considerada como una unidad organizativa autónoma o como una nueva empresa. En otras palabras, la creación de un nuevo negocio se produce cuando una empresa desarrolla una nueva actividad que no está relacionada con el producto y mercado tradicional de la empresa (Brazeal, 1993; Covin y Slevin, 1991; Zahra, 1996b), y que puede adoptar una forma jurídica independiente de la empresa matriz o no, pero que, en cualquier caso, se mantiene el vínculo con la empresa matriz.

La entrada en nuevos mercados con los productos tradicionales –estrategia de desarrollo de mercados según el modelo de Ansoff (1976, p. 128)– también es considerada como una actividad de CE, como un nuevo negocio, una “nueva” actividad para la empresa (Burgelman, 1983; Lumpkin y Dess, 1996; Barringer y Bluedorn, 1999; Lu y Beamish, 2001)<sup>2</sup>. De acuerdo con Zahra (1993) el análisis de las actividades de CE no debe restringirse sólo a las industrias o mercados nacionales sino que, en una economía glo-

bal, debe prestarse una especial atención a las actividades de CE que suponen la entrada en nuevos mercados internacionales –International Entrepreneurship (IE)–.

El *international entrepreneurship* se define como proceso de descubrir creativamente y explotar oportunidades que descansan fuera del mercado doméstico de la empresa y que persiguen una ventaja competitiva. Esta definición se basa en los trabajos más recientemente realizados en este campo que dan luz sobre la importancia del reconocimiento de oportunidades y de la necesidad de la investigación en el área del CE para el descubrimiento y explotación de las mismas (Shane y Venkataraman, 2000; Zahra y George, 2002).

Por último, la renovación estratégica es un proceso de transformación de una empresa; supone un cambio importante en el negocio, en la estrategia corporativa o en la estructura organizativa (Covin y Miles, 1999).

Por otra parte, Cifalino (2003, pp. 200-211) indica que tres teorías se han empleado, principalmente, para explicar la relación entre resultado empresarial y actividades de CE: la teoría contingente, la teoría de los recursos y capacidades y la teoría de la agencia.

Desde la teoría contingente se identifican distintas dimensiones del CE y distintas medidas del resultado, observando que determinadas variables (de carácter contingente) afectan a la relación “actividades de CE- resultados” (Guth y Ginsberg, 1990; Covin y Slevin, 1991; Zahra, 1993; Lumpkin y Dess, 1996). Factores de naturaleza contingente que afectan a esta relación son, entre otros: las características del entorno (político, social, tecnológico, competitivo, grado de dinamismo, hostilidad, etapa del ciclo de la industria, etc.), las características de su equipo de dirección, y las características de la empresa (estructura, cultura, misión, edad, tamaño...etc.). Desde este planteamiento no sólo se considera la realización de actividades de CE sino, también, la duración de ese esfuerzo. En los modelos de Covin y Slevin (1991) y de Zahra (1993) se establece que las relaciones entre CE y resultados vendrán moderadas por el impacto de las variables contingentes.

Una segunda explicación sobre la influencia del CE en el resultado está basada en la teoría de

los recursos y capacidades. La perspectiva de los recursos y capacidades se basa en cómo los recursos pueden ser creados y explotados. CE es visto como un medio importante de mejorar la ventaja competitiva no solo por utilizar los recursos de diferentes formas sino también por crear nuevos recursos (Zahra *et al.*, 1999). Las empresas con recursos valiosos e inimitables tienen el potencial para conseguir una posición de ventaja competitiva. Wiklund y Shepherd (2003) analizan y comprueban el impacto positivo que los recursos de una empresa basados en el conocimiento tienen en “el espíritu empresarial” y en el resultado. Las empresas con un mayor conocimiento del mercado poseen mayor habilidad para descubrir y explotar oportunidades, debido a que: 1) el conocimiento de los problemas del consumidor puede ser en gran medida generalizable; 2) es más fácil determinar el valor de mercado de nuevos descubrimientos científicos, cambio tecnológico, etc., y 3) el conocimiento de los problemas del consumidor y la forma de servir al mercado influye en el descubrimiento de soluciones a los problemas de los consumidores y en la identificación de oportunidades. De esta forma, aquellos que carecen de esa familiaridad con el consumidor y el conocimiento sobre la forma de servir el mercado tendrán dificultades para reconocer y adoptar soluciones a las necesidades de los clientes y formular una efectiva estrategia para introducir y vender nuevos productos y servicios.

La tercera teoría, “la teoría de la agencia”, se centra en los problemas de agencia que afectan al CE y su impacto en los resultados. Desde este planteamiento se han estudiado aspectos relacionados con el gobierno de la empresa (estructura y comportamiento del consejo de administración), estructura de propiedad y las actividades de CE. Se ha reconocido que los problemas de agencia pueden afectar al CE, y se han investigado los factores de las organizaciones que pueden contribuir a esos problemas, como el tamaño de la empresa, edad de la empresa, y complejidad organizativa (Jones y Butler, 1992). Cuando los problemas de agencia aumentan, los costes de agencia se elevan y el resultado de la empresa disminuye, salvo que se adopten medidas, que hagan que los agentes se comporten como principales.

En resumen, una revisión de síntesis de la literatura permite asociar a las actividades de *corporate entrepreneurship* todas aquellas desarrolladas por empresas establecidas que suponen la introducción de nuevos productos, nuevas tecnologías (innovation), el desarrollo de nuevos negocios o actividades (corporate venturing) o cambios importantes en la estrategia, en los negocios o en la estructura organizativa (strategic renewal) (Covin y Slevin, 1991; Zahra, 1991) y tienen que ver con la velocidad y frecuencia con las que se producen estas actuaciones.

De todas estas aproximaciones, para medir el nivel de CE en este trabajo nos centraremos en el desarrollo de nuevas actividades y en la incorporación a nuevos mercados internacionales, supongan o no la constitución de una nueva empresa. Basándonos en los trabajos de Covin y Slevin (1991), Zahra *et al.* (2000) y Zahra y George (2002) analizamos el desarrollo de nuevas actividades domésticas, o nuevas actividades internacionales, para noventa y dos empresas —no financieras— cotizadas en la Bolsa de Madrid, durante un periodo de tres años y su impacto en distintas medidas del resultado.

## ESPÍRITU EMPRESARIAL Y RESULTADOS

Aunque las actividades de CE favorecen el logro de un resultado superior a largo plazo (Covin y Slevin, 1991; Zahra, 1991, 1993; Zahra y Covin, 1995; Daily *et al.*, 1999), sin embargo, desde la perspectiva de la teoría de la agencia se entiende que los directivos de las empresas, no se sienten inclinados a adoptar este comportamiento por el riesgo asociado al desarrollo de este tipo de actividades, debido a que la recompensa se obtiene a más largo plazo, y en el corto plazo el temor al fracaso y la posible repercusión negativa en los resultados a corto plazo dificulta el desarrollo de proyectos que conducen a la creación de nuevos negocios o nuevas empresas (Zahra y Covin, 1995; Zahra, 1996a).

Aunque el comportamiento emprendedor (desarrollo de nuevas actividades o negocios de una forma continuada) pueda ser deseable desde el punto de vista de la empresa a largo plazo, sin embargo los problemas aumentan a la hora de

motivar a sus miembros a adoptar este tipo de comportamiento arriesgado. Ello es debido a que este comportamiento empresarial (desarrollo de nuevos productos, mercados, negocios, etc.) se desenvuelve en un entorno de incertidumbre, que produce el clásico problema de agencia (Jensen y Mecklin, 1976). Parte del problema se origina por las diferentes preferencias en relación con el riesgo entre el principal (accionista) y el agente (directivo). El agente no tiene incentivos para desarrollar actividades de CE porque las rentas anormales que aumentan con el éxito de un hecho pertenecen al principal, y las pérdidas aunque efectivamente afectan a la riqueza del principal también afectan a la reputación y al desarrollo de la carrera profesional del agente en relación con el principal. Incluso si el agente aumenta las actividades de CE, un segundo problema aparece por los efectos del oportunismo del agente (moral hazard). Es imposible o excesivamente caro vigilar y evaluar a los agentes por su comportamiento emprendedor porque el valor que genera este tipo de comportamiento puede ser habitualmente evaluado solamente después de un sustancial periodo de tiempo. Sin embargo, los sistemas de evaluación del resultado suelen ignorar el largo plazo y valoran las actividades que favorecen los flujos a corto plazo.

En definitiva, la orientación al corto plazo de muchos directivos ha sido citada como un impedimento a la innovación y el cambio (Guth y Ginsberg, 1990). Está claro que los nuevos negocios a menudo necesitan muchos años para convertirse en un resultado beneficioso para toda la compañía, y por tanto, las actividades de CE pueden tener consecuencias negativas en los resultados a corto plazo.

Por todo ello, proponemos la hipótesis siguiente:

- *H1: Las actividades de CE reducen el resultado a corto plazo de la empresa.*
- *H1a: Existe una asociación negativa entre desarrollo sostenido de nuevas actividades y la rentabilidad económica, rentabilidad financiera y beneficio por acción.*
- *H1b: Existe una asociación negativa entre la velocidad de incorporación a los mercados internacionales y la rentabilidad económica, rentabilidad financiera y beneficio por acción.*

Covin y Slevin (1991) en su citado modelo sobre *Entrepreneurship* como conducta empresarial, argumentan que la “postura empresarial” de las empresas se relaciona positivamente con la generación de ingresos y de resultados. Conseguir valores positivos para la relación entre CE y resultados es una razón clave para que las empresas emprendan este comportamiento.

La alta dirección de algunas empresas con bajos resultados puede entender que el riesgo de las actuaciones de CE es lo que debe evitar. Altos directivos de empresas con elevados resultados pueden sentir que el riesgo inherente a las actividades de CE puede comprometer el resultado de la empresa; mientras que otros directivos de empresas con buenos resultados pueden entender que el estilo emprendedor es clave para el éxito.

Claramente, el resultado de la empresa es usado como una justificación de la elección de una “postura empresarial”. En definitiva, las empresas que adoptan una “postura empresarial” es porque esperan crear o sostener un alto nivel de beneficio o rentabilidad.

Durante el transcurso de la última década se ha encontrado evidencia empírica que muestra que el impacto de las actividades de CE en el resultado depende tanto del tipo de actividad de CE como de la forma en que se mida el resultado. No todas las actividades de CE mejoran el resultado de la compañía. En este sentido, Zahra (1986) observa que las empresas que desarrollan actividades de CE, referida ésta a la innovación del producto consiguen elevados crecimientos de las ventas, es decir, el desarrollo de innovaciones en el producto son un claro predictor del aumento del ratio de crecimiento de las ventas.

En un trabajo posterior Zahra (1991) observa que las actividades de CE relacionadas con el desarrollo de nuevos productos, nuevos negocios, y nuevas actividades que adoptan la forma de “joint ventures” están asociadas positivamente y significativamente con el beneficio por acción, la rentabilidad sobre la inversión y además reducen la volatilidad de las ganancias corporativas. Zahra (1991) destaca en esta investigación que aunque cabría esperar un retardo entre el momento en el que se adopta cualquiera de estos comportamientos empresariales y el resultado,

sin embargo, la asociación entre la intensidad de actividades de CE y resultado es casi instantánea, aunque el efecto positivo en el resultado se incrementa con el transcurso del tiempo.

Zahra *et al.* (2000) observan que la rentabilidad económica (ROA) aumenta significativamente cuando lo hace también la innovación en el producto y en el proceso, aunque, se reduce cuando se emprenden nuevas actividades (domésticas o no). Este comportamiento es similar para la rentabilidad sobre las ventas (ROS). También encuentran que todas estas actividades de CE tienen un impacto positivo en el crecimiento de las ventas, y que además, el beneficio por acción está relacionado positivamente con la innovación en el producto, en el proceso y organizativa, y con la incorporación a nuevos mercados internacionales, y negativamente con el desarrollo de nuevas actividades domésticas.

Un resumen de estas relaciones y su carácter –significativo o no– se describen en la tabla 1.

Westhead *et al.* (1998) no encuentran diferencias significativas en la edad y el tamaño de las empresas que exportan y las que no lo hacen.

En otros trabajos, en los que se relaciona el ROE con el *international entrepreneurship* se observa una relación positiva entre ROE e *international entrepreneurship* cuando éste se mide por el porcentaje que representan las ventas internacionales en relación con las ventas totales de la empresa (Zahra *et al.*, 2000) y existe una relación positiva y significativa entre rentabilidad financiera (ROE) e *international entrepreneurship* cuando este último se mide por la velocidad a la que se produce la internacionalización de la empresa.

Por otra parte, aunque se ha argumentado que la diversificación empresarial en un marco de eficiencia de los mercados no aporta nada a los accionistas ya que éstos pueden directamente diversificar su cartera en el mercado, sin embargo, las actividades que conducen a la creación de nuevos negocios o al desarrollo de nuevas actividades pueden generar ingresos que mejoren los resultados de la empresa (Zahra *et al.*, 2000; Guth y Ginsberg, 1990). Las actividades de CE permiten –desde una perspectiva de la teoría de recursos– que la empresa se regenere, se creen nuevas capacidades y aumente su aptitud para

**Tabla 1.-** Asociación entre CE y resultado

VARIABLE	ROA	ROS	CRECIMIENTO DE LAS VENTAS	BENEFICIO POR ACCIÓN
Innovación en producto	+ (significativa)	+ (significativa)	+ (significativa)	+
Innovación en proceso	+ (significativa)	+ (significativa)	+	+ (significativa)
Innovación organizativa	+	+	+	+ (significativa)
Nuevos mercados domésticos	-	- (significativa)	+ (significativa)	- (significativa)
Nuevos mercados internacionales (EI)	- (significativa)	- (significativa)	+ (significativa)	+ (significativa)

FUENTE: Zahra *et al.* (2000) y elaboración propia.

generar nuevas competencias que incrementan su resultado. Estas capacidades permiten que la empresa mejore su posición competitiva en sus mercados de referencia (domésticos o internacionales) y puede favorecer la entrada en otras industrias que aumenten el beneficio y el crecimiento. El desarrollo continuado de actividades de CE favorecerá la aparición de capacidades que permitan la identificación y explotación de oportunidades de éxito.

Zahra (1991) subraya que las empresas se embarcan en actividades de CE por una variedad de razones: para alcanzar oportunidades que complementan o extienden los negocios existentes, para conseguir una mejor utilización de recursos, etc. En su conjunto estos factores pueden aumentar la productividad de una empresa y favorecer su posición competitiva. Pero, en la medida del resultado pueden distinguirse un componente contable y la perspectiva de mercado. La componente contable comprende medidas como las ganancias por acción, ingresos netos por ventas, crecimiento de los ingresos, y medidas similares.

Los componentes de resultados basados en el mercado se refieren al nivel de riesgo asociado con la cartera de negocios de la empresa y al valor que atribuye el mercado a los nuevos negocios desarrollados por efecto de la estrategia expansiva de la empresa. Cuando los proyectos de CE son aprobados, las nuevas actividades deben ser publicadas y los mercados de capitales valoran tal actuación.

Si las actividades de CE permiten generar mejores resultados el mercado deberá valorar positivamente estas iniciativas, aumentando el valor de la empresa en éste, dado que aumentan sus expectativas de ganancias.

Por todo lo anterior proponemos la siguiente hipótesis:

- *H2: Las actividades de CE aumentan el valor de la empresa.*
- *H2a: El desarrollo sostenido de nuevas actividades está relacionado positivamente con la creación de valor.*
- *H2b: La entrada en nuevos mercados internacionales de manera continuada está relacionada positivamente con la creación de valor.*

## METODOLOGÍA

### MUESTRA

Del total de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid, que tienen obligación de publicar los hechos relevantes, se seleccionó una muestra de 92 empresas para contrastar nuestras hipótesis. Nos limitamos a las empresas no financieras que cotizaban en la Bolsa de Madrid ya que, siguiendo las indicaciones de Prowse (1997), no es adecuado tratar las empresas financieras y las no financieras de la misma forma pues tienen comportamientos estratégicos diferentes. En el anexo se incluye la ficha técnica de la investigación.

En concreto los datos necesarios para la presente investigación fueron tomados de:

- La memoria anual de cada una de las empresas en lo relativo a sus datos contables.
- Los datos publicados por la Bolsa de Madrid, en lo relativo a las cifras de ventas en cada una de las actividades o negocios y mercados en los que operan las empresas, y el valor de cotización.
- Los datos publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) relativos a los hechos relevantes.

## MEDIDAS

### ◆ *Iniciativa emprendedora: nuevas actividades y nuevos mercados internacionales:*

- Desarrollo de nuevas actividades o negocios: Hemos considerado, durante un periodo de tres años desde 1999 a 2001, el desarrollo o incorporación de nuevas actividades con independencia de que éstas hayan supuesto la creación de una empresa con personalidad jurídica propia o no.
- Nuevos mercados internacionales: Durante un periodo de tres años –1999 a 2001– hemos considerado la incorporación a nuevos mercados internacionales.

### ◆ *Resultados empresariales:*

- Rentabilidad económica (ROA): Relación por cociente entre el beneficio antes de intereses e impuestos y el volumen de activos netos del periodo.
- Rentabilidad financiera (ROE): Relación por cociente entre el beneficio neto y los fondos propios.
- Beneficio por acción (B°/acción): Relación por cociente entre el beneficio neto del periodo y el número de acciones en circulación de la empresa.
- Creación de valor (VMFP/FP): Relación por cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor contable de los fondos propios.

◆ *Variables de control:* En línea con el trabajo de Zahra *et al.* (2000) se han incluido tres variables de control en el análisis por su impacto potencial en el resultado empresarial: 1) edad de la empresa; 2) tamaño de la empresa, y 3) resultado pasado de la empresa.

- 1) *Edad de la empresa* medida por el número de años desde que el negocio empezó a funcionar. Las empresas más jóvenes suelen tener peores resultados, produciéndose incluso la mayor mortandad durante sus primeros tres años de vida. Zahra y Neubaum (1998) entienden que esta situación de debilidad se reduce cuando las empresas superan sus primeros ocho años

de vida. En definitiva, se ha argumentado que, al menos a largo plazo, las empresas con buenos resultados sobreviven y las empresas con resultados pobres desaparecen (Alchian, 1950; Penrose, 1952). Por lo que se espera una relación positiva entre edad de la empresa y resultado empresarial.

- 2) *Tamaño de la empresa.* La literatura en el tema sugiere (Zahra, 1991, 1996a) que, en promedio, las grandes empresas disponen de más recursos y habilidades lo que les permitirá obtener ciertas ventajas competitivas que las empresas de una dimensión más reducida no podrán alcanzar. Las empresas que presentan economías de escala consiguen ventajas en costes que es el origen de unos mejores resultados. Se espera una relación positiva entre tamaño de la empresa y resultado empresarial. El tamaño fue medido utilizando el logaritmo del número de empleados.
- 3) *Resultados pasados.* Una alta rentabilidad obtenida en el pasado permite generar recursos financieros que pueden destinarse a la financiación de proyectos altamente rentables, pero que se suelen dar asociados a un mayor riesgo. Se espera una relación positiva entre los resultados actuales y el resultado pasado. El resultado pasado se midió como el resultado medio de los dos años anteriores.

Se ha incorporado al análisis el crecimiento de la empresa como variable de control por su potencial influencia en el resultado:

- 4) *Crecimiento de la empresa.* El crecimiento de la empresa ha sido considerado como uno de los elementos fundamentales en la definición de la estrategia. El crecimiento la empresa da idea de progreso y de posibilidades de desarrollo futuro. Es más, en un entorno caracterizado por el dinamismo las empresas se ven abocadas a crecer; en muchos casos simplemente para mantener su posición competitiva. La orientación al crecimiento va buscando conseguir una posición de ventaja competitiva, en otras palabras, con ella se trata de alcanzar unos mejores resultados. Por lo que se espera una relación positiva entre crecimiento de la empresa y resultado empresarial. El nivel de

crecimiento de cada empresa se determinó comparando el crecimiento de las ventas de la empresa cada año con el crecimiento del PIB ese mismo año. Se analizó esta relación para cada una de las empresas durante un periodo de 5 años (desde 1997 a 2001), de tal forma que si el crecimiento de la empresa superaba el crecimiento ese mismo año del PIB la variable tomaba valor 1; si no, tomaría valor cero. Por ejemplo, si en el transcurso de los cinco años el crecimiento de las ventas fue siempre mayor que el crecimiento del PIB, la variable que mide el nivel de crecimiento (*NIVELCTO*) tomaría valor 5 y si estaba siempre por debajo tomaría valor cero.

Para contrastar las hipótesis se ha realizado un análisis de regresión múltiple, donde las variables dependientes son las distintas medidas del resultado y las variables explicativas se asocian a las actividades de CE.

El total de empresas analizadas se distribuye por sectores de actividad, como se recoge en la tabla 2; también se incluye, en esta tabla, el porcentaje de las mismas clasificadas por sector y nivel de crecimiento. Así, por ejemplo, las dos

empresas de la muestra que pertenecen al sector “Agricultura, ganadería y pesca” sólo crecen sus ventas por encima del PIB un periodo (*NIVELCTO* igual 1). Por eso, la celda de la tabla 2 correspondiente al sector “Agricultura, ganadería y pesca” y *NIVELCTO* igual a 1, toma valor 2 (dos empresas; las dos únicas empresas de este sector).

En la tabla 3 se incluye un resumen descriptivo de los valores medios de las variables para todas las empresas de la muestra y su valor superior (“+”) o inferior (“-”) al valor medio, dependiendo del nivel de crecimiento. Por ejemplo todas las empresas con un nivel de crecimiento “elevado” (posiciones 3, 4 y 5 de la escala) consiguen una rentabilidad económica (ROA) superior al 6%; las empresas con un nivel de crecimiento más reducido (posiciones 0, 1 y 2 de la escala) consiguen rentabilidades por debajo de las indicadas.

Para contrastar las hipótesis planteadas se realizan cuatro regresiones múltiples, una para cada forma de medir el resultado. Hay que precisar que las variables relativas al resultado pasado –ROA pasada, ROE pasada, Bº/acción pasado y VMFP/FP pasada– nunca se encuentran simultá-

**Tabla 2.-** Estadísticos descriptivos

SECTOR	FRECUENCIA ABSOLUTA (Nº empresas por sector)	%	NÚMERO DE EMPRESAS POR SECTOR CON SU RESPECTIVO NIVEL DE CRECIMIENTO						
			Nivel de crecimiento ( <i>NIVELCTO</i> )						
	0	1	2	3	4	5			
Agricultura, ganadería y pesca	2	2,2%		2					
Industria manufacturera	39	42,4%	2	6	11	9	9	2	
Producción y distribución de energía eléctrica	6	6,5%	1		1	3		1	
Construcción	11	12,0%	1		4	4	1	1	
Comercio, reparación de vehículos de motor	4	4,3%		1	1	1		1	
Hostelería	1	1,1%						1	
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5	5,4%		1	1		2	1	
Intermediación financiera	2	2,2%	1				1		
Actividades inmobiliarias y de alquiler	19	20,7%	2	3	7	2	4	1	
Otras actividades sociales y de servicios	3	,3%			3				
Total	92	100,0%	7	13	28	19	17	8	

**Tabla 3.-** Frecuencias en función del sector de actividad y del nivel de crecimiento

	Media	Desv. típ.	NIVEL DE CRECIMIENTO					
			0	1	2	3	4	5
ROA pasada	6,0%	0,1	-	-	-	+	+	+
ROE pasada	10,6%	0,2	-	-	-	+	+	+
Bº/acción pasado	0,56	1,96	-	-	-	+	+	+
VMFP/FP pasada	2,6	3,8	+	-	-	-	+	-
Log número de empleados 2001	5,95	1,86	-	-	-	+	-	+
Edad de la empresa (número de años de actividad desde su creación)	53,61	38,88	-	-	+	-	+	-



neamente en una misma ecuación, ya que son los modos de determinar el resultado pasado en cada una de las regresiones realizadas.

En la tabla 4 se presentan las correlaciones entre todas las variables.

Se utilizó el programa SPSS (versión 11), y el procedimiento “hacia atrás” con el objetivo de limitar los problemas de colinealidad. Al tiempo, se emplearon las dos medidas más comunes para evaluar la colinealidad: 1) el valor de la tolerancia, y 2) el factor de inflación de la varianza (VIF) (Hair *et al.*, 1999, p. 185). Los resultados de este análisis indican que la multicolinealidad no es un problema<sup>3</sup>.

Como puede observarse en la tabla 5 las cuatro regresiones son estadísticamente significativas, con un valor de  $R^2$  corregido que oscila entre el 0,77 y el 0,22. No obstante, en el caso en que la variable dependiente es el ROE y, también en la regresión realizada para la creación de valor, la variación explicada de estas dos variables dependientes son 0,22 y 0,26 respectivamente. A un nivel de significación del 0,01 y para la estimación de 6 variables independientes, con un tamaño muestral de 92 se detectan razonablemente las relaciones, si existen (Hair *et al.*, 1999, pp.159-160). Sin embargo la base teórica sugería que el crecimiento podía actuar, en estos dos casos, como variable moderadora (Sharma *et al.*, 1981).

En la tabla 6 se presentan los resultados de las regresiones para el ROE y la creación de valor en función del nivel de crecimiento.

Pudo comprobarse que efectivamente el nivel de crecimiento actuaba como tal variable moderadora modificando la fuerza de la relación en ambos casos. Cuando el nivel de crecimiento es mayor que cuatro (en el caso del ROE) y mayor que tres (para la creación de valor) el poder explicativo del modelo aumenta llegando incluso a ser significativas algunas de las variables independientes, como ocurre para la expansión internacional en la regresión del ROE como variable dependiente. Sin embargo, para niveles de crecimiento menores de cuatro y de tres, respectivamente las regresiones pierden poder explicativo.

Cuando se han considerado todas las empresas –sin analizar comportamientos específicos

asociados al nivel de crecimiento de las empresas para el ROE y la creación de valor– observamos que la realización de nuevas actividades está asociadas positivamente con tres de las cuatro medidas del resultado: ROA, beneficio por acción y la creación de valor, aunque la relación no es en ningún caso significativa. La expansión internacional está relacionada con todas las formas de resultado, y es significativa la relación con el ROA y el beneficio por acción.

Los resultados del análisis confirman las hipótesis H1b y H2b, observándose una asociación negativa entre la velocidad en el acceso a los mercados internacionales y las rentabilidades económica y financiera, así como con el beneficio por acción, y una asociación positiva con la creación de valor. Lo que confirmaría, desde un planteamiento de la teoría de la agencia, la aversión de los directivos a desarrollar este tipo de actividades de CE –que entrañan, en general, un riesgo elevado– por su impacto negativo directo en la rentabilidad financiera y, además significativo, en la rentabilidad sobre activos y en el beneficio por acción, es decir, en los resultados a más corto plazo. Sin embargo, desde una perspectiva de la teoría de recursos, la entrada en nuevos mercados internacionales de una manera continuada favorece la generación de capacidades y consecuentemente la creación de valor.

No se confirma la hipótesis H1a; contrariamente a la relación esperada, el desarrollo de nuevas actividades domésticas está relacionado positivamente con la rentabilidad económica y con el beneficio por acción. Se ha encontrado asociación entre el desarrollo sostenido de nuevas actividades domésticas y la creación de valor no rechazándose la hipótesis H2a, aunque la relación no sea significativa.

Cuando, como ya ha sido comentado, el análisis se centra en el caso del ROE y de la creación de valor, en las empresas con una mayor orientación al crecimiento encontramos que la velocidad a la que se produce la expansión internacional influye (y además significativamente) en los resultados a corto plazo reduciéndolos, y afecta a la creación de valor (aunque no sea significativamente) aumentándola. Lo que nos lleva a no rechazar las hipótesis H1b y H2b. La velocidad de desarrollo de actividades domésticas se

Tabla 4.- Correlaciones

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
<b>PREDICTORIAS</b>													
(1) Nuevas actividades	1												
(2) Expansión internac.	0,139	1											
(3) ROA pasada	-0,078	-0,093	1										
(4) ROE pasada	0,034	-0,019	0,550**	1									
(5) B/acción pasado	0,037	0,032	0,205	0,721**	1								
(6) VMFP/FP pasada	0,020	0,005	0,282**	0,242*	-0,087	1							
(7) Edad empresa	-0,027	-0,087	0,061	0,121	0,055	-0,109	1						
(8) Tamaño empresa (Log nº empleados)	0,054	0,009	0,310**	0,227*	0,092	0,036	0,021	1					
(9) Crecimiento	0,039	-0,094	0,328**	0,167	0,132	0,048	0,063	0,225*	1				
<b>DEPENDIENTE</b>													
(10) ROA	-0,011	-0,283**	0,823**	0,379**	0,213	0,251*	0,212	0,287**	0,467**	1			
(11) ROE	0,011	-0,166	0,349**	-0,311**	-0,424**	0,170	0,176	0,147	0,074	0,337**	1		
(12) B/acción (2001)	0,075	-0,138	0,244**	0,322**	0,633**	-0,029	0,138	0,071	0,178	0,376*	0,203	1	
(13) VMFP/FP	0,052	-0,006	0,094	0,223*	0,025	0,598**	-0,021	-0,036	0,038	0,126	0,117	0,001	1

\*\*La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral); \*La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

Tabla 5.- Relación entre resultados de la empresa y actividades de CE: análisis de la regresión

VARIABLES	DEPENDIENTES							
	ROA		ROE		Bº/acción		VMFP/FP	
	Coef.	Coef. (beta) de regresión estandariz.	Coef.	Coef. (beta) de regresión estandariz.	Coef.	Coef. (beta) de regresión estandariz.	Coef.	Coef. (beta) de regresión estandariz.
INDEPENDIENTE								
Constante	-0,0234***		-0,0297		-0,1259		1,9235	
Nuevas actividades	0,0028	0,074			0,0883	0,1043	0,0564	0,019
Expansión internac.	-0,0098***	-0,208	-0,0142	-0,086	-0,1561**	-0,1640	0,0046	0,001
ROA pasada	0,6653***	0,726						
ROE pasada			0,7291***	0,451				
Bº/acción pasado					0,7860***	0,6973		
VMFP/FP pasada							0,8036***	0,563
Edad de la empresa	0,0002***	0,143	0,0006	0,118			0,0058	0,047
Tamaño de la empresa (log nº de empleados)							-0,2267	-0,087
Crecimiento	0,0089***	0,196					-0,0332	-0,009
R	0,88		0,50		0,72		0,55	
R2	0,78		0,25		0,52		0,31	
R2 corregido	0,77***		0,22***		0,50***		0,26***	

\*\*\*Estadístico significativo al nivel 0,01; \*\*Estadístico significativo al nivel 0,05; \*Estadístico significativo al 0,1.

Tabla 6.- Relación entre ROE y actividades de CE, y entre creación de valor y actividades de CE: análisis de la regresión en función del nivel de crecimiento

INDEPENDIENTE	ROE		VMFP/FP	
	Nivel de crecimiento >=4		Nivel de crecimiento >=3	
	Coficiente	Coficiente (beta) de regresión estandarizado	Coficiente	Coficiente (beta) de regresión estandarizado
Constante	0,1286		-0,9905	
Nuevas actividades	0,0120	0,1006	0,042	0,0181
Expansión internacional	-0,0790**	-0,2938	0,0829	0,2063
ROE pasada	1,0287***	0,7649	0,9034***	0,8775
VMFP/FP pasada			0,0056	0,0545
Edad de la empresa				
Tamaño de la empresa (log nº de empleados)	-0,0264	-0,2202	0,1369	0,0632
R	0,822		0,89	
R2	0,67		0,79	
R2 corregido	0,60***		0,77***	

\*\*\*Estadístico significativo al nivel 0,01; \*\*Estadístico significativo al nivel 0,05; \*Estadístico significativo al 0,1.

presenta asociada positivamente al resultado tanto a corto como a largo plazo por lo que no se rechaza la hipótesis H2a, pero el signo positivo con que se relaciona con el ROA y con el beneficio por acción determina que no se satisfaga la hipótesis H1a.

Asimismo, hay que subrayar el nivel explicativo de las variables independientes cuando lo que se mide es el ROA. Con un coeficiente de determinación corregido del 0,77, lo que indica es que el 77 por ciento de la variación del ROA (la variable dependiente) se explica por las variables independientes. La rentabilidad económica pasada, el desarrollo de actividades de expansión internacional, el nivel de crecimiento, y la edad de la empresa están asociados significativamente con el ROA, y el orden en el que se citan estas variables indica su importancia relativa en la explicación de la variación del ROA (véase en la tabla 5 los valores de los coeficientes de regresión estandarizados). Siendo la rentabilidad económica pasada la variable más influyente en el ROA y le sigue en importancia el desarrollo de actividades internacionales (aunque influya reduciendo el ROA, de acuerdo con lo que se esperaba y que se recogió en la hipótesis H1b). El ROA se eleva cuando se ha conseguido unos mejores resultados económicos en el pasado; se reduce la velocidad de expansión internacional, o se tiene una orientación hacia el crecimiento apoyado en el desarrollo de nuevas actividades de carácter doméstico. La edad de la empresa, vinculada principalmente al desarrollo de capacidades, influye significativamente en la rentabilidad económica (aumentándola), y afecta a la creación de valor (también elevándola), aunque no sea significativamente.

Cuando se contemplan las empresas con una mayor orientación al crecimiento se observa que la fuerza de la relación entre las variables independientes y la dependiente aumenta. Una mayor velocidad de acceso a los mercados internacionales reduce significativamente tanto el ROA como el ROE y favorece la creación de valor, aunque en este último caso no sea estadísticamente significativo. El desarrollo de nuevas actividades en los mercados domésticos aumenta el resultado, medido tanto a corto como a más largo plazo. En estas empresas el tamaño influye en el ROE y en

la creación de valor, aunque la relación no sea significativa. El tamaño favorece la creación de valor pero reduce el ROE, es decir, puesto que son las empresas con una mayor orientación al crecimiento las que tienen un mayor tamaño (véase tabla 3), son de éstas las más pequeñas las que consiguen una mayor ROE.

## CONCLUSIONES

La principal contribución de este trabajo es contrastar en el mercado español algunas de las hipótesis formuladas por Zahra (1996a) y Zahra *et al.* (2000) mostrando la importancia de la “orientación emprendedora” de las empresas en el resultado empresarial. En este trabajo se analiza la relación entre la creación de nuevos negocios, el desarrollo de actividades internacionales y el resultado empresarial, tomando datos de estas actividades para cada una de las empresas durante un periodo de tres años; es decir, adoptando una perspectiva longitudinal.

Los resultados obtenidos muestran que no siempre las actividades de CE afectan al resultado, y que –cuando existe relación– las actividades de CE no siempre mejoran todos los resultados de la empresa. El desarrollo de nuevas actividades afecta positivamente a la rentabilidad sobre activos, al beneficio por acción y a la creación de valor, así como a la rentabilidad financiera –cuando las empresas tienen una clara orientación al crecimiento– aunque no tenga una relación significativa. Sin embargo no aparece relacionada con el ROE si la empresa no sigue una estrategia orientada al crecimiento, es decir alcanza tasas de crecimiento elevadas. Estos resultados son distintos a los esperados y a los encontrados por Zahra *et al.* (2000). Sin embargo, en sintonía con la teoría de los recursos y capacidades, las empresas que de manera continuada extienden sus actividades en los mercados domésticos son capaces de identificar oportunidades, conocen los problemas de los consumidores y forma de solucionarlos, de tal forma que supone emprender actividades que no implican apenas riesgos, repercuten favorablemente en la rentabilidad económica y en la percepción que el mercado realiza de la evolución de la empresa. Además para que el desarrollo de una mayor

“orientación emprendedora” en los mercados domésticos repercute en los resultados a corto, medidos a través de la rentabilidad financiera, deberemos centrarnos en empresas que adoptan una estrategia claramente orientada al crecimiento.

Hay que subrayar el hecho de que la expansión internacional es la variable independiente que siempre afecta al resultado, cualquiera que sea la forma de medida de éste último. Tiene un efecto negativo en la rentabilidad sobre activos, en el beneficio por acción y en el ROE, aunque en el último caso la relación sólo es significativa cuando la empresa persigue una estrategia orientada al crecimiento; sin embargo está relacionada positivamente con la creación de valor. Este es un problema clásico de la teoría de la agencia ya que mientras los directivos pueden argumentar que las actividades de internacionalización permiten crear nuevas capacidades y proporcionan un incremento de las oportunidades que favorece la creación de valor para el accionista, sin embargo, a corto plazo los resultados contables se ven reducidos.

En línea con los resultados de Zahra *et al.* (2000), algunas actividades de CE tienen una relación negativa con el resultado de la empresa. Esta relación negativa puede ser efecto de los costes asociados a emprender y desarrollar nuevas actividades internacionales y del hecho de que muchas inversiones de esta naturaleza tardan años en recuperarse.

Así, dado que las actividades de expansión internacional influyen negativamente en la rentabilidad económica, financiera y en el beneficio por acción, se explica la actitud de rechazo de los directivos a emprender nuevas actividades internacionales, y que no mantengan la misma actitud en lo que al desarrollo de nuevas actividades en mercados nacionales se refiere.

Aunque de una manera significativa sólo hemos encontrado soporte empírico para defender que el CE centrado en la actividad internacional reduce los resultados a corto plazo de la empresa, sin embargo se han perfilado otras relaciones relevantes, como es la asociación positiva entre la incorporación a nuevos mercados internacionales o el desarrollo de nuevas actividades en el mercado doméstico con la creación de valor.

Los resultados de este trabajo muestran la importancia que las actividades de CE tienen en el resultado de la empresa. Algunos esfuerzos en CE están asociados a un mejor resultado contable y otros con un mayor valor de mercado. Lo que permitiría entender que los directivos promuevan aquellas actividades que, mejorando el resultado de la empresa (contable o de mercado), estén más en sintonía con su sistema de retribución.

Consideramos que este trabajo presenta algunas contribuciones relevantes; no obstante existen ciertas limitaciones que motivan que las aportaciones deban ser interpretadas con precaución por varias razones. Primero, porque aunque se ha realizado un análisis longitudinal en lo relativo a la velocidad con la que se desarrollan las actividades de CE, sólo se ha contemplado un periodo de tres años –en promedio las empresas de la muestra llevan muchos años funcionando–. Segundo, el estudio se ha centrado en empresas no financieras cotizadas, presentando estas empresas unas características que les hacen bastante diferentes de las empresas no cotizadas, como puede ser el tamaño, o el nivel de internacionalización lo que limita su extensión en las empresas no cotizadas. Tercero, se han descubierto relaciones entre las actividades de CE y las diferentes medidas del resultado, pero se ignora el sentido de estas relaciones. Es decir, si –por ejemplo– una mayor velocidad en el desarrollo de nuevas actividades domésticas mejora el resultado o es un mejor resultado lo que impulsa este tipo de actividades. Cuarto, aunque el tamaño muestral (92 empresas) está dentro del nivel deseado cuando se ha trabajado con toda la muestra (Hair, *et al.*, 1999, p. 60) –se aconseja un mínimo de 15 observaciones por variable independiente–; en nuestro estudio 15 observaciones por 6 variables independientes da un mínimo deseado de 90, lo que permite la generalización de los resultados obtenidos. Sin embargo, cuando se ha dividido la muestra en función del nivel de crecimiento, el tamaño de las submuestras se aleja del nivel deseado (entre 15 y 20 observaciones para cada variable independiente) y se reduce al número mínimo (5 observaciones por variable independiente), por lo que podría considerarse que los resultados son muy específicos para esa

submuestra. No obstante, debemos expresar que en este supuesto se está en el límite admisible.

Todo ello nos lleva a plantear la necesidad de continuar la investigación en este campo completándola con la incorporación de otras medidas de actividades de CE y otros indicadores para los resultados; así como centrar el análisis en sectores concretos de actividad, ampliando el ámbito temporal de estudio e investigando las relaciones de causalidad entre resultado y CE como sugieren Zahra, Neubaum y Huse (2000).

## ANEXO

Ficha técnica de la investigación

Unidad de análisis	Empresa
Población	158 Empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid
Ámbito temporal	1999-2001
Tamaño de la muestra	92 empresas
Fuente de datos	Memorias anuales Registros de la Bolsa de Madrid Hechos relevantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores
Error muestral	0,03 al 95% de confianza

## NOTAS

1. Trabajo presentado con el título “Creación de empresas y resultados: los efectos del *corporate entrepreneurship* en el resultado empresarial” el día 22 de septiembre de 2003 en el *XIII Congreso de ACEDE*, que tuvo lugar en Salamanca los días 21, 22 y 23 de septiembre de 2003.
2. Este planteamiento está en línea con el pensamiento de Schumpeter (1984, p. 181) cuando describía al empresario como el innovador. Pudiendo concretarse la innovación en: a) la introducción de nuevos productos o servicios; b) la introducción de mejoras distintivas en el nivel de calidad de un producto o servicio; c) la introducción de un nuevo método de producción o distribución; d) la apertura a nuevos mercados; e) la captura o creación de nuevas fuentes de oferta, y f) nuevas formas de organización dentro de la industria.
3. En todos los casos los valores de tolerancia superaban el 0,90, indicando niveles de colinealidad muy reducidos, y los valores del VIF se encuentran muy próximos a 1,0. Estos resultados indican que la interpretación de los coeficientes del valor teórico de cada una de las cuatro regresiones prac-

ticadas no se ven afectados negativamente por la multicolinealidad. Se realizaron también otras pruebas para el diagnóstico de colinealidad (como el análisis del autovalor y el índice de condición) llegándose a la misma conclusión de ausencia de problemas de colinealidad.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALCHIAN, A. (1950): “Uncertainty, Evolution and Economic Theory”, *Journal of Political Economy*, vol. 58, núm. 3, pp. 211-221.
- ANSOFF, H.I. (1976): *La estrategia de la empresa*. Pamplona: Universidad de Navarra.
- BAINDRIDGE, S.M., (1993): “Independents Directors and the ALI Corporate Governance Project”, *George Washington Law Review*, vol. 61, pp. 1034-1083.
- BARRINGER, B.R.; BLUEDORN, A.C. (1999): “The Relationship between Corporate Entrepreneurship and Strategic Management”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, núm. 5, pp. 421-444.
- BERLE, A.A.; MEANS, G.C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York, NY: McMillan.
- BRAZEALE, D. (1993): “Organizing for Internally Developed Corporate Ventures”, *Journal of Business Venturing*, vol. 8, núm. 1, pp. 75-90.
- BURGELMAN, R.A. (1983): “Corporate Entrepreneurship and Strategic Management: Insights from a Process Study”, *Management Science*, vol. 29, núm. 12, pp. 1349-1364.
- CIFALINÒ, A. (2003): “Corporate Entrepreneurship and Firm Performance: Toward a Reconciliation of Contingency Theory, Resource Based Theory and Agency Theory in the Information Economy”, en E. Genescá, D. Urbano, J.L. Capelleras, C. Guallarte y J. Vergés [coord.]: *Creación de empresas. Entrepreneurship*, pp. 199-217. Bellaterra: Universitat Autònoma de Barcelona, Servei de Publicacions.
- COVIN, J.G.; SLEVIN, D. (1991): “A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 16, núm. 1, pp. 7-25.
- COVIN, J.G.; MILES, M.P. (1999): “Corporate Entrepreneurship and the Pursuit of Competitive Advantage”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, núm. 3, pp. 47-63.
- DAILY, C.M.; JOHNSON, J.L.; DALTON, D.R. (1999): “On the Measurements of Board Composition: Poor Consistency and a Serious Mismatch of Theory and Operationalization”, *Decision Sciences*, vol. 30, núm. 1, pp. 83-106.
- DALTON, D.R.; JOHNSON, J.L.; ELLSTRAND, A.E. (1999): “Number of Directors and Financial Perfor-

- mance: A Meta-analysis", *Academy of Management Journal*, vol. 42, núm. 6, pp. 674-686.
- DENIS, D.J.; DENIS, D.K.; SARIN, A. (1997): "Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification", *The Journal of Finance*, vol. 52, núm. 1, pp. 135-160.
- DESS, G.D.; LUMPKIN, G.T.; MCGEE, J.E. (1999): "Linking Corporate Entrepreneurship to Strategy, Structure, and Process: Suggested Research Directions", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, núm. 3, pp. 85-103.
- EGUIDAZU MAYOR, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa*. Madrid: AB Asesores.
- FAMA, E. (1980): "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Political Economy*, vol. 88, núm. 2, pp. 288-307.
- FERNÁNDEZ MÉNDEZ, C. (2000): *El control de las actuaciones gerenciales por el consejo de administración*. (Tesis doctoral). Universidad de Oviedo.
- GABRIELSSON, J. (2002): "Corporate Entrepreneurship in SMEs: The Role of Corporate Governance and Boards of Directors", *European Doctoral Programme in Entrepreneurship and Small Business Management. 2<sup>nd</sup> EDP-Workshop*. Bellaterra: UAB.
- GUTH, W.D.; GINSBERG, A. (1990): "Guest Editors' Introduction: Corporate Entrepreneurship", *Strategic Management Journal*, vol. 11, (Special Issue: "Corporate Entrepreneurship"), pp. 5-15.
- HAIR, J.F.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L.; BLACK, W.C. (1999): *Análisis multivariante*. Madrid: Prentice Hall.
- HILL, C.W., SNELL, S. (1989): "Effects of Ownership Structures and Control on Corporate Productivity", *Academy of Management Journal*, vol. 32, núm. 1, pp. 25-46.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4, pp. 305-360.
- JOHNSON, J.; DAILY, C.M.; ELLSTRAND, A.E. (1996): "Board of Directors: A Review and Research Agenda", *Journal of Management*, vol. 22, núm. 3, (Special Issue), pp. 409-438.
- JONES, G.R.; BUTLER, J.E. (1992): "Managing Internal Corporate Entrepreneurship: An Agency Theory Perspective", *Journal of Management*, vol. 18, núm. 4, pp. 733-749.
- KESNER, I.F.; VICTOR, B.; LAMONT, B. (1986): "Board Composition and the Commission of Illegal Acts: An Investigation of Fortune 500 Companies", *Academy of Management Journal*, vol. 29, núm. 4, pp. 789-799.
- LIPTON, M.; LORSCH, J. (1992): "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, vol. 48, núm. 1, pp. 59-77.
- LU, J.N.; BEAMISH, P.W. (2001): "The Internationalization and Performance of SME's", *Strategic Management Journal*, vol. 22, núm. 6-7, pp. 565-586.
- LUMPKIN, G.T.; DESS, G.G. (1996): "Clarifying the Entrepreneurial Orientation Construct and Linking it to Performance", *Academy of Management Journal*, vol. 21, núm. 1, pp. 135-172.
- MALLETTE, P.; FOWLER, K.L. (1992): "Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pills", *Academy of Management Journal*, vol. 35, núm. 5, pp. 1010-1035.
- MIZRUCHI, M.S. (1983): "Who Controls Whom? An Examination of the Relation between Management and Boards of Directors in Large American Corporations", *Academy of Management Review*, vol. 8, núm. 3, pp. 426-435.
- O'REILLY, C.A.; CALDWELL, C.; BARNET, D. (1989): "Work Group Demography, Social Integration and Turnover", *Administrative Science Quarterly*, vol. 34, núm. 1, pp. 21-37.
- OVIATT, B.M.; MCDUGALL, P.P. (1995): "Global Start-ups: Entrepreneurs an a Worldwide Stage", *Academy of Management Executive*, vol. 9, núm. 2, pp. 30-43.
- PEARCE, J.A.; ZAHRA, S.A. (1992): "Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective", *Journal of Management Studies*, vol. 29, núm. 4, pp. 411-438.
- PENROSE, E. (1952): "Biological Analogies in the Theory of the Firm", *American Economic Review*, vol. 42, núm. 5, pp. 804-819.
- PFEFFER, J. (1972): "Size and Composition of Corporate Board of Directors: The Organization and its Environment", *Administrative Science Quarterly*, núm. 17, pp. 218-229.
- PROWSE, S. (1997): "The Corporate Governance System in Banking: What do we Know?", *Banca de Lavoro Quarterly Review*, (March), (Special Issue), pp. 11-40.
- SHANE, S.; VENKATARAMAN, S. (2000): "The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research", *Academy of Management Review*, vol. 25, núm. 1, pp. 217-226.
- SHARMA, S., DURAND, R.M.; GUR-ARIE, O. (1981): "Identification and Analysis of Moderator Variables", *Journal of Marketing Research*, vol. XVIII, pp. 291-300.
- SCHUMPETER, J.A. (1984): *Capitalismo, socialismo y democracia*. Barcelona: Folio.
- WESTHEAD, P.; WRIGHT, M.; UCBASARAN, D. (1998): "The Internationalization of New and Small Firms", en R. Reynolds, W.D. Bygrave, N.M. Carter, S. Manigart, C.M. Masso, G.D. Meyer y K.G. Shaver [ed.]: *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998*, pp. 464-477. Babson Park, MA: Babson College.

- WIKLUND, J.; SHEPHERD, D. (2003): "Knowledge-based Resources, Entrepreneurial Orientation, and the Performance of Small and Medium-sized Businesses", *Strategic Management Journal*, vol. 24, núm. 13, pp. 1307-1314.
- YERMACK, D. (1996): "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, núm. 2, pp. 185-213.
- ZAHRA, S.A. (1986): "A Canonical Analysis of Corporate Entrepreneurship Antecedents and Impact on Performance", *Proceedings of the National Academy of Management*, vol. 46, pp. 71-75.
- ZAHRA, S.A. (1991): "Predictors and Financial Outcomes of Corporate Entrepreneurship: An Exploratory Study", *Journal of Business Venturing*, vol. 6, núm. 4, pp. 259-285.
- ZAHRA, S.A. (1993): "A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior: A Critique and Extension", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 17, núm. 4, pp.5-21.
- ZAHRA, S.A. (1996a): "Governance, Ownership and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities", *Academy of Management Journal*, vol. 39, núm. 6, pp. 1713-1735.
- ZAHRA, S.A. (1996b): "Technology Strategy and Performance: A Study of Corporate-sponsored and Independent Biotechnology Ventures", *Journal of Business Venturing*, vol. 11, núm. 4, pp. 289-321.
- ZAHRA, S.A.; COVIN, J.G. (1995): "Contextual Influences on the Corporate Entrepreneurship-performance Relationship: A Longitudinal Analysis", *Journal of Business Venturing*, vol. 10, núm. 1, pp. 43-58.
- ZAHRA, S.A.; KURATKO, F.; JENNINGS, D.F. (1999): "Guest Editorial: Entrepreneurship and the Acquisition de Dynamic Organizational Capabilities", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, núm. 3, pp. 5-10.
- ZAHRA, S.A.; NEUBAUM, D.O. (1998): "Environmental Adversity and the Entrepreneurial Activities of New Ventures", *Journal of Development Entrepreneurship*, vol. 3, núm. 2, pp. 123-149.
- ZAHRA, S.A.; NEUBAUM, D.O.; HUSE, M. (1997): "The Effect of the Environment on Export Performance among Telecommunications New Ventures". *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 22, núm. 1, pp. 25-46.
- ZAHRA, S.A.; NEUBAUM, D.O.; HUSE, M. (2000): "Entrepreneurship in Medium-size Companies: Exploring the Effects of Ownership and Governance Systems", *Journal of Management*, vol. 26, núm. 5, pp. 947-976.
- ZAHRA, S.A.; GEORGE, G. (2002): "International Entrepreneurship: The Current Status of the Field and Future Research Agenda", en M.A. Hitt, R.D. Ireland, S.M. Camp y D.L. Sexton [ed.]: *Strategic Entrepreneurship: Creating a New Mindset*, pp. 255-288. Malden, MA: Blackwell.
- ZAHRA, S.A.; PEARCE, J.A. (1989): "Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrate Model", *Journal of Management*, vol. 15, núm. 2, pp. 291-334.