

FACTORES DE FRACASO DEL CEO: MAPA DE UN DEBATE

Guido Stein

Javier Capapé

FACTORES DE FRACASO DEL CEO: MAPA DE UN DEBATE

Guido Stein¹

Javier Capapé²

Resumen

El fracaso del *Chief Executive Officer* (CEO) se ha estudiado abundantemente en la bibliografía. Ordenamos y clasificamos los factores que conducen al fracaso de los CEO entre aquellos en los que puede intervenir el CEO (endógenos) y aquellos que le vienen dados (exógenos). La ausencia de unanimidad en la bibliografía analizada nos lleva a concluir que no se ha examinado suficientemente el factor principal: las características personales de los CEO. El enfoque y la metodología de la agencia resultan insuficientes para comprender este complejo proceso en las organizaciones debido a la simplificación excesiva sobre la naturaleza humana y la fuerte dependencia de la modelización matemática.

¹ Profesor, Dirección de Personas en las Organizaciones, IESE

² Asistente de Investigación, IESE

FACTORES DE FRACASO DEL CEO: MAPA DE UN DEBATE

1. Introducción

«¿Qué significa que un CEO¹ fracase?» Cuando tratamos de explicar brevemente este trabajo a varios directivos de una gran multinacional nos contestaron con esa pregunta. Y realmente, ¿se puede calificar de fracaso para un CEO el cobro de un finiquito millonario? En estas páginas no abordamos la cuestión de la retribución de manera exhaustiva, el objetivo, más bien, es aglutinar, ordenar y proponer una taxonomía de los factores endógenos y exógenos que llevan a que un líder pierda la confianza del consejo de administración, los accionistas y otros miembros de la dirección o de sus subordinados, provocando su salida (recompensada o no) de la empresa.

Según Dotlich y Cairo (2003), el fracaso en liderazgo se achaca a un problema de comportamiento humano, una cuestión que se explica principalmente por cómo son y qué hacen los CEO en determinadas circunstancias (Charan, 2003).

Obviamente, cabe contestar que un CEO deja el cargo cuando la empresa va mal: así se lo exigirá el consejo de administración (encargado de controlar su gestión), los accionistas (que no percibirán igual rentabilidad) a través del consejo de administración y el mercado en su conjunto (proveedores, acreedores, clientes...). Esto se ha demostrado empíricamente, en especial durante el último cuarto del siglo pasado². Sin embargo, si atendemos a Fredrickson et al. (1988), sus trabajos concluyen con que un mal comportamiento económico de la entidad explica menos de la mitad de la varianza de los despidos de CEO y las tasas de rotación del mismo. Es decir, si tratamos de explicar los motivos que han llevado al fracaso a los CEO atendiendo al rendimiento de las entidades, descubrimos que la mitad de los *fracasos* se han producido en un entorno de buenos resultados empresariales. Por tanto, ¿qué otros factores influyen en este complejo proceso?

¹ CEO: *Chief Executive Officer*, en la terminología anglosajona, podría traducirse como consejero delegado o director general, cuando no existe aquella figura; se utiliza para distinguirlo del *Chairman* (o *Chairperson*), que designa al presidente del consejo de administración.

² James y Soref (1981), McEachern (1975), Salancik y Pfeffer (1980), Coughlan y Schmidt (1985); Warner et al. (1988).

Nos aproximamos a la cuestión en un momento de máxima actualidad. En el mercado americano se perdieron 524.000 puestos de trabajo en diciembre de 2008 y los CEO no fueron inmunes a esta tendencia (*The Wall Street Journal*, 13 de enero de 2009). En tiempos de crisis, el número de rotaciones de CEO se llega a duplicar (Jenter y Kanaan, 2008). El reciente anuncio de la administración Obama sobre el límite de retribución de los CEO cuyas compañías han sido rescatadas con el dinero de los contribuyentes (*Financial Times*, 5 de febrero de 2009) es una muestra patente del interés que despierta la actuación de los CEO en la historia económica más reciente. Reacciones parecidas están teniendo lugar en gran parte de los países más desarrollados.

Charan (2005) ahonda aún más en la importancia de comprender bien a estos actores cuando asevera que «el liderazgo que ejercen los CEO debe ser tratado de manera diferente porque es único en alcance y de una importancia incomparable. La actuación de los CEO determina los destinos de las entidades, quienes colectivamente influyen economías enteras. Nuestra calidad de vida depende de la excelencia en lo más alto».

Este interés tiene que ver con la influencia que ejercen las compañías multinacionales en la economía de nuestros días. Los activos económicos que gestionan sobrepasan el PIB de países enteros. Las personas que las controlan, en consecuencia, disponen probablemente de más poder e influencia que los más altos representantes de esos gobiernos (Cappelli y Hamori, 2004). Entender cómo son y cómo actúan es relevante y, por tanto, comprender los motivos que llevan a su fracaso resulta necesario.

Sin embargo, no vamos a centrarnos en las causas de fracaso de un CEO en el entorno económico actual, sino que evaluamos éstas en una perspectiva atemporal, aunque no estática.

Entendemos que un CEO fracasa cuando es incapaz de satisfacer las expectativas del consejo de administración, los accionistas y el mercado, manifestado en la decisión de promover su salida de la empresa.

Es importante reseñar que la bibliografía aquí recogida presenta conclusiones de trabajos realizados con muestras mayoritariamente estadounidenses; esto implica una presencia predominante del modelo anglosajón de gobierno corporativo, centrado en la creación de valor para el accionista (Rappaport, 1986). La transición de la propiedad en las grandes compañías europeas durante la última década, del sector público a los accionistas privados, ha supuesto una igualación creciente del gobierno corporativo a ambos lados del Atlántico (Milne, 2009). Sin embargo, consideramos que el modelo anglosajón aún mantiene diferencias que deben considerarse cuando tratamos de aplicar estas conclusiones al caso europeo³ (Gentry et al., 2007^a, y Russell Reynolds Associates, 2006a, 2006b).

³ No es apropiado hablar de un modelo europeo unificado (Guest, 2008). El esquema, quizá, más opuesto al anglosajón, proviene de Alemania. Entre las diferencias más relevantes entre estos modelos encontramos los niveles de retribución del CEO (significativamente más elevados en Estados Unidos), la separación del cargo CEO-presidente del consejo de administración (exigida legalmente en Alemania, casi plena en Reino Unido y minoritaria en Estados Unidos), la representación en el consejo de administración (mayoritariamente del CEO y de los ejecutivos *insider* en Estados Unidos; un reparto igualado con presencia de consejeros independientes en Reino Unido y participación importante de los accionistas principales en Europa continental) o la participación de los trabajadores en la elección de los miembros del consejo supervisor (Alemania, Austria o Dinamarca, sí lo reflejan); Krivogorsky (2006) y Russell Reynolds Associates (2006b).

Vancil (1987), en su estudio histórico, concluía que el 90% de la rotación de CEO se produce por jubilación, muerte o incapacidad; factores, todos ellos, no ligados a los resultados de la compañía. Es decir, tan sólo un 10% de los cambios de CEO se producen de manera inesperada: por la decisión de un consejo ante la evolución de la compañía, un cambio en la propiedad de la compañía, la reestructuración de la organización, un cambio estratégico... y el resto de causas que examinamos en este artículo. Este trabajo, por tanto, se centra en ese 10% al que se refiere Vancil: despidos y marchas voluntarias. Consideramos que precisamente es ese porcentaje (más amplio en otros estudios posteriores) el que exige una reflexión rigurosa, porque son estos eventos los que tienen interés teórico (Fredrickson et al., 1988). El examen de las causas nos permitirá delimitar por qué fracasa un CEO o, al menos, arrojar cierta luz sobre estos procesos.

Un CEO fracasa por una variedad de motivos muy amplia. Las compañías, de hecho, pocas veces aportan información sobre los motivos que han llevado a la destitución o rescisión del contrato de su CEO o lo hacen de manera muy vaga (Cannella y Shen, 2002). Intentar abarcar todas las causas de fracaso y las interrelaciones que entre ellas se dan no parece factible; sin embargo, sí cabe realizar una reflexión sobre las principales causas analizadas y estudiadas en el ámbito académico internacional.

En estas páginas trataremos de ponderar las aportaciones realizadas en la bibliografía recurriendo a la teoría sobre el comportamiento humano iniciada por Pérez López (1993)⁴ y haciendo referencia a los nuevos enfoques cuya coordinación es susceptible de crear un paradigma alternativo (Pfeffer, 1993) al de la agencia con una potencia explicativa más precisa (Ghoshal, 2005).

Una primera división permite distinguir entre factores endógenos (modificables: aquellos que son el resultado de una función en la que puede intervenir el propio CEO) y factores exógenos (que escapan del control del CEO: le son dados). Como veremos, el CEO puede intervenir de manera indirecta sobre algunos de los factores exógenos, para amortiguar su efecto.

Entre los factores endógenos encontramos los relacionados con la participación en el capital de la compañía (Salancik y Pfeffer, 1980; Core y Larcker, 2002), los sistemas de retribución (Murphy, 1998), la procedencia del CEO (Puffer y Weintrop, 1995; Fredrickson et al., 1988; Warner et al., 1988), las capacidades (Dotlich y Cairo, 2003; Cappelli, 2008; Ciampa, 2005; Charan, 2005; Zajac, 1990, y Gentry et al., 2007b) o su participación en el proceso de selección de consejeros (Hermalin y Weisbach, 1998; Boeker, 1992). Por otro lado, existen unos condicionantes externos al CEO que influyen en la decisión de su salida de la empresa: el tamaño de la entidad (Reinganum, 1985; Grusky, 1961), la composición del consejo de administración (Weisbach, 1988; Hermalin y Weisbach, 1998; Bhagat y Black, 2002), la presencia de inversores institucionales (Doidge et al., 2006), la actuación del predecesor en el cargo (Conger y Nadler, 2004) o un plan de sucesión incompleto (Kovach, 1986; Walter, 2002; Conger, 2004 y Watkins, 2004). Esta clasificación no pretende ser exhaustiva, sino que apunta a los factores que estimamos tienen mayor relevancia hoy (Cuadro 1).

⁴ Continuada, entre otros, por Chinchilla (1997), Cardona y García Lombardía (2005), Argandoña (2007) o Rosanas (2008).

Cuadro 1

Factores de fracaso del CEO*	
Endógenos	Exógenos
Participación en el capital	Edad y antigüedad del CEO
Retribución	Influencia del predecesor
Procedencia del CEO	La compañía: edad y tamaño
Selección de consejeros	Fusiones y adquisiciones
Competencias	Tipo de industria
	Composición del consejo
	Dedicación de los consejeros
	Sucesor válido
	Regulación de la industria

* Fuente: elaboración propia.

Esta clasificación responde a motivos pedagógicos, porque en la realidad la separación de factores no es tan nítida. Sucede que la presencia de un factor endógeno se ve favorecida por la presencia de otros factores exógenos. Por ejemplo, una duración amplia en el puesto de CEO (factor exógeno, en la medida en que no depende exclusivamente de él esa decisión) facilita la participación en el capital de la compañía (factor endógeno) y una influencia mayor en la selección de miembros del consejo (otro endógeno) a lo largo de los años; en definitiva, genera un poder superior para mantenerse en el puesto aun en casos de rendimientos económicos de la entidad inferiores a los esperados.

El presente artículo se desarrolla en cinco partes. En la segunda, tras esta introducción, analizamos los factores endógenos más relevantes de la bibliografía; a continuación, en la tercera parte, describimos las principales aportaciones de la bibliografía sobre factores exógenos. En un cuarto apartado realizamos un breve repaso por las teorías sobre el comportamiento humano y las organizaciones (en especial, Pérez López, 1993), que pueden dar lugar a nuevos planteamientos teóricos; en último lugar presentamos unas conclusiones y apuntamos líneas de investigación futuras.

2. Factores endógenos

Los factores que analizamos a continuación responden a los estudios realizados en la bibliografía que han tratado de identificar y medir las causas que de manera recurrente se manifiestan tras el fracaso de los CEO. Una característica común a todos ellos es la capacidad de que dispone el CEO para alterarlos. Sin embargo, no todas las intervenciones del CEO sobre estos factores son positivas; es decir, determinadas acciones del CEO pueden acelerar su salida de la entidad. La falta de consenso en la bibliografía sobre la relación que mantienen estos factores con el fracaso del CEO no permite afirmar casi nada sobre el impacto de estos factores endógenos sobre dicho fracaso. Esta debilidad nos mueve a examinar la investigación sobre las competencias como posible solución a los modelos estadísticos de alcance explicativo insuficiente.

Como hemos advertido, la separación de causas no es absoluta. Tampoco parece directa la relación entre causa y fracaso tomados aisladamente. Los artículos revisados abordan la relación entre una determinada causa y el fracaso; en otros, agrupan dos o quizá tres de las aquí expuestas. Como describimos en el apartado dedicado a las competencias, no hemos encontrado un modelo holístico que reúna medidas cuantitativas y cualitativas y alcance resultados válidos. Kesner y Seborá (1994) exponen que la investigación omite variables que afectan a la marcha de un CEO de una compañía. Dichos modelos omiten las variables cualitativas por la dificultad que entraña la obtención de los datos de manera homogénea y, por tanto, comparable.

2.1. Participación en el capital de la compañía. Retribución

Además de la influencia de las características personales (que se examinarán al final de este apartado), existen otras explicaciones por las que un CEO se mantiene en el puesto aunque la compañía tenga un comportamiento peor que la media del sector. Entre ellas encontramos la participación en el capital de la compañía: según Salancik y Pfeffer (1980), un incremento de la propiedad está positivamente correlacionado con la permanencia en el cargo. El mayor poder que adquiere el CEO, en términos de acciones de la compañía, supone una defensa artificial frente a su fracaso. Este modo de abordar la cuestión presupone la presencia de intereses de poder en la compañía.

Aunque no existe consenso en la bibliografía⁵ sobre la correlación entre la posesión por un ejecutivo de capital de la compañía y los resultados de ésta, los estudios empíricos (Core y Larcker, 2002) apuntan hacia mejores comportamientos de la compañía ante aumentos del peso de las opciones sobre acciones en la retribución (u otros planes a medio plazo que retribuyen en especie a través de acciones). Un incremento de la participación en el capital es un incentivo para mejorar el rendimiento de la compañía (Core y Larcker, 2002; Morck et al., 1988). Es decir, los ejecutivos (agentes) reciben un incentivo para unir sus intereses a los del accionista (principal); este incentivo resulta necesario para aunar los intereses de ambos dada la racionalidad de los agentes que subyace a la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Jensen y Murphy, 1990b). Sin embargo, como veremos más adelante, dicho incentivo contiene efectos perversos que pueden diluir el objetivo perseguido. Rosanas (2008) critica esta vertiente de la teoría de la agencia porque considera que tiene excesivas pretensiones y una débil carga teórica, cree que la explicación principal-agente de Ross (1973), Holmström (1979) y Grossman y Hart (1983) tiene una carga matemática válida y mayor precisión en el proceso deductivo.

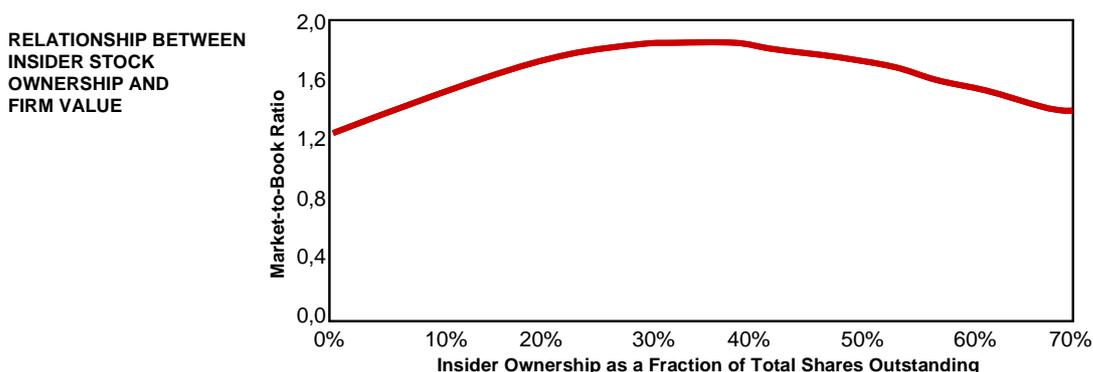
Además, siguiendo a Shivdasani y Zenner (2004), consideramos que otros autores han negado las bondades de la participación en el capital cuando éste alcanza un nivel de control de la compañía (McConnel y Servaes, 1990; Morck et al. 1988).

⁵ Core y Larcker (2002) explican el origen de la falta de consenso en la bibliografía. Consideran que los diferentes sustratos teóricos de las dos escuelas de pensamiento enfrentadas fomentan la dispersión de resultados. Ambas escuelas tratan de estudiar la relación que hay entre el capital en posesión del gestor y el rendimiento económico de la compañía. Por un lado, Morck et al. (1998) asumen que los costes de ajuste de contratos subóptimos son muy elevados; en consecuencia, el coste que conlleva una redefinición de los contratos de los ejecutivos provoca peores resultados de la compañía. Por otro lado, la escuela iniciada en Demsetz y Lehn (1985) considera que no existen costes de ajuste y, por tanto, las entidades ajustan el nivel de propiedad de los ejecutivos hasta el nivel óptimo. En el óptimo no hay relación entre propiedad de acciones y resultados de la entidad.

En la Figura 1 observamos cómo el valor de la compañía (medido por la ratio entre cotización y valor en libros de la acción) aumenta progresivamente con mayores porcentajes de capital en manos de los miembros de la compañía (*insiders*); sin embargo, esta relación se torna negativa llegado a un máximo en torno al 35% del capital. Es decir, cuando los gestores y miembros del consejo de administración no *outsiders* tienen una participación amplia del capital (superior a ese 35%), el valor de la compañía decae. Esto nos sugiere que esta excesiva participación deviene en controles y asesoramiento ineficaces de la gestión por parte de los *insiders*.

Figura 1

Insider Ownership as a Fraction of Total Shares Outstanding



Fuente: McConnell y Servaes (1990).

Retribución

La participación en el capital de la compañía depende, en gran medida, para los CEO no fundadores de la entidad, del sistema de retribución vigente. La tendencia de los sistemas de retribución a ligar la remuneración de los ejecutivos con los resultados de la entidad ha ido en aumento en los últimos años. Esta cuestión empresarial es muy debatida y acapara la atención de los medios de comunicación (Core et al., 2007). Desde 2006, la SEC obliga a las entidades bajo su supervisión a detallar de manera más clara y completa la información de retribución del CEO, CFO, cualesquiera otros tres ejecutivos mejor pagados y los miembros del consejo de administración. A raíz de la intervención gubernamental globalizada tras la crisis iniciada en el verano de 2007, las críticas en este ámbito son mayores. La razón parece clara, ¿qué justificación tienen los ingresos que recibe el CEO de una compañía que ha sido intervenida con el dinero público?⁶. Además, ¿se pueden justificar los riesgos que toma un CEO alentado por la consecución de su *bonus*? Murphy, 1998; Taleb, 2009, y Berrone et al., 2008, realizan una aproximación que amplía los límites de la agencia en la explicación de la retribución mediante factores políticos, económicos y sociales. Para entender este debate y poder determinar qué influencia tiene sobre el fracaso de un CEO, vamos a resumir brevemente la estructura habitual de ingresos de un CEO siguiendo a Murphy (1998).

⁶ Con fecha 4 de febrero de 2009, el Tesoro de Estados Unidos anunció una nueva normativa sobre retribución de ejecutivos. En ella decide fijar el límite de retribución total (salvo acciones restringidas y planes plurianuales) en 500.000 dólares para los CEO –y otros ejecutivos– cuyas entidades hayan sido intervenidas de manera especial con dinero público.

Salario fijo

Un CEO, o cualquier alto ejecutivo⁷, obtiene habitualmente sus ingresos a través de una estructura de pagos con cuatro niveles. En el primer nivel encontramos la base salarial. Habitualmente se fija con atención a los informes sobre retribución del sector (con atención al tamaño de la compañía: bien a través del volumen de negocio o, con mayor intensidad en los últimos años, a través de la capitalización bursátil). Esta base salarial es un concepto clave –cuya fijación estudian con detenimiento los ejecutivos– que habitualmente se negocia a cinco años con subidas anuales preestablecidas. Se trata de un componente fijo, de manera que un ejecutivo averso al riesgo preferirá un incremento en este apartado antes que incrementos en *bonus* por objetivos o retribuciones variables. Además, en último término, la determinación de este componente influye sobre la dimensión del resto: los *bonus* se expresan con frecuencia como un porcentaje del salario base; las opciones se fijan como un múltiplo de la base salarial; y la pensión de jubilación –junto a otros conceptos– también se relaciona con este nivel de salario.

Bonus

Otra categoría de ingresos son los *bonus* anuales. La heterogeneidad de este segmento es grande. Habitualmente incorporan un reflejo del comportamiento de la entidad en un año fiscal, utilizando diferente información financiera, habitualmente referenciada a medidas contables: ingresos por ventas, valor añadido o los beneficios operativos. La relación entre el rendimiento del CEO (evaluación no fácil) y el *bonus* obtenido es el componente más importante de la *sensibilidad* (cuánto aumenta la retribución total del CEO cuando la riqueza del accionista aumenta en 1.000 dólares).

La medición del rendimiento del CEO se efectúa habitualmente a través de medidas contables de las entidades que encabezan. Sin embargo, algunos planes matizan esta información contable con medidas que valoran el rendimiento profesional del CEO⁸. La dificultad de estas medidas provoca un sesgo de la ponderación a favor de las medidas contables.

Este incentivo tiene efecto cuando el rendimiento del CEO o de la compañía se sitúa dentro de la “zona de incentivo”: en este rango, las mejoras de rendimiento suponen incrementos en el *bonus* percibido (Figura 2).

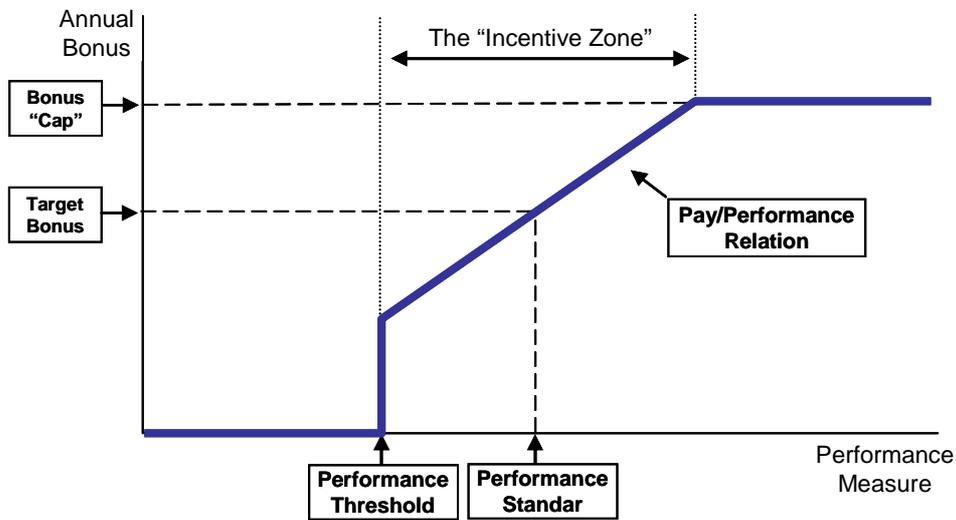
Como apunta el propio Murphy (1998), esta relación no es lineal (aunque la representación que aquí se muestra sí lo es), y la pendiente de la curva podría ser convexa o cóncava según se valoren los incrementos primeros o últimos.

⁷ En la jerga se utiliza el término *c-suite* (“categoría c”) para referirse a los ejecutivos que ostentan los cargos de *Chief Executive Officer* (CEO), *Chief Financial Officer* (CFO), *Chief Operating Officer* (COO) y otros (en función del sector y/o el tamaño de la compañía).

⁸ Henderson et al. (2006) anotan la diferencia entre rendimiento empresarial y el rendimiento personal de los CEO, pero en su trabajo incluyen tan sólo la primera. El rendimiento (*performance* en inglés) de la entidad, medido a través de diversas ratios contables, incluye el trabajo del CEO junto a un abanico amplio de variables que escapan a las decisiones del CEO.

Figura 2

Components of a "Typical" Annual Incentive Plan



Fuente: Murphy (1998).

Esta manera de estructurar el *bonus* se conoce de modo genérico como plan 80/120. Estas cifras muestran los dos extremos del rango de rendimiento que se recompensa con *bonus*. El umbral inferior indica que por debajo del 80% del rendimiento fijado de antemano por la compañía (a través del consejo habitualmente), no hay *bonus*. Más allá del 120%, el *bonus* deja de crecer. Estos porcentajes pueden variar hacia 90/110, 95/100...

Opciones sobre acciones

En un tercer nivel encontramos las opciones sobre acciones: se trata de un contrato que otorga a quien lo recibe el derecho a comprar un porcentaje de las acciones de la compañía a un precio de ejecución fijado en un plazo también dado. No son opciones comercializables y el derecho se pierde si el beneficiario abandona la compañía. De acuerdo con Hall y Murphy (2003), el crecimiento durante los años noventa de este componente retributivo ha aumentado en todos los niveles de la compañía: no sólo en los más altos. Explican que se han utilizado como un medio para atraer y retener el talento⁹, diluir la aversión al riesgo de sus directivos y para aprovechar las ventajas fiscales y la "supuesta" inocuidad sobre el balance de las compañías.

Las opciones sobre acciones se denominan *in-the-money* cuando el precio fijado en el contrato es inferior al precio de las acciones en el mercado en el momento de ejercer la opción. En este caso hay ganancias para quien la ejerce. Se llaman *out-of-the-money* cuando el precio fijado en el contrato de la opción está por encima del precio de la acción en el mercado en el momento de ejercer el derecho. En este último caso, aunque el CEO no ejerza su derecho y no realice

⁹ Argandoña (2000) explica las connotaciones éticas de este tipo de retribución. Explica que la retribución logrará el efecto motivador cuanto mayor sea la parte variable (ligada a resultados) sobre la remuneración total y por la dimensión incremental (cuánto aumenta la retribución por cada unidad de resultado logrado: PPS, en inglés).

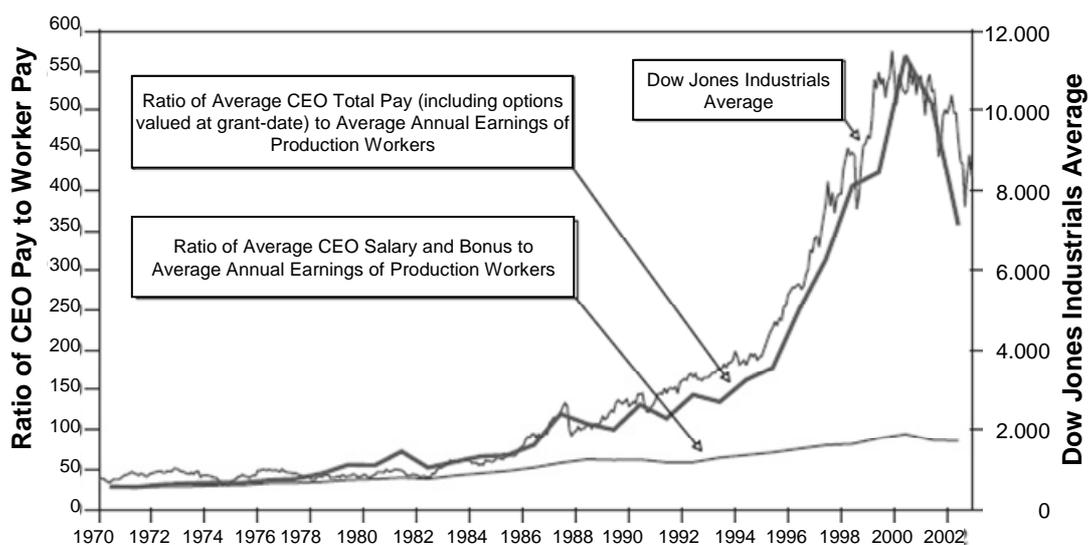
pérdidas, probablemente los individuos ya habrán incorporado la riqueza esperada y esta situación supondrá para el CEO un efecto riqueza negativo (Bartol et al., 2008).

Como queda recogido en la Figura 3, la incorporación de las opciones desde el año 1992 ha seguido un crecimiento muy pronunciado ligado al índice bursátil de referencia (en este caso, el DJIA americano).

Se trata, por tanto, de medidas procíclicas cuyos efectos sobre la economía están hoy en día en plena discusión (Harris, 2009). En la Figura 3 se muestra la relación entre la retribución total media recibida por los CEO de las empresas del índice S&P 500 y el salario medio de los trabajadores de Estados Unidos. La ratio a comienzo de los años noventa muestra que los CEO cobran 50 veces más que el trabajador medio sin incluir opciones; esta ratio se eleva hasta 70 cuando tomamos en consideración las opciones. En 2002, un año después del estallido de la burbuja tecnológica, la retribución de los CEO sin considerar las opciones se había elevado hasta 60 veces el salario medio; para ese mismo año, si tenemos en cuenta las opciones, los CEO cobraban 360 veces más que el trabajador medio americano; cifra bastante inferior al pico alcanzado antes del estallido, cuando la media de los CEO llegó a cobrar 550 veces lo que cobraba el trabajador medio. El incremento de este segmento retributivo había crecido un 415% en doce años. El crecimiento del salario y el *bonus* en este mismo período (también en relación con el sueldo del trabajador medio americano) había experimentado un incremento del 20%. La desigualdad de retribución entre el máximo mandatario de las compañías, si no se hubiese desarrollado esta fiebre de las opciones sobre acciones, hoy sería un 20% más alta que en 1992; en 2002, esa diferencia había aumentado un 415%, generando una desigualdad de rentas de justificación dudosa, dada la asunción de riesgos que se tomaron en los años de crecimiento (Hall y Murphy, 2003) y el impacto sobre la economía real (y el trabajador medio) que de sus decisiones se derivó.

Figura 3

Dow Jones Industrial Average and the Ratio of average CEO Pay to Average Pay for Production Workers, 1970-2002



Fuente: Hall y Murphy (2003).

Otra retribución

Además, existen otros modos de retribuir al CEO: a través de acciones restringidas (utilizadas sobre todo en tiempos de desaceleración porque las opciones en esos períodos tienden a ser *out-of-the-money*), *bonus*-planes plurianuales (basados en los resultados de la entidad a tres años habitualmente)¹⁰, aportaciones suplementarias a planes de pensiones, etc. Este último concepto no tiene fácil análisis, ya que los importes que recibe no tienen validez fiscal hasta su recepción y ésta se produce cuando el CEO ya no está en la compañía (Murphy, 1998): para evitar estas lagunas, la nueva normativa contable de la SEC obliga al desglose del incremento actuarial del valor de los planes de pensiones generados cada año¹¹.

Influencia sobre el fracaso del CEO

El trabajo de los investigadores sobre la retribución de los CEO se ha realizado principalmente mediante el estudio de la sensibilidad de la remuneración al comportamiento económico de la entidad (Jensen y Murphy, 1990a; Coughlan y Schmidt, 1985). Estos autores han evaluado cuál es el impacto sobre los ingresos de un CEO de una variación en 1.000 dólares de riqueza de un accionista. Jensen y Murphy demostraron que en las entidades más grandes, la evolución del valor de las acciones tenía un nexo muy débil con la retribución de los responsables últimos de la gestión de la compañía (para el período analizado –de 1974 a 1986–, los CEO ganaban 3,25 dólares más por cada 1.000 dólares de ganancia del accionista). Estos trabajos tratan de contrastar empíricamente –utilizando la relación CEO-accionistas de una entidad cotizada– los postulados de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) que, como hemos apuntado, muestra la necesidad de unir los intereses de los gestores con los de los propietarios¹². Sin embargo, las conclusiones de dichos estudios apoyan de manera débil estas propuestas. De aquí se deriva una incongruencia clara con la teoría de la agencia que sostiene la remuneración ligada a objetivos empresariales (*bonus* anuales o plurianuales) y las opciones sobre acciones; dicha teoría presupone la divergencia de intereses y muestra como remedio este tipo de medidas, que se han demostrado inválidas, quizá por la superficialidad de las premisas.

La influencia de la retribución sobre el fracaso depende, entre otros motivos, de la importancia que cada nivel tiene sobre la retribución total del CEO. En concreto, el interés teórico ha pasado del estudio de la compensación total que perciben los CEO al análisis de la estructura de dicho pago (Mehran, 1995). No todos los niveles salariales influyen igual sobre la rotación de los CEO. Como afirma Murphy (1998), los *bonus* (anuales o plurianuales) pueden generar incentivos perversos para la compañía y, en último término, para el propio CEO. Hemos conocido en los

¹⁰ El último plan a seis años del consejo de American Express para Ken Chenault (su CEO) ha sido aplaudido como un ejemplo de retribución ligada al comportamiento de la entidad (*Fortune*, 2008).

¹¹ El anuncio ya mencionado –si bien todavía no aprobado en el Congreso– de las medidas de la Administración Obama obliga también a un mayor desglose de la retribución en relación a otros ingresos: los finiquitos (cuya duración máxima se reducirá a un año) y un mayor seguimiento de los gastos extraordinarios (jets privados, por ejemplo). La liquidación de las acciones en propiedad no podrá realizarse hasta que la entidad comience la devolución del capital de emergencia prestado por el gobierno americano.

¹² Zajac y Westphal (1995) detallan la presencia de dos corrientes explicativas de la retribución: la fundada sobre la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976) y la corriente denominada de recursos humanos (Pfeffer, 1994). La diferencia entre ambas es clara: la agencia busca retribuir para alinear los intereses de los gestores con los de los propietarios. Los partidarios de los recursos humanos tratan de retribuir para retener el talento en la compañía.

últimos años fraudes en importantes empresas (Satyam Computer Services en 2009, Parmalat en 2007, AIG en 2004, Enron o WorldCom en 2001). Tanto la revista *Forbes* como *MarketWatch* se hacían eco en los años del estallido de la burbuja tecnológica de decenas de casos de fraudes contables en grandes entidades. Si este mismo comportamiento se reproduce, en este año 2009 es probable que asistamos a más fraudes contables.

Berrone (2008) explica que las dificultades para valorar los beneficios que se derivan de una actividad socialmente responsable supone un conflicto para los comités de retribución que quisieran introducir el desarrollo de dichas actividades en el pago de los ejecutivos; explica que las medidas financieras dominan los criterios que determinan los planes de retribución de los ejecutivos (Murphy, 2000).

La relación entre *bonus* y opciones sobre acciones y actividades fraudulentas no es, indudablemente, directa. Sin embargo, la motivación que generan dichos medios de retribución puede fundar otros problemas. Como afirma Murphy (1998), cuando una parte de la retribución está ligada a la consecución de objetivos personales, cabe que produzca un incentivo perverso de manipulación del rendimiento profesional del CEO. Un ejecutivo con un rendimiento por encima del límite superior de ingresos por *bonus* puede que trabaje “menos intensamente”, mientras que aquel con un rendimiento inferior al umbral del *bonus* y con el año cerca de su fin, puede estar más interesado en alcanzar el límite inferior mediante un esfuerzo mayor.

Además del efecto derivado que puede generar el propio *bonus*, existe una dificultad clara para determinar y medir el rendimiento de un CEO cuando se añaden a las medidas contables las medidas relacionadas con las competencias y la mejora de éstas (Dierdoff y Surface, 2008).

Desde mediados de los años sesenta se habla de los *skills* de un trabajador como un factor a retribuir: las cualidades o competencias de un determinado trabajador, sin embargo, son muy difíciles de medir. Este sistema, cuyas siglas en inglés son SBP (*Skill-based Pay*), es utilizado por dos tercios de las empresas agrupadas en *Fortune* 1000 (Lawler et al., 1998). Sin embargo, todavía estamos lejos de la unanimidad de criterios para determinar el avance cualitativo de una persona en general y, en concreto, del CEO. Dierdoff y Surface, utilizando como muestra las fuerzas de operaciones especiales de la US Army, concluyen que este sistema SBP es efectivo: aprenden más los que reciben un pago por mejorar sus cualidades (en el artículo mencionado se trata de capacidades idiomáticas). Sin embargo, podemos criticar este modo de retribuir excesivamente ligado al desarrollo individual (Pfeffer, 1998), porque dicho sistema puede derivar en un afán de éxito individual que erosiona el trabajo en equipo, limita la transmisión del conocimiento y pone énfasis en el corto plazo frente a la misión a largo plazo de la entidad.

Las opciones sobre acciones también han sido criticadas (Yermack, 1997). La idea de que las opciones sobre acciones facilitan la identificación de intereses entre el CEO y los propietarios en determinadas circunstancias (Core et al., 2005) ha sido puesto en tela de juicio en numerosos artículos; de acuerdo con Bartol et al. (2008), el incentivo de las opciones a manipular las medidas contables disminuye el aparente efecto positivo que tiene la aproximación de intereses del principal y el agente. Asimismo, analizan la influencia que tiene el sistema de retribución sobre los comportamientos que llevan a la manipulación de los ingresos. Concluyen que la manipulación de ingresos se produce con mayor probabilidad cuando aumentan las opciones *out-of-the-money* recibidas y disminuye la proporción del capital propiedad del CEO.

Bartol et al. (2008) consideran que el fundamento de un comportamiento no ético de los CEO al manipular los ingresos de la entidad puede ser explicado por la “teoría de perspectivas” de

Kahneman y Tversky (1979). Según esta corriente, la percepción de las pérdidas lleva a los individuos a tomar decisiones agresivas que contrarresten o minimicen su efecto.

Crawford et al. (1995) encuentran evidencia empírica de las diferencias de retribución que se dieron en los años ochenta en la banca norteamericana. Descubren que dicha diferencia tiene su origen en los cambios regulatorios de la banca. Concluyen que se produce un crecimiento de la sensibilidad *retribución del CEO-rendimiento de la compañía* entre el período regulado y el desregulado. Parece que se establece una correlación mayor entre los pagos del CEO y el rendimiento de la entidad ante procesos de desregulación en el sector.

Sobre la influencia y las relaciones de poder en la alta dirección encontramos en la bibliografía dos escuelas con enfoques distintos: la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989; Kosnik y Shapiro, 1997) y la gerencial (con origen en Berle y Means, 1932). En ambas escuelas se pretende explicar la relación que se establece entre quienes controlan la entidad y los propietarios. Los primeros se centran en las medidas adoptadas por los propietarios para alinear los intereses de los agentes a los suyos; dentro de esta corriente se ha tratado de buscar qué retribución del CEO está mejor ligada al rendimiento de la entidad¹³. Los segundos entienden que la prioridad primera de un CEO pasa por aumentar el tamaño de la compañía y rechazan la relación entre retribución y resultados; esta corriente ha tratado de ligar la retribución del CEO y el tamaño de las organizaciones (Tosi et al., 2000).

Tosi et al. (2000) concluyen que un 40% de la varianza de la retribución del CEO se explica por el tamaño de la compañía, mientras que el rendimiento de la compañía explica tan sólo el 5%. Sin embargo, el cambio en la retribución es igualmente sensible a modificaciones tanto de tamaño como de rendimiento.

Terviö (2007) concluye que la variable que mejor explica el nivel de retribución de un CEO es el tamaño de la compañía. Las cualidades o talentos que diferencian a los CEO no explican bien las variaciones de retribución. De acuerdo con el equilibrio competitivo en un mercado donde los talentos y los puestos como CEO son escasos, el valor añadido que éstos generan a través de sus competencias distintivas tiene un efecto débil sobre la riqueza de los accionistas.

La disparidad de los resultados analizados –tónica habitual a lo largo de la bibliografía que estudia los factores recogidos en este artículo– coincide con las conclusiones de Collins (2001) sobre la imposibilidad de ligar un determinado modelo de retribución al éxito de las compañías y, en consecuencia, del CEO. También Jensen et al. (2004) –cuyos trabajos previos sirvieron de argumentos teóricos para impulsar esta práctica (Ghoshal, 2005)– explican cómo la remuneración óptima puede mitigar los costes de agencia entre ejecutivos y accionistas, pero advierten de que ni siquiera el óptimo logra eliminar dichos costes totalmente por la compleja relación que se establece entre mercados financieros, empresas, ejecutivos y consejos de administración.

¹³ Dow y Raposo (2005) explican en un modelo teórico la capacidad que tiene el CEO de afectar los intentos del accionista de identificar sus intereses mediante esquemas retributivos. El CEO puede aprovechar su conocimiento de las alternativas en su beneficio: puede buscar fusiones, adquisiciones o cualquier otra iniciativa que suponga una retribución futura mejor, aunque devenga en peor valor para el accionista.

2.2. Procedencia del CEO: *outsider* o *insider*

Otra relación que presenta regularidades empíricas es la que se establece entre la decisión de destituir a un CEO y la procedencia del CEO como *insider* u *outsider*. La consideración de cualquier miembro de la alta dirección como *insider* u *outsider* se ha definido de diversas maneras: Weisbach (1988) entiende que *outsiders* son aquellos directivos que no trabajan para la compañía (sin responsabilidades al margen del consejo), ni son antiguos empleados, ni familiares de éstos; tampoco son abogados, contables, asesores financieros o empleados de cualquier otra empresa que mantenga relaciones contractuales con la empresa en que ejercen como consejeros. No hay una definición ampliamente admitida (Kesner y Seborá, 1994); Dalton y Kesner (1983) y Wiersema (1992) entienden por *outsider* aquel sucesor no contratado por la compañía durante el mandato de su predecesor. Otros –siguiendo a Vancil (1987)– lo definen como aquel con menos de un año en la compañía (Davidson et al., 1990) o menos de dos (Cannella y Lubatkin, 1993). Esta indeterminación es una de las causas de la variedad de resultados que se obtienen en la bibliografía¹⁴.

Se han encontrado correlaciones positivas entre destituciones y *outsiders*. Es decir, en igualdad de condiciones, un CEO –o alto ejecutivo– que haya promocionado dentro de la empresa tiene más probabilidad de mantenerse en la compañía que otro que haya sido fichado fuera. De acuerdo con Collins (2001), de las empresas que logran el éxito, un 70% lo logró con un CEO *insider*.

Furtado y Karan (1994) concluyen que la procedencia del CEO está significativamente relacionada con el mal rendimiento económico sólo cuando el consejo utiliza como medidas de rendimiento de la compañía algunas ratios contables como EBIT o ROA. Cuando usan otras ratios (ROE o la rentabilidad de la acción) no se ha encontrado evidencia estadística de cambios en el CEO. Estos resultados sugieren que los consejos utilizan la información contable de la compañía –para determinar el rendimiento de su CEO– con preferencia sobre la información ligada al mercado. La relación entre el fichaje de un CEO externo y las ratios contables sí parece significativa en pequeñas empresas (Furtado y Karan, 1994).

Agrawal et al. (2007) establecen que el motivo de seleccionar un CEO externo, limitando el incentivo de los empleados en la compañía a un sobreesfuerzo por alcanzar dicho puesto, se relaciona con la estructura organizativa de la empresa. Las entidades con una estructura organizativa por producto tienen tendencia a buscar al candidato como CEO fuera de la misma.

Zajac (1990) y Furtado y Rozeff (1987) afirman que un sucesor interno genera más ingresos y mayor valor de la acción, respectivamente. Sin embargo, a raíz de la variedad de definiciones (Kesner y Seborá, 1994), otros investigadores han concluido que un CEO fichado del exterior reporta a la entidad un mejor comportamiento: Reinganum (1985) y Warner et al. (1988). Para estos últimos, la relación positiva entre el fichaje de un CEO externo y los resultados posteriores de la entidad, no obstante, es muy débil.

Dalton y Kesner (1983, 1985) concluyen que las entidades de menor tamaño y con una rentabilidad en la media (no situada en los deciles más altos o más bajos), tienen mayor tendencia a fichar un CEO externo. De acuerdo con esta tendencia, también Kets de Vries (1988)

¹⁴ Como veremos más adelante, los organismos reguladores han fijado una definición más exhaustiva de consejero externo a raíz de la normativa introducida como respuesta a los escándalos financieros de Worldcom, Enron o Parmalat. Para una descripción de los problemas que ha planteado esta cuestión durante cinco décadas de investigación, puede verse Karaevli (2007).

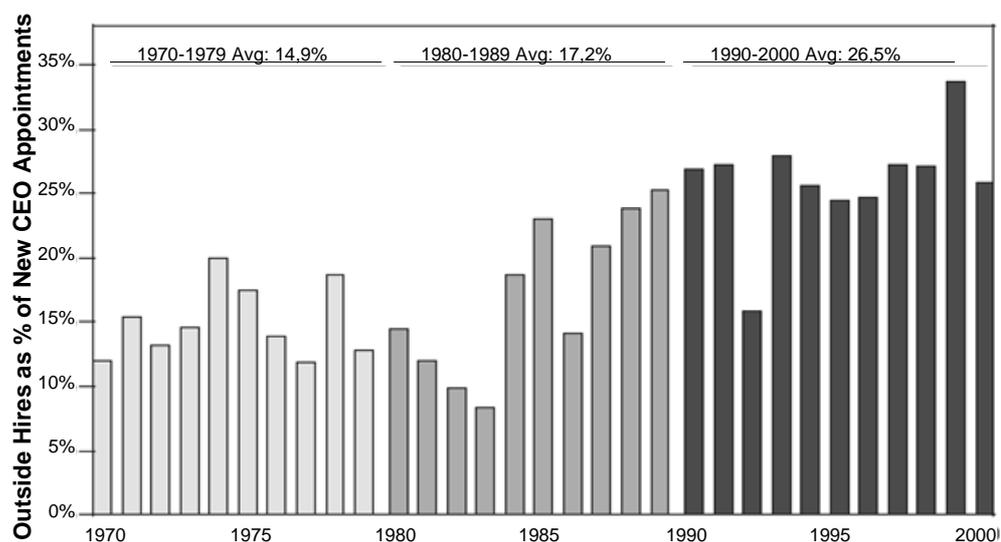
afirma que la sucesión interna del CEO es beneficiosa en empresas complejas y de gran tamaño, ya que disminuye las fricciones en la estructura de la compañía.

A pesar de que la tendencia apunta hacia CEO externos, todavía podemos preguntarnos qué se quiere decir con externo: quizá se pretende destacar la poca experiencia en la entidad o en el sector; que su entrada en la entidad generará cambios en la gestión, en las características del líder o en la estrategia de la entidad (Karaevli, 2007). Como la ausencia de consenso en la bibliografía en esta cuestión es clara, hay quien sostiene que realmente no se sabe qué efecto tiene sobre la compañía la sucesión externa frente a la interna (Kesner y Seborá, 1994). Para Kaplan et al. (2008), los CEO deben ser fichados en función del talento, por encima de la consideración del CEO como *outsider* o *insider*.

En Estados Unidos, la tendencia general queda recogida en el gráfico de la Figura 4, que muestra el crecimiento de los CEO *outsiders* en el último tercio del siglo XX (Jensen et al., 2004, pág. 32).

Figura 4

Outside Hires as Percentage of New CEO Appointments in Large United States Firms, 1970-2000



Fuente: Jensen et al. (2004).

2.3. Pertenencia al consejo de administración

Boeker (1992) añade otro campo de análisis al introducir la pertenencia o no al consejo de administración. Como Mizruchi (1983) afirma, la pertenencia al consejo de administración supone mayor capacidad de influencia. En su artículo, Boeker explica que dado un mal rendimiento de una compañía, el CEO destituirá a un mayor número de altos ejecutivos en la medida en que el consejo de administración sea menos exigente en el control de sus actividades. Es decir, será proclive a atribuir la responsabilidad del rendimiento de la empresa a sus altos ejecutivos, y así salvar su puesto.

Este menor control se aproxima habitualmente a través de consejeros internos, no independientes (Rostow, 1959; Fama y Jensen, 1983; Mizruchi, 1983; Weisbach, 1988; Fredrickson et al., 1988). Sin embargo, existe otra corriente que relaciona promoción interna y éxito en la entidad (Davidson et al., 1990; Zajac, 1990; Bower, 2007, o Bhagat y Black, 2002). Para Bower (2007), un CEO de éxito es aquel interno que logra desarrollar las capacidades y la perspectiva que se atribuyen habitualmente a un *outsider*. Según esto, podríamos deducir que un consejo mayoritariamente *insider* realizaría un control del CEO con la misma exigencia que se atribuye a los *outsiders*.

Si el principal interés del CEO consiste en mantenerse en el puesto (Brady y Helmich, 1984), el CEO buscará lograr el poder necesario para retener dicho puesto¹⁵. Desde esta perspectiva, tratará de influir sobre quienes pueden estar interesados en su destitución ante un mal comportamiento económico: el consejo de administración, que ostenta la autoridad formal de destituirle (Selznick, 1957) y los propietarios, que directamente sufren los efectos de un mal rendimiento de la entidad (Boeker, 1992). Una manera de amortiguar la presión que recibe a través de la vía del consejo de administración puede ser su presencia activa en el mismo.

Se produce una participación directa del CEO en el consejo cuando la misma persona ostenta el cargo de CEO y de presidente del consejo de administración. De acuerdo con un estudio elaborado por Russell Reynolds Associates (2006b), hay una tendencia clara hacia la separación de las figuras del CEO y el presidente del consejo de administración, que recibe un apoyo también en aumento en la bibliografía. La idea que subyace a esta tendencia es la creciente participación estratégica de los directores del consejo y las exigencias de independencia que se derivan de la regulación del buen gobierno corporativo. No obstante, aún se mantiene la figura del CEO-presidente. De acuerdo con Russell Reynolds Associates (2006b), en 2005 tan sólo un 29% de las empresas del índice S&P 500 tenían divididas estas funciones en diferentes personas¹⁶. Los defensores de esta unión de tareas entienden que un ejecutivo que ostenta ambos cargos simultáneamente reduce los conflictos de poder y facilita los procesos de sucesión. Los encuestados explican que la razón principal para unificar ambos puestos es la mejora de las posibilidades de contratación de un CEO externo, que no verá limitada su autoridad dentro de la compañía.

De acuerdo con los datos empíricos, Baliga et al. (1996) concluyen que no hay evidencia suficiente para inferir una influencia negativa de la dualidad CEO-presidente. Brickley et al. (1997) también analizaron estadísticamente el impacto sobre la compañía de esta dualidad y concluyen que los costes asociados a la separación de funciones son mayores que los beneficios; junto a estos estudios empíricos, Lorsch y Zelleke (2005) confirman su preferencia por mantener un puesto único que abarque las funciones de presidente y CEO simultáneamente. Sin embargo, los reguladores han tratado de introducir esta separación en sus textos normativos; se han apoyado en la bibliografía empírica de Dalton y Rechner (1991) o Pi y Timme (1993), que sí reflejan un mejor comportamiento de las entidades con división de funciones.

¹⁵ Shleifer y Vishny (1989) explican que una manera de asegurar el puesto consiste en seleccionar aquellos proyectos que exigen un capital humano específico de difícil transferencia.

¹⁶ En otros índices este porcentaje varía: Nasdaq 100 (41%), Eurotop 100 (79%) y FTSE (93%). Como ya hemos visto, se observa una diferencia clara entre Estados Unidos y Europa en esta cuestión.

Finkelstein y D'Aveni (1994) realizan una revisión de los dos enfoques principales que ha recibido esta cuestión. El enfoque de la agencia (que establece conflictos enfrentados entre CEO y consejo) aboga por la separación de cargos; el enfoque institucional, por su parte, considera la unidad de mando que se deriva de la dualidad y los beneficios asociados a un liderazgo fuerte en la compañía.

2.4. Participación en el proceso de selección del consejo de administración

Shivdasani y Yermack (1999) introducen un nuevo elemento que puede servir como variable explicativa del fracaso: la participación del CEO en el proceso de selección de los miembros del consejo de administración. Hay quien afirma que el control que ejercen los miembros del consejo es mayor en el caso de consejos con una mayoría de consejeros independientes (Hermalin y Weisbach, 1998; Weisbach, 1988; Jensen, 1993). Un CEO puede interferir en dicho control mediante su participación en el proceso de selección de consejeros. Shivdasani y Yermack (1999) concluyen que las empresas seleccionan consejeros menos proclives a controlar al CEO cuando el propio CEO participa en el proceso de selección. En estos estudios, como los que analizan la composición de los consejos, se evalúa el impacto que tiene el evento sobre la cotización de las acciones. Shivdasani y Yermack (1999) encuentran un impacto significativamente superior en el caso de las empresas que fichan consejeros independientes cuando el CEO no participa en su selección. Sugieren como explicación que la participación del CEO en dicho proceso es una señal al mercado de que la nueva incorporación no ejercerá un control exigente de las actividades del CEO. También Klein (2002) concluye que la participación del CEO en el comité de nombramientos implica menor presencia de *outsiders* en el comité de auditoría y mayores sueldos del CEO: lo cual induce a pensar una peor supervisión del consejo sobre la actividad del equipo de dirección. En resumen, la bibliografía empírica apunta a una cierta creación de valor para las empresas cuando en la elección de los consejeros no participa el CEO.

En relación a la destitución del CEO, Mace (1971) infiere que la implicación del CEO en el proceso de selección limita la independencia del consejo, pues los consejeros elegidos serán habitualmente afines al CEO que los selecciona. El control en situaciones de mal rendimiento de la entidad es menos exigente y la probabilidad de una destitución es menor. Este poder del CEO se ha identificado en la bibliografía como una respuesta creciente a una mayor participación de capital en la compañía y duración del mandato (Baker y Gompers, 2003).

Hermalin y Weisbach (1998) llevan a cabo una aproximación distinta al problema. Hasta entonces se buscaba evaluar qué actuación siguen los consejos en función de cómo están constituidos (*insiders* u *outsiders*); sin embargo, ambas cuestiones (actuación y naturaleza) están relacionadas entre sí y unidas en la figura del CEO. Aunque según la legislación son los accionistas los que eligen a los miembros del consejo de administración, dicha elección se realiza habitualmente entre unos candidatos previamente seleccionados. En dicha selección, el CEO participa de una manera explícita o implícita, en función de su poder de influencia. Como indican Hermalin y Weisbach, para entender el gobierno corporativo, la elección de directivos y la función de los directivos deben estudiarse simultáneamente.

De modo que podemos sintetizar los trabajos mencionados en la hipótesis de que un CEO que participa en la selección de los miembros del consejo tiene menor probabilidad *-ceteris paribus-* de ser destituido.

2.5. Competencias

Muchos autores consideran que el alcance de los factores citados hasta ahora es insuficiente para explicar el fracaso de un CEO (Kesner y Seborá, 1994; Core y Larcker, 2002; Finkelstein, 2003; Shivdasani y Zenner, 2004; Cappelli y Hamori, 2004; Boone et al., 2007). En la bibliografía se ha abordado el fracaso de los CEO utilizando multitud de factores; sin embargo, la carencia de competencias está minusvalorada como factor de fracaso debido a la dificultad empírica que entraña la obtención de información estadística válida. Fredrickson et al. (1988) entienden que esta fuente de información contiene un alcance explicativo potencial muy elevado, ahora bien, elaboran su modelo de fracaso con variables observables empíricamente y no abordan la cuestión esencial. Otros autores han sistematizado estas características (Charan, 2005; Cardona y Wilkinson, 2009) o han promovido una profundización (Kesner y Seborá, 1994).

Los factores externos que abordaremos en la sección 3 de este artículo tampoco alcanzan un nivel de explicación válido. Por eso consideramos que la profundización en el área de las características o carácter del CEO tiene una importancia clave y su estudio aparece como una necesidad para comprender su fracaso (Kesner y Seborá, 1994).

Muchos autores entienden que la influencia de las *competencias* de un CEO (o de la ausencia de alguna de ellas) es el principal motivo de despido (Dotlich y Cairo, 2003¹⁷; Conger y Nadler, 2004; Cappelli, 2008; Charan, 2005; Gentry et al., 2007a y 2007b). En este apartado se recogen una serie de características que de manera recurrente surgen en el fracaso de un CEO. Se proponen como posibles variables explicativas en una hipotética regresión que trate de explicar la variable fracaso. Esta línea de investigación responde a las carencias que la bibliografía presenta en el análisis cualitativo del fracaso del CEO (Gentry et al., 2007b). Las competencias del CEO pueden servir como base de futuros estudios que pretendan explicar las contradicciones que se observan en los despidos del CEO.

Para Fich (2005), el estudio de los procesos de retención de los ejecutivos *c-suite* –considerados capital humano altamente cualificado– es de la máxima importancia para los economistas financieros. El estudio de dichos procesos de retención puede explicar parte del éxito/fracaso de los CEO, ya que las compañías tratarán de retener el talento: se ha demostrado que este talento decae de manera brusca cuando cambia de entidad y no se recupera hasta pasados varios años de adaptación (Groysberg et al., 2004). Esto nos hace intuir que además de las características del CEO, el éxito asociado a él depende de otros elementos, como los recursos de la compañía, sus sistemas y procesos, las redes internas o la capacidad del CEO para rodearse de equipos competitivos.

Como descubre la bibliografía, el mero ascenso no es suficiente para asegurar el éxito. Kovach (1986) concluye que en muchos casos la consecución de carreras profesionales brillantes no es suficiente para asegurar el talento. Una ascensión rápida puede impedir la adquisición de las competencias que permiten el éxito en la dirección de personas (Walker, 2002, y Watkins, 2004). De aquí que muchos de los fracasos que hoy en día observamos en los CEO de todo el mundo sean producto –al menos en alguna medida– de un diseño de carreras profesionales deficitario que impide a los participantes la adquisición de las competencias directivas (San Martín y Stein, 2008).

¹⁷ Dotlich y Cairo explican once defectos de los CEO que de manera recurrente se observan tras el fracaso de éstos; para cada una de las características que estudian identificaron de manera aproximada el umbral a partir del cual dicha característica se convertía en un defecto capaz de aumentar la probabilidad de un eventual fracaso.

Siguiendo a Cappelli y Hamori (2004), los CEO de *Fortune 100* del año 2001 respecto a los de 1980 presentan diversas diferencias: son más jóvenes, se hacen CEO con menos años en la entidad y han recibido en mayor medida formación en la enseñanza pública. También la carrera profesional está cambiando: son fichados mayoritariamente del exterior de la compañía y los ejecutivos cada vez llegan antes a la cumbre de las entidades con menos empleos en su recorrido.

Para Khurana (2002), el péndulo de las capacidades esperadas de un CEO ha pasado de la excelencia profesional y la honestidad hacia el carisma y la capacidad de liderazgo. Podemos preguntarnos si esta transición ha resultado positiva; de acuerdo con Susaeta et al. (2008) –en una encuesta a ejecutivos españoles–, la credibilidad es el componente del perfil reputacional del CEO más valorado. Sin embargo, las diferencias sectoriales son visibles: el sector financiero no sitúa entre los cuatro elementos más importantes de la reputación de los CEO ni la ética ni la responsabilidad social o medioambiental.

Sonnenfeld y Ward (2007), realizan un estudio depurado que distingue diferentes causas de fracaso: resultados económicos, conducta personal, acciones ilegales, discrepancias con el consejo por cuestiones de estrategia o motivos políticos y una fusión o adquisición de la compañía. A continuación dividen estos factores en dos grupos en función del daño que produce a la reputación del CEO su salida de la entidad: pérdida de reputación (malos resultados económicos, conducta personal inadecuada o acciones ilegales) y reputación inmune (cuando el CEO ha sido despedido por desavenencias con el consejo por motivos estratégicos o políticos y las destituciones como resultado de fusiones o adquisiciones). En el Cuadro 2, vemos que los motivos no son indiferentes a la probabilidad de un eventual retorno a las funciones ejecutivas. Así, una destitución causada por alguno de los factores que afectan a la reputación dificulta un 25% el retorno a posiciones ejecutivas, aumenta hasta el doble (46%) los problemas para retomar funciones de asesoría (en un consejo de administración) y provoca la salida en un 67% más de los casos.

Cuadro 2

	Negative reputation exits	Neutral reputation exits
Regained active executive role	29,60%	39,40%
Regained active advisory role	14,80%	27,30%
Retired	55,60%	33,30%
	100%	100%

Fuente: Sonnenfeld y Ward (2007).

También Fich y Shivdasani (2005) estudian el efecto que tiene la investigación por fraude sobre consejeros externos en una compañía; concluyen que dicho evento no supone una alteración significativa de la rotación, pero sí implica que los consejeros de dicha entidad sean fichados con una frecuencia significativamente inferior en otros consejos.

Consideramos que este tipo de estudios empíricos estadísticamente válidos deben ser fomentados con el fin de posibilitar un modelo adecuado de explicación del fracaso a partir de este conjunto de variables cualitativas. Somos conscientes de que estos estudios entrañan una dificultad elevada de obtención de datos. Bennis (1959) ya habla de la confusión que se ha creado en torno a estas cuestiones; para entonces –como hoy–, la dificultad no radica en la falta de evidencias, sino en la abundancia de éstas y la contradicción entre sus conclusiones.

Una metodología a desarrollar podría ser el uso de entrevistas o encuestas al CEO y su entorno que traten de delimitar la influencia de cada una de las características que de manera recurrente encontramos en la alta dirección. Así lo han hecho los estudios de análisis demográfico de los equipos de la alta ejecutiva (TMT¹⁸ son sus siglas en inglés) y los libros que recogen ejemplos “experienciales” a través de conversaciones con la alta dirección de las empresas (Finkelstein, 2003; Sonnenfeld y Ward, 2007; Dotlich y Cairo, 2003; Cardona y Wilkinson, 2009, entre muchos otros). Siguiendo a Jensen et al. (2004), estos análisis cualitativos están diseñados en mayor medida por las entidades dedicadas al mercado de búsqueda de ejecutivos –conocidas como *headhunters*– y cabe preguntarse qué tipo de personas son modelo para estas posiciones en la empresa.

Debemos aclarar que la influencia de estas características no genera una vinculación necesaria con el fracaso. De hecho, CEO de empresas exitosas han tenido o tienen alguna de estas características. No es menos cierto que la acumulación o la intensidad de alguna de ellas en un CEO puede favorecer su fracaso (Dotlich y Cairo, 2003).

La dificultad para encontrar el equilibrio en cada competencia –*in medio virtus*, decían los clásicos– puede llevar a los líderes a cualquiera de los dos extremos. Maccoby (2000) analiza el narcisismo; la misma competencia puede derivar en debilidad cuando se desorbita o derivar en fortaleza cuando es utilizada dentro de parámetros equilibrados (Kets de Vries y Miller, 1985, y Campbell et al., 2004). Sin embargo, afirma Maccoby (2003) que es difícil encontrar este equilibrio entre la confianza y la excesiva confianza. El narcisismo contiene aspectos negativos, pero, por otro lado, el narcisista puede resultar extraordinariamente útil –incluso necesario en algunas circunstancias. Chatterjee y Hambrick (2007) estudiaron una muestra de 111 CEO en el período 1992–2004. Utilizaron una serie de variables proxy para medir el grado de narcisismo de los CEO y concluyeron que no hay una relación significativa entre narcisismo del CEO y resultados de la compañía. Sí parece que este tipo de líderes está más orientado hacia estrategias dinámicas de una cierta grandiosidad y atractivo (riesgo y número de adquisiciones elevado) que derivan en resultados extremos: grandes éxitos y grandes fracasos. Duchon y Drake (2008) abordan la cuestión desde un punto de vista organizativo: el narcisismo puede convertirse en la cultura dominante de una entidad hasta el punto de supeditar el comportamiento ético o legal a la consecución del objetivo de una entidad.

De acuerdo con Gentry et al. (2007a), la metodología iniciada por Lombardo y McCauley (1994) sirve para acumular observaciones sobre las características de directivos a través de 40 preguntas contestadas en un período de cinco años por el jefe directo, sus iguales, los subordinados y el propio directivo. Las preguntas recogen características de cinco áreas de competencias: relaciones interpersonales, liderazgo, adaptación al cambio, consecución de objetivos y orientación funcional. Los resultados de Gentry et al. (2007a) muestran que la disparidad entre las observaciones tiene su origen en una percepción hinchada del directivo acerca de sus características. También muestran que dicha disparidad tiene una correlación positiva con los niveles dentro de la organización: cuanto más alto es el puesto que ostenta el directivo, mayor es la diferencia entre las características que él observa de sí mismo y las que advierten los demás. Esto nos lleva a concluir que, de acuerdo con esta tendencia, las

¹⁸ TMT: *Top Management Team*. En este artículo se han referenciado varios de estos trabajos: Warner et al. (1988), Simons et al. (1999) y Miller et al. (1998). Entre otros, han analizado estas características y su impacto sobre la estrategia de las compañías, Iaquinto y Fredrickson (1997) y Jensen y Zajac (2004).

diferencias que encontraremos en las contestaciones del CEO (el más alto ejecutivo de una compañía) tendrán una distancia máxima.

Groysberg et al. (2004) nos descubren los problemas de adaptación que sufren los que se consideran “estrellas” cuando llegan a un entorno muchas veces hostil y con recursos y procedimientos distintos a los de su empresa de origen. Esta hostilidad, para Groysberg et al., tiene su origen en los componentes *insider* de sus equipos de trabajo, quienes consideran el trato preferencial que recibe un empleado exitoso fichado del exterior de la compañía frente al reconocimiento del esfuerzo realizado por ellos dentro de la misma.

De acuerdo con Collins (2001), quien realiza un trabajo de campo extenso acerca del éxito de empresas cotizadas americanas, no es posible simplificar este complejo proceso en una función: considera que la estrategia no es la causa del éxito, que la tecnología puede acelerar una transformación pero no crearla, y tampoco –como ya se ha dicho– un determinado modelo retributivo puede vincularse como generador de éxito. De hecho, consideramos que la profundidad y amplitud de las variables relacionadas con el fracaso (o el éxito) del CEO imposibilita su modelización. Por ello, advertimos de que una simplificación de dicho proceso, que establece relaciones estadísticas entre la presencia de un consejero *outsider* más o menos, o un 1% más o menos de capital en la compañía y el fracaso de los CEO, supone una limitación a la comprensión holística del problema.

El problema del fracaso del CEO también sobrepasa los límites del *corporate governance* en la medida en que éstos no abarcan la totalidad de la persona y la comprensión de todas sus dimensiones. Así como el CEO que sólo está pendiente de la satisfacción de las necesidades básicas de sus subordinados está abocado al fracaso (Pérez López, 1993), también la investigación en esta área caería en el error si olvidase la profundidad de la cuestión tras la búsqueda de resultados estadísticos significativos. La cuestión del CEO no puede resolverse en función de la significatividad de los resultados sobre variables interesantes y cuantificables pero insuficientes. Esta conclusión, aunque consistente con una percepción del *management* profunda que no tiene reflejo suficiente en la bibliografía, no tiene nada de novedoso. Bennis (1959) ya anunciaba una fractura en la teoría de las organizaciones: el paso de modelos mecanicistas (libres de la fricción con las emociones humanas) a los modelos “de relaciones humanas” donde se recogen (o se pretenden recoger) las intuiciones, creencias, percepciones, ideas o sentimientos que inevitablemente interfieren en la toma de decisiones de los trabajadores.

No pensamos, sin embargo, que estas dificultades para avanzar en el estudio de los factores endógenos sean insalvables. Consideramos el riesgo de la simplificación estadística y proponemos un estudio cualitativo avanzado (Kaplan et al., 2008) que ayude al CEO de hoy a afrontar con éxito las dificultades de su tarea.

A continuación recogemos en la Tabla 1 las referencias bibliográficas usadas para examinar los factores endógenos. La divergencia en la bibliografía es clara. Sólo las competencias consiguen la unanimidad de los académicos.

Tabla 1

Factor <i>Relación con el fracaso</i>	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO		Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO		No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor	
	Autor (año)	Aportaciones	Autor (año)	Aportaciones	Autor (año)	Aportaciones
Capital en la compañía <i>Incrementos en la participación del capital de la compañía se asocian con mejor identificación de intereses (en una perspectiva de la agencia).</i>	Jensen y Meckling (1976) Salancik y Pfeffer (1980) Morck et al. (1988) Core y Larcker (2002)	Inician la teoría de la agencia. Un CEO con mayor porcentaje de capital desarrolla una actividad más próxima a los intereses del accionista y su permanencia se ve favorecida.	Shivdasani y Zenner (2004) McConnell y Servaes (1990) Morck et al. (1988) Hermalin y Weisbach (1991)	Los artículos revisados explican que una acumulación excesiva de capital dificulta el desempeño de sus funciones. A partir de un nivel de propiedad, la relación varía su sentido y mayor propiedad deriva en peores resultados. La redefinición de los contratos supone un coste excesivo para las compañías. El contrato subóptimo implica que no hay alineación de intereses. Incrementos en la participación (por encima del 1%) suponen mejores resultados de la compañía.	Chung (2008)	Hay sustituidad entre PPS y consejeros independientes. Ejercen el mismo control.
Retribución <i>Como los factores ligados al capital en la compañía: la retribución se ha estudiado—en muchos casos—como un modo de alineación de intereses.</i>	Jensen y Murphy (1990b) Coughlan y Schmidt (1985) Crawford et al. (1985)	El modo de alinear los intereses pasa por incrementar la parte variable de la retribución (ligada a los resultados de la compañía). En industrias desreguladas, los CEO reciben más retribución ligada a los resultados y fomenta mejores resultados en las compañías.	Kahneman y Tversky (1979) Jensen (2004) Ghoshal (2005) Argandoña (2007) Bartol et al. (2008) Taleb (2009) Murphy (1998)	La percepción de las pérdidas (opciones <i>out-of-the-money</i>) lleva a los individuos a tomar decisiones agresivas que contrarresten o minimicen su efecto. La remuneración óptima puede mitigar los costes de agencia entre ejecutivos y accionistas, pero ni siquiera el óptimo logra eliminar dichos costes totalmente. El incentivo a manipular los ratios contables inutiliza el efecto beneficioso de un mayor alineamiento de intereses que se atribuyen a las opciones. La retribución ligada a la evolución de la acción puede conducir al CEO a decisiones con criterios laxos sobre el riesgo.	Yermack (1997) Tosi et al. (2000) Collins (2001) Terviñ (2007) Core et al. (2005)	Los CEO adelantan los períodos alcistas de la cotización incrementando las acciones sobre acciones de sus contratos. Un 40% de la variación de la retribución se explica por el tamaño de la compañía. Los resultados sólo explican el 5%. La complejidad de la actividad del CEO impide el diseño de un sistema ideal de retribución. La retribución que perciben los CEO se explica por el tamaño de las entidades. La subida de la retribución total que perciben se explica por el riesgo creciente que implica la retribución basada en acciones.
CEO outsider <i>La indeterminación del término y la dispersión de resultados impide fijar el sentido de sus efectos sobre el éxito del CEO.</i>	Weisbach (1988) Reinganum (1985) Warner et al. (1988) Dalton y Kesner (1983, 1985)	Permite un desempeño mejor de las compañías que dirigen. Las entidades con menor tamaño y una rentabilidad en la media fichan más fácilmente a CEO externos.	Collins (2001) Furtado y Rozeff (1987) Kets de Vries (1989) Zajac (1990)	Sólo el 30% de las empresas que pasan de <i>good to great</i> lo hacen con CEO <i>outsider</i> . Genera menos ingresos en la compañía que los CEO <i>outsider</i> . Considera que la sucesión interna es beneficiosa cuando la empresa es compleja y de gran tamaño porque elimina las fricciones estructurales. Un CEO <i>outsider</i> tendrá escaso éxito si la empresa busca continuidad y no una ruptura estratégica.	Kesner y Seborá (1994) Karaevli (2007) Agrawal et al. (2007) Kaplan et al. (2008)	La incapacidad de la bibliografía para alcanzar un acuerdo sobre los límites del término ha dificultado su estudio. La selección de candidatos externos limita el incentivo de los empleados a un sobreesfuerzo por alcanzar el puesto. Los CEO son fichados en función del talento, no del origen.

Tabla 1 (continuación)

Factor Relación con el fracaso CEO outsider (continuación)	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO Autor (año) Aportaciones	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO Autor (año) Aportaciones	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor Autor (año) Aportaciones
<p>La indeterminación del término y la dispersión de resultados impide fijar el sentido de sus efectos sobre el éxito del CEO.</p>		<p>Bower (1992) Davidson et al. (1992) Bhagat y Black (2002) Cannella y Shen (2002) Brady y Helmich (1984) Ocasio (1994)</p> <p>La promoción interna está relacionada positivamente con mejores resultados de las entidades. Un CEO externo desarrolla peores redes sociales y carece del apoyo de la alta ejecutiva. Un CEO externo tiene mandatos más breves si la sucesión en la entidad buscaba la estabilidad y continuidad. Los CEO outsiders tienen menos posibilidades de institucionalizar su poder.</p>	
<p>Participación en la selección del consejo de administración</p> <p>La bibliografía es prácticamente unánime en este punto: la participación es vista como un mecanismo de defensa del CEO que disminuye valor para el accionista.</p>	<p>Mace (1971) Weisbach (1988) Wade et al. (1990) Jensen (1993) Hermalin y Weisbach (1998) Shivdasani y Yermack (1999) Klein (2002)</p> <p>La implicación del CEO en el proceso de selección limita la independencia del consejo. Las empresas seleccionan consejeros menos proclives a controlar al CEO cuando el propio CEO participa en el proceso de selección. La participación del CEO en el comité de nombramientos implica menor presencia de outsiders en el comité de auditoría y mayores sueldos del CEO.</p>		
<p>Factor Relación con el fracaso Pertinencia al consejo. La figura del CEO-presidente</p> <p>Evaluamos el impacto que tiene sobre la entidad. Ambas escuelas entienden que la unidad mantiene al CEO, pero las consecuencias son opuestas.</p>	<p>Baliga et al. (1996) Brickley et al. (1997) Lorsch y Zellecke (2005)</p> <p>No hay evidencia suficiente para inferir que la dualidad CEO-presidente conlleva peores resultados de las entidades. Empíricamente, los costes asociados a la separación de funciones son mayores que los beneficios. Reducción de los conflictos de poder y procesos de sucesión más exitosos.</p>	<p>Corriente de la agencia: el CEO se mantiene, pero a costes elevados para la entidad y los accionistas Autor (año) Aportaciones</p> <p>Seitznick (1987) Mizuchi (1983) Boeker (1992) Rechner y Dalton (1991) Ply y Temme (1993)</p> <p>El consejo de administración ostenta la capacidad formal de destituir al CEO. Su presencia puede afectar a esta función. Aumenta la capacidad de influencia. Aumentan las posibilidades de atribuir los errores propios a otros ejecutivos. Las entidades que tienen separadas estas funciones obtienen mejores resultados.</p>	<p>Otros Autor (año) Aportaciones</p> <p>Brady y Helmich (1984) RRA (2006b) MacAvoy y Millstein (2003) Finkelstein y D'Aveni (1994)</p> <p>El principal interés de un CEO es mantenerse en el puesto. Su presencia en el consejo puede interpretarse como un intento de prolongar su mandato. Los ejecutivos prefieren que la función de CEO y presidente del consejo no recaiga en la misma persona. Establecen la separación de la bibliografía entre enfoques institucionales y enfoques de agencia.</p>

Tabla 1 (continuación)

Factor Relación con el fracaso	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO Autor (año)	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO Autor (año)	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO /Otros enfoques sobre el factor Aportaciones
<p>Competencias</p> <p>Las competencias han sido estudiadas de manera creciente como explicación fundamental del fracaso de los CEO. Los autores coinciden en su importancia para evitar el fracaso del CEO.</p>	<p>Para estudiar adecuadamente el fracaso de los CEO es necesario estudiar las diferentes competencias que contiene cada uno.</p> <p>Un plan de sucesión incompleto aumenta la probabilidad de fracaso.</p> <p>Los CEO que tienen una percepción más hinchada de sus capacidades tienen mayor probabilidad de fracaso.</p> <p>La percepción de las capacidades varía en el tiempo: hoy se buscan CEO más jóvenes, con una trayectoria más breve, formados en la enseñanza pública.</p>	<p>El estudio de la dirección debe recoger los tres tipos de motivaciones inherentes a cualquier acción humana.</p> <p>El talento decae de manera brusca cuando cambia de entidad. Nos indica que hay factores que potencian sus capacidades: recursos de la compañía, sistemas y procesos, redes internas...</p> <p>Actualmente se buscan competencias muy vinculadas a los resultados de corto plazo. CEO con carisma y liderazgo con preferencia sobre la excelencia profesional y honestidad.</p> <p>Las entidades buscan retener capital humano altamente cualificado.</p> <p>Los economistas financieros han logrado escasas conclusiones acerca de las fuerzas que dirigen la composición de los consejos de administración. No es válido simplificar las motivaciones de un consejero a un número arbitrario de años en la entidad.</p> <p>Las restricciones legales a la retribución pueden estar eficaces al mercado de trabajo porque Gabaix y Landier imple la señalización de los gestores más eficientes.</p> <p>Las capacidades ejecutivas tienen mayor relación con el éxito que las interpersonales. Realizan el primer trabajo sistemático sobre el impacto de las habilidades y características del CEO basados en entrevistas durante cuatro años.</p>	<p>Pérez López (1993)</p> <p>Groysberg et al. (1984)</p> <p>Khurana (2002)</p> <p>Fich (2005)</p> <p>Boone et al. (2007)</p> <p>Terviö (2007)</p> <p>Gabaix y Landier (2008)</p> <p>Kaplan et al. (2008)</p>
<p>El alcance de los estudios centrados en la búsqueda de regularidades empíricas ha resultado insuficiente.</p>	<p>Kesner y Sebra (1994)</p> <p>Conger (2004)</p> <p>Gentry et al. (2007a y 2007b)</p> <p>Cappelli y Hamori (1994)</p> <p>Core y Larcker (2002)</p> <p>Finkelstein (2003)</p> <p>Shivdasani y Zenner (2004)</p> <p>Cappelli (2008)</p> <p>Charan (2003)</p> <p>Dotlich y Cairo (2003)</p> <p>Charan (2005)</p> <p>Cardona y Wilkinson (2009)</p> <p>Kovach (1986)</p> <p>Walker (2002)</p> <p>Watkins (2004)</p> <p>San Martín y Stein (2007)</p> <p>Kets de Vries y Miller (1985)</p> <p>Maccoby (2000, 2003)</p> <p>Campbell et al. (2004)</p> <p>Chatterjee y Hambrick (2007)</p> <p>Friel y Duboff (2008)</p> <p>Bennis (1959)</p> <p>Jensen et al. (2004)</p> <p>Sonnenfeld y Ward (2007)</p> <p>Susseta et al. (2006)</p>	<p>Los economistas financieros han logrado escasas conclusiones acerca de las fuerzas que dirigen la composición de los consejos de administración. No es válido simplificar las motivaciones de un consejero a un número arbitrario de años en la entidad.</p> <p>Las restricciones legales a la retribución pueden estar eficaces al mercado de trabajo porque Gabaix y Landier imple la señalización de los gestores más eficientes.</p> <p>Las capacidades ejecutivas tienen mayor relación con el éxito que las interpersonales. Realizan el primer trabajo sistemático sobre el impacto de las habilidades y características del CEO basados en entrevistas durante cuatro años.</p>	<p>Pérez López (1993)</p> <p>Groysberg et al. (1984)</p> <p>Khurana (2002)</p> <p>Fich (2005)</p> <p>Boone et al. (2007)</p> <p>Terviö (2007)</p> <p>Gabaix y Landier (2008)</p> <p>Kaplan et al. (2008)</p>

3. Factores exógenos

Hasta ahora hemos examinado los factores endógenos que pueden conducir al fracaso del CEO. Se trata de variables sobre las que puede intervenir el propio CEO. Puede decidir sobre la participación en el capital de la compañía, puede tomar parte o no en el proceso de selección de los miembros del consejo, de su sucesor, y puede desarrollar las competencias de liderazgo que se espera del CEO de una compañía.

Sin embargo, hay otros factores que pueden contrarrestar los esfuerzos realizados. Parrino (1997) enuncia varios de estos factores y en su artículo examina la influencia que tiene sobre la decisión de destituir al CEO la presencia de un sustituto *outsider* capacitado para dirigir la compañía. Añade otras variables: la composición del consejo de administración, la capacidad de control del consejo o el tipo de sector en que se desarrollan los cambios. A continuación, también analizamos el impacto que tienen la edad del CEO o la antigüedad del mandato, el marco regulatorio del sector, la presencia de consejeros pluriempleados o el tamaño de la entidad, sobre la rotación del CEO.

Resulta razonable pensar que el principal motivo exógeno de cese de un CEO por parte del consejo de administración de la entidad sean los malos resultados de la misma (D'Aveni y Hambrick, 1989) o el incumplimiento de los objetivos establecidos. Como ya hemos mencionado, esta fuente de explicación no es suficiente (Fredrickson et al., 1988). Sin embargo, la definición de esas medidas del rendimiento de las entidades no es trivial. De hecho, la disparidad de medidas utilizadas por los consejos de administración para conocer el comportamiento de sus entidades nos lleva a concluir que no se ha llegado a un acuerdo sobre qué efecto tiene sobre la rotación del CEO la utilización de variables contables o variables de mercado (Brickley, 2003).

3.1. Factores demográficos

La variable edad debemos considerarla con atención. Ha sido utilizada en la mayoría de los trabajos empíricos como variable de control. En los trabajos que examinamos a continuación en relación al consejo de administración –principalmente– se tiene en cuenta la edad del CEO para no caer en el error de incluir bajas por jubilación como un hecho a explicar.

Otros autores se han detenido en esta variable tratando de extraer información relevante sobre el fracaso del CEO. Así, Morck et al. (1988) concluyen que las entidades con CEO jóvenes tienen tasas de rotación del CEO más altas. Sin embargo, de acuerdo con Weisbach (1988), Barro y Barro (1990), Murphy y Zimmerman (1993) y Goyal y Park (2002), edad y rotación tienen una relación significativa y positiva.

Vancil (1987) introduce la edad como una variable explicativa de la rotación del CEO. Concluye que los CEO salientes designan a su sucesor condicionados por la edad de éste: procuran que el sucesor disponga, en el momento de la transición, al menos de diez años de mandato hasta el momento previsto de jubilación.

Brickley (2003) sugiere que la variable edad no se ha analizado en profundidad y se plantea qué efectos o relaciones se establecen entre la edad de jubilación y el sucesor de una compañía.

Dentro de la bibliografía que ha estudiado la influencia de la duración de los mandatos en la continuación del CEO en el puesto, encontramos dos escuelas diferentes: la teoría de circulación del poder (Selznick, 1957; Michels, 1962; Pareto, 1968) pronostica conflictos entre las elites que aumentan la presión sobre el orden establecido y, en consecuencia, sobre el CEO. Por otro lado, la institucionalización del poder (Pfeffer, 1981) explica la capacidad que tiene el CEO para perpetuar dicho poder. Una de las vías que permite esta institucionalización es la lealtad que se establece entre los directores del consejo de administración fichados por el CEO y el propio CEO (Wade et al., 1990). Esta institucionalización del poder permite a los CEO alargar los mandatos aun en presencia de resultados negativos (Ocasio, 1994). También cabe entender que la figura del CEO exitoso en el tiempo incorpora un valor añadido a la entidad en la relación con los clientes, los reguladores o los proveedores que resulta de difícil transmisión al CEO entrante. Además, los vínculos de lealtad dentro de la entidad son claros: cuanto más amplio sea el mandato del CEO, mayor probabilidad de incorporar directores al consejo y, por tanto, siguiendo a Fredrickson et al. (1988); Boeker (1992); Cannella y Shen (2002), y Lehn y Zhao (2006), mayor poder del CEO sobre la decisión de su destitución.

Hambrick y Mason (1984) iniciaron el análisis de la repercusión que tienen los factores demográficos observables de los altos ejecutivos (*upper-echelon theory*): las diferencias de edad, formación o procedencia; en esta línea de investigación se ha tratado de relacionar tal diversidad con innovación, diversificación y resultados económicos de la compañía (Kisfalvi y Pitcher, 2003); el trasfondo teórico indica que diversos enfoques del entorno estratégico llevan a una actuación mejor, más racional (Simons et al., 1999). Sin embargo, como en el caso examinado de los consejos de administración numerosos, también la diversidad puede generar conflictos (Ocasio, 1994, y Pfeffer, 1981), ralentizar la toma de decisiones y dificultar el consenso sobre la estrategia a seguir (Kisfalvi y Pitcher, 2003). O'Reilly et al. (1984) desarrollaron un estudio sobre 31 empresas de *Fortune 500* utilizando el concepto de distancia demográfica. Basándose en la similitud de edades y años en la compañía, se concluyó que en un nivel individual (en un caso de conflicto) tiene más probabilidades de ser destituido aquel que tiene más años y una diferencia de edad más amplia con respecto al resto del grupo. También Finkelstein y Hambrick (1990) utilizan estas variables "demográficas" de los miembros de la alta dirección de las compañías para tratar de entender la toma de decisiones estratégicas de los ejecutivos¹⁹.

Un factor exógeno al CEO que ha recibido atención en la bibliografía son las características del CEO saliente de la compañía (Reinganum, 1985; Fredrickson et al., 1988; Cannella y Shen, 2001; Conger y Nadler, 2004). Entre los factores que pueden alterar esta relación, Fredrickson et al. describen cuatro canales de influencia del CEO saliente sobre el nuevo que incrementan la probabilidad de un despido pronto del último: a) la duración del mandato: por las explicaciones que ya hemos visto sobre lealtad del consejo, y por las posibles comparaciones que se pueden establecer entre ambos; b) los motivos que han provocado su salida de la entidad: el CEO entrante

¹⁹ Con anterioridad a este enfoque de la estrategia centrado en la alta gestión existía otra corriente teórica que negaba la influencia de la discrecionalidad de las decisiones de los gestores sobre la marcha de la compañía. La estrategia era resultado, más bien, de fuerzas ajenas a los gestores y surgía como una respuesta al ambiente o a las fuerzas inerciales que rodean a una entidad en un determinado sector (Lieberson y O'Connor, 1972; Hannah y Freeman, 1977, y Salancik y Pfeffer, 1977).

Como explican Jensen y Zajac (2004), existe una visión alternativa a esta teoría de elites dentro de la teoría de la agencia que obvia los factores demográficos y se centra en los conflictos de interés que se dan entre cada agente (identificado con su posición estructural en la entidad: CEO, consejero *outsider*, consejero *insider*) y el principal.

encuentra más presión cuando el CEO anterior ha sido despedido que cuando éste se marchó a dirigir otra compañía y el consejo entiende que el puesto que ellos ofrecen ha sido juzgado como inferior; c) si mantiene su presencia en la entidad (con una silla en el consejo, como consultor o de cualquier otro modo), se entiende que la supervisión sobre el recién llegado es exigente y el mercado no valora estas sucesiones (Reinganum, 1985), y d) si ha sido el fundador de la compañía²⁰, es probable que aúne los tres canales anteriores y aumenten así las probabilidades de despido del CEO sucesor.

3.2. Tamaño y antigüedad de las entidades

La sucesión en el cargo del CEO tiene repercusiones sobre la riqueza de los accionistas. Numerosos artículos han evaluado el impacto que la sucesión de un CEO tiene en el valor de las acciones de la empresa. Así, Reinganum (1985), en un artículo clásico, determina que existe una asociación entre sucesión y rentabilidad de las acciones. Aclara que cualquier estudio que busque analizar dicha relación tendrá que fijar una serie de variables de control sobre el tamaño de la empresa, el origen del sucesor y las disposiciones del cesante.

La sucesión en compañías de gran tamaño no tiene un impacto estadístico significativo en el precio de las acciones (Reinganum, 1985). Sin embargo, sí hay un *retorno acumulado anormal*²¹ cuando la sucesión se produce en empresas pequeñas. Unido a lo anterior, el resultado de Reinganum implica que será más fácil perder el puesto como CEO en una empresa pequeña si éste ha llegado al puesto a través de la promoción interna. Ambas circunstancias (empresas pequeñas y promoción interna), de acuerdo con Cappelli y Hamori (2004), es difícil que se den simultáneamente: las empresas pequeñas tienden a contratar de fuera a sus CEO cada vez con mayor frecuencia.

La bibliografía no ha llegado a un acuerdo sobre el impacto de la variable tamaño sobre la rotación del CEO: Boeker (1992), que define el tamaño utilizando el volumen de ventas de la entidad con respecto a la media del sector, concluye que el tamaño puede afectar a la rotación porque la institucionalización de un proceso rutinario eleva el número de destituciones en las compañías de más tamaño. Grusky (1961) encontró evidencia estudiando las empresas más grandes y más pequeñas de *Fortune 500* y concluyó que las entidades grandes tienen una tasa de rotación del CEO más alta.

Otros, como Brady y Helmich (1984), no han encontrado diferencias significativas sobre la destitución en relación con esta variable tamaño.

Miller et al. (1982) concluyen que la variable tamaño tiene un efecto inercial sobre el CEO. En la medida en que los procesos de la entidad supongan medidas de control o límites de gestión más exigentes, entidades más grandes registrarán mayor rotación de sus CEO.

²⁰ Adams et al. (2009) distinguen las relaciones de causalidad entre CEO fundadores, comportamiento de la entidad y permanencia en el puesto. Establecen que los CEO-fundadores tienden a marcharse cuando la entidad obtiene buenos resultados (comparativamente suelen ser mejores que los de empresas no dirigidas por el CEO-fundador), y permanecen en el puesto o en el consejo de administración (por el poder adquirido) aunque el comportamiento de la compañía sea inferior al del sector.

²¹ Es común utilizar este término para explicar el impacto que tiene sobre una variable un determinado evento. En nuestro caso, Reinganum estudia el impacto que tiene sobre el precio de las acciones el anuncio de una sucesión en la compañía. Para una explicación del estudio de eventos, puede leerse MacKinlay (1997).

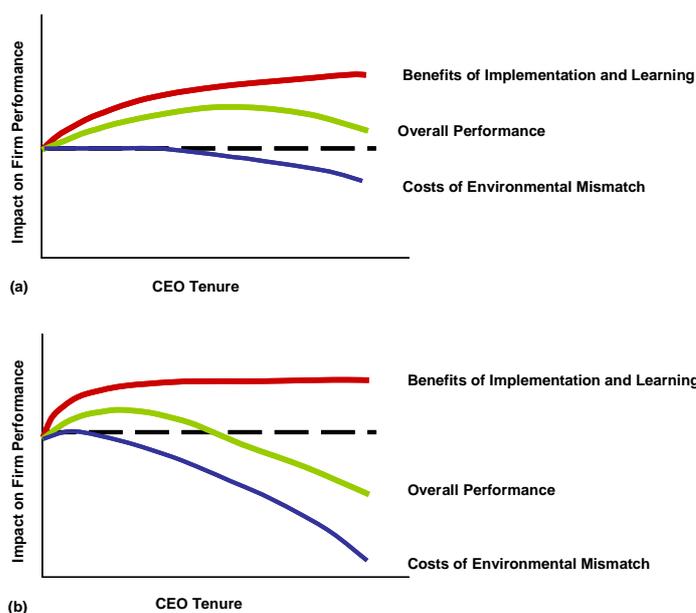
Con respecto a la antigüedad de las compañías, los estudios más recientes apuntan hacia una relación creciente entre antigüedad de las compañías y presencia *outsider* en los consejos de administración de éstas (Boone et al., 2007; Coles et al., 2008, y Linck et al., 2008). Como veremos, la relación entre consejos mayoritariamente *outsider* y rotación del CEO es una de las relaciones más debatidas en la bibliografía. Por tanto, no podemos concluir de manera unívoca el sentido en que la antigüedad de las entidades afecta a los fracasos de los CEO.

3.3. Tipo de sector

Para Fredrickson et al. (1988), el tipo de sector puede afectar a las rotaciones del CEO a través de tres canales distintos: el nivel de desarrollo del sector, la diversidad de resultados económicos y el número de empresas. De acuerdo con Fredrickson et al., el nivel de desarrollo de un sector tiene varios efectos contrapuestos. Por un lado, un sector joven todavía no ha logrado un acuerdo sobre los logros que se pueden exigir a un CEO o sobre el rendimiento económico de las entidades de ese sector (Pfeffer y Moore, 1980): el saber del sector es todavía pequeño (Porter, 1980). Esta falta de consenso puede presionar las rotaciones de los CEO en dos sentidos: la divergencia de intereses en los consejos de estas empresas puede derivar en mayor vulnerabilidad para el CEO, mientras que esta misma indeterminación puede servir de freno al consenso necesario (dentro y fuera de la compañía) para destituir a un CEO. Henderson et al. (2006) concluyen que en los sectores más dinámicos, los CEO son capaces de aportar valor estratégico a sus entidades de manera intensa pero breve. Por contra, para Henderson et al., los sectores estables (ellos se fijan en la industria alimentaria norteamericana) generan un entorno externo que permite a los CEO una mejora de los resultados económicos de la entidad durante un plazo más largo, aunque menos intenso que los CEO de industrias dinámicas.

En los dos gráficos de la Figura 5 podemos descubrir la tendencia observada por Henderson et al. (2006, pág. 450) del impacto del CEO sobre los resultados económicos de las entidades en industrias estables (a) y en industrias dinámicas (b).

Figura 5



Fuente: Henderson et al. (2006).

Otra fuente de influencias sobre las rotaciones de los CEO es la disparidad de resultados económicos en una industria (explicada por Fredrickson et al.). Los consejos de administración utilizan como indicador de los resultados de la compañía no sólo los resultados pasados, sino también la comparación con los resultados de la competencia: cuando en una industria la heterogeneidad de resultados es amplia, se pueden producir incentivos en los dos sentidos mencionados para industrias nacientes (Parrino, 1997).

Fredrickson et al. concretan una última raíz de influencias: el número de empresas. Los efectos de esta última no modifican las tensiones que originan las dos anteriores y además muestra una correlación alta con la edad de la industria y la disparidad de resultados.

En relación a las industrias intensivas en I+D, Berry et al. (2006) y Coles et al. (2008) afirman que la tendencia apunta hacia mayor presencia de *insiders* en los consejos de administración. La explicación teórica remite a los conocimientos específicos necesarios en estas industrias para efectuar un control efectivo por parte del consejo de administración. En estas circunstancias, parece que las industrias con niveles de I+D elevados –con alta correlación con empresas jóvenes– contienen un factor positivo para la permanencia de los CEO.

Contrariamente, Linck et al. (2008) obtienen un impacto positivo entre el porcentaje *outsider* y la inversión en I+D; así, aceptando como válida la hipótesis que asocia mayor rotación con presencia de consejeros *outsider* (que estudiamos a continuación), esta variable afectaría de manera negativa sobre la permanencia del CEO.

3.4. Composición del consejo de administración. Inversores institucionales

La composición del consejo de administración, en especial la proporción de consejeros externos e internos, debería tener un impacto importante sobre la probabilidad de destitución del CEO (Boeker, 1992). De acuerdo con Shivdasani y Zenner (2004), pocas cuestiones en la academia tienen tanto consenso como ésta: las decisiones que toma un consejo son más beneficiosas para los accionistas cuando está formado en su mayoría por consejeros externos. Sin embargo, hemos encontrado en la bibliografía una corriente teórica que niega dicha relación entre consejos de administración externos y *performance* de la compañía.

Weisbach (1988) entiende que el consejo de administración es, para los accionistas, la primera línea de defensa frente a la gestión incompetente, y llega a la conclusión de que cuando existe una presencia mayoritaria de “externos” en el consejo²², la evolución del precio de las acciones está positivamente correlacionada con el cese de un CEO; esto quiere decir que el hecho de cambiar al CEO es ya una señal al mercado de que el cambio va a generar valor para la compañía. Este razonamiento se explica por la presencia mayoritaria de externos. La New York Stock Exchange (NYSE) explica que los consejos de administración efectivos realizan juicios independientes en el desarrollo de sus responsabilidades. La mayoría de consejeros independientes incrementará la calidad de la supervisión del consejo y disminuirá los daños derivados de los conflictos de interés (NYSE, 2003). Mizruchi (1983) explica también que la

²² Ya hemos explicado que no hay unanimidad en la bibliografía sobre el concepto de externo. Desde 2002, tras los escándalos de Enron y Worldcom, la NYSE y Nasdaq determinaron una presencia mayoritaria de externos en los consejos de administración de las entidades cotizadas y en los comités de auditoría. La definición de externo fue acotada en ambos organismos a raíz de la Sarbanes-Oxley Act.

capacidad de un consejo para destituir a un CEO está condicionada por la independencia que es propia de los consejeros externos.

Según esto, parece que un consejo de administración formado en su mayoría por “externos” puede ser una buena variable explicativa del despido del CEO cuando se ha llevado una gestión inferior a la esperada (Shivdasani y Yermack, 1999). Fama y Jensen (1983) apuntan que un consejero externo tratará de preservar su capital humano como consejero de éxito, por tanto, promoverá la salida del mal CEO, enviando así la señal al mercado de que su capacidad como “controlador de decisiones” es alta.

A pesar de las evidencias, el argumento anterior puede discutirse. De alguna manera, al hablar como lo hemos hecho de consejeros independientes y CEO, estábamos asignándoles categorías que establecieron Jensen y Meckling (1976) en la teoría de la agencia: principal y agente. Para estos autores, los consejeros independientes representan de manera adecuada los intereses de los accionistas. Son los consejeros independientes los que buscan alinear los intereses de los gestores –en último término el CEO– con los de los accionistas.

Sin embargo, la capacidad de control y supervisión que hacen los consejeros independientes sobre la dirección de la compañía puede interpretarse de otro modo que no está analizado suficientemente en la bibliografía. La presencia de consejeros externos debería favorecer un control y seguimiento eficaz de las decisiones que toma el CEO (Shivdasani y Zenner, 2004; NYSE, 2003; Fama y Jensen, 1983). De acuerdo con esto, en presencia de consejos de administración mayoritariamente externos, los CEO deberían ser sustituidos con menor frecuencia porque la colaboración que prestan éstos como asesores es eficaz dada su “dilatada experiencia”; esto será así porque los errores en que incurrirá un CEO serán menores y, en consecuencia, no habrá una señal al mercado (en la forma de peores resultados económicos de la entidad) que origine la cadena de decisiones que desemboca en la destitución del CEO.

La bibliografía defiende la mayoría externa en el consejo porque entiende que los internos están menos inclinados a promover la destitución del CEO, a quien están ligadas sus propias carreras profesionales (Fama, 1980). Esta falta de independencia lleva a los consejos a permitir el oportunismo de los gestores en perjuicio de los accionistas (Fama y Jensen, 1983).

Parece, por tanto, que la composición mayoritariamente independiente de los consejos de administración añade valor a las empresas a través del cambio de CEO. Weisbach (1988), en contraste con las variables de control fijadas por Reinganum (1985), concluye que los resultados de las correlaciones obtenidas no están afectados por estas otras variables: tamaño de la empresa, estructura del capital o el tipo de industria en que la empresa desarrolla su actividad.

Desde Weisbach se desarrollan más artículos en búsqueda de estas regularidades. Así, Borokhovich et al. (1996), Jensen (1993) y Agrawal y Knoeber (1996), continúan el análisis iniciado llegando a idénticas conclusiones, con leves variaciones metodológicas: una presencia elevada de consejeros externos en el consejo incrementa las posibilidades de despido de un CEO en mayor medida que un consejo formado en su mayoría por directivos internos.

Boeker (1992), citando a Friedman y Singh (1989), explica que entre las condiciones que llevan a la destitución de un CEO se encuentra un consejo formado mayoritariamente por consejeros independientes; en esas condiciones, el poder que ejerce el CEO puede resultar menor, y la probabilidad de que la sucesión tenga su origen en el consejo y no en el CEO es mayor.

Sin embargo, existe otra corriente que niega o disminuye la importancia de la composición del consejo. Longstreth (1995) se muestra escéptico ante la posible relación óptima entre composición del consejo y resultados de la entidad. Además, entiende que la tarea de controlar la gestión de la dirección puede disminuir la atención sobre el papel de asesores que desempeñan estos consejeros. Dicha función puede deteriorarse si los consejeros toman habitualmente una actitud de enfrentamiento con la dirección. Para Tobin (1994), que analiza la cuestión con un enfoque legal, la identificación de mayor independencia con directores externos es débil. De hecho, considera que muchos *insiders*, con capital en la compañía, plantearán a la dirección objetivos más ambiciosos y preguntas más comprometidas. Por ello, considera que la “independencia” es un factor más entre otros que deben acompañar a un consejero ideal (Faulk, 1991).

A pesar del consenso teórico sobre esta cuestión –con las excepciones apuntadas–, los datos empíricos no acompañan a las explicaciones teóricas (Mehran, 1995; Coles et al., 2008). Hermalin y Weisbach (1991) concluyen que composición del consejo de administración y resultados económicos de la entidad no están relacionados. Aprecian que la pretendida relación positiva entre *outsiders* y resultados queda en entredicho. Reconocen que dicha ausencia de relación está en contra de la bibliografía que relaciona consejeros externos y buenos resultados. Para tratar de unir esta postura con la suya se remiten al efecto beneficioso que supone la presencia de *insiders*: una mejor comprensión de las operaciones diarias (Mace, 1971, y Vancil, 1987) y del proceso de sucesión (Mace, 1971). Esta misma percepción positiva de los conocimientos específicos de un consejero *insider* es recogida por Coles et al. (2008) y Berry et al. (2006). Para éstos, en sectores intensivos en I+D, donde el conocimiento propio de la entidad es relativamente importante, un incremento del número de *insiders* en el consejo supone mejoras en la Q de Tobin.

Estas conclusiones contradicen la lógica que subyace a la regulación en muchos países y que impone restricciones sobre el tamaño y la composición de consejos (cuotas de *outsiders*); dicha regulación, por tanto, cae en el error de simplificar las funciones de los consejeros y de atribuir ventajas a los fichados fuera de la compañía.

Bhagat y Black (2002) realizaron años más tarde un estudio de la rentabilidad de las empresas en función de la composición del consejo. Concluyen que las empresas con consejos de administración mayoritariamente independientes no son más rentables que las de mayoría interna.

Jin Chung (2008) analiza la interacción entre independencia de los consejos y PPS (*Pay-performance sensitivity*). Encuentra una relación inversa entre ambas variables (más intensa en empresas de mayor tamaño) y concluye que se trata de variables sustitutivas. Identifica independencia con un porcentaje mayoritario de *outsiders* en el consejo de administración –con las limitaciones que ya hemos analizado al respecto– y observa que a raíz de la Sarbanes-Oxley Act de 2002, que obligaba a una mayor presencia *outsider* en entidades cotizadas, la PPS disminuía en comparación al grupo de control. Jin Chung interpreta que dicha sustitución es posible por la similitud de efectos que generan estas dos variables: el control que lleva a cabo un consejo mayoritariamente independiente se consigue también a través de una retribución a los gestores ligada al rendimiento de la compañía. Guest (2008) también descubre variables de control sobre el CEO que no se reducen a la independencia formal de los consejeros. Así, Agrawal y Knoeber (1996) señalan que la importancia de este mecanismo de control depende de la efectividad de otras medidas como: la presencia de inversores institucionales (que veremos a continuación) o la dispersión del capital (ya analizada).

La solución no parece por tanto una cuestión de regulación (MacAvoy y Millstein, 2003) o el etiquetado simple de consejeros independientes como los únicos válidos. La solución que buscamos a estos conflictos no es un reparto del poder entre el consejo de administración y el equipo de dirección liderado por el CEO. Se trata, más bien, de buscar un difícil equilibrio que permita aunar las fuerzas de ambos en beneficio del desarrollo de la entidad a largo plazo (Canals, 2008).

Inversores institucionales

Una circunstancia particular de la composición de los consejos de administración es la presencia de inversores institucionales. Dicha presencia se asocia habitualmente a la toma de porcentajes del capital elevados. La bibliografía ha presentado varias hipótesis sobre la capacidad de control de estos inversores. Por un lado (como explican Boone et al., 2007), la participación relevante en el capital de la compañía tiende a alinear intereses (bajo la perspectiva de los costes de agencia de Jensen y Meckling, 1976). Kieschnick y Moussawi (2004) entienden que la presencia de inversores institucionales favorece la independencia del consejo de administración y, en consecuencia, mejora el control realizado sobre el CEO.

Sin embargo, Doidge et al. (2006) interpretan la presencia de los inversores institucionales de manera inversa: cuanto mayor es la concentración del capital, más fácil es la obtención de beneficios privados en detrimento de los intereses de los pequeños accionistas y, por tanto, de la entidad.

Así, observamos nuevamente una oposición casi perfecta en la bibliografía sobre la influencia que tiene la presencia de inversores institucionales sobre el control (y, en consecuencia, sobre la posible destitución) del CEO.

3.5. Tamaño y dedicación del consejo de administración

Fredrickson et al. (1988) entienden que un consejo de administración numeroso aumenta la rotación del CEO. Un consejo amplio implica mayores posibilidades de crear diferentes grupos de interés en el consejo; cualquier política llevada a cabo por el CEO será criticada en el consejo bajo diferentes prismas, el apoyo de un grupo supondrá el rechazo de otros, y esta disparidad puede derivar en mayor rotación del CEO.

Esta relación directa entre tamaño de los consejos de administración y rotación del CEO también es aceptada por otros autores. Así, Chaganti et al. (1985) concluyen que el tamaño del consejo de administración está relacionado positivamente con el desempeño de las entidades. Helmich (1980), con una muestra panel de 54 empresas químicas durante 30 años, concluye que cuanto mayor es el tamaño del consejo de administración, mayor es la tasa de rotación del CEO para entidades con resultados económicos inferiores a la media.

O'Reilly et al. (1984) sugieren que las personas que participan en un proyecto común durante años tienden a unificar sus valores. De aquí puede derivarse una ventaja o un inconveniente para el CEO, según la posición que este experimentado grupo tome dentro del consejo. Para Fredrickson et al. (1988) será una ventaja, porque dicha cohesión disminuye la presión para el CEO que se deriva de la variable tamaño. La disparidad de edades o permanencias breves de los consejeros, para Fredrickson et al., supone mayor probabilidad de despido para el CEO.

Sin embargo, como la experiencia misma nos permite intuir, la variable tiempo no soluciona las diferencias. El mero hecho de convivir durante años con un grupo de personas no es causa

suficiente para determinar una mayor unidad en dicho conjunto (Selznick, 1957). En muchos casos, que podemos extraer de la experiencia profesional, el tiempo puede derivar hacia la generación de grupos (como se habla en el caso de consejos de administración amplios) que suscriben una opinión sobre algún aspecto discutido en el consejo.

Iaquinto y Fredrickson (1997) concluyen que las empresas con equipos de alta dirección con mayor cohesión logran mejores resultados. También exploran el sentido de causalidad y descubren que es la cohesión de estos TMT la que hace cambiar el rendimiento de la entidad y no a la inversa. Adicionalmente, Iaquinto y Fredrickson entienden que el tamaño organizativo de la entidad (que tiene reflejo en el tamaño del consejo de administración) tiene correlación positiva con la dispersión entre los miembros de los TMT.

Esta diversificación que se deriva de la variable tamaño se ha identificado con un retraso en la destitución de los CEO por la dificultad que entraña el consenso en presencia de muchos puntos de vista (Lipton y Lorsch, 1992; Jensen, 1993; Monks y Minow, 1995; Yermack, 1996, y Eisenberg et al., 1998). Estos costes de coordinación y la presencia de *free-riders* en los consejos grandes apuntan hacia un desempeño peor de las funciones de control del consejo sobre los ejecutivos (Lehn et al., 2003).

Fan et al. (2007) no encuentran relación significativa en su estudio sobre las entidades chinas con una muestra relativamente pequeña.

Coles et al. (2008) encuentran una relación parabólica en forma de U entre el comportamiento económico de las entidades (medido como la Q de Tobin) y el tamaño de los consejos de administración. Es decir, habría un cierto óptimo en los consejos extremos. Tanto los consejos pequeños como los grandes presentan regularmente mejores resultados que los consejos medianos. Estas regularidades se cumplen para industrias complejas; en empresas sencillas, el incremento del número de consejeros se asocia con decrecimiento de la Q de Tobin.

Dalton et al. (1999) y Shivdasani (2004) concluyen en sus revisiones bibliográficas que no hay unanimidad entre los estudiosos del *corporate governance* sobre el efecto que se deriva de un consejo de administración numeroso; no es fácil determinar un tamaño óptimo para cada compañía y no parece útil buscarlo para el conjunto de las entidades.

Dedicación de los consejeros

A raíz de la definición de Core et al. (1999) de los “consejeros ocupados” (aquellos que participan en tres o más consejos si están empleados, o en seis o más si están retirados), Fich y Shivdasani (2005) incorporan un nuevo elemento que incide sobre el control que llevan a cabo los consejos: encuentran una regularidad empírica que relaciona de manera inversa el número de consejeros ocupados y el control de los CEO. También Beasley (1996) y Perry y Peyer (2005) inciden sobre la escasa capacidad de control que se deriva de la falta de tiempo para atender diferentes consejos. Así, cuanto mayor es el número de consejeros ocupados, menor es el control del consejo y *ceteris paribus* la probabilidad de destitución de un CEO disminuye a pesar de un mal comportamiento de la compañía.

Sin embargo, también hay una corriente de la bibliografía que observa la perspectiva positiva: la experiencia de consejeros en varias empresas reporta valor para la empresa (Pritchard et al., 2003) y no habría motivo para limitar la colaboración de un consejero a un número cerrado de consejos de administración.

3.6. Sucesor válido y planes de sucesión

Hermalin y Weisbach (1998) consideran que un CEO tiene mayor probabilidad de mantenerse en el puesto cuando no existe un sucesor claro en la entidad. Por tanto, un CEO que interviene en el proceso de sucesión se encuentra ante un conflicto de intereses: si selecciona un candidato brillante, pronto será relevado en el cargo, mientras que puede decidir escoger candidatos con menores capacidades y que, como explican Fredrickson et al. (1988), no supongan un competidor en el futuro inmediato. Esta interpretación de la sucesión en las entidades es inconsistente con la creación de valor que se sigue de un proceso de sucesión interno (San Martín y Stein, 2008; Bower, 2007).

Greenblatt (1983) concluye que la percepción que tienen los trabajadores –la alta dirección– sobre el CEO resulta relevante sobre la rotación. Entiende que los CEO considerados irremplazables (mito de Rebeca) tienen mayor fuerza para mantener el puesto (Kets de Vries, 1988) que los CEO que compiten con un salvador (Mesías).

Cannella y Shen (2001) sugieren que la presencia de un sucesor (*heredero* en la bibliografía) se determina por la interacción de tres elementos: los consejeros externos, la presencia del CEO saliente y el propio sucesor. Concluyen que un heredero tiene éxito (accede al puesto de CEO) cuando se trata de un empleado con experiencia en la entidad, el entorno de los resultados es bueno (los consejeros independientes tienden a apoyar al heredero para evitar un poder excesivo del CEO), el CEO saliente no controla el proceso (escasa participación en el capital de la compañía, mandato breve) y el propio heredero tiene capacidades de liderazgo válidas.

Para Fredrickson et al. (1988), las tasas de sucesión de CEO se incrementan cuando el sector ha alcanzado un nivel de paradigma elevado, es decir, cuando ha madurado y los partícipes tienen facilidad para establecer comparaciones y medir de manera acertada el rendimiento de los CEO. En estos casos, el *pool* de talento al que tiene acceso un consejo de administración disminuye el poder de negociación del CEO ante eventuales procesos de sucesión en la empresa.

Behn et al. (2005) concluyen que hay una respuesta positiva del mercado ante el cambio del CEO cuando se ha desarrollado un plan de sucesión y existe un heredero designado públicamente.

De acuerdo con Conger (2004), un plan de sucesión incompleto supone un incremento directo de la probabilidad de fracaso. La elección de un miembro de la entidad que ha ascendido con excesiva rapidez puede suponer un recambio inválido, pues no habrá adquirido, probablemente, las competencias necesarias para liderar (Kovach, 1986). En términos de Pérez López (1993), un ejecutivo que ha ascendido demasiado rápido no habrá tenido las experiencias personales necesarias que le permitan aprender el liderazgo. Walker (2002) incide en este aspecto de las competencias cuando señala las dificultades que se presentan en personas habituadas a trabajar mediante el uso de sus capacidades y tardan en descubrir sus nuevos roles, tales como: impulsar el crecimiento de otros, delegar o formar auténticos equipos humanos. También Watkins (2004) elabora un conjunto de recomendaciones a los nuevos líderes para procurar disminuir el fracaso en la transición. Watkins afirma que el fracaso en los primeros momentos de un cargo tiene que ver con la incomprensión de su nueva situación o la ausencia de competencias y flexibilidad para adaptarse a ella. En ocasiones se relaciona este fracaso prematuro con el narcisismo asociado a los CEO, quienes pretenden convertirse en los únicos protagonistas de su vida, olvidando el apoyo que podrían recibir de su predecesor en el cargo (Friel y Duboff, 2009).

3.7. Fusiones y adquisiciones: factores institucionales

Uno de los motivos exógenos de rotación del CEO que encontramos en numerosos artículos es la fusión o adquisición de la compañía que dirige (Grossman y Hart, 1980; Daines y Klausner, 2001; Offenberg, 2009; Netter et al., 2009). Sin embargo, esta fuente de explicación tiene una correlación muy elevada con la explicación del fracaso a través del mal comportamiento de las entidades. La mayoría de las adquisiciones se realizan tras períodos de resultados inferiores a la media del sector (Martin y McConnell, 1991). Por tanto, el alcance explicativo del fracaso del CEO de este factor es limitado, como lo era el comportamiento de las entidades (Fredrickson et al., 1988).

Martin y McConnell distinguen entre fusiones o adquisiciones disciplinarias y sinérgicas. Se entiende que las operaciones sinérgicas generan ganancias con la combinación de los recursos físicos de la empresa compradora y la adquirida²³. En estos casos, los niveles de rotación del CEO experimentan escasa variación. Sin embargo, la rotación de los altos ejecutivos en las operaciones disciplinarias experimenta un crecimiento significativo. Martin y McConnell entienden que una adquisición o fusión es disciplinaria cuando la entidad objetivo tiene un comportamiento inferior al del sector. La adquisición o fusión de esta peor compañía y la sustitución de los ejecutivos que la dirigían se entiende en la bibliografía como un mecanismo de control del mercado sobre la ineficiencia de los gestores. La posibilidad de ser adquiridos supone un incentivo para abandonar un comportamiento ineficiente y alinea los intereses de los gestores con los de los accionistas. De acuerdo con Short y Keasey (1999), en las economías donde los mecanismos de defensa²⁴ ante adquisiciones hostiles son pequeños, este control del mercado (Jensen, 1988) resulta eficiente.

Factores institucionales

De acuerdo con Geddes y Vinod (2002), los cambios regulatorios en un sector influyen sobre la permanencia del CEO. De modo directo, concluyen que los CEO tienen mandatos más breves en los sectores desregulados. De modo indirecto, estos cambios influyen sobre la rotación del CEO, porque la desregulación genera, al menos, dos efectos de sentido contrario para los CEO. Por un lado, Geddes y Vinod observan que la desregulación se vincula con consejos más pequeños y menor presencia de *outsiders*; por otro, no hay evidencia suficiente para afirmar que los procesos de desregulación de un sector influyen en la proporción de *outsiders*. Por tanto, se dan circunstancias que tienen un efecto contrario sobre la rotación del CEO. La presencia de consejos más pequeños y menor presencia de *outsiders* son indicadores de menor rotación²⁵; por el contrario, la ausencia de significatividad estadística sobre la proporción de *outsiders* no permite afirmar que por esta variable se favorezca la rotación. El efecto agregado es ambiguo y exige una investigación posterior.

²³ El debate de la bibliografía en *corporate finance* sobre los motivos que llevan a una compañía a la adquisición o fusión de otra, y sus consecuencias, escapan al alcance de este trabajo.

²⁴ Una recopilación de la bibliografía sobre la influencia de estos mecanismos de defensa que pueden ejercitar el CEO y la alta dirección se puede revisar en Daines y Klausner (2001) y Stout (2002).

²⁵ Para una parte de la bibliografía ya analizada en este artículo, la relación aquí citada es inversa: los consejos de administración pequeños tienden a toma de decisiones rápida, y esta circunstancia derivaría en una rotación más alta.

En relación al efecto que tiene la desregulación en un determinado sector, encontramos los trabajos de Crawford et al. (1995) y Hubbard y Palia (1995) sobre el sector bancario norteamericano. Los segundos encuentran que un sector desregulado se asocia con una sensibilidad mayor de los salarios del CEO al comportamiento de la entidad. También concluyen que la desregulación conlleva mayores tasas de rotación del CEO. Entienden que estos resultados son consistentes con la idea de que las restricciones legales de retribución de los CEO reducen la efectividad del mercado de trabajo: la homologación de salarios impide la señalización al mercado de los gestores más eficientes. Esta menor efectividad del mercado de trabajo de la alta dirección ha sido estudiada en un marco teórico por Gabaix y Landier (2008) y Terviö (2007). En sus modelos tratan de evaluar qué efecto tiene el talento de un CEO sobre el resultado de la compañía y, en consecuencia, qué retribución adicional es la óptima²⁶.

La creciente importancia que han tomado los mercados de capitales en los últimos años ha afectado también a las decisiones de los CEO. Vancil (1987) pronosticó una presión cada vez mayor de los mercados de capitales sobre las decisiones del CEO que se está cumpliendo. Anticipó que las exigencias del mercado –en busca de la maximización de la riqueza del accionista– servirán como árbitro imparcial que juzgará las decisiones de un CEO y determinará, en última instancia, su continuidad al mando de la compañía. Los pronósticos de Vancil se han cumplido a la letra (Guerrera, 2009). Sin embargo, esta exigencia de resultados a corto plazo también puede mermar el desarrollo completo de la compañía y de sus profesionales, que en último término son los que permitirán su permanencia en el medio y el largo plazo (Canals, 2008).

Como hicimos con los factores endógenos, reunimos (Tabla 2) la bibliografía analizada en este trabajo acerca de los factores exógenos del fracaso del CEO.

²⁶ Ortín y Salas (1997) elaboran un trabajo empírico con una muestra de ejecutivos de empresas españolas. Concluyen que el modelo de Rosen (1982) de asignación jerárquica en función del talento se cumple en España. Esto fomenta el interés por lograr un mercado de trabajo eficiente de alta dirección.

Tabla 2

Factor	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
Relación con el fracaso	Autor (año)	Autor (año)	Autor (año)
	Aportaciones	Aportaciones	Aportaciones
Edad CEO (mayores) ¿Más edad significa mayor posibilidad de ser destituido?	Morck et al. (1989) Los CEO más jóvenes presentan tasas de rotación más altas. Murphy y Zimmerman (1993) Goyal y Park (2002)	Weisbach (1988) La evidencia empírica muestra una relación significativa negativa entre ambas variables. Goyal y Park (2002)	Brickley (2003) Falta evidencia empírica para concluir.
Mandatos largos Un CEO con un mandato amplio tiene menos probabilidades de ser destituido que otro con menos años de mando.	Pfeffer (1981) Teoría de la institucionalización del poder. Fredrickson et al. (1988) Lealtad entre los miembros del consejo fichados en este período. Wade et al. (1990) Boeker (1992) Ocasio (1994) Lehn y Zhao (2002) Mayor poder de influencia del CEO. Cannella y Shen (2002) Baker y Gompers (2003) Henderson et al. (2006) Un sector estable permite al CEO un aprendizaje mayor. El impacto de sus decisiones sobre el entorno permiten mandatos de 10-15 años.	Selznick (1957) Teoría de la circulación del poder, el tiempo genera conflictos entre las élites. Michels (1962) Pareto (1968) Vancil (1987) Anuncia que más allá de 10 años supone un desgaste excesivo para un CEO.	
Mayor diversidad demográfica Una mayor diversidad demográfica (educación, edad, sector de origen) en los TMT (top management teams), ¿facilita la permanencia del CEO?	Simons et al. (2001) La diversidad de enfoques sobre el entorno permite una visión estratégica más apropiada, que ayuda al CEO a mejorar los resultados de la entidad. Kisfalvi y Pitcher (2003) Menor control sobre el CEO por la diversidad de opiniones de supervisión. Finkelstein y Hambrick (1990) Los equipos de alta dirección con mandatos más largos obtienen resultados mejores que la media.	O'Reilly et al. (1984) Cuanto mayor es la diversidad demográfica del equipo ejecutivo. Liebersohn y O'Connor (1972) Hannah y Freeman (1977) Salancik y Pfeffer (1977) Jensen y Zajac (2004) Los salientes dejan tras su marcha una imagen creada en un mandato largo.	Hambrick y Mason (1984) Inician el estudio de los factores demográficos. Upper echelon theory (teoría de los escalones más altos). La estrategia (como fuente de eventuales fracasos del CEO) está determinada por el entorno: es la respuesta mercantil a dicho entorno. Los salientes dejan tras su marcha una imagen creada en un mandato largo.
CEO saliente La actividad del CEO saliente puede facilitar las decisiones del CEO entrante.	Vancil (1987) Facilita la transición y primeras decisiones del CEO entrante.	Heimlich (1977) Los salientes dejan tras su marcha una imagen creada en un mandato largo. Pfeffer (1981) Cannella y Shen (2002) Conger y Nadler (2004) Reinganum (1985) La lealtad de los consejeros amigos dificulta el proceso de sucesión. El CEO saliente que mantiene un puesto en la entidad resta valor a la sucesión.	Fredrickson et al. (1988) Influye la duración del mandato, los motivos de salida, su presencia activa en la compañía tras la marcha y su carácter de fundador.

Tabla 2 (continuación)

Factor	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
Relación con el fracaso	Autor (año)	Autor (año)	Autor (año)
Tamaño de la compañía	Reinganum (1985)	Grusky (1963)	Cappelli y Hamori (2004)
Cuando más grandes son las compañías, menor es la probabilidad de destitución del CEO.	Si el CEO es <i>insider</i> , si se observa un patrón estadístico válido en compañías pequeñas, su tasa de rotación es más alta.	Las entidades grandes tienen una mayor tasa de rotación.	Es difícil que se den simultáneamente las dos características de Reinganum (1985). No hay evidencia suficiente para afirmar el sentido del efecto.
Antigüedad de las compañías	Mace (1979)	Miller et al. (1982)	Brady y Heimich (1984)
Alta correlación con el tamaño: cabe esperar que compañías más antiguas destituyan menos que las jóvenes.	Los <i>insiders</i> aportan valor al CEO con su consejo y conocimiento de las operaciones diarias.	Más tamaño implica institucionalización de procesos de control que pueden derivar en más rotación.	No hay diferencias empíricas en función del tamaño de las compañías.
Composición del consejo de administración	Vancil (1987)	Boeker (1992)	Tosi et al. (2000)
La presencia mayoritaria de consejeros <i>outsider</i> significa un control más exigente de las actividades del CEO.	Los consejeros <i>insider</i> facilitan el desarrollo de una sucesión exitosa.	Los consejeros <i>outsider</i> ejercitan un control más exigente de las decisiones del CEO.	Los CEOs buscan incrementar el tamaño de las compañías, porque así se incrementa la retribución que perciben.
	Faulk (1991)	Fama (1980)	Boone et al. (2007)
	Tobin (1994)	Fama y Jensen (1983)	Coles et al. (2008)
	Longstreth (1995)	Mizuchi (1983)	Lindk et al. (2008)
	Mehran (1995)	Weisbach (1988)	Lindk et al. (2008)
	Coles et al. (2008)	Friedman y Singh (1989)	Demsetz (1983)
		Boeker (1992)	Hermalin y Weisbach (1991)
		Jensen y Meckling (1976)	Agrawal y Knoeber (1996)
		Boerkhovich et al. (1996)	Bhagat y Black (2002)
		Agrawal y Knoeber (1996)	Canals (2008)
		Shivdasani y Yermack (1999)	Guest (2008)
		Shivdasani y Zenner (2004)	

Tabla 2 (continuación)

Factor <i>Relación con el fracaso</i>	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
Autor (año)	Aportaciones	Aportaciones	Aportaciones
<p>Inversores institucionales</p> <p><i>Los inversores institucionales suelen asociarse a contratos de la gestión más rigurosos por la representación que ejercen a través de consejeros independientes.</i></p>	<p>Kieschnick y Moussawi (2004) Los inversores institucionales favorecen la presencia de consejeros independientes con un talante supervisor más exigente de las actividades del CEO.</p>	<p>Dodge et al. (2006) La concentración de la propiedad puede facilitar la obtención de beneficios privados sobre los de los accionistas.</p> <p>Boone et al. (2007) Una participación amplia en el capital alinea los intereses del inversor institucional con los de grupos propietarios sobre el CEO es ambigua.</p>	
<p>Tamaño de los consejos de administración</p> <p><i>Cómo influye esta variable sobre la decisión de sustitución del CEO actual. Se ha identificado con la fragmentación de opiniones en los consejos amplios.</i></p>	<p>Chagant et al. (1985) Las empresas con éxito tienen un consejo mayor que las empresas que fracasan.</p> <p>Lipton y Lorsch (1992)</p> <p>Jensen (1993) La diversidad que generan consejos de administración numerosos deriva en un control menos exigente de las actividades del CEO. Los costes de coordinación entre las partes facilitan la dilución del control que ejercen los consejeros sobre el equipo ejecutivo.</p> <p>Eisenberg et al. (1998)</p> <p>Lehn et al. (2003) Los costes de coordinación y la probabilidad mayor de que ejerza este órgano dentro de la entidad.</p>	<p>Fredrickson et al. (1988) Un consejo amplio implica la generación de grupos dentro del consejo. Esta disparidad puede derivar en la identificación del CEO con alguno de estos grupos y, por tanto, la confrontación con el resto.</p> <p>Heimich (1980) Mayor rotación en entidades con consejos grandes y con resultados inferiores a la media.</p> <p>Consideran que la cohesión de los equipos de alta dirección es causa de mejores rendimientos de la entidad: un consejo amplio dificulta esta cohesión, porque eleva la probabilidad de opiniones dispares.</p>	<p>Selznick (1957) La mera convivencia no implica mayor unidad en el conjunto</p> <p>O'Reilly et al. (1984) Los miembros del consejo tienden a unificar valores con el tiempo. La repercusión sobre la rotación no está clara.</p> <p>Dalton et al. (1999) No hay unanimidad en la bibliografía que analiza sobre el efecto que produce esta variable.</p> <p>Shivdasani y Zenner (2004) No encuentra relación entre tasas de rotación del CEO y el tamaño de los consejos.</p> <p>Fan et al. (2007) Dentro de las entidades complejas, encuentra un mejor comportamiento (medido con la Q de Tobin) cuando las empresas tienen consejos de administración más grandes.</p> <p>Coles et al. (2008) Computaban empíricamente que la reputación dañada de una compañía por actividades irregulares no presenta más rotación, pero sí menor número de consejeros propios en otros consejos.</p>
<p>Dedicación consejeros</p> <p><i>Su presencia en varios consejos de administración puede aumentar el control (mayor y más diversificada experiencia) o disminuirlo (dificultad para aconsejar con precisión).</i></p>	<p>Beasley (1996) La participación de los consejeros de la entidad en consejos de varias empresas disminuye la capacidad de control sobre el CEO.</p> <p>Perry y Peyer (2005) Fich y Shivdasani (2005)</p>	<p>Pritchard et al. (2003) La experiencia que acumula un consejero presente en muchos consejos permite extraer las mejores prácticas y puede suponer un control más preciso de la actuación del CEO.</p>	

Tabla 2 (continuación)

Factor Relación con el fracaso	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO Autor (año)	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO Autor (año)	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor Autor (año)
<p>Tipo de industria</p> <p>Los sectores más innovadores, las industrias más jóvenes, con mayor porcentaje en I+D ¿tienen más rotación del CEO?</p>	<p>Fredrickson et al. (1988)</p> <p>Una industria joven y con abundantes empresas (disparidad de resultados), donde los criterios de valoración del CEO no son unánimes.</p> <p>Parrino (1997)</p> <p>Una industria estable permite al CEO un aprendizaje mayor. El impacto de sus decisiones sobre el entorno permite mandatos de 10-15 años.</p>	<p>Fredrickson et al. (1988)</p> <p>Una industria madura puede ser exigente en los controles al CEO, por la facilidad comparativa del rendimiento.</p> <p>Henderson et al. (2006)</p> <p>La industria naciente incorpora mucho ruido en el entorno, y la capacidad de tomar decisiones adecuadas es más limitada.</p>	<p>Coles et al. (2008)</p> <p>Los consejos de administración de sectores intensivos en I+D tienen un porcentaje <i>insider</i> superior. Esta mayor presencia de consejeros <i>insider</i> no tiene un efecto empírico sobre las tasas de rotación del CEO.</p> <p>Berry et al. (2006)</p> <p>Evalúan la correlación entre inversión en I+D y porcentaje de consejeros <i>outsider</i>. Obtienen una relación positiva. Esta circunstancia no tiene un efecto claro.</p>
<p>Sucesor válido</p> <p>Es necesario establecer procesos de sucesión en las compañías. La presencia de diferentes intereses puede alterar esta planificación.</p>	<p>Fredrickson et al. (1988)</p> <p>El CEO tiene incentivos para designar sucesores con peores capacidades y así disminuir la presión de la sucesión.</p> <p>Hermalin y Weisbach (1988)</p> <p>Cuando no existe un sucesor claro dentro de la compañía.</p>	<p>Hermalin y Weisbach (1988)</p> <p>Una sucesión tiene resultados positivos a corto plazo sobre la acción.</p> <p>Cannella y Shen (2001)</p> <p>Bajo circunstancias de buenos resultados, con un CEO que tiene escaso poder de decisión sobre la sucesión y un sucesor con capacidades de liderazgo.</p> <p>Bower (2007)</p> <p>El CEO tiene incentivo para llevar a término un proceso de sucesión exitoso.</p>	<p>Greenblatt (1983)</p> <p>Mesías (en cuyo caso ejerce presión sobre el CEO actual) o se puede crear el mito de Rebeca (donde la novedad es comparada críticamente con el CEO saliente).</p> <p>Behn et al. (2005)</p> <p>Se producen mejoras en el retorno de los accionistas de la compañía si el heredero es designado públicamente.</p>
<p>Factores institucionales. Fusiones y adquisiciones.</p> <p>La existencia de un mercado controlador de la gestión ineficiente ejerce presión sobre la actividad del máximo ejecutivo.</p>	<p>Vancil (1987)</p> <p>El mercado de capitales, que realiza las tareas de control previstas por Jensen (1988), sirve como un aliciente hacia mejores comportamientos de los gestores.</p> <p>Martin y McConnell (1991)</p> <p>Divide las fusiones y adquisiciones entre sinérgicas y disciplinadas. Las sinérgicas pueden reforzar al CEO de la compañía objetivo.</p>	<p>Grossman y Hart (1980)</p> <p>Las fusiones y adquisiciones pueden ser un mecanismo de defensa de los accionistas, gestión controla y sustituye a los ejecutivos cuya gestión es ineficiente.</p> <p>Jensen (1988)</p> <p>Contrastan empíricamente la rotación superior en las empresas que sufren procesos de este tipo.</p> <p>Daines y Klausner (2001)</p> <p>Netter et al. (2009)</p> <p>Gabaix y Landier (2008)</p> <p>Basados en modelos teóricos: concluyen que un límite a la retribución distorsiona el mercado de trabajo y disminuye la presión en busca del óptimo.</p> <p>Terviö (2003)</p> <p>Basados en modelos teóricos: concluyen que un límite a la retribución distorsiona el mercado de trabajo y disminuye la presión en busca del óptimo.</p>	<p>Geddes y Vinod (2002)</p> <p>Los efectos encontrados en la contratación empírica—que compara industrias reguladas con otras que no lo están—no permiten establecer relaciones causales.</p> <p>Rosen (1982)</p> <p>El mercado de trabajo puede generar una asignación jerárquica del talento dentro de las compañías. El influjo sobre la permanencia del CEO dependerá de la efectividad de la asignación del mercado.</p> <p>Ortín y Salas (1997)</p> <p>Short y Keasey (1998)</p> <p>Daines y Klausner (2001)</p> <p>Stout (2002)</p> <p>Los gestores pueden desarrollar mecanismos de defensa que desincentiven eventuales procesos de adquisición o fusión.</p> <p>Canals (2008)</p> <p>La visión de un mercado que controla el gobierno de las compañías puede estar excesivamente sesgada por la visión a corto plazo, y mermar el desarrollo completo de las compañías y sus empleados.</p>

4. Sustrato teórico del *management*

No podemos concluir qué factores son determinantes en el fracaso del CEO. No podemos extraer conclusiones válidas acerca de factores que la regulación ha tomado como aceptados: los límites al número de consejeros, el porcentaje de consejeros independientes, la separación del cargo de CEO-presidente o la retribución de los consejeros ligada al comportamiento de las entidades. Ninguno de estos factores obtiene un apoyo unánime en la bibliografía. Los estudios empíricos han desestimado la importancia de su impacto en unos casos, y en otros han negado el sentido de los efectos.

Esta dificultad para modelizar estadísticamente el comportamiento de los CEO nos ha llevado a plantearnos qué motivos se encuentran detrás de esta ausencia de conclusión científica en casi todos los campos examinados.

Ghoshal (2005) se plantea esta misma cuestión y descubre la necesidad de ahondar en el actual paradigma que rige las ciencias sociales. Ghoshal entiende que «la investigación y el desarrollo de la ciencia en disciplinas como la economía, el derecho o la sociología hunden sus raíces en el radicalismo individual de Hume, Locke o Bentham». La reducción negativa de la naturaleza humana y la premisa del interés propio como único motivo del comportamiento humano han sido sintetizadas y formalizadas en la denominada “escuela de Chicago” bajo la dirección de Friedman (1953).

Estos principios de la racionalidad ilimitada (perfecta información de la naturaleza antes y después de las decisiones, por un lado, y la representación perfecta de sus preferencias en una curva de utilidad conocida, por otro), que han permitido el desarrollo formalizado y matemático de esas disciplinas en el pasado siglo (Rosanas, 2008), están siendo ahora revisados como respuesta a la escasa capacidad de explicación de la actual crisis económica. Como apunta Aranzadi del Cerro (1999), no debe extrañarnos esta ausencia de poder explicativo de la actual teoría económica, cuando el propio Friedman afirma que: «una teoría no puede ser probada por el realismo de sus hipótesis», sino por su poder predictivo. Se trata, por tanto, de acuerdo con Aranzadi del Cerro, de la búsqueda de correlaciones estadísticas por encima de la relación causal. Este método, fijado en la premisa de una racionalidad ilimitada que maximiza una restricción de bienestar conocida por el individuo, amplifica sus limitaciones cuando tratamos de aplicarlo al *management* y, en concreto, a los CEO, cuya complejidad debe evitar estos reduccionismos.

Ghoshal explica que el *management* actual descansa sobre este paradigma que establece una serie de premisas sobre el ser humano cuya validez es susceptible de revisión (Folger y Salvador, 2008). Sen (1987) –como Termes (2001)– afirma que no podemos simplificar el universo de motivaciones del ser humano en una sola e insiste en la incorrecta reducción que se ha hecho de Adam Smith y sus sentimientos morales.

El supuesto que más ha influido en el *management* y que está presente en los estudios evaluados en este trabajo –disciplina que depende de la economía (Ghoshal y Rocha, 2006)– es la asunción del interés propio como único motivo del comportamiento humano (Friedman, 1953).

Esta premisa económica ha inundado la bibliografía en ámbitos como la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976), la economía de los costes de transacción (Williamson, 1975), la economía de la organización industrial (Porter, 1980) y el enfoque estructural de las redes sociales (Burt, 1982). Todas estas influyentes teorías toman como válida esta condición del

comportamiento humano, sobre la cual son desarrolladas y sobre la que se elaboran las conclusiones.

Junto a la deflación del ser humano, al identificar motivaciones con intereses propios exclusivamente, Ghoshal (2005) añade una segunda vía de contagio, que explica la instauración de este paradigma en las ciencias sociales y, de manera derivada, en el *management*. Denominado por Hayek (1989) como “pretensión de conocimiento”, se trata del intento de las escuelas de negocios en los últimos 50 años de adoptar un modelo científico tan perfecto como el de las ciencias exactas. Esta modelización científica, sin embargo, ha resultado ineficaz; a la vista de los resultados de este trabajo o, más bien, a la vista de las escasas conclusiones encontradas en esta revisión de la bibliografía sobre el gobierno corporativo, cabe preguntarse: ¿cuál de estas dos causas ha llevado al *management* al estado actual? ¿Ha sido la fijación de premisas erróneas y negativas sobre el hombre?, ¿ha sido la pretensión de aplicar una metodología inválida para el objeto de estudio? Probablemente se trata de una combinación de ambas.

Pérez López (1993) explica en su teoría sobre la acción humana cómo la exclusión de la ética en los problemas y casos analizados en las escuelas de negocios supone negar la realidad en su totalidad e imposibilita la consecución de soluciones óptimas. No es posible aislar las cuestiones éticas porque son inherentes a la actuación humana. Contrariamente a lo que postula el paradigma actual en las ciencias sociales, la ética no es el componente problemático que imposibilita la modelización. Explica Pérez López (1993) que una teoría completa de la motivación humana que reconozca que la motivación para realizar cualquier acción ha de explicarse en función de los tres tipos de motivos estudiados²⁷, implica un cambio profundo en nuestro modo de concebir las organizaciones. Este tipo de cambios profundos a los que se refiere también han sido estimulados por otros académicos como Pfeffer (1993) o el grupo de Michigan sobre “*Positive Organizational Scholarship*” (Cameron, Dutton y Quinn, 2003).

Ghoshal se pregunta por qué no hay un replanteamiento fundamental en el gobierno corporativo. Y su respuesta –como la de Hayek (1989)– es clave: «la respuesta honesta es que una perspectiva así no puede ser modelizada elegantemente –la matemática para ello no existe» (al menos todavía).

La respuesta a nuestro intento de elaborar un modelo más amplio parece que puede continuar en torno a estas nuevas metodologías y nuevos enfoques en el estudio del gobierno corporativo (Kesner y Seborá, et al., 1994), que se puede apoyar en un estudio más integrado con disciplinas como la psicología (Kaplan, 2008) o la ética, ya que toman en consideración al hombre bajo un prisma holístico y no reducen la condición humana a la mera satisfacción de motivos extrínsecos o intrínsecos (Pérez López, 1993, y Chopra, 2006).

Rosanas (2008) indica que se hace necesaria, por tanto, la consideración de conceptos como la lealtad o la identificación (considerados como claves de la racionalidad en Simon, 1947) o el altruismo y la justicia (Folger y Salvador, 2008), que no tienen cabida en la actual formalización de

²⁷ Pérez López (1993) articula su teoría sobre la jerarquía de motivos que influyen en la acción humana. Entiende que los motivos extrínsecos e intrínsecos no son suficientes y estudia en profundidad los motivos trascendentes: aquellos que tienen en cuenta la repercusión que tienen las acciones del agente activo sobre un determinado agente reactivo. La incoación de un marco de análisis formal puede servir para desarrollar, al menos, una parte de este nuevo sustrato teórico. Para un resumen, véase Argandoña (2007).

la teoría de la agencia, que pueden conformar un marco teórico más amplio²⁸ y, quizá, más adecuado para el estudio del fracaso del CEO en el futuro.

5. Conclusiones

1. Constatamos que no existe consenso en la bibliografía sobre los factores que pueden derivar en fracaso del CEO, y esto impide extraer conclusiones válidas sobre un modelo de fracaso. La disparidad de resultados estadísticos ha impedido diseñar un único modelo de fracaso del CEO. Se han analizado diferentes factores que pueden favorecer la destitución de un CEO; sin embargo, las conclusiones no son claras y la tentación de relacionar las variables es grande (Kesner y Seborá, 1994). Esto repercute en la incapacidad para extraer conclusiones prácticas.
2. La ausencia de unanimidad sobre las causas que llevan al fracaso de un CEO, o la escasa información que contienen las explicaciones soportadas con métodos estadísticos potentes, nos hacen intuir que la variable más decisiva e informativa del fracaso del CEO no ha sido suficientemente analizada. Las características del CEO (más allá de las competencias) pueden configurar el área de mayor interés para la investigación sobre el fracaso de los CEO.
3. Consideramos que la complejidad de la tarea que llevan a cabo los CEO precisa de un conjunto de variables explicativas cualitativas de tanta profundidad que nos hace intuir que no es posible modelizar este proceso (Ghoshal, 2005; Hayek, 1989). Los intentos de resolver esta cuestión a través de la estadística no han resultado satisfactorios.
4. Probablemente hemos llegado a un punto de rendimientos decrecientes de los modelos *logit* centrados en la relación rotación CEO–rendimiento económico de las entidades. Se han de explorar otros campos menos estudiados para mejorar la comprensión sobre estos complejos procesos (Brickley, 2003). La búsqueda debe continuar, quizá mediante el uso de metodologías innovadoras con más insistencia en el análisis cualitativo y bajo un marco teórico nuevo.
5. La rentabilidad económica presenta una relación significativa y negativa con la rotación de los CEO; sin embargo, continúa explicando de modo insuficiente el fracaso de los CEO. Las medidas utilizadas para definir el comportamiento de la entidad son dispares (contables, de mercado, ponderadas por la industria...), de modo que los resultados obtenidos varían en función de las muestras y los criterios utilizados. Como anunciábamos al comienzo del trabajo, aunque la relación es ampliamente reconocida (y el propio sentido común nos lo sugiere), la explicación que nos aporta esta variable sobre el fracaso no es suficiente.
6. Hemos analizado la influencia que tiene la posesión de un porcentaje del capital por parte del CEO. Parece que se da una relación inversa entre propiedad del capital y rotación: cuanto mayor sea el porcentaje, menor es la probabilidad de destitución del CEO.

²⁸ Menciona la vía abierta por la moderna teoría institucional (DiMaggio y Powell, 1991), que limita el impacto de la racionalidad ilimitada debido a una actuación casi mecánica de mimetismo industrial.

Esta conclusión se encuadra en la teoría de la agencia de Jensen y Meckling (1976), en la idea de que mayor propiedad de los gestores en el capital facilita la alineación de intereses con los accionistas y disminuye los costes de agencia. Sin embargo, también hemos encontrado numerosos artículos que achacan al intento de conciliar los intereses del principal y el agente a través de la retribución sobre propiedad del capital, un efecto perverso que puede conducir a los CEO hacia comportamientos no éticos de manipulación contable, que suponen incrementar la probabilidad del fracaso²⁹.

Es decir, a pesar de la centralidad de esta cuestión para los investigadores del *corporate governance*, no hay consenso teórico ni empírico sobre cómo la propiedad de acciones en los gestores afecta al rendimiento de la compañía (Core y Larcker, 2002) y, en consecuencia, cómo puede afectar a la decisión de sustitución del máximo ejecutivo.

7. Otra característica que ha recibido mucha atención es la composición de los consejos de administración en relación al fracaso del CEO. A pesar de la amplia coincidencia sobre la idoneidad de consejos mayoritariamente externos, creemos que dicha idoneidad se ha simplificado en la bibliografía y en la normativa de los reguladores minusvalorando la capacidad de consejo de los internos. De hecho, Bhagat y Black (2002) concluyen que no hay evidencia estadística significativa para afirmar que las empresas con consejos de administración mayoritariamente independientes obtienen mejores resultados económicos que las supervisadas por consejos mayoritariamente internos. La atribución a los consejeros independientes de ventajas sobre los consejeros internos está excesivamente ligada a la teoría de la agencia (Ghoshal, 2005) y adolece de un análisis más riguroso de las personales condiciones de cada consejero, así como de una definición más precisa de externo (Shivdasani, 2004).

Los economistas financieros han logrado escasas conclusiones acerca de las fuerzas que dirigen la composición de los consejos de administración (Boone et al., 2007).

8. Hay dos factores que favorecen la permanencia del CEO en el cargo: su presencia en el consejo de administración y la participación en la selección de los consejeros. Ambos factores suponen una ayuda para la estabilidad del CEO a corto plazo; sin embargo, parece que estas decisiones, si se toman en busca del interés personal, no tienen efecto positivo sobre la compañía (valor de sus acciones) y en el medio plazo pueden convertirse en factores negativos.
9. Una definición universal sobre fracaso permitiría incorporar los diferentes aspectos analizados en un modelo general más amplio. En muchos casos se habla de rotación del CEO, en otros de destitución, de marchas involuntarias, jubilaciones, muerte... Esta falta de unidad de criterio sobre la variable dependiente dificulta la lectura de los resultados de manera agregada y supone una pérdida de información relevante.
10. La mayoría de las muestras analizadas no contemplan la posibilidad del sesgo de supervivencia. Al analizar series temporales o datos panel de diferentes sectores, encontramos un sesgo de supervivencia claro. Esto supone pérdida de información

²⁹ La realidad de la crisis *subprime* parece un ejemplo suficientemente válido para ello.

relevante, ya que el fracaso de la entidad tendrá una correlación elevada con el fracaso del CEO.

11. Se produce un sesgo grave en las muestras de los trabajos de campo acerca de las competencias de los CEO. Entendemos que la información que no se obtiene por la omisión de respuestas en las entrevistas realizadas supone una pérdida relevante, dada la posible correlación que se establece entre omisión de respuestas y peores comportamientos.
12. Para evidenciar esta ausencia de unanimidad en la bibliografía recogemos a continuación el retrato robot de dos CEO que para las obras analizadas en este trabajo tienen opciones de pérdida del puesto. Como se observa, en algunos aspectos las circunstancias son opuestas y, sin embargo, las conclusiones de la bibliografía son las mismas. Lo cual nos lleva a intuir que «hasta ahora, muchas teorías distintas y mutuamente excluyentes han tratado de estudiar el mismo fenómeno» (Ghoshal, 2005, citado en Rosanas, 2008).

CEO A. Nos encontramos ante un CEO que no pertenece al consejo de administración y no participa en el proceso de selección de sus miembros, lleva pocos años en la compañía, existe un sucesor preparado, proviene del exterior de la entidad y de la industria (*outsider*) y no posee un porcentaje elevado de acciones; además, el consejo de administración es grande y de mayoría independiente; la mayoría de consejeros no trabajan en otros consejos y se trata de un sector no muy desregulado.

CEO B. Este otro CEO (también cerca del despido) lleva muchos años en la compañía, tiene elevada participación de capital, con un consejo pequeño y mayoritariamente interno; trabaja en una empresa grande, los consejeros tienen dedicación exclusiva en su entidad y se trata de un sector desregulado sometido a las exigencias de la cotización de la acción.

13. Consideramos que la investigación y el trabajo futuro en esta área pueden seguir estos diversos campos de análisis: a) la profundización en la diferenciación por sector de los fracasos de los CEO puede permitir mejoras en la comprensión del proceso aislando los sesgos de sector; b) además, se puede llevar a cabo un análisis más profundo de las competencias de los CEO como factor endógeno de fracaso; para ello será necesario un análisis cualitativo estadísticamente válido; c) se debe considerar el impacto que tiene el desarrollo del mercado bursátil como controlador exigente de las decisiones del CEO; d) debe evaluarse el incremento de la retribución ligada a los resultados de la compañía en todos los niveles de la empresa (Hall y Murphy, 2003), y la mayor unidad que la teoría de la agencia pronostica entre empleados y accionistas; e) también cabe avanzar en la unificación del término fracaso, que distinga marcha voluntaria de involuntaria y facilite una adición de conclusiones más acertada que permita, a su vez, la consecución de un modelo holístico básico, y f) el reconocimiento de los límites actuales de la bibliografía para explicar este complejo proceso debe promover nuevas aproximaciones (quizá no tan dependientes de la estadística) a partir de sustratos teóricos renovados (*The Economist*, 2005): el acercamiento hacia una teoría que reconozca la complejidad de los motivos humanos en la toma de decisiones dentro del gobierno corporativo frente al dominio de la agencia (Pérez López, 1993; MacAvoy y Millstein, 2003; Ghoshal y Rocha, 2006; Rosanas, 2008), puede ser uno de esos pasos futuros.

Referencias

Adams, R., H. Almeida y D. Ferreira (2009), «Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance», *Journal of Empirical Finance*, 16 (1), págs. 136-150.

Agrawal, A. y C. R. Knoeber (1996), «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, septiembre, págs. 377-397.

Agrawal, A., T. Tsoulouhas y C. Knoeber (2007), «Contests to become CEO: incentives, selection and handicaps», *Economic Theory*, 30 (2), págs. 195-221.

Aranzadi del Cerro, J. (1999), «Liberalismo contra liberalismo», Unión Editorial, Madrid.

Argandoña, A. (2000), «La remuneración de directivos mediante opciones sobre acciones: aspectos económicos y éticos», IESE Working Paper (DI-411).

Argandoña, A. (2007), «Integrating ethics into action theory and organizational theory», *Journal of Business Ethics*, 78, págs. 435-446.

Baker, M. y P. A. Gompers (2003), «The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering», *The Journal of Law and Economics*, 46 (2), págs. 569-598.

Baliga, B. R., R. C. Moyer y R. S. Rao (1996), «CEO duality and firm performance: What's the fuss?», *Strategic Management Journal*, 17, págs. 41-43.

Barro, J. R. y R. J. Barro (1990), «Pay, performance and turnover of bank CEOs», *Journal of Labor Economics*, 8 (4), págs. 448-481.

Bartol, K. M., K. G. Smith, M. D. Pfarrer, X. Zhang y D. M. Khanin (2008), «CEOs on the edge: earnings manipulation and stock-based incentive misalignment», *Academy of Management Journal*, 51 (2), págs. 241-258.

Beasley, M. (1996), «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud», *Accounting Review*, 71, págs. 443-465.

Behn, B. K., R. A. Riley Jr. e Y. Yang (2005), «The value of an heir apparent in succession planning», *Corporate Governance*, 13 (2), págs. 168-177.

Bennis, W. (1959), «Leadership Theory and Administrative Behavior: The Problem of Authority», *Administrative Science Quarterly*, 4 (3), págs. 259-301.

Berle, A. A. y G. C. Means (1932), «The modern corporation and private property», Macmillan, Nueva York.

Berrone, P. (2008), «Pros and cons of rewarding social responsibility at the top», IESE Occasional Paper (OP-153).

Berrone, P., M. Makri y L. R. Gómez-Mejía (2008), «Executive compensation in North American high-technology firms: a contextual approach», *The International Journal of Human Resource Management*, 19 (8), págs. 1.534-1.552.

- Berry T. K., L. P. Fields y M. S. Wilkins (2006), «The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms», *Journal of Corporate Finance*, 12, págs. 449-466.
- Bhagat, S. y B. S. Black (2002), «The non-correlation between board independence and long-term firm performance», *Journal of Corporation Law*, 27, págs. 231-273.
- Boeker, W. (1992), «Power and managerial dismissal: scapegoating at the top», *Administrative Science Quarterly*, 37 (3), págs. 400-421.
- Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff y Ch. G. Raheja (2007), «The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 85 (1), págs. 66-101.
- Borokhovich, K. A., R. Parrino y T. Trampani, (1996), «Outside directors and CEO selection», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, págs. 337-362.
- Bower, J. L. (2007), «The CEO within: why inside outsiders are the key to succession planning», Harvard Business School Press, Boston
- Brady, G. F. y D. L. Helmich (1984), «Executive succession», Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ).
- Brickley, J. A. (2003), «Empirical research on CEO turnover and firm-performance: a discussion», *Journal of Accounting and Economics*, 36, págs. 227-233.
- Brickley, J. A., J. L. Coles y G. Jarrell (1997), «Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board», *Journal of Corporate Finance*, 3 (3), págs. 189-220.
- Cameron, K. S., J. E. Dutton y R. E. Quinn (edits.) (2003), «Positive organizational scholarship: foundations of a new discipline», Berrett-Koehler, San Francisco.
- Campbell, W. K., A. S. Goodie y J. D. Foster (2004), «Narcissism, confidence, and risk attitude», *Journal of Behavioral Decision Making*, 17, págs. 297-311.
- Canals, J. (2008), «En busca del equilibrio», Prentice Hall, Madrid.
- Cannella, A. A. y M. Lubatkin (1993), «Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection», *Academy of Management Journal*, 36 (4), págs. 763-793.
- Cannella, A. A. y W. Shen (2001), «So close and yet so far: promotion versus exit for CEO heirs apparent», *Academy of Management Journal*, 44 (2), págs. 252-270.
- Cannella, A. A. y W. Shen (2002), «Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession», *Academy of Management Journal*, 45 (6), págs. 1.195-1.208.
- Cappelli, P. (2008), «Talent management for the twenty-first century», *Harvard Business Review*, marzo, págs. 74-81.
- Cappelli, P. y M. Hamori (2004), «The path to the top: changes in the attributes and careers of corporate executives, 1980-2001», NBER Working Papers 10507.
- Cardona, P. y P. García Lombardía (2005), «Cómo desarrollar las competencias de liderazgo», Eunsa, Pamplona.
- Cardona, P. y H. Wilkinson (2009), «Creciendo como líder», Eunsa, Pamplona.

- Chaganti, R., V. Mahajan y S. Sharma (1985), «Corporate board size, composition, and corporate failures in retailing industry», *Journal of Management Studies*, 22, págs. 400-416.
- Charan, R. (2003), prefacio en L. D. Dotlich y P. C. Cairo, «Why CEOs fail», Jossey-Bass, San Francisco.
- Charan, R. (2005), «Ending the CEO succession crisis», *Harvard Business Review*, febrero, págs. 72-81.
- Charan, R. (2007), «Know-how: the 8 skills that separate people who perform from those who don't», Crown Business, Nueva York.
- Chatterjee, A. y D. C. Hambrick (2007), «It's All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance», *Administrative Science Quarterly*, 52 (3), págs. 351-386.
- Chinchilla, M^a. N. (1997), «Los vínculos de pertenencia y el compromiso con la organización», en «Desafíos de las carreras directivas» (VV. AA.), Biblioteca IESE de Gestión de Empresas, Barcelona, 1997.
- Chopra, D. (2006), «El alma del liderazgo», Ideas 1, PricewaterhouseCoopers, págs. 14-15.
- Ciampa, D. (2005), «Almost ready: how leaders move up», *Harvard Business Review*, enero, págs. 46-53.
- Coles, J. L., N. D. Daniel y L. Naveen (2008), «Boards: Does one size fit all?», *Journal of Financial Economics*, 87 (2), págs. 329-356.
- Collins, J. (2001), «Good to great», HarperCollins, Nueva York.
- Conger, J. A. (2004), «Developing leadership capability: What's inside the black box?», *Academy of Management Executive*, 18 (3), págs. 136-139.
- Conger, J. A. y D. A. Nadler (2004), «When CEOs step up to fail», *MIT Sloan Management Review*, 45 (3), págs. 50-56.
- Core, J. E., R. Holthausen y D. F. Larcker (1999), «Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance», *Journal of Financial Economics*, 51, págs. 371-406.
- Core, J. y D. Larcker (2002), «Performance consequences of mandatory increases in executive stock ownership», *Journal of Financial Economics*, 64 (3), págs. 317-340.
- Core, J. E., W. Guay y R. S. Thomas (2005), «Is US CEO compensation broken?», *Journal of Applied Corporate Finance*, 17 (4), págs. 97-104.
- Core, J. E., W. Guay y D. F. Larcker (2007), «The Power of the Pen and Executive Compensation», *Journal of Financial Economics*, 88 (1), págs. 1-25.
- Coughlan, A. y R. Schmidt (1985), «Executive compensation, management turnover, and firm performance: An empirical investigation», *Journal of Accounting and Economics*, 7, págs. 43-66.
- Crawford, A. J., J. R. Ezzell y J. A. Miles (1995), «Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation», *Journal of Business*, 68 (2), págs. 231-256.

- Daines, R. y M. Klausner (2001), «Do IPO charters maximize firm value? Antitakeover protection in IPOs», *Journal of Law, Economics & Organization*, 17 (1), págs. 83-120.
- Dalton, D. R. e I. F. Kesner (1983), «Inside/outside succession and organizational size: The pragmatics of executive replacement», *Academy of Management Journal*, 26 (4), págs. 736-742.
- Dalton, D. R. e I. F. Kesner (1985), «Organizational performance as an antecedent of inside/outside chief executive succession: an empirical assessment», *Academy of Management Journal*, 28 (4), págs. 749-762.
- Dalton, D. R. y P. L. Rechner (1991), «CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis», *Strategic Management Journal*, 12, págs. 155-160.
- Dalton, D. R., C. M., Daily, J. L. Johnson y A. E. Ellstrand (1999), «Number of directors and financial performance: a meta-analysis», *Academy of Management Journal*, 42 (6), págs. 674-686.
- Davidson, W. N., D. L. Worrell y L. Cheng (1990), «Key executive succession and stockholder wealth: The influence of successor's origin, position, and age», *Journal of Management*, 16 (3), págs. 647-664.
- Dierdorff, E.C. y E.A. Surface (2008), «If you pay for skills, will they learn? Skill change and maintenance under a skill-based pay system», *Journal of Management*, 34 (4), págs. 721-743.
- DiMaggio, P. J. y W. W. Powell (eds). (1991), «The new institutionalism in organizational analysis», University of Chicago Press, Chicago.
- Doidge, C. A., G. A., Karolyi, R. M., Stulz, K. V. Lins y D. P. Miller (2006), «Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision», ECGI - Finance Working Paper, 77/2005.
- Dotlich, D. L. y P. C. Cairo (2003), «Why CEO's fail», Jossey-Bass, San Francisco.
- Dow, J. y C. C. Raposo (2005), «CEO compensation, change, and corporate strategy», *Journal of Finance*, 60 (6), págs. 2.701-2.727.
- D'Aveni, R. A. y D. C. Hambrick (1988), «Large Corporate Failures as Downward Spirals», *Administrative Science Quarterly*, 33 (1), págs. 1-23.
- Duchon, D. y B. Drake (2008), «Organizational narcissism and virtuous behavior», *Journal of Business Ethics*, 85 (3), págs. 301-308.
- Eisenberg, T., S. Sundgren y M. Wells (1998), «Larger board size and decreasing firm value in small firms», *Journal of Financial Economics*, 48 (1), págs. 35-54.
- Eisenhardt, K. M. (1989), «Agency theory: an assessment and review», *Academy of Management Journal*, 14 (1), págs. 57-74.
- Fama, E. (1980), «Agency Problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, 88 (2), págs. 288-307.
- Fama, E. y M. C. Jensen (1983), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26, págs. 255-270.
- Fan, D. K. K., Ch. M. Lau y M. Young (2007), «Is China's corporate governance beginning to come of age? The case of CEO turnover», *Pacific-Basin Financial Journal*, 15 (2), págs. 105-120.

- Faulk, A. (1991), «Rethinking outside directors», *The Corporate Board*, 12 (71).
- Fich, E. (2005), «Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms», *Journal of Business*, 78 (5), págs. 1.943-1.971.
- Fich, E. M. y A. Shivdasani (2005), «Financial fraud, director reputation and shareholder wealth», *Journal of Financial Economics*, 86 (2), págs. 306-336.
- Finkelstein, S. (2003), «Why Smart executives fail and what you can learn from their mistakes», Penguin Group, Nueva York.
- Finkelstein, S. y D. C. Hambrick (1990), «Top-Management-Team tenure and organizational outcomes: the moderating role of managerial discretion», *Administrative Science Quarterly*, 35 (3), págs. 484-503.
- Finkelstein, S. y R. D'Aveni (1994), «CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command», *Academy of Management Journal*, 37 (5), págs. 1.079-1.108.
- Folger, R. y R. Salvador (2008), «Is management theory too "self-ish"?», *Journal of Management*, 34 (6), págs. 1.127-1.151.
- Fortune* (2008), «Geoff Colvin. AmEx gets CEO pay right», 8 de enero.
- Fredrickson, J. W., D. C. Hambrick y S. Baumrin (1988), «A model of CEO dismissal», *Academy of Management Review*, 13 (2), págs. 255-270.
- Friedman, M. (1953), «The methodology of positive economics», en «Essays in positive economics», Chicago Press, Chicago.
- Friedman, S. D. y H. Singh (1989), «CEO succession and stockholder reaction: the influence of organizational context and event content», *Academy of Management Journal*, 32 (4), págs. 718-744.
- Friel, T. J. y R. S. Duboff (2009), «The last act of a great CEO», *Harvard Business Review*, enero, págs. 82-89.
- Furtado, E. P. H. y V. Karan (1994), «Internal/external top management succession and firm performance», *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 7 (1), págs. 1-14.
- Furtado, E. P. H. y M. S. Rozeff (1987), «The wealth effects of company initiated management changes», *Journal of Financial Economics*, 18, págs.147-160.
- Gabaix, X. y A. Landier (2008), «Why has CEO pay increased so much?», *The Quarterly Journal of Economics*, 123 (1), págs. 49-100.
- Geddes, R. y H. D. Vinod (2002), «CEO tenure, board composition, and regulation», *Journal of Regulatory Economics*, 21 (2), págs. 217-235.
- Gentry, W. A., K. M. Hannum, B. Z. Ekelund y A. de Jong (2007a), «A study of the discrepancy between self- and observer-ratings on managerial derailment characteristics of European managers», *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 16, págs. 295-325.
- Gentry, W. A., S. P. Mondore y B. D. Cox (2007b), «A study of managerial derailment characteristics and personality preferences», *Journal of Management Development*, 26 (9), págs. 857-873.

- Ghoshal, S. (2005), «Bad management theories are destroying good management practices», *Academy of Management Learning & Education*, 4 (1), págs. 75-91.
- Ghoshal, S. y H. O. Rocha (2006), «Beyond self-interest revisited», *Journal of Management Studies*, 43 (3), págs. 585-619.
- Greenblatt, M. (1983), «Management succession: some major parameters», *Administration in mental health*, 11 (1), págs. 3-10.
- Grossman, S. y O. Hart (1980), «Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation», *Bell Journal of Economics*, 11 (1), págs. 42-64.
- Grossman, S. y O. Hart, (1983), «An analysis of the principal-agent problem», *Econometrica*, 51 (1), págs. 7-45.
- Groysberg, B., A. Nanda y N. Nohria (2004), «The risky business of hiring stars», *Harvard Business Review*, mayo, págs. 92-100.
- Grusky, O. (1961), «Corporate size, bureaucratization, and managerial succession», *The American Journal of Sociology*, 67 (3), págs. 261-269.
- Guerrera, F. (2009), *Financial Times*, «A need to reconnect», 13 de marzo.
- Guest, P. M. (2008), «The determinants of board size and composition: the evidence from the United Kingdom», *Journal of Corporate Finance*, 14 (1), págs. 51-72.
- Hall, B. J. y K. J. Murphy (2003), «The trouble with stock options», Harvard NOM Research Paper No. 03-33.
- Hambrick, D. C. y P. A. Mason (1984), «Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers», *Academy of Management Review*, 9 (2), págs. 193-206.
- Harris, J. D. (2009), «What's wrong with executive compensation?», *Journal of Business Ethics*, 85, págs. 147-156.
- Helmich, D. L. (1980), «Board size variation and rates of succession in the corporate presidency», *Journal of Business Research*, 8, págs. 51-63.
- Henderson, A. D., D. Miller y D. C. Hambrick (2006), «How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance», *Strategic Management Journal*, 27 (5), págs. 447-460.
- Hermalin, B. E. y M. S. Weisbach (1991), «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial Management*, 20 (4), págs. 101-112.
- Hermalin, B. E. y M. S. Weisbach (1998), «Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO», *American Economic Review*, 88 (1), págs. 96-118.
- Holmström, B. (1979), «Moral hazard and observability», *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), págs. 74-91.
- Hubbard, R. G. y D. Palia (1995), «Executive pay and performance Evidence from the U.S. banking industry», *Journal of Financial Economics*, 39 (1), págs. 105-130.

- Iaquinto, A. L. y J. W. Fredrickson (1997), «TMT agreement about the strategic decision process: a test of some of its determinants and consequences», *Strategic Management Journal*, 18, págs. 63-75.
- James, D. R. y M. Soref (1981), «Profit constraints on managerial autonomy: managerial theory and the unmaking of the corporation president», *American Sociological Review*, 46 (1), págs. 1-18.
- Jensen, M. C. (1988), «Takeovers: Their Causes and Consequences», *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), págs. 21-48.
- Jensen, M. C. (1993), «The modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, 48 (3), págs. 831-880.
- Jensen, M. C. y W. H. Meckling (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305-360.
- Jensen, M. C. y K. J. Murphy (1990a), «Performance pay and top-management incentives», *Journal of Political Economy*, 98, págs. 225-264.
- Jensen, M. C. y K. J. Murphy (1990b), «CEO incentives-it's not how much you pay, but how», *Harvard Business Review*, mayo-junio, págs. 138-153.
- Jensen, M. C., K. J. Murphy y E. G. Wruck (2004), «Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them», Harvard Business School, Research Paper 04-28.
- Jensen, M. y E. J. Zajac (2004), «Corporate elites and corporate strategy: how demographic preferences and structural position shape the scope of the firm», *Strategic Management Journal*, 27, págs. 507-524.
- Jenter, D. y F. Kanaan (2008), «CEO Turnover and Relative Performance Evaluation», Stanford University Graduate School of Business, Research Paper 1992/08.
- Jin Chung, H. (2008), «Board independence and CEO incentives (Job Market Paper)», Stern School of Business, New York University.
- Kahneman, D. y A. Tversky (1979), «Prospect theory: An analysis of decision under risk», *Econometrica*, 47, págs. 263-291.
- Kaplan, S. N., M. M. Keblanov y M. Sorensen (2008), «Which CEO Characteristics and Abilities», Matter NBER Working Paper 14195.
- Kesner, I. F. y T. C. Seborá (1994), «Executive succession: past, present & future», *Journal of Management*, 20 (2), págs. 327-372.
- Kets de Vries, M. F. R. (1988), «The dark side of CEO succession», *Harvard Business Review*, enero-febrero, págs. 23-28.
- Kets de Vries, M. F. R. y D. Miller (1985), «Narcissism and Leadership: An Object Relations Perspective», *Human Relations*, 38 (6), págs. 583-601.
- Kieschnick, R. y R. Moussawi (2004), «The board of directors: a bargaining perspective?», Working Paper, University of Texas.

- Kisfalvi, V. y P. Pitcher (2003), «Doing what feels right: the influence of ceo character and emotions on Top Management Team dynamics», *Journal of Management Inquiry*, 12 (1), págs. 42-66.
- Kosnik, R. D. y D. L. Shapiro (1997), «Agency conflicts between investment banks and corporate clients in merger and acquisition transactions: causes and remedies», *Academy of Management Executive*, 11 (1), págs. 7-20.
- Kovach, B. E. (1986), «The derailment of fast-track managers», *Organizational Dynamics*, 15 (2), págs. 41-48.
- Krivogorsky, A. (2006), «Ownership, board structure, and performance in continental Europe», *The International Journal of Accounting*, 41 (2), págs. 176-197.
- Lawler, E. E., III, S. A. Mohrman y G. E., Ledford Jr. (1998), «Strategies for high performance organizations», Jossey-Bass, San Francisco.
- Lehn, K. M. y M. Zhao (2006), «CEO turnover after acquisitions: are bad bidders fired?», *Journal of Finance*, 61 (4), págs. 1.759-1.811.
- Lehn, K., S. Patro y M. Zhao (2003), «Determinants of the size and structure of corporate boards: 1935-2000», Working Paper, University of Pittsburgh.
- Linck, J., J. Netter y T. Yang (2008), «The determinants of board structure», *Journal of Financial Economics*, 87, págs. 308-328.
- Lipton, M. y J. W. Lorsch (1992), «A modest proposal for improved corporate governance», *Business Lawyer*, 48 (1), págs. 59-77.
- Lombardo, M. M. y C. D. McCauley (1994), «BENCHMARKS ®: a manual and trainer's guide», Center for Creative Leadership, Greensboro, NC.
- Longstreth, B. (2005), «Corporate governance: there's danger in new orthodoxies», *The Journal of Portfolio Management*, págs. 47-52.
- Lorsch, J. W. y A. Zelleke (2005), «Should the CEO be the chairman?», *MIT Sloan Management Review*, 48 (2), págs. 71-74.
- MacAvoy, P. W. e I. M. Millstein (2003), «The recurrent crisis in corporate governance», Palgrave Macmillan, Nueva York.
- Maccoby, M. (2000), «Narcissistic leaders: the incredible pros, the inevitable cons», *Harvard Business Review*, enero, págs. 92-101.
- Maccoby, M. (2003), «The Productive Narcissist: The Promise and peril of visionary leadership», Broadway Books, Nueva York.
- Mace, M. L. (1971), «Directors, myth and reality», Harvard Business School Press, Boston.
- MacKinlay, A. C. (1997), «Event studies in economics and finance», *Journal of Economic Literature*, 35, págs. 13-39.
- Maitlis, S. (2004), «Taking it from the top: how CEOs influence (and fail to influence) their boards», *Organization Studies*, 25 (8), págs. 1.275-1.311.

- Martin, K. J. y J. J. McConnell (1991), «Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover», *Journal of Finance*, 46 (2), págs. 671-687.
- McConnell, J. y H. Servaes (1990), «Additional evidence on equity ownership and corporate value», *Journal of Financial Economics*, 27, págs. 595-612.
- McEachern, W. A. (1975), «Managerial control and performance», Lexington Books, Lexington.
- Michels, R. (1962), «Political Parties», The Free Press, Nueva York.
- Milne, R. (2009), «European industry», *Financial Times*, 13 de marzo.
- Miller, D., M. F. R. Kets de Vries y J. M. Toulouse (1992), «Top executive locus of control and its relationship to strategy-making, structure, and environment», *Academy of Management Journal*, 25 (2), págs. 237-253.
- Miller, C. C., L. M. Burke y W. H. Glick (1998), «Cognitive diversity among upper echelon executives: Implications for strategic decision processes», *Strategic Management Journal*, 19, págs. 39-58.
- Mizruchi, M. (1983), «Who controls whom? An examination of relations between management and boards of directors in large American corporations», *Academy of Management Review*, 8 (3), págs. 426-435.
- Monks, R. y M. Minow (1995), «Corporate governance», Blackwell Publishing, Oxford.
- Morck, E., A. Schleifer y R. Vishny (1988), «Management ownership and market valuation: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 18, págs. 293-315.
- Murphy, K. J. (1998), «Executive compensation», en Ashenfelter, O. y D. Card (eds.), «Handbook of Labor Economics 3 (II)», Elsevier, Nueva York.
- Murphy, K. J. (2000), «Performance standards in incentive contracts», *Journal of Accounting and Economics*, 30, págs. 245-278.
- Murphy, K. J. y J. L. Zimmerman (1993), «Financial performance surrounding CEO turnover», *Journal of Accounting and Economics*, 16, págs. 273-315.
- Netter, J., A. Poulsen y M. Stegemoller (2009), «The rise of corporate governance in corporate control research», *Journal of Corporate Finance*, 15 (1), págs. 1-9.
- NYSE (2003), «NYSE's listed company manual: Section 303A».
- Ocasio, W. (1994), «Political dynamics and the circulation of power: CEO succession in US industrial corporations, 1960-1990», *Administrative Science Quarterly*, 39 (2), págs. 285-312.
- Offenberg, D. (2009), «Firm size and the effectiveness of the market for corporate control», *Journal of Corporate Finance*, 15 (1), págs. 66-79.
- Ortín, P. y V. Salas (1997), «The compensation of spanish executives: a test of a managerial talent allocation model», *International Journal of Industrial Organization*, 15 (4), págs. 511-531.
- O'Reilly III, Ch. A., W. G. Wagner y J. Pfeffer (1984), «Organizational demography and turnover in Top-Management groups», *Administrative Science Quarterly*, 29 (1), págs. 74-92.

- Pareto, V. (1968), «The rise and fall of the elites», Bedminster Press, Totowa (NJ).
- Parrino, R. (1997), «CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis», *Journal of Financial Economics*, 46, págs. 165-197.
- Pérez López, J. A. (1993), «Fundamentos de la dirección de empresas», Rialp, Madrid.
- Perry, T. y U. Peyer (2005), «Board seat accumulation by executives: a shareholder's perspective», *Journal of Finance*, 60 (4), págs. 2.083-2.123.
- Pfeffer, J. (1981), «Management as symbolic action: the creation and maintenance of organizational paradigms», *Research in Organizational Behavior*, 3, págs. 1-52.
- Pfeffer, J. (1993), «Barriers to the advance of organizational science: paradigm development as a dependent variable», *Academy of Management Review*, 18 (4), págs. 599-620.
- Pfeffer, J. (1994), «Competitive advantage through people: unleashing the power of the work force», Harvard Business School Press, Boston.
- Pfeffer, J. (1998), «The human equation», Harvard Business School Press, Boston.
- Pfeffer, J. y W. L. Moore (1980), «Average tenure of academic department heads: The effects of paradigm, size, and departmental demography», *Administrative Science Quarterly*, 25 (3), págs. 387-406.
- Pi, L. y S. G. Timme (1993), «Corporate control and bank efficiency», *Journal of Banking & Finance*, 17 (2-3), págs. 515-530.
- Porter, M. E. (1980), «Competitive strategy», The Free Press, Nueva York.
- Pritchard, A., S. Ferris y M. Jagannathan (2003), «Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments», *Journal of Finance*, 58 (3), págs. 1.087-1.111.
- Puffer, S. M. y J. B. Weintrop (1995), «CEO and board leadership: the influence of organizational performance, board composition, and retirement on CEO successor origin», *The Leadership Quarterly*, 6 (1), págs. 49-68.
- Rappaport, A. (1986), «Creating shareholder value: The new standard for business performance», The Free Press, Nueva York.
- Reinganum, M. (1985), «The effect of executive succession on stockholder wealth», *Administrative Science Quarterly*, 30 (1), págs. 46-60.
- Rosanas, J. M. (2008), «Beyond economic criteria: A Humanistic Approach to Organizational Survival», *Journal of Business Ethics*, 78, págs. 447-462.
- Rosen, S. (1982), «Authority, control, and the distribution of earnings», *The Bell Journal of Economics*, 13 (2), págs. 311-323.
- Ross, S. (1973), «The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem», *American Economic Review*, 63 (2), págs. 134-139.
- Rostow, E. V. (1959), «To whom and for what ends is corporate management responsible?», en Mason, E. S. (ed.), «The Corporation in Modern Society», págs. 46-71, Antheneum, Nueva York.

- Russell Reynolds Associates (2006a), «Governance for good or ill -Europe's chairmen report», Thought Leadership Series.
- Russell Reynolds Associates (2006b), «Changing Leadership Roles: Splitting Chairs», Thought Leadership Series.
- Salancik, G. y J. Pfeffer (1980), «Effects of ownership and performance on executive succession in US corporations», *Academy of Management Journal*, 23 (4), págs. 653-664.
- Selznick, P. (1957), «Leadership in Administration», Row, Peterson & Co, Evanston.
- Sen, A. (1987), «On Ethics and Economics», Basil Blackwell, Oxford.
- Shivdasani, A. y D. Yermack (1999), «CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis», *Journal of Finance*, 54 (5), págs. 1.829-1.853.
- Shivdasani, A. y M. Zenner (2004), «Best practices in corporate governance: What two decades of research reveal», *Journal of Applied Corporate Finance*, 16 (2-3), págs. 29-41.
- Shleifer, A. y R. W. Vishny (1989), «Management entrenchment: the case of manager-specific investments», *Journal of Financial Economics*, 25 (1), págs. 123-139.
- Short, H. y K. Keasey (1999), «Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the United Kingdom», *Journal of Corporate Finance*, 5, págs. 79-101.
- Simon, H. (1947), «Administrative Behavior: A study of decision-making processes in administrative organizations», 3ª ed., 1997, The Free Press, Nueva York.
- Simons, T., L. H. Pelled y K. A. Smith (1999), «Making use of difference: diversity, debate, and decision comprehensiveness in top management teams», *Academy of Management Journal*, 42 (6), págs. 662-673.
- Stout, L. A. (2002), «Do antitakeover defenses decrease shareholder value? The ex post/ex ante valuation problem», *Stanford Law Review*, 55 (3), págs. 845-861.
- Susaeta, L., J. R. Pin y M. J. Belizón (2008), «Factores determinantes de la reputación del CEO: un análisis sectorial de las principales empresas españolas», IESE Working Paper (DI-772).
- Taleb, N. (2009), «How bank bonuses let us all down», *Financial Times*, 24 de febrero.
- Termes, R. (1992), «Antropología del capitalismo», Plaza y Janés, Barcelona.
- Terviö, M. (2007), «The difference that CEOs make: an assignment model approach», disponible en SSRN, Haas School of Business, University of California, Berkeley.
- The Economist* (2005), «School for scandal», 19 de febrero.
- Tobin, J. M. (1994), «The squeeze on directors-inside is out», *Business Lawyer*, 49, págs. 1.707-1.760.
- Tosi, H. L., S. Werner, J. P. Katz y L. R. Gómez-Mejía (2000), «How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies», *Journal of Management*, 26 (2), págs. 301-339.
- Vancil, R. (1987), «Passing the baton: Managing the process of CEO succession», Harvard Business School Press, Boston.

- Wade, J., Ch. O'Reilly e I. Chandratat (1990), «Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence», *Administrative Science Quarterly*, 35 (4), págs. 587-603.
- Walker, C. A. (2002), «Saving your rookie managers from themselves», *Harvard Business Review*, abril, págs. 97-102.
- Warner, J. B., R. L. Watts y K. H. Wruck (1988), «Stock prices and top management changes», *Journal of Financial Economics*, 20, págs. 461-492.
- Watkins, M. (2004), «Strategy for the critical first 90 days of leadership», *Strategy & Leadership*, 32 (1), págs. 15-20.
- Weisbach, M. (1988), «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20, págs. 431-460.
- Wiersema, M. F. (1992), «Strategic consequences of executive succession within divested firms», *Journal of Management Studies*, 29, págs. 73-94.
- Yermack, D. (1996), «Higher valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics*, 40 (2), págs. 185-212.
- Yermack, D. (1997), «Good timing: CEO stock options awards and company news announcements», *Journal of Finance*, 52 (2), págs. 449-476.
- Zajac, E. J. (1990), «CEO selection, succession, compensation and firm performance: theoretical integration and empirical analysis», *Strategic Management Journal*, 11, págs. 217-230.
- Zajac, E. J. y J. D. Westphal (1995), «Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism», *Administrative Science Quarterly*, 40 (2), págs. 283-308.