
Los consejeros dominicales y la rotación del primer ejecutivo.

Evidencias de las empresas cotizadas españolas 2007-2010

CEO Succession and Proprietary Director: Evidence from Spanish Listed Firms from 2007 to 2010

RECIBIDO: 30 DE OCTUBRE DE 2012/ACEPTADO: 15 DE MAYO DE 2013

GUIDO STEIN

Profesor del Departamento de Dirección de Personas en las Organizaciones del IESE
gstein@iese.edu

LOURDES SUSAETA

Profesora del Departamento de Dirección de Personas en las Organizaciones del IESE
lsusaeta@iese.edu

MANUEL GALLEGO

Asistente de Investigación del IESE
mgallegom@gmail.com

MARTA CUADRADO

Asistente de Investigación del IESE
mcuadrado@iese.edu

Resumen: Este trabajo avanza en la investigación sobre la sucesión del CEO, la composición del consejo y las redes de consejeros, examinando cómo los consejeros dominicales y la pertenencia a múltiples consejos afectan a la probabilidad de despido del máximo responsable ejecutivo de la compañía. Haciendo uso de una nueva base de datos que cubre todas las sucesiones de CEO ocurridas en las empresas cotizadas españolas durante el periodo 2007-2010, proponemos que los consejeros dominicales pueden incrementar los esfuerzos de supervisión y vigilancia por parte del consejo sobre el CEO, obligándolo a dimitir en situaciones de bajo desempeño. El estudio también aborda la pertenencia a múltiples consejos, ofreciendo evidencias sobre los efectos beneficiosos que esas consejerías proporcionan, al permitir acumular experiencias y aprendizaje de primera mano en otras compañías. Las hipótesis se contrastan longitudinalmente, utilizando los datos sobre las sucesiones de CEO tomadas de 111 empresas cotizadas en el mercado continuo en un periodo de 4 años.

Palabras clave: Consejo de Administración, Consejero dominical, Sustitución del CEO, Rotación del CEO.

Abstract: This study advances research on CEO successions and board monitoring of senior executives by examining how proprietary directors can affect the probability of CEO dismissal. Drawing on our newly developed database covering all CEO successions occurring in all Spanish listed firms during the period 2007-2010, we propose that proprietary directors may increase the board's monitoring efforts over the chief executive, forcing him to resign in situations of poor performance. The study also addresses belonging to multiple board of directors, offering evidence of the beneficial effects provided by these boards, to allow accumulating experiences and learning by first-hand in other companies. Hypotheses are tested longitudinally, using CEO succession data taken from 111 publicly-traded firms in the Spanish "Mercado continuo" over a four-year period.

Keywords: Board of Directors, Proprietary Director, CEO Replacement, CEO Turnover.

I. INTRODUCCIÓN

El consejero dominical es aquel consejero externo que forma parte del Consejo de Administración de una sociedad. De acuerdo con el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, son denominados consejeros dominicales aquellos que poseen una participación accionarial por encima o igual a la del umbral legalmente determinado para participaciones significativas, o han sido nombrados debido a su estatus de accionista o de representantes de estos.

Sin embargo, la figura de este consejero aparece únicamente en los Consejos de buen Gobierno de España y México, de ahí nuestra intención de abordar en mayor profundidad este tema y su importancia en la sustitución del CEO en los Consejos de Administración.

Numerosos estudios en la literatura sobre gobierno corporativo han abordado la sustitución del CEO¹, examinando cómo diferentes configuraciones del consejo pueden incrementar la vigilancia de este sobre los altos ejecutivos. De ese modo, la presencia de vocales externos en el consejo ha sido propuesta como un factor que reduce los costes de agencia al alinear los intereses de directivos y accionistas². Algunos autores afirman que, en ese caso, sería conveniente que esos vocales tuviesen participaciones significativas en el capital de la sociedad, de modo que se mejorase de un modo efectivo el seguimiento sobre el ejecutivo jefe³.

En nuestra muestra, que abarca a todas las empresas cotizadas durante el periodo 2007-2010, la proporción de consejeros dominicales supone el 42.8% del número total de consejeros. En relación a los ejecutivos e independientes, sus porcentajes respectivos suponen el 20.6% y el 31.3%.

Figura 1

	Media
Proporción de consejeros dominicales	42.8%
Proporción de consejeros independientes	31.1%
Proporción de consejeros ejecutivos	20.6%
Proporción de otros consejeros externos	5.5%

¹ Chief Executive Officer.

² Weisbach, M.S. (1988); Boeker, W. (1992); Cannella, B.; Cannella, A.; Finkelstein, S. y Hambrick, D. (2008).

³ Shen, W. (2005); Hambrick, D.C. y Jackson, E.M. (2000); Hillman, A.; Shrosphire, C.; Certo, S.T.; Dalton, D.R. y Dalton, C.M. (2011); Finkelstein, S.; Hambrick, D.C. y Cannella, A.A. (2009).

Salancik y Pfeffer determinan los efectos positivos de introducir consejeros externos a los consejos de administración y aportan las siguientes razones: introduciendo consejeros externos la compañía gana habilidades de gestión y experiencia; por otro lado, uno de los objetivos de los consejeros externos es que los intereses de los accionistas estén bien representados y, por último, una compañía añade consejeros externos a su firma para incrementar el buen nombre de la empresa y dotarlo de una mayor estabilidad⁴.

Weisbach estudió cómo los consejos de Administración formados por un mayor número de consejeros externos tiende con mayor frecuencia a sustituir al CEO en situaciones de bajo desempeño. Además, los consejos dominados por externos tratan de aportar valor a la firma a través de las actuaciones que repercuten en la figura del CEO⁵.

En este artículo proponemos la efectividad de los consejeros dominicales en la sustitución del CEO a través del planteamiento de dos preguntas de investigación. En primer lugar, ¿la proporción de consejeros dominicales incrementa la probabilidad de despido del primer ejecutivo en situaciones de bajo desempeño? En segundo lugar, ¿la proporción de consejeros que pertenecen simultáneamente a otros consejos incrementa la probabilidad de despido del máximo responsable ejecutivo?

Como resultado, nuestro modelo proporciona evidencias del papel beneficioso que se puede atribuir al consejero dominical y a las redes de consejeros en las tareas de supervisión y control del máximo responsable ejecutivo de una empresa. La experiencia de estos consejeros, que a su vez forman parte de múltiples consejos de administración, les aporta mayores conocimientos, de forma que manejarán mejor las situaciones de sustitución del CEO cuando se produzca un bajo desempeño. Por tanto, representarán los intereses de los accionistas.

Nuestro trabajo se estructura de la siguiente forma: en primer lugar realizamos una revisión de los marcos teóricos que nos permite plantearnos diferentes hipótesis. En los apartados posteriores, intentamos identificar la figura del máximo consejero y también explicar las variables que hemos escogido para realizar nuestro análisis. El último epígrafe es el dedicado a la parte empírica, en la que se llevan a cabo el análisis y la interpretación de los datos obtenidos. Finalmente ofrecemos unas conclusiones.

⁴ Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980).

⁵ Weisbach, M.S. (1988).

II. MARCOS TEÓRICOS

1. Relación de agencia

La teoría de la agencia es el marco teórico más ampliamente utilizado en el estudio del gobierno de las empresas. Tiene su origen en el denominado problema de agencia, que surge siempre que el poseedor de una riqueza contrata con otra persona su gestión. En tal circunstancia se dice que el principal de la relación (el poseedor de la riqueza) está en conflicto con el agente (el gestor de la riqueza).

Con el paulatino incremento del número y la diversidad de accionistas, como mostraron Berle y Means⁶, el accionariado se fue convirtiendo en un conjunto heterogéneo de personas e instituciones con intereses enfrentados en muchos casos. En ese contexto, el poder en las organizaciones empresariales se desplazó de los accionistas hacia los administradores de la sociedad.

El célebre estudio de Berle y Means inició una corriente de investigación sobre las implicaciones que la separación entre propietarios (principales) y control (agentes) pueden tener en la empresa. La teoría de la agencia tiene mucho que decir en el dominio de la sucesión de ejecutivos, como afirman Jensen y Meckling o Eisenhardt⁷. Desde el punto de vista de la teoría de la agencia, los consejos de administración pueden ser utilizados como vigilantes de los intereses de los accionistas⁸.

En la literatura sobre sucesión de altos directivos, la perspectiva de la agencia ha sido utilizada para hacer predicciones basadas en la composición del consejo. Por ejemplo, Salancik y Pfeffer establecieron que “cuanto mayor sea la proporción de consejeros ejecutivos, menor será el efecto del pobre desempeño sobre la permanencia en el cargo del CEO”⁹. De un modo similar, Weisbach sugirió que “la relación entre pobre desempeño y rotación de directivos varía con la composición del consejo”¹⁰ y Boeker encontró que “las organizaciones con un bajo desempeño, en las que la proporción de consejeros ejecutivos sobre externos es alta, serán menos propensas a despedir al máximo ejecutivo que las organizaciones con un bajo desempeño en las que la proporción de ejecutivos sobre externos es baja”¹¹.

⁶ Berle, A.A. y Means, G.C. (1932).

⁷ Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976); Eisenhardt, K.M. (1989).

⁸ Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983).

⁹ Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980).

¹⁰ Weisbach, M.S. (1988).

¹¹ Boeker, W. (1992).

El consejero dominical representa la vigilancia directa sobre el equipo directivo llevada a cabo por un importante accionista de la empresa que tiene su propio dinero en juego.

La teoría de la agencia explica el gobierno de la empresa como un contrato entre accionistas (el principal de la relación) y administradores o consejeros (el agente), en el que los administradores buscan maximizar su beneficio personal en detrimento de los accionistas a los que supuestamente sirven. En esta relación accionistas-administradores se supone un acceso asimétrico a la información, con clara ventaja de los administradores sobre los accionistas, que reciben información siempre dependiente de los primeros.

Desde la teoría de la agencia, los consejeros toman decisiones más arriesgadas que las que asumirían los propietarios de la empresa. Esta tesis fue propuesta por los economistas financieros Eugene Fama y Michael Jensen en 1983, y permite explorar las posibles relaciones existentes entre los sistemas de gobierno de una empresa y su desempeño. En el estudio que nos ocupa, la teoría de la agencia permite hacer predicciones en cuanto a la probabilidad de despido del máximo ejecutivo, en función de la composición y estructura del consejo de administración.

Consideraciones de la teoría de la agencia

Accionariado heterogéneo y disperso

Los consejeros buscan maximizar su propio beneficio en detrimento de los accionistas

Predicciones

Cuando no existe dualidad del CEO, el desempeño de la empresa se verá incrementado

Una mayor proporción de consejeros externos en el consejo implicará un mayor desempeño organizativo

Cuando el alineamiento entre los intereses de los consejeros y los intereses de los accionistas coincida, el desempeño corporativo será elevado

La independencia de los consejeros con respecto al equipo directivo incrementará el desempeño de la empresa

Adaptado de Muth, M. y Donaldson, L. (1998), y Eisenhardt, K.M. (1989).

2. Teoría de los servidores (Stewardship Theory)

La teoría de los servidores ofrece una visión del gobierno corporativo desde un prisma diferente: los gestores son ahora vistos como leales repre-

sentantes de los intereses de los accionistas, en contraposición con el consejero maximizador de utilidad de la teoría de la agencia.

El equipo directivo es considerado desde esta teoría como interesado principalmente en incrementar el desempeño de la empresa en beneficio de los accionistas: los ejecutivos son adecuados representantes de los intereses de los accionistas. Siguiendo esta argumentación, los directivos tienen un amplio abanico de motivaciones que no están en conflicto con los accionistas y, por tanto, no existe enfrentamiento en la separación del control y la propiedad de la empresa.

Esta teoría refleja una visión legalista de la empresa en la que los accionistas nombran a los consejeros para que estos obren en defensa de sus intereses. Los consejeros actúan “con la diligencia de un ordenado empresario y de un representante leal”, como se lee en el Código de Buen Gobierno de la CNMV, e informan a los accionistas de sus decisiones en la gestión de su capital.

El deber de diligencia y de lealtad viene especificado en la Ley de Sociedades de Capital, donde el capítulo III del título VI establece:

Artículo 225. Deber de diligente administración.

- 1. Los administradores desempeñarán su cargo con la diligencia de un ordenado empresario.*
- 2. Cada uno de los administradores deberá informarse diligentemente de la marcha de la sociedad.*

Artículo 226. Deber de lealtad.

Los administradores desempeñarán su cargo como un representante leal en defensa del interés social, entendido como interés de la sociedad, y cumplirán los deberes impuestos por las leyes y los estatutos.

Las críticas a la teoría de los servidores la acusan de ser normativa: de establecer unos deberes y responsabilidades que no tienen por qué cumplirse en la práctica. Por otro lado, como enfatiza Tricker en relación a la teoría de los servidores, “es incapaz de mostrar relaciones causales entre comportamientos específicos y desempeño organizativo”¹².

Otras críticas señalan la existencia de empresas en las que no se puede considerar que un conjunto de accionistas, que son propietarios de la empresa, sean los únicos responsables del nombramiento de los consejeros que representan sus intereses. A este respecto, conviene señalar el caso de BBVA: a finales de 2011, el consejo de administración del banco contaba entre sus voca-

¹² Tricker, B. (2008).

les con dos ejecutivos, el presidente y primer ejecutivo, Francisco González, y Ángel Cano, consejero delegado con “amplios poderes de representación y administración acordes con las características y necesidades de su cargo”. El consejo lo completaban 10 consejeros independientes que, junto con los dos ejecutivos, aglutinaban un 0.069% de los derechos de votos de la sociedad. El banco solo contaba con un accionista significativo, Manuel Jove, a través de la sociedad Inveravante, que ostentaba el 5.046% del capital. Sin embargo, ese mismo accionista había declarado que no tenía intención de intervenir en la gestión del BBVA, y por su parte, el banco, afirmaba que “la intención de alcanzar el 5% de la entidad no cambia los criterios de gobierno corporativo contra la existencia de núcleos duros en el accionariado”. Estamos, por tanto, ante una compañía que carece de accionistas con la capacidad de nombrar a consejeros que los representen y en la que el poder se desplaza de los propietarios hacia los administradores.

Desde esta perspectiva de los consejeros como fieles representantes de los intereses de los propietarios, se debe ir hacia un modelo de gobierno corporativo que refuerce el poder de los ejecutivos.

Consideraciones de la teoría de los servidores

Los directivos son leales representantes de los intereses de los propietarios de la empresa

Predicciones

Los consejos con dualidad del CEO tendrán un mayor desempeño

Una mayor proporción de consejeros ejecutivos en el consejo incrementará el desempeño de la empresa

Un mayor alineamiento de los intereses de los consejeros y los intereses de los gestores llevará a un mayor desempeño empresarial

Los consejos con un bajo nivel de independencia conducirán a un mayor desempeño de la corporación

Adaptado de Muth, M.M. y Donaldson, L. (1998).

3. Función del consejo en cada marco teórico

Cada teoría define unas funciones específicas del consejo. De este modo, desde una perspectiva de la teoría de la agencia se verá al consejo como el organismo que deba asegurar el corrector control de la alta dirección. La forma más eficaz de conseguir este objetivo es, según los defensores de esta teoría, mediante unos consejos independientes de los directivos que ejerzan su labor sin someterse a ejecutivo alguno, por muy influyente que este pueda ser. En

este sentido, en su último código de gobierno corporativo la CNMV adopta una definición operativa de “independencia”¹³ que cada empresa debe aplicar a la hora de clasificar a sus consejeros. En la literatura sobre sucesión del CEO se utilizan comúnmente como medidores de la independencia del consejo la proporción de consejeros clasificados como independientes y la estructura de liderazgo, entendida ésta como la separación entre la posición de presidente del consejo y primer ejecutivo.

La teoría de los servidores otorga un papel al consejo que consiste en permitir el despliegue de poder por parte de los altos directivos. Así, los académicos que defienden este marco conceptual abogan por establecer consejos con un marcado carácter ejecutivo y una estructura de liderazgo que permita la identificación de un único e indiscutible ejecutivo como líder.

¹³ No podrán ser clasificados en ningún caso como consejeros independientes quienes:

a) Hayan sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo, salvo que hubieran transcurrido 3 o 5 años, respectivamente, desde el cese en esa relación.

b) Perciban de la sociedad, o de su mismo grupo, cualquier cantidad o beneficio por un concepto distinto de la remuneración de consejero, salvo que no sea significativa.

No se tomarán en cuenta, a efectos de lo dispuesto en este apartado, los dividendos ni los complementos de pensiones que reciba el consejero en razón de su anterior relación profesional o laboral, siempre que tales complementos tengan carácter incondicional y, en consecuencia, la sociedad que los satisfaga no pueda de forma discrecional, sin que medie incumplimiento de obligaciones, suspender, modificar o revocar su devengo.

c) Sean, o hayan sido durante los últimos 3 años, socios del auditor externo o responsable del informe de auditoría, ya se trate de la auditoría durante dicho período de la sociedad cotizada o de cualquier otra sociedad de su grupo.

d) Sean consejeros ejecutivos o altos directivos de otra sociedad distinta en la que algún consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad sea consejero externo.

e) Mantengan, o hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios importante con la sociedad o con cualquier sociedad de su grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de una entidad que mantenga o hubiera mantenido dicha relación. Se considerarán relaciones de negocios las de proveedor de bienes o servicios, incluidos los financieros, la de asesor o consultor.

f) Sean accionistas significativos, consejeros ejecutivos o altos directivos de una entidad que reciba, o haya recibido durante los últimos 3 años, donaciones significativas de la sociedad o de su grupo. No se considerarán incluidos en esta letra quienes sean meros patronos de una Fundación que reciba donaciones.

g) Sean cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad, o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.

h) No hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación, por la Comisión de Nombramientos.

i) Se encuentren, respecto a algún accionista significativo o representado en el Consejo, en alguno de los supuestos señalados en las letras a), e), f) o g) de esta Recomendación. En el caso de la relación de parentesco señalada en la letra g), la limitación se aplicará no sólo respecto al accionista, sino también respecto a sus consejeros dominicales en la sociedad participada.

4. *Composición del consejo y consejeros con múltiples consejerías*

Una de las funciones del consejo en la que existe un amplio consenso en la extensísima literatura sobre gobierno corporativo es la supervisión del primer ejecutivo de la compañía. De este modo, los consejeros son llamados a ejercer el control sobre la alta dirección y, en caso necesario, despedir al primer ejecutivo, seguido de la selección de uno nuevo. Sin embargo, no resulta evidente que los consejeros cumplan por sí mismos la tarea de defender los intereses de los accionistas, que son los principales en el problema de agencia. Según Fama y Jensen: “el consejo no es un aparato efectivo para el control de las decisiones a menos que se limite la discrecionalidad individual de los altos directivos”¹⁴.

La vigilancia del consejo es un punto central para los teóricos de la agencia y se define en la medida en que el consejo supervisa y disciplina a los altos ejecutivos¹⁵.

En la literatura sobre gobierno corporativo, la vigilancia del consejo es vista como un constructo de poder relativo al CEO¹⁶.

Al contrario de autores como Mace, que describen el consejo como un órgano pasivo con una limitada capacidad para controlar a la alta dirección¹⁷, los teóricos de la agencia otorgan al consejo un papel mucho más decisivo y central en el gobierno corporativo. Fama y Jensen consideraron que el consejo juega un papel fundamental al garantizar que los ejecutivos obran en interés de los accionistas, si bien reconocen que existen otros mecanismos de supervisión: mercado de control corporativo, fuerzas competitivas en los mercados de capital y de producto, mercado laboral de ejecutivos y consejeros¹⁸.

Sin embargo, el consejo no siempre actúa de una forma vigilante. La razón de que esto ocurra se encuentra en la distribución de poder entre el consejo y el CEO¹⁹.

Cannella, y Cannella, Finkelstein y Hambrick afirman: “cuando el equilibrio de poderes favorece al consejo, este será más vigilante en la supervisión y en la labor de disciplinar a los altos ejecutivos, y en la medida en que el CEO

¹⁴ Fama, E. y Jensen, M.C. (1984), p. 188.

¹⁵ Cannella, B.; Cannella, A.A.; Finkelstein, S. y Hambrick, D.C. (2008).

¹⁶ Westphal, J.D. (1999); Sundaramurthy, C. y Lewis, M. (2003).

¹⁷ Mace, M.L. (1971).

¹⁸ Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983).

¹⁹ Cannella, B.; Cannella, A.A.; Finkelstein, S. y Hambrick, D.C. (2008); Kosnik, R.D. (1987); Main, B.G.M.; O'Reilly, C.A. III y Wade, J. (1993).

sea más poderoso, el consejo será menos efectivo a la hora de controlar²⁰. La vigilancia del consejo ha sido medida en la literatura a través de sus factores determinantes, y la proporción de consejeros externos ha sido una de las variables más ampliamente utilizadas²¹.

Según la teoría de la agencia, los consejeros externos son los más capaces de supervisar, como resultado de su independencia respecto a los ejecutivos de la compañía. Otros académicos argumentan que los consejeros independientes incrementan la probabilidad de despido del CEO como consecuencia de un pobre desempeño corporativo, debido a los incentivos que los independientes tienen de cara a proteger su reputación como efectivos consejeros en el mercado de administradores corporativos²². Por otro lado, los consejeros independientes no están en deuda con el CEO, al contrario que los consejeros ejecutivos, que muy probablemente han sido ascendidos a tal posición bajo el amparo del CEO²³.

Los primeros académicos que sugirieron la idea general de que una mayor proporción de consejeros internos aumentaría el tiempo en el cargo del máximo ejecutivo fueron Salancik y Pfeffer²⁴. Por otro lado, Weisbach, en su clásico estudio sobre los consejeros externos, sugirió que existe una asociación más fuerte entre el desempeño pasado de una organización y la probabilidad de despido del CEO en empresas con consejos dominados por vocales externos que en el caso de consejeros dominados por ejecutivos²⁵. Boeker añadió que las organizaciones caracterizadas por un pobre desempeño, en las que la proporción de internos a externos en el consejo es alta, tendrán una probabilidad sensiblemente menor de despedir al primer ejecutivo que en aquellos casos de consejos con una proporción mayor de externos²⁶. Sin embargo, una revisión hecha por Dalton, Daily, Ellstrand y Johnson, de 54 estudios que tratan sobre los efectos de la composición del consejo en el desempeño empresarial, mostró que la proporción de independientes no tiene un efecto significativo en el desempeño²⁷.

²⁰ Cannella, B.; Cannella, A.A.; Finkelstein, S. y Hambrick, D.C. (2008), p. 244.

²¹ Kosnik, R.D. (1987); Sundaramurthy, C.; Mahoney, J.M. y Mahoney, J.T. (1997); Weisbach, M.S. (1988); Finkelstein, S. y D'Aveni, R. (1994); Main, B.G.M.; O'Reilly, C.A. III y Wade, J. (1993).

²² Fama, E.F. y Jensen, M. (1983).

²³ Walsh, J.P. y Seward, J.K. (1990).

²⁴ Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980).

²⁵ Weisbach, M.S. (1988).

²⁶ Boeker, W. (1992).

²⁷ Dalton, D.R.; Daily, C.M.; Ellstrand, A.E. y Johnson, J.L. (1998).

Algunos trabajos se han centrado en acciones corporativas específicas, tales como el hecho de pagar *greenmail*²⁸, en la relación con la representación de vocales externos en el consejo. Por ejemplo, Kosnik estudió la estructura del consejo de 57 compañías que de forma privada recompraron acciones con prima sobre el mercado (pagaron *greenmail*) y 57 empresas que se resistieron a tales acciones²⁹. La decisión de pagar *greenmail* se considera contraria a los intereses de los accionistas de la compañía y, consecuentemente, en aquellas compañías donde se pagó *greenmail* el consejo falló en su responsabilidad. Los consejos que no pagaron *greenmail* fueron aquellos constituidos mayoritariamente por consejeros externos a la firma.

Otros estudios han ido un paso más allá y han tomado en consideración no solo la proporción de externos en el consejo, sino también la participación accionarial que esos externos ostentan. Esto se apoya en la idea de que la adquisición de paquetes accionariales por parte de los administradores representa una objetivación de los intereses de estos para con los accionistas y, por tanto, la responsabilidad de supervisar a la alta dirección quedará garantizada³⁰. Más recientemente, McClain sugiere que la negociación que ocurre entre el CEO y los consejeros externos en relación al aspecto de gobierno corporativo no se ve únicamente afectada por el hecho de que la empresa desee alinear la productividad marginal del consejero con las oportunidades corporativas, sino también con la participación accionarial del consejero³¹.

La participación en el capital de los consejeros dominicales, o bien su representación, puede crear incentivos financieros que alineen tanto los intereses de los consejeros como los de los propietarios. Más aún, hay razones para sugerir que la participación accionarial de los consejeros dominicales desencadenará una mayor identificación de los consejeros con la compañía y, de ese modo, estarán más dedicados en tiempo y atención a los asuntos propios de la empresa. Esto proporciona la base para nuestra primera hipótesis de trabajo:

Hipótesis 1: Para un desempeño de la empresa dado, la probabilidad de despido del primer ejecutivo es mayor cuando aumenta la proporción de consejeros dominicales.

²⁸ Pago hecho por la compañía objeto de una absorción al inversor interesado, de modo que, generalmente, conlleva la recompra de acciones con una prima sobre el precio de mercado, a cambio de retirar la oferta de compra.

²⁹ Kosnik, R.D. (1987).

³⁰ Cannella, B.; Cannella, A.A.; Finkelstein, S. y Hambrick, D.C. (2008); Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1986).

³¹ McClain, G. (2011).

Desde la perspectiva de la empresa embebida en un entorno dado (*embeddedness view of the firm*), la pertenencia a múltiples consejos proporciona la base para un aprendizaje de primera mano de las políticas y prácticas de otras organizaciones³². En el desempeño de sus responsabilidades como vocales externos, los consejeros observan directamente el desarrollo de políticas en organizaciones que ellos mismos administran. Por otro lado, estos consejeros aprenden las consecuencias de nuevas alternativas estratégicas y enfoques sin exponer a las otras empresas en las que están presentes, con el coste inherente que esto tiene³³.

Tanto Beckman y Haunschild como Davis³⁴ han sugerido que la red de consejerías influye sobre las decisiones de la compañía a causa de que los consejeros aportan su propia experiencia en situaciones similares en otras empresas. Además, en las entrevistas realizadas a altos ejecutivos por Useem, en 1984, y Lorsch y MacIver en 1989³⁵, se ha encontrado apoyo a la idea de que pertenecer a varios consejos proporciona una valiosa información de primera mano.

En un estudio reciente realizado por Masulis y Mobbs, las empresas con consejeros internos que ostentaban puestos de administrador en otras empresas tenían mejores ratios de resultados operativos y de valor de mercado³⁶.

Los consejeros que pertenecen a otros consejos pueden incrementar su vigilancia y control del máximo ejecutivo, adquiriendo una experiencia de extraordinario valor en relación a las medidas de disciplina para con la alta dirección. Haciendo uso de estos argumentos formulamos nuestra segunda hipótesis:

Hipótesis 2: La proporción de consejeros pertenecientes simultáneamente a otros consejos incrementa la probabilidad de despido del máximo ejecutivo para un desempeño de la empresa dado.

5. Dualidad del CEO

Durante muchos años se ha estado estudiando la relación existente entre la dualidad del CEO y su impacto en los rendimientos de la empresa, de tal forma que diversos autores han llevado a cabo estudios sobre el gobierno cor-

³² Geletkanycz, M.A. y Boyd, B.K. (2011).

³³ Geletkanycz, M.A. y Boyd, B.K. (2011).

³⁴ Beckman, C.M. y Haunschild, P.R. (2002); Davis, C.E. (1996).

³⁵ Useem, M. (1984); Lorsch, J.W. y MacIver, E. (1989).

³⁶ Masulis, R.W. y Mobbs, S. (2011)

porativo de las empresas en esas circunstancias. Así, el trabajo de Boyd concluyó que tan sólo 2 empresas de las 7 estudiadas mostraban efectos negativos, mientras que las otras 5 tenían un impacto positivo o bien no tenían. Concluía, por tanto, que la dualidad del CEO tenía un efecto negativo débil sobre los rendimientos de la empresa³⁷.

Por su parte, Harris y Helfat analizaron en estudios posteriores los gobiernos corporativos de 13 empresas con similares características a las del estudio de Boyd, descubriendo que tan sólo 3 de las empresas analizadas mostraban efectos negativos, mientras que las 10 restantes no tenían efectos o bien éstos eran positivos³⁸.

De acuerdo con la teoría de la agencia, que sugiere que los consejos de administración vigilantes tienen más incentivos para supervisar al CEO³⁹, estos tipos de consejos tienden a favorecer la no dualidad del CEO porque ello supone una mayor consolidación del CEO, dando lugar a la oportunidad de que se produzca un comportamiento ineficiente y reduciendo, por tanto, la riqueza de los accionistas⁴⁰.

Así pues, los consejos de administración vigilantes tienden a favorecer la no-dualidad, puesto que el CEO, que a su vez ocupa el puesto de presidente de la empresa, puede dominar tanto la agenda como el contenido de los comités directivos⁴¹.

Hipótesis 3: En situaciones de dualidad, donde el máximo ejecutivo de la empresa ocupa a su vez el cargo de presidente, la probabilidad de despido del máximo ejecutivo es mayor para un desempeño de la empresa dado.

6. Metodología

Muestra

La muestra de este estudio está formada por todas las empresas cotizadas españolas en el periodo 2007-2010. De la muestra original de 141 empresas, 30 fueron eliminadas debido a falta de datos o a su salida del mercado continuo en alguno de los años del intervalo. En el Anexo 2 se encuentra un cuadro con todas las sustituciones consideradas y comentadas.

³⁷ Boyd, B.K. (1995).

³⁸ Harris, D y Helfat, C.E. (1998)

³⁹ Finkelstein, S. y D'Aveni, R. (1994).

⁴⁰ Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976).

⁴¹ Mallette, P. y Fowler, K.L. (1992).

En la siguiente tabla se resume el porcentaje de sucesiones respecto al total de primeros ejecutivos, según el año y el sector GIC.

Sectores según la *General Industry Classification*

Año	Industrial	Utility	Banca	Aseguradoras	Otros financieros	Total
2007	10%	11%	17%	0%	8%	11%
2008	6%	11%	0%	0%	8%	7%
2009	9%	0%	0%	0%	8%	8%
2010	8%	11%	17%	0%	0%	8%
Total	8%	8%	8%	0%	6%	9%

III. EL PRIMER EJECUTIVO

En la bibliografía existente sobre *CEO succession*, que se remonta a los primeros trabajos de Grusky en los años 60⁴², se ha considerado en la mayoría de los casos la figura del *chief executive officer* y, en caso de no ser nombrada tal figura por cada empresa, se recurre al *chief operations officer*, al *chairman* o al *president*.

A nuestro juicio, valerse de la persona con el cargo de *chief executive officer* o, en el caso español, del “consejero delegado”, supone simplificar un análisis mucho más complejo, puesto que la idea de “primer ejecutivo”, que definirá el objeto de nuestra investigación, es oscura y borrosa⁴³. Decimos que es borrosa porque no siempre es posible disociarla y establecer unos límites claros respecto del presidente del consejo de administración, de la comisión ejecutiva o delegada, o de los diversos consejeros delegados y directores generales que pueden estar ejerciendo su función a la vez en una empresa: ¿cuántas facultades delegadas debe ostentar el “primer ejecutivo” para ser considerado como tal? El hecho de que algunas facultades queden en manos de otro directivo o consejero ¿hace que el “primer ejecutivo” no pueda ser considerado como la persona de vértice en la organización?

Por otro lado, a la idea de “primer ejecutivo” le asignamos la nota de oscuridad en virtud de la falta de claridad al intentar ver las partes de las que ésta

⁴² Ver Grusky, O. (1959), (1960), (1961), (1963), (1964a), (1964b) y (1969).

⁴³ Entendemos por idea *oscura* aquella en las que no se distinguen nítidamente sus partes, y por idea *borrosa*, a aquella en la que no se distinguen sus límites con claridad. Por contra, se definen las ideas *distintas* y *claras*.

consta: ¿qué facultades propias del Consejo deben ser delegadas en el ejecutivo en cuestión para que este sea considerado como el “máximo ejecutivo”? Por ejemplo, en 2008 Prosegur, S.A. disponía de presidente con carácter de consejero ejecutivo y de consejero delegado; ambos se repartían facultades delegadas por parte del consejo, según aparece en el IAGC de ese mismo año: “El consejero delegado tiene delegadas a su favor todas las facultades del consejo de administración, salvo las indelegables”. Asimismo, “la presidenta de la sociedad, en cuanto presidenta ejecutiva, tiene otorgadas a su favor de forma permanente amplias facultades de administración y disposición”.

1. Identificación

Como hemos visto en el anterior apartado, la identificación del “primer ejecutivo” no se puede limitar a buscar a la persona con el cargo de *chief executive officer* y, suponiendo que esta no exista, recurrir al *chairman* o *president*. El primer ejecutivo de una empresa puede adoptar muchas y muy diversas denominaciones, que se corresponden con diferentes configuraciones del poder corporativo. Consejero delegado, director general o presidente ejecutivo, son todos ellos cargos corporativos que puede ostentar la persona con los máximos poderes ejecutivos dentro de una compañía.

La forma más habitual en la que aparece el primer ejecutivo de una compañía cotizada español es la de consejero delegado, seguida por la de presidente ejecutivo. Otras formas alternativas que también están presentes son la de director general (ya sea este consejero o no⁴⁴) y la delegación en una comisión ejecutiva, pero este último caso resulta problemático a la hora de identificar a una única persona como máximo ejecutivo.

También existen fórmulas de co-presidencia, como el caso del Banco Popular en el año 2005, que en su Informe Anual de Gobierno Corporativo expuso la siguiente estructura de poder: en aquel ejercicio, el banco contaba con dos presidentes, Javier Valls y Ángel Ron, además de un consejero delegado, Francisco Fernández Dopico. Javier Valls era presidente del consejo, mientras que Ángel Ron lo era de la comisión ejecutiva; el primero carecía de atribuciones ejecutivas (según el propio IAGC, pese a ser catalogado como consejero ejecutivo debido a “recibir sus haberes por nómina y dedicarse profesional-

⁴⁴ Tubos Reunidos S.A., empresa cuyo consejo de administración presidía en 2011 el consejero externo Pedro Abasolo, tenía como primer ejecutivo a Luis Fernando Noguera, calificado como consejero-director general. Por su parte, Inypsa Informes y Proyectos, S.A. contaba también en 2011 con un director general como primer ejecutivo, Jairo González, que no era vocal del consejo.

mente en exclusiva al Banco”), mientras que el segundo era considerado presidente ejecutivo. Por su parte, el consejero delegado tenía cedidas funciones en el ámbito del negocio comercial, reservándose las áreas de un marcado carácter estratégico, institucional y de presencia externa para Ángel Ron.

En nuestra investigación hemos centrado el foco en el estudio de tres fuentes distintas de información que nos han proporcionado los datos necesarios para abordar esta cuestión de forma sistemática. En primer lugar, los Informes Anuales de Gobierno Corporativo, que cada empresa cotizada española debe entregar a la CNMV de forma anual. Estos informes contienen datos sobre la estructura de propiedad de la empresa, el consejo de administración, la junta general de accionistas y, en definitiva, el funcionamiento de los órganos de administración de la sociedad. Los IAGC posteriores al año 2007 siguen una estructura similar y, en estos, los apartados B.1.2 y B.2 informan de la composición del Consejo de Administración y de las eventuales comisiones que puedan existir. Las facultades delegadas al consejero delegado, en caso de existir esa figura, se obtienen del apartado B.1.6.

Estructura de la propiedad

- A.2 Titulares de participaciones significativas, excluidos los consejeros
- A.3 Participaciones accionariales de los consejeros

Estructura de la administración de la sociedad

- B.1.2 Consejeros, cargos, fechas de nombramiento y procedimiento de elección
- B.1.5 Motivos aducidos en los ceses de consejeros
- B.1.6 Facultades delegadas en los consejeros
 - B.1.1.2 Altos ejecutivos que no son consejeros
 - B.1.2.1 Dualidad consejero delegado-presidente del consejo

Estamos, por tanto, en condiciones de identificar al máximo ejecutivo de una compañía: en caso de que sea vocal del consejo, necesariamente ha de ser catalogado como consejero ejecutivo de la sociedad y, además, tener delegadas todas las facultades permitidas del consejo. Puede darse el caso de que el primer ejecutivo no sea vocal del consejo, circunstancia que nos llevaría a elegir al director general que aparece en el punto B.1.1.2.

En ocasiones el consejo opta por no delegar sus facultades en una o varias personas, sino que lo hace sobre una comisión ejecutiva o delegada. Es el caso de Vueling Airlines, S.A., que en 2007 carecía de consejeros con carácter ejecutivo y en su lugar nombró a una comisión ejecutiva presidida por el presidente del consejo, José Piqué, de carácter independiente, pero delegando en la comisión de “forma permanente las funciones del consejo de administración”.

2. *Facultades delegadas*

Según la Ley de Sociedades de Capital, el consejo de administración es el órgano que asume la administración de la sociedad, pudiendo este delegar la mayor parte de su facultades⁴⁵ en un consejero delegado o en una comisión ejecutiva. Para esto se requiere el voto favorable de las dos terceras partes de los componentes del consejo

3. *¿Qué se entiende por sucesión del CEO?*

El primer criterio que se utilizó para discernir entre sucesiones voluntarias y despidos fue la edad en la que ocurre el relevo. De este modo, Vancil y Puffer y Weintrop se valieron de la edad de 65 como criterio para identificar despidos y separar otras sucesiones debidas a ceses voluntarios y jubilaciones que siguen el curso normal de las organizaciones⁴⁶. Estos últimos autores consideran que ocurre una sucesión de CEO en los casos en que el directivo saliente no ha alcanzado la edad de 64; de este modo, según estos autores, se evita que las sucesiones debidas a jubilaciones causen un efecto que pueda confundir los resultados.

Boeker, por su parte, confió en los juicios de una empresa de investigación de mercados que diferenció entre despidos y sucesiones voluntarias o jubilaciones de forma individualizada para cada una de las empresas de su muestra⁴⁷.

Un análisis más detallado fue llevado a cabo por James y Soref en 1981, y por Shen y Cannella en 2002, que examinaron cada cese de forma individual a través de una minuciosa investigación de noticias de prensa⁴⁸. Por otro lado, Wiersema y Zhang comprobaron que en cada despido había un espacio de tiempo entre la fecha en la que el CEO fue sustituido y la fecha en que el sucesor asumió el cargo que, en media, suponía 3 meses⁴⁹.

Por su parte, los trabajos de Denis y Denis, Denis y Serrano, Kim; Denis, Denis y Sarin, y el de Shen y Cannella, consideraron la edad en el mo-

⁴⁵ Artículo 249: En ningún caso podrán ser objeto de delegación la rendición de cuentas de la gestión social y la presentación de balances de la junta general, ni las facultades que esta conceda al consejo, salvo que fuese expresamente autorizado por ella.

⁴⁶ Vancil, R.F. (1987) y Puffer, S.M. y Weintrop, J.B. (1991).

⁴⁷ Boeker, W. (1992).

⁴⁸ James, D.R. y Soref, M. (1981); Shen, W. y Cannella, A.A. (2002).

⁴⁹ Wiersema, M.F. y Zhang, Y. (2011).

mento de la sucesión y la continuidad en el consejo como requisitos para considerar planificada una sucesión⁵⁰.

Por otro lado, Weisbach clasificó las razones aportadas por las empresas en las que tenía lugar una sucesión de primer ejecutivo tal y como aparecían en las noticias de prensa del *Wall Street Journal*. Tan solo 9 de los 286 ceses figuraron en las noticias como desencadenados por el pobre desempeño. Sin embargo, Weisbach observó que, en su muestra, el bajo rendimiento de la acción precedía a las sucesiones de CEO, concluyendo que las empresas tienden a ocultar la verdadera razón detrás del relevo de máximo ejecutivo⁵¹.

4. Variable dependiente

Para cada una de las 111 empresas objeto de nuestro estudio, se identificaron los cambios de primer ejecutivo, tomando como base el máximo ejecutivo a 31 de diciembre de 2006, hasta final de 2010. Los primeros ejecutivos de cada empresa han sido identificados consultando los informes anuales de gobierno corporativo.

Cada sucesión identificada fue estudiada individualmente utilizando dos fuentes de información: por un lado, las bases de datos de *Dow Jones* (Factiva) nos proporcionaron las noticias de prensa que cubrieron la sucesión del ejecutivo en cuestión; por otro lado, los “Hechos Relevantes” de la CNMV dan cuenta de cada relevo de máximo ejecutivo, si bien su utilidad es menor que las dos fuentes anteriores, debido a la tendencia a ocultar los despidos de altos ejecutivos y a cubrirlos bajo fórmulas eufemísticas.

Con el análisis de ambas fuentes de información se determinaron los cambios forzados de primer ejecutivo atendiendo a los siguientes criterios: a) o bien la empresa o la prensa reconocían la naturaleza del cambio como un despido, b) el cambio tenía lugar en medio de un debate sobre el bajo desempeño de la empresa, c) el relevo se producía inesperadamente y sin el nombramiento de un sucesor.

Siguiendo esta metodología, de las 444 observaciones empresa-año, se identificaron 38 sucesiones de primeros ejecutivos, 69 sucesiones de presidentes y 81 sucesiones de consejeros delegados. La variable dependiente quedó codificada como “1”, en caso de que la empresa experimentara una sucesión en el año considerado, y “0” en caso contrario.

⁵⁰ Shen, W. y Cannella, A.A. (2002); Denis, D.J. y Serrano, J.M. (1996); Denis, D.J. y Denis, D.K. (1995); Denis, D.J. y Denis, D.K. y Sarin, A. (1997); Kim, Y. (1996).

⁵¹ Weisbach, M.S. (1987).

5. Variables explicativas

Composición del consejo

La composición del consejo es medida con el porcentaje de consejeros dominicales en el consejo. Este dato es extraído de los informes anuales de gobierno corporativo de la CNMV. Para los años 2007, 2008, 2009 y 2010, la proporción de dominicales en el consejo era de 43.8%, 42.0%, 42.8% y 42.8% respectivamente.

ROA

El desempeño de la empresa ha sido medido por la rentabilidad de los activos, un indicador común de desempeño a corto plazo. Finkelstein y D'Aveni hacen uso de este indicador financiero ya que se trata de una medida del desempeño calculada como los ingresos netos divididos entre el total de activos⁵². Ballinger y Marcel, al igual que Carpenter, también justifican el uso de este indicador como una medida contable altamente visible y valorada tanto por ejecutivos como por los inversores a los que responden a estos resultados⁵³. Wierseman y Zhang, en su estudio sobre la dimisión del CEO, utilizan el ROA como variable dependiente, al igual que Zhang y Rajagopalan⁵⁴. Los datos de ROA han sido obtenidos de WORLDSCOPE. El valor medio del ROA en la muestra es de 3.4%, con un valor mínimo de -63% y uno máximo de 104%.

Participación del consejo

La participación agregada de los consejeros en el capital de la empresa ha sido obtenida de la información disponible en los informes anuales de gobierno corporativo de la CNMV. La participación media del consejo en el capital es del 27.6%.

Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos

Extraída de los informes anuales de gobierno corporativo. El 22.5% de los consejeros en la muestra son simultáneamente consejeros en otras sociedades cotizadas.

Dualidad

La dualidad es uno de los atributos clave que definen la estructura del consejo. Esta propiedad se refiere a situaciones en que el presidente del con-

⁵² Finkelstein, S. y D'Aveni, R. (1994).

⁵³ Ballinger, G.A. y Marcel, J.J. (2010); Carpenter, M.A. (2002).

⁵⁴ Wierseman, M.F. y Zhang, Y.; Zhang, Y. y Rajagopalan, N. (2010).

sejo ostenta al mismo tiempo el cargo de primer ejecutivo. La dualidad ha sido codificada como “1” si el presidente del consejo ostenta al mismo tiempo el cargo de primer ejecutivo y “0” en caso contrario. Las situaciones de dualidad han sido obtenidas de los informes anuales de gobierno corporativo de la CNMV.

6. Análisis

La tabla 1 muestra las estadísticas descriptivas y correlaciones para las variables utilizadas en este estudio. El modelo de regresión logística (ver Tabla 2) empleado está justificado teniendo en cuenta la naturaleza dicotómica de la variable dependiente.

Tabla 1. Estadísticas descriptivas y correlaciones

Variables	Media	Desviación Típica	1	2	3	4	5	6
1. Despido del primer ejecutivo	0.09	0.28	1					
2. Proporción de consejeros dominicales	42.85	23.41	0.11*	1				
3. ROA de la empresa	3.43	10.47	-0.11*	0.04	1			
4. Porcentaje de acciones ostentadas por el consejo	27.64	26.05	-0.05	0.12**	-0.08	1		
5. Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos	22.48	19.26	0.11*	0.05	0.12*	-0.14**	1	
6. Dualidad presidente-primer ejecutivo	0.38	0.49	0.12**	0.18***	-0.01	0.05	-0.04	1

N= 444 empresas-año. * p < .05 ** p < .01 *** p < .001

7. Resultados

El modelo logístico de efectos aleatorios utilizado para la probabilidad de despido tiene por coeficientes estimados los que aparecen en la tabla 2. En primer lugar, la significatividad del modelo queda asegurada con un valor de la chi cuadrado de Wald de 16,89 (p<.01).

Como se puede ver en la Tabla 2, el coeficiente para la variable “Proporción de consejeros dominicales” es positivo y significativo (p<.05): aumentos

en la proporción de consejos dominados por dominicales aumentan la probabilidad de que el máximo responsable ejecutivo de una compañía sea despedido.

La rentabilidad, medida como el ROA de la empresa en el año en curso, tiene también un efecto significativo ($p < .05$) pero de signo negativo: la probabilidad de despido del primer ejecutivo es menor en empresas de mayor rentabilidad que en empresas menos rentables.

Por su parte, el porcentaje de acciones ostentadas por el total de consejeros no tiene ningún efecto significativo en la probabilidad de despido, aunque el coeficiente resulta negativo.

La proporción de consejeros que pertenecen simultáneamente a otros consejos de empresas cotizadas tiene un efecto significativamente positivo sobre nuestra variable dependiente: cuanto mayor sea la proporción de consejeros con asientos en otros consejos, las posibilidades de despido se incrementan.

Por último, la dualidad presidente-primer ejecutivo, considerada como variable dicotómica que toma el valor “1” en caso de coincidir ambos puestos, y “0” en caso contrario, influye de manera positiva y significativa ($p < .05$).

Tabla 2. Resultados de la regresión logística para la probabilidad de despido del primer ejecutivo

VARIABLES	Modelo 1	
Proporción de consejeros dominicales	0.02*	-0.01
ROA	-0.04*	-0.02
Porcentaje de acciones ostentadas por el consejo	-0.01	-0.01
Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos	0.03*	-0.01
Dualidad presidente-primer ejecutivo	0.85*	-0.4
Constante	-4.60***	-0.82
Log-likelihood	-115	
Wald chi-square	16.89**	

* $p < .05$ ** $p < .01$ *** $p < .001$

Análisis de robustez

Para asegurar la robustez de nuestros resultados hemos realizado otro tipo de análisis. Todos los resultados permanecieron iguales sin producirse ningún cambio.

Hemos testado los modelos m2, m3 y m4 comparándolos con el m1 con el *likelihood ratio test*. El valor del lr-chi2 siempre apunta a que el modelo 1 es el mejor de todos. Nuestro razonamiento para incluir las variables indepen-

dientes del modelo 4 se basa en los modelos de otros autores. Finkelstein y D'Aveni incluyeron en su modelo la clasificación general de la industria⁵⁵; tanto Puffer y Weintrop como Quigley y Hambrick⁵⁶ decidieron añadir como variable para validar su modelo el ROA del año anterior. Por su parte, Boeker y Goodstein⁵⁷ emplearon el porcentaje de la autocartera y, al igual que ellos, descubrimos que hay una gran asociación entre el despido del consejero y todas estas variables.

Por otro lado, los coeficientes de las variables del modelo 4 se han testado individualmente, así como de manera conjunta, a través del Wald Test. El resultado no nos permite rechazar la hipótesis nula comprobando si el coeficiente edad tiene un valor significativamente distinto de 0, o sea, si la edad tiene realmente efecto sobre el hecho de haber participado en alguna manifestación.

En el modelo 2 comprobamos cómo la variable de consejeros independientes no cambia en absoluto los resultados de nuestro primer modelo, confirmando que esa variable no añade información a nuestro modelo inicial.

Tabla 3. Análisis de robustez (I)

Variables	m1	m2	m3
Proporción de consejeros dominicales	0.02*	0.02	0.02*
ROA	-0.04*	-0.04*	-0.05*
Porcentaje de acciones ostentadas por el consejo	-0.01	-0.01	-0.01
Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos	0.03*	0.03*	0.03*
Dualidad presidente-primer ejecutivo	0.85*	0.84*	0.87*
Proporción de consejeros independientes		-0.04	
Año 2008			-0.55
Año 2009			-0.52
Año 2010			-0.55
Constante	-4.60***	-4.41***	4.23***
Wald chi-square	16,89**	16,94**	17,17**

* p < .05 ** p < .01 *** p < .001

⁵⁵ Finkelstein, S. y D'Aveni, R. (1994).

⁵⁶ Puffer, S.M. y Weintrop, J.B. (1991); Quigley, T.J. y Hambrick, D.C. (2012).

⁵⁷ Boeker, W. y Goodstein, J. (1993).

Tabla 4: Análisis de robustez (II)

Variables	m1	m4
Proporción de consejeros dominicales	0.02*	0.02*
ROA	-0.04*	-0.04
Porcentaje de acciones ostentadas por el consejo	-0.01	-0.01
Proporción de consejeros pertenecientes a otros consejos	0.03*	0.03*
Dualidad presidente - primer ejecutivo	0.85*	0.88*
Porcentaje de autocartera		0.09
Clasificación general de la industria		-0.08
ROA del año anterior		-0.01
Constante	-4.60***	-4.46***
Wald chi-square	16.89**	18.54**

* p < .05 ** p < .01 *** p < .001

8. *Discusión*

El trabajo ha sido motivado por la ausencia en la literatura de estudios sobre la sucesión de altos ejecutivos que abordaran la figura del consejero dominical. La importancia de este tipo de consejero ha quedado patente en varios estudios⁵⁸ en los que se llamaba la atención sobre la necesidad de exigir a los consejeros externos la adquisición de paquetes accionariales que objetivaran su interés en la creación de valor para la compañía. A esto hay que añadir las declaraciones de Manuel Conthe, ex presidente de la CNMV, en las que afirmaba en 2007 que “el concepto de consejero dominical, que en México se denomina patrimonial, sólo está consolidado en estos países, aunque acabará imponiéndose en otros en los que, por ahora, sólo existe de forma latente”.

Esta investigación es la primera en mostrar estadísticamente el efecto positivo que los consejeros dominicales pueden tener en el buen gobierno de las sociedades cotizadas, haciendo uso, además, de una base de datos de elaboración propia, con datos hasta ahora no recopilados ni analizados.

Nuestro principal descubrimiento es el referente al efecto de estos consejeros externos en el despido de ejecutivos ineficaces. Estos consejeros no ejecutivos se caracterizan por tener un interés objetivo en la buena marcha de la compañía: la participación significativa en el capital accionario.

⁵⁸ Shen, W. (2005); Hambrick, D.C. y Jackson, E.M. (2000); Hillman, A.; Shroshphire, C.; Certo, S.T.; Dalton, D.R. y Dalton, C.M. (2011); Cannella, B.; Cannella, A.A.; Finkelstein, S. y Hambrick, D.C. (2008).

Estudios como el de Weisbach habían determinado que la proporción de consejeros externos en el consejo incrementaba la probabilidad de despido del CEO⁵⁹; sin embargo, nosotros aportamos que el efecto beneficioso que la presencia de externos en el consejo puede tener en la vigilancia del consejo sobre gestores ineficaces no se debe tanto al carácter independiente de esos consejeros como a su condición de accionistas significativos o a representantes (*stewards*) de esos mismos accionistas.

Otro resultado de nuestra investigación en el mercado español⁶⁰ es el efecto negativo del ROA sobre la probabilidad de despido. Cuanto menor es el ROA del año en curso, la probabilidad del despido del primer ejecutivo aumenta.

Por otra parte, la posesión de acciones por parte de los consejeros no tiene un efecto significativo; esto nos parece razonable y está justificado por el hecho de que existen consejos con muy baja participación en el capital de la empresa pero con una alta representación de consejeros dominicales que, si bien no ostentan elevadas participaciones, sí que lo hacen los accionistas a los que representan. A este respecto resulta muy ilustrativo el caso de Banesto, con una participación del consejo en el capital de la empresa del 0.02% pero con una proporción de dominicales del 21%.

Adicionalmente, nuestro estudio sugiere que otra importante característica de los consejeros tiene efecto en la decisión de despedir: la proporción de consejeros que pertenecen simultáneamente a otros consejos incrementa las posibilidades de rotación del máximo responsable ejecutivo. Los consejeros que ostentan otros asientos en consejos se caracterizan por acumular una mayor experiencia en la evaluación de los altos directivos y es muy posible que hayan participado en otros despidos, con lo que estos consejeros pueden ser más proclives a cesar a ejecutivos en situaciones de bajo desempeño. Otro argumento que encuentra soporte en este resultado es el correspondiente a la diversificación del riesgo que supone para un consejero la presencia en múltiples consejos. El riesgo evidente que supone para un consejero apoyar un pro-

⁵⁹ Weisbach, M.S. (1988).

⁶⁰ Otros trabajos que se han publicado previamente para España, por ejemplo, Fernández Álvarez, A.I.; Gómez-Ansón, S. y Fernández-Méndez, C. (1998), han preferido utilizar el indicador Q- de Tobin para confirmar una relación no lineal entre la participación accionarial y el valor empresarial. Carles Gispert (1998) también estudia la relación entre el bajo desempeño y la probabilidad de cambios en el consejo de administración, sin embargo hemos considerado más atractivo utilizar el ROA como indicador del desempeño a corto plazo ya que se trata de una medida muy común utilizada por muchos otros autores que han escrito sobre los consejos de administración y la figura del CEO, y que se calcula como la división de los ingresos netos entre el total de activos.

ceso de despido del máximo ejecutivo, que en muchos casos suele ser además presidente del consejo, puede ser asumible para consejeros que ejercen su labor en más de un consejo.

Por último, la dualidad del CEO sugiere que en aquellas configuraciones del consejo en las que un mismo ejecutivo asume todas las responsabilidades, tanto ejecutivas como de presidencia del consejo, la posibilidad de ser despedido aumenta. Un presidente-primer ejecutivo no podrá encontrar un chivo expiatorio que justifique su bajo desempeño, por lo que los consejeros que lideren la ofensiva para desplazarlo tendrán razones de mayor peso para justificar su decisión.

Anexo 1

Facultades delegadas en empresas del Ibex 35 en 2010

Empresa	Nombre del Consejero Delegado	Facultades delegadas por el consejo
Abertis	Don Francisco Reymés Massanet Don Salvador Alemany Mas	Todas las delegables de representación, dirección y disposición Todas las delegables de representación, dirección y disposición
Acciona	Don José Manuel Entrecanales Domecq Don Juan Ignacio Entrecanales Franco	Todas las del consejo de administración, salvo las indelegables por ley, con carácter solidario
Accinox	Don Bernardo Velázquez Herreros	Todas las del consejo salvo las indelegables
Bankinter	Cartival, S.A. Doña María Dolores Dancausa Treviño	El vicepresidente tiene atribuida, en virtud de lo acordado por el consejo de administración de 21 de octubre de 2010, la máxima responsabilidad en los ámbitos de estrategia y riesgos La consejera delegada es el responsable de la conducción del negocio y ejerce las máximas funciones gerenciales y ejecutivas de la sociedad
BBVA	Don Ángel Cano Fernández	Ostenta amplios poderes de representación y administración acordes con las características y necesidades del cargo de consejero delegado de la sociedad que ocupa
	Don Francisco González Rodríguez	Ostenta amplios poderes de representación y administración acordes con las características y necesidades del cargo de presidente de la sociedad que ocupa
Endesa	Don Andrea Brentán	Con fecha 30 de junio de 2009, el consejo de administración delegó, a favor del consejero delegado, todas y cada una de las facultades del consejo de administración legal y estatutariamente delegables
FCC	Don Baldomero Falcones Jaquotot	Al Consejero Delegado le corresponderá la efectiva representación y dirección de los negocios de la compañía, de acuerdo siempre con las decisiones y criterios fijados por la Junta General de accionistas y el Consejo de Administración, en los ámbitos de sus respectivas

FCC

competencias. Dentro de la efectiva representación y dirección de los negocios de la compañía se encuentra, a título enunciativo:

- Apoyar al Consejo de Administración en la definición de la Estrategia del Grupo
- Elaborar el Plan de Negocios y los Presupuestos Anuales a someter a la aprobación del Consejo de Administración
- Elaborar y someter a la aprobación del Consejo de Administración o de la Comisión Ejecutiva, según sea su cuantía individual superior, o no, a dieciocho millones de euros, respectivamente, las propuestas de inversiones, desinversiones, créditos, préstamos, líneas de avales o afianzamiento o cualquier otro tipo de facilidad financiera
- El nombramiento y revocación de todo el personal de la compañía, excepción hecha de aquél cuyo nombramiento corresponde al Consejo de Administración, según establece el presente Reglamento. Una vez al año, en la primera sesión de cada ejercicio, el Consejero Delegado informará a los miembros de la Comisión Ejecutiva del grado de cumplimiento real de las previsiones efectuadas, en cuanto a las propuestas de inversión sometidas a la propia Comisión y al Consejo de Administración. El Consejo de Administración, en su sesión de 18 de diciembre de 2007, delegó en D. Baldomero Falcones Jaquotot, con efectos desde el 1 de enero de 2008, sus facultades de diferentes órdenes, como son: facultades financieras, de relaciones con clientes y proveedores, de índole laboral, de administración y disposición, relacionadas con sociedades y asociaciones, de naturaleza jurídica y de orden interno. Con esta delegación se facilita la gestión del Grupo y se agiliza la manifestación externa de la voluntad social

Ferrovial

Don Rafael del Pino y Calvo-Sotelo

Todas las facultades excepto las indelegables por ley o por los estatutos

Don Íñigo Meirás Amusco

Todas las facultades excepto las indelegables por ley o por los estatutos

Empresa	Nombre del Consejero Delegado	Facultades delegadas por el consejo
Ferrovial	Don José María Roger Ezpeleta	Los consejeros delegados, tanto si actúan de forma individualizada como si actúan reunidos de forma colegiada, es decir, en comisión ejecutiva, tienen delegada la facultad de hacer y llevar a cabo cuanto esté comprendido dentro del objeto social, así como ejercitar cuantas facultades no estén expresamente reservadas por ley o por los estatutos sociales al consejo de administración
Gamesa	Don Jorge Calvet Spinatsch	El consejo de administración de Gamesa Corporación Tecnológica, S.A., en su sesión de 8 de octubre de 2009, acordó por unanimidad, previo informe favorable de la comisión de nombramientos y retribuciones, nombrar como presidente del consejo de administración y como consejero delegado a don Jorge Calvet Spinatsch, delegando en él todas las facultades que según la ley y los estatutos sociales corresponden al consejo de administración, excepto las indelegables por ley y estatutos, nombramiento que fue aceptado por el señor Calvet Spinatsch en el mismo acto
Gas Natural	Don Rafael Villaseca Marco	Tiene delegadas amplias facultades de representación y administración acordadas con las características y necesidades del cargo de consejero delegado
Grifols	Don Víctor Grifols Roura	Todas las facultades legal y estatutariamente delegables
Iberdrola	Don José Ignacio Sánchez Galán	El presidente y consejero delegado, como órgano social individual, tiene delegadas todas las facultades legal y estatutariamente delegables
Iberia LAE	Don Antonio Vázquez Romero	Tanto el presidente, máximo ejecutivo de la compañía, como el consejero delegado, tienen delegadas con carácter permanente todas las facultades del consejo de administración salvo las funciones que el consejo ha de ejercer directamente por imperativo legal o estatutario
	Don Rafael Sánchez-Lozano Turmo	Tanto el presidente, máximo ejecutivo de la compañía, como el consejero delegado, tienen delegadas con carácter permanente todas las facultades

		del consejo de administración salvo las funciones que el consejo ha de ejercer directamente por imperativo legal o estatutario.
Inditex	Don Amancio Ortega Gaona	El presidente del consejo de administración tiene delegadas una serie de hasta 20 facultades, cuya descripción y forma de ejercicio se contiene de manera literal en la letra g) de la información adicional incluida en el informe de gestión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 116 bis de la ley del mercado de valores
	Don Pablo Isla Álvarez de Tejera	El vicepresidente primero y consejero delegado del consejo de administración tiene delegadas una serie de hasta 20 facultades, cuya descripción y forma de ejercicio se contiene de manera literal en la letra g) de la información adicional incluida en el informe de gestión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 116 bis de la ley del mercado de valores
Indra Sistemas	Don Javier Monzón de Cáceres Don Regino Moranchel Fernández Don Vicente Garrido Capa	Todas las facultades del consejo, excepto las indelegables según la ley y las indicadas en el art. 5.3 del reglamento del consejo
Metrovacesa	Don Eduardo Paraja Quirós	El consejero delegado ostenta amplio poder de representación y administración acorde con las características y necesidades del cargo que desempeña en la sociedad, con todas las facultades legales y estatutarias delegables del consejo, salvo las legalmente indelegables. Es responsable de la conducción de los negocios de la compañía y ejerce las máximas funciones gerenciales y ejecutivas de la sociedad
Banco Pastor	Don Jorge Gost Grijón Don José María Arias Mosquera	Facultades acordes a las características del cargo que desempeña Todas, excepto las indelegables por ley
Banco Popular	Don Ángel Carlos Ron Güimil	Tiene delegadas todas las facultades del consejo de administración, excepto las legalmente indelegables y las que no pueden ser objeto de delegación conforme a lo establecido en el artículo 5.2 del reglamento del consejo
Prisa	Don Ignacio Polanco Moreno Don Juan Luis Cebrián Echarri	Tiene delegadas todas las facultades del consejo de administración, salvo las indelegables por ley

Empresa	Nombre del Consejero Delegado	Facultades delegadas por el consejo
Red Eléctrica Corporación	Don Luis María Atienza Serna	El consejo de administración de la sociedad, en sesión celebrada el 25 de junio de 2009, acordó, por unanimidad, de conformidad con la propuesta de la comisión de nombramientos, retribuciones y gobierno corporativo (actualmente denominada comisión de gobierno y responsabilidad corporativa)
Sacyr Vallehermoso	Don Luis Fernando del Rivero Asensio	Todas las facultades del consejo salvo las legal o estatutariamente indelegables o las que el consejo retiene para sí, sin posibilidad de delegación conforme a lo previsto en el artículo 5 del reglamento del consejo
	Don Manuel Manrique Cecilia	Todas las facultades del consejo salvo las legal o estatutariamente indelegables o las que el consejo retiene para sí, sin posibilidad de delegación conforme a lo previsto en el artículo 5 del reglamento del consejo
Banco Santander	Don Alfredo Sáenz Abad Don Emilio Botín-Sanz de Sautuola y García de los Ríos	El presidente ejecutivo y el consejero delegado, sin perjuicio de la condición estatutaria de superior jerárquico del banco que corresponde al primero, tienen delegadas las mismas facultades
Técnicas Reunidas	Don José Lladó Fernández-Urrutia	Conforme al artículo 28 de los estatutos sociales, el presidente tendrá todos los poderes del consejo de administración excepto los consignados en el artículo 25 respecto a la elección del presidente y los vicepresidentes. Conforme al artículo 28 de los estatutos sociales los poderes delegados al presidente podrán ser delegados a terceras personas. Del mismo modo, el presidente será considerado como el superior ejecutivo de la sociedad, investido de las atribuciones necesarias para el ejercicio de esta autoridad, incumbiéndole, aparte de otras consignadas en los estatutos, las siguientes funciones: a) velar porque se cumplan los estatutos en toda su integridad y se ejecuten fielmente los acuerdos de la junta general y del consejo de administración. b) ejercer la alta inspección de la sociedad y de todos sus servicios

Anexo 2

Cuadro de sucesiones de primeros ejecutivos entre 2006 y 2011

Empresa:	Corporación Financiera Alba
Año:	2006
Comentarios:	“Barreiro seguirá representado a Alba en los consejos de administración de ACS y Prosegur”
CEO saliente: ⁶¹	Isidro Fernández Barreiro (61) (1994)
CEO entrante:	Santos Martínez-Conde (51) (2006)
Empresa:	FERSA Energías Renovables
Año:	2006
Comentarios:	Sigue como vicepresidente ejecutivo, pero al año siguiente cesa: “En cumplimiento del Código Conthe”
CEO saliente:	Tomás Feliu Bassols () (2000)
CEO entrante:	José María Roger Ezpeleta (46) (2000)
Empresa:	Grupo Empresarial Ence
Año:	2006
Comentarios:	Entrada de un nuevo accionista mayoritario
CEO saliente:	Juan Ignacio Villena () (1993)
CEO entrante:	Juan Luis Arregui (63) (2006)
Empresa:	Grupo Ezentis
Año:	2006
Comentarios:	Cambio accionarial
Motivo del cese según IAGC (B.1.5): ⁶²	“Facilitar el trabajo del nuevo equipo de gestión”
CEO saliente:	Ramón Soler Amaro (66) (2004)
CEO entrante:	Julio López Castaño (41) (2006)
Empresa:	Iberdrola
Año:	2006
Comentarios:	Jubilación
CEO saliente:	Íñigo de Oriol (71) (1975)
CEO entrante:	José Ignacio Sánchez Galán (56) (2001)
Empresa:	Inverpyme
Año:	2006
Comentarios:	“Angels Roqueta abandonó la dirección de la sociedad para encabezar un nuevo proyecto de capital riesgo impulsado por Privat Bank”
CEO saliente:	Angels Roqueta (44)
CEO entrante:	Eugeni Terré (43)

⁶¹ El primer paréntesis contiene la edad a la que el CEO entra o sale del puesto; el segundo, el año de primer nombramiento como vocal del consejo. Si no aparece el año de entrada en el consejo debe entenderse que el primer ejecutivo no es vocal del consejo.

⁶² Solo disponible en los IAGC posteriores a 2006.

Empresa:	Jazztel
Año:	2006
Comentarios:	“Conejos era el último ejecutivo de alto nivel que quedaba de la etapa previa a Pujals”
CEO saliente:	Rafael Conejos (49) (2004)
CEO entrante:	José Miguel García Fernández (44) (2006)

Empresa:	Unipapel
Año:	2006
Comentarios:	Es nombrado Presidente de Honor
CEO saliente:	Ángel Moreno de Tejada () (1976)
CEO entrante:	Juan Antonio Lázaro (61) (1989)

Empresa:	Acerinox
Año:	2007
Comentarios:	Es nombrado Presidente de Honor
CEO saliente:	Victoriano Muñoz Cava (71) (1983)
CEO entrante:	Rafael Naranjo Olmedo (63) (2006)

Empresa:	Bankinter
Año:	2007
Comentarios:	“En el mercado se especulaba con la necesidad de que el banco tome nuevos rumbos”
Motivo del cese según IAGC (B.1.5):	“Motivos personales”
CEO saliente:	Juan Arena (64) (1986)
CEO entrante:	Pedro Guerrero (54) (2000)

Empresa:	Dogi International Fabrics
Año:	2007
Comentarios:	Presiones para ceder funciones ejecutivas
CEO saliente:	Josep Domenech Gimenez (1983)
CEO entrante:	Carlos Jaime Miguel Schroder Quijano (1997)

Empresa:	Enagás
Año:	2007
Comentarios:	Despedido por presiones del Gobierno al ser este el regulador de los ingresos de la compañía
Motivo del cese según IAGC (B.1.5):	“El 24 de enero de 2007 Don Antonio González-Adalid García-Zozaya presentó su renuncia al cargo de Consejero y, en consecuencia, de Presidente, por considerarlo así en interés de la Sociedad, por las razones expuestas en el hecho relevante comunicado a la CNMV en esa misma fecha con el número 75.883”
CEO saliente:	Antonio González-Adalid (57) (2000)
CEO entrante:	Antonio Llardén (56) (2006)

Empresa:	Endesa
Año:	2007
Comentarios:	OPA de Enel y Acciona
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Con la liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones de ACCIONA Y ENEL sobre ENDESA, el accionariado de ENDESA cambia sustancialmente. ENDESA pasa a tener dos accionistas de control, con una participación superior al 92%. El Consejo de Administración respondió con lógica a esta situación, presentando su dimisión el 18 de octubre de 2007 los Consejeros indicados”
CEO saliente:	Manuel Pizarro (56) (1996)
CEO entrante:	José Manuel Entrecanales (44) (2007)

Empresa:	FCC
Año:	2007
Comentarios:	Montes era dominical en representación de B1998, accionista mayoritario. Lo mantienen como presidente no ejecutivo pero al año siguiente lo dejan como simple consejero
CEO saliente:	Rafael Montes Sánchez (68) (1992)
CEO entrante:	Baldomero Falcones (61) (2007)

Empresa:	Funespaña
Año:	2007
Comentarios:	Guerra entre accionistas; no sale del consejo puesto que ostenta más del 20% del capital social
CEO saliente:	José Ignacio Rodrigo Fernández (49) (1995)
CEO entrante:	Juan Antonio Valdivia Gerada () (1995)

Empresa:	Inmofiban
Año:	2007
Comentarios:	Opa lanzada por Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios, S.A.
CEO saliente:	Javier de Zunzunegui de Bernabé () ()
CEO entrante:	Sergio Martínez Herrero (43) (2011)

Empresa:	Metrovacesa
Año:	2007
Comentarios:	Guerra entre accionistas
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Cesa con motivo del Acuerdo de Separación Empresarial y Societaria de fecha 19/2/2007 y una vez liquidada la Reducción de Capital mediante adquisición de acciones propias, prevista en el propio Acuerdo de Separación Empresarial y Societaria”
CEO saliente:	Joaquín Rivero (64) (2002)
CEO entrante:	Jesús García de Ponga (45) (2007)

Empresa:	Natra
Año:	2007
Comentarios:	Fichaje para cambio estratégico. Manuel Moreno, a través de Carafal, es el primer accionista: mantiene la presidencia
CEO saliente:	Manuel Moreno Tarazona (44) (1998)
CEO entrante:	Ignacio Miras Massaguer () (2007)

Empresa:	Natraceutical
Año:	2007
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“José Vicente Pons Andreu renunció a su cargo como consejero el 17 de junio de 2009, sin aportar razones a su renuncia. En el momento de producirse la renuncia su condición era de consejero externo”
CEO saliente:	José Vicente Pons Andreu () (2005)
CEO entrante:	Javier Adsera Gebelli () (2005)

Empresa:	Prisa
Año:	2007
Comentarios:	Muerte
CEO saliente:	Jesús de Polanco (78) (1973)
CEO entrante:	Ignacio Polanco (57) (1993)

Empresa:	Testa Inmuebles en Renta
Año:	2007
Comentarios:	Muerte
CEO saliente:	Pedro Gamero del Castillo (54) (2003)
CEO entrante:	Fernando Rodríguez Avial (57) (2001)

Empresa:	Amper
Año:	2008
Comentarios:	Entrada de CCM y Tvikap en el accionariado y desavenencias con ellos. Era Presidente Ejecutivo, y pasan 3 meses hasta que se nombra un nuevo presidente
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“A petición propia, presentada en el propio Consejo, por motivos personales y profesionales”
CEO saliente:	Enrique Used Aznar (67) ()
CEO entrante:	Manuel Márquez Dorsch (49) (2011)

Empresa:	Biosearch
Año:	2008
Comentarios:	Fusión con Exxentia
CEO saliente:	Jesús Jiménez López (44) ()
CEO entrante:	Juan Carlos de Gregorio Santos (47) (2007)

Empresa:	Cementos Portland Valderrivas
Año:	2008
Comentarios:	Sigue como consejero hasta 2012. Ynzenga no es dominical
CEO saliente:	Jose Ignacio Martínez-Ynzenga (70) ()
CEO entrante:	Dieter Kiefer () (1997)
Empresa:	Cepsa
Año:	2008
Comentarios:	Es nombrado Presidente de Honor
CEO saliente:	Carlos Pérez de Bricio (81) (1978)
CEO entrante:	Dominique de Riberolles () (2008)
Empresa:	Indo Internacional
Año:	2008
Comentarios:	Cottet es nombrado presidente honorífico y Olivella sigue de director general y luego de adjunto al presidente Casaponsa
CEO saliente:	Antonio Olivella Cunill (59) ()
CEO entrante:	Juan Casaponsa (54) (2008)
Empresa:	Inypsa
Año:	2008
Comentarios:	“La sucesión, respaldada por el consejo, coincide con un profundo cambio en la organización de la compañía desde que la ingeniería saltó al mercado continuo, el año pasado. El sucesor queda nombrado con 4 meses de antelación. Puyuelo llevaba desde 2006 vendiendo sus acciones”
CEO saliente:	Javier Gómez Puyuelo (56) (2001)
CEO entrante:	Agustín Jairo González Monje (34) ()
Empresa:	Mobiliaria Monesa
Año:	2008
Comentarios:	Continuó 2 meses como Presidente no ejecutivo. “Relevo en las funciones ejecutivas debido a las pérdidas”. Seguidamente, salió del consejo
Motivo del cese según IAGC (B.1.5):	“Por motivos profesionales, manifestados en el propio Consejo de Administración en su última sesión como tal”
CEO saliente:	Pedro Perelló Pons () (1987)
CEO entrante:	Tomás Termens Navarro () (2002)
Empresa:	Sotogrande
Año:	2008
Comentarios:	“Por motivos personales”. No se nombra sucesor y se asegura que “Sotogrande tiene su propio presidente y todo sigue en marcha a nivel de decisiones”
CEO saliente:	Gustavo Gabarda (46) (1997)

Empresa:	Biosearch
Año:	2009
Comentarios:	“Por motivos personales, mientras que la empresa ha reconocido un deterioro en su fondo de comercio que se traducirá en unas pérdidas netas de entre 5 y 7 millones”
CEO saliente:	Juan Carlos de Gregorio Santos (48) ()
CEO entrante:	José María Roset Monrós ()

Empresa:	Bodegas Bilbaínas
Año:	2009
Comentarios:	“Profesionalización de la gestión”
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Jubilación”
CEO saliente:	Magín Raventós Saenz () (2004)
CEO entrante:	Javier Pagés (52) (2006)

Empresa:	Deoleo
Año:	2009
Comentarios:	Guerra de accionistas
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Cesado en Junta”
CEO saliente:	Jesús Ignacio Salazar Bello (58) (1990)
CEO entrante:	Mariano Pérez Claver (54) (2009)

Empresa:	Dogi International Fabrics
Año:	2009
Comentarios:	Continúa como consejero, pero un año después dimite de vocal por desavenencias con la familia Domenech
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Tal y como informó la compañía mediante un Hecho Relevante, el Sr. Schroeder, con fecha 10/11/2008 presentó su baja voluntaria como Consejero Delegado en la reunión mantenida por el Consejo de Administración en esa fecha. Una vez considerada como acabada la etapa de reestructuración y reorganización en Asia y en España, el Sr. Schroeder sigue vinculado al Grupo como Consejero”
CEO saliente:	Carlos Schroeder (56) (1997)
CEO entrante:	Jorge Torras () (2000)

Empresa:	Endesa
Año:	2009
Comentarios:	Adquisición de la participación de Acciona
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Salida de Acciona, S.A. del capital de Endesa, S.A”
CEO saliente:	José Manuel Entrecanales (46) (2007)
CEO entrante:	Borja Prado (53) (2007)

Empresa:	Gamesa
Año:	2009
Comentarios:	Por motivos personales, pero entremedias de incipientes cambios regulatorios que afectarán a la compañía
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Razones personales”
CEO saliente:	Guillermo Ulacia (55) (2005)
CEO entrante:	Jorge Calvet (51) (2005)

Empresa:	Grupo Ezentis
Año:	2009
Comentarios:	Cambio accionarial
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Toma la decisión de dimitir una vez que se ha culminado la entrada en el capital de TSS Luxembourg”
CEO saliente:	Julio López Castaño () (2006)
CEO entrante:	Pablo Calvo Delgado () (2009)

Empresa:	Iberia LAE
Año:	2009
Comentarios:	Desacuerdos con el núcleo duro del consejo en torno a la fusión con BA
CEO saliente:	Fernando Conte (59) (2001)
CEO entrante:	Antonio Vázquez (57) (2009)

Empresa:	Iberpapel
Año:	2009
Comentarios:	Jubilación
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Renuncia al cargo”
CEO saliente:	Jaime Echevarría Abona (83) (1997)
CEO entrante:	Íñigo Echevarría Canales (54) (1997)

Empresa:	La Seda de Barcelona
Año:	2009
Comentarios:	Escándalo
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“La Junta Ordinaria de Accionistas, celebrada el 8 de agosto de 2009, acordó promover una acción de responsabilidad social contra D. Rafael Español, con origen, entre otras, en las operaciones formalizadas con la entidad Jatrol y con determinadas entidades rusas y tunecinas. Como consecuencia de dicho acuerdo, el Sr. Rafael Español quedó destituido como miembro del Consejo de Administración de la Compañía”
CEO saliente:	Rafael Español Navarro (64) (1993)
CEO entrante:	José Luis Morlanes Galindo (47) (2001)

Empresa:	Metrovacesa
Año:	2009
Comentarios:	Guerra entre accionistas
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Derivado del proceso de reestructuración accionarial de la Sociedad”
CEO saliente:	Jesús García de Ponga (47) (2007)
CEO entrante:	Eduardo Paraja (48) (2009)

Empresa:	Mobiliaria Monesa
Año:	2009
Comentarios:	“Cambio por sorpresa tras ganar un pleito a Nozaleda”
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Por motivos profesionales derivados de los acuerdos de integración con el Grupo GVC”
CEO saliente:	Tomás Termens Navarro () (2002)
CEO entrante:	Jordi García Cirera () (2009)

Empresa:	Natra
Año:	2009
Comentarios:	Cese tras fracasar la integración con otra empresa
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Tras su cese como Consejero Delegado, debido a la reestructuración organizativa de la Sociedad, presentó su dimisión como Consejero en octubre de 2009”
CEO saliente:	Ignacio Miras Massaguer () (2007)
CEO entrante:	Manuel Moreno Tarazona (46) (1998)

Empresa:	Tubos Reunidos
Año:	2009
Comentarios:	Jubilación
CEO saliente:	Javier Deniz (65) (1999)
CEO entrante:	Luis Fernando Noguera de Erquiaga () (2005)

Empresa:	Zardoya Otis
Año:	2009
Comentarios:	Continúa de presidente. La renovación de la cúpula directiva tiene lugar a la vez que un expediente de regulación de empleo y una caída de ventas del 35% en el primer trimestre, acumulada a la caída de ventas del año anterior
CEO saliente:	Mario Abajo (65) (1985)
CEO entrante:	Pedro Sainz (48) (2008)

Empresa:	Acerinox
Año:	2010
Comentarios:	Sigue de Presidente del Consejo de Administración y preside la Comisión Ejecutiva
CEO saliente:	Rafael Naranjo Olmedo (66) (2002)
CEO entrante:	Bernardo Velázquez Herreros (46) (2010)

Empresa:	Amper
Año:	2010
Comentarios:	“Un nuevo camino profesional”; “Falta de confianza en su gestión, por parte de Tvikap y CCM”; “Incumplimiento de los objetivos”
Motivo del cese según IAGC (B.1.5):	“Cese de su relación profesional con la sociedad el 26 de julio de 2010”
CEO saliente:	Manuel Márquez Dorsch (51) (2003)
CEO entrante:	Alfredo Redondo (49) (2010)

Empresa:	Azkoyen
Año:	2010
Comentarios:	“Pérdidas cuantiosas en 2009 tras la compra de una empresa alemana, con el objetivo de diversificar”
CEO saliente:	José Miguel Zugaldia Ainaga (52) ()
CEO entrante:	Eduardo Unzu Martínez (46) ()

Empresa:	Banesto
Año:	2010
Comentarios:	Fichaje
Comentarios:	“[...] renunciando igualmente a sus cargos de Presidente del Consejo de Administración y miembro y Presidente de la Comisión Ejecutiva, así como a las facultades que le fueron en su día concedidas, motivada por su nombramiento como Consejera Delegada de Santander UK Plc”
CEO saliente:	Ana Patricia Botín (50) (2002)
CEO entrante:	José Antonio García Cantera (44) (1989)

Empresa:	Cie Automotive
Año:	2010
Comentarios:	Cede las funciones ejecutivas pero sigue como vicepresidente 2º, primero como ejecutivo, y luego cesa de la comisión ejecutiva y queda como “otro externo”
CEO saliente:	Ignacio Martín San Vicente (55) (2002)
CEO entrante:	Antonio María Pradera () (2002)

Empresa:	Grupo Ezentis
Año:	2010
Comentarios:	Nombrado en condición de interino
CEO saliente:	Pablo Calvo Delgado () (2009)
CEO entrante:	Mario Armero Montes (52) (2010)

Empresa:	Viscofán 2010
Año:	Jubilación
Comentarios:	Dedicación a temas personales tras una larga trayectoria
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	como Presidente del Consejo de Viscofan y una vinculación y dedicación total a la compañía desde su fundación en 1975
CEO saliente:	Jaime Echevarría (84) (1975)
CEO entrante:	José Domingo de Ampuero (60) (2009)

Empresa:	Deoleo
Año:	2011
Comentarios:	Fichaje en NH
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	Cede las funciones ejecutivas y pasa a presidir la Comisión Ejecutiva, creada <i>ad hoc</i>
CEO saliente:	Mariano Pérez Claver (56) (2009)
CEO entrante:	Jaime Carbo Fernández (50) (2011)

Empresa:	Dogi International Fabrics
Año:	2011
Comentarios:	Cede el puesto de primer ejecutivo al nuevo cargo de director general, pero sigue como consejero a través de una sociedad. El cese se produce tras un pacto entre minoritarios y con referencias a los malos resultados
CEO saliente:	Jorge Torras () (2004)
CEO entrante:	Ignacio Mestre (46)

Empresa:	Duro Felguera
Año:	2011
Comentarios:	“Su dimisión abre paso a una nueva etapa en la compañía en la que Juan Gonzalo Álvarez Arrojo, principal accionista y cuya estrategia de control empezó a fraguarse ya en el año 2005, no sólo ha reforzado su poder en el consejo, donde contará con cuatro consejeros afines, uno más que hasta ahora, sino que ha logrado tomar las riendas del grupo al colocar a Ángel Antonio del Valle como hombre fuerte del grupo”
CEO saliente:	Juan Carlos Torres Inclán (60) (1900)
CEO entrante:	Ángel Antonio del Valle (49) (2011)

Empresa:	Grupo Ezentis
Año:	2011
Comentarios:	Desacuerdo con accionistas
Motivo del cese según IAGC (B.1.5.):	“Renuncia por motivos personales”
CEO saliente:	Mario Armero Montes (53) (2010)
CEO entrante:	Manuel García-Durán de Bayo () (2011)

	<p>Empresa: Inditex Año: 2011 Comentarios: “Sucesión planificada” CEO saliente: Amancio Ortega (75) (1985) CEO entrante: Pablo Isla (47) (2005)</p>
	<p>Empresa: Indo Internacional Año: 2011 Comentarios: “El anuncio llega tres semanas después de conocerse los resultados semestrales de la compañía, que, pese a reducir las pérdidas, ha visto hundirse un 41% la facturación” Motivo del cese según IAGC (B.1.5.): “Motivos de índole privada y profesional” CEO saliente: Juan Casaponsa (57) (2008) CEO entrante: Juan Sabría (48) (2011)</p>
	<p>Empresa: Mobiliaria Monesa Año: 2011 Comentarios: Enfermedad Motivo del cese según IAGC (B.1.5.): “No presentó la referida comunicación, atendido que el cese se produjo con motivo de su delicado estado de salud” CEO saliente: Jordi García Cirera () (2009) CEO entrante: Francisco Guinart () (1987)</p>
	<p>Empresa: Natra Año: 2011 Comentarios: “Malos resultados. Relevo en la cúpula para dar a entender un nuevo rumbo estratégico. En un primer momento, el poder lo asumió una comisión delegada, presidida por una independiente; unos meses más tarde entra Egaña a la presidencia y Beitia de consejero delegado” CEO saliente: Manuel Moreno Tarazona (48) (1998) CEO entrante: Mikel Beitia Larrañaga (41) (2011)</p>
	<p>Empresa: Natraceutical Año: 2011 Comentarios: “Motivos personales para emprender nuevos proyectos profesionales y reducir costes asignados al equipo directivo” CEO saliente: Javier Adsera Gebelli (48) (2005) CEO entrante: François Gaydier (52) (2008)</p>
	<p>Empresa: NH Hoteles Año: 2011 Comentarios: “Cese forzado por accionistas” CEO saliente: Burgio Gabriele (57) (1993) CEO entrante: Mariano Pérez Claver (56) (2011)</p>

Empresa: Sacyr
Año: 2011
Comentarios: Guerra entre accionistas
CEO saliente: Luis del Rivero (61) (2002)
CEO entrante: Manuel Manrique (57) (2004)

Empresa: Vidrala
Año: 2011
Comentarios: Jubilación. Es nombrado consejero en la categoría de “otros externos”
CEO saliente: Javier Gutiérrez Martínez de Compañón (64)
CEO entrante: Gorka Schmitt (42)

BIBLIOGRAFÍA

Ballinger, Gary A. y Marcel, Jeremy J. (2010), "The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 31, n° 3, pp. 262-283.

Beckman, Christine M. y Haunschild, Pamela R. (2002), "Network Learning: The Effects of Partners' Heterogeneity of Experience on Corporate Acquisitions", *Administrative Science Quarterly*, vol. 47, n° 1, pp. 92-124.

Berle, Adolf A. y Means, Gardiner C. (1991), *The Modern Corporation and Private property*, Transaction Publishers, New Brunswick.

Boeker, Warren (1992), "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top", *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, n° 3, pp. 400-421.

Boeker, Warren y Goodstein, Jerry (1993), "Performance and Successor Choice: the Moderating Effects of Governance and Ownership", *Academy of Management Journal*, vol. 36, n° 1, pp. 172-186.

Boyd, Bryan K. (1995) "CEO Duality and Firm Performance: a contingency model", *Strategic Management Journal*, vol. 16, pp. 301-312.

Cannella, Albert A. y Shen, Wei (2001), "So Close and Yet so Far: Promotion Versus Exit for Ceo Heirs Apparent", *Academy of Management Journal*, vol. 44, n° 2, pp. 252-270.

Cannella, Bert; Cannella, Albert A; Finkelstein, Sidney y Hambrick, Don C. (2009), *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*, Oxford University Press, Nueva York.

Carpenter, Mason A. (2002), "The Implications of Strategy and Social Context for the Relationship between Top Team Management Heterogeneity and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 275-284.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2011), Informe Anual de Gobierno Corporativo de las compañías del IBEX 35: Ejercicio 2010.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2006), *Código Unificado de Buen Gobierno*.

Dalton, Dan R.; Daily, Catherine M.; Ellstrand, Allan E. y Johnson, Jonathan L. (1998), "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 3, pp. 269-290.

Davis, Charles E. (1996). 'Perceived security threats to today's accounting information systems: a survey of CISAs', *IS Audit & Control Journal*, vol. 3, pp. 38-41.

Denis, David J. y Denis, Diane K. (1995), "Performance Changes Following Top Management Dismissals", *Journal of Finance*, vol. 50, n° 4, pp. 1029-1057.

Denis, David J.; Denis, Diane K. y Sarin, Atulya (1997), "Ownership structure and top executive turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 45, n° 2, pp. 193-222.

Denis, David J. y Serrano, Jan M. (1986), "Active investors and management turnover following unsuccessful control contests", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, pp. 239-266.

Eisenhardt, Kathleen M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, vol. 14, n° 1, pp. 57-74.

Eguidazu Mayor, Santiago (1999), *Creación de valor y gobierno de la empresa en España*, AB Asesores Morgan Stanley Dean Witter, Madrid.

Fama, Eugene F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, pp. 288-307.

Fama, Eugene F. y Jensen, Michael C. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law & Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 301-326.

Fernández Álvarez, Ana Isabel; Gómez-Ansón, Silvia y Fernández-Méndez, Carlos (1998), "El papel supervisor del Consejo de Administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, vol. XXII, n° 3, pp. 501-516.

Finkelstein, Sidney y D'Aveni, Richard (1994), "Ceo Duality as a Double-Edged Sword: how Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command", *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 5, pp. 1079-1108.

Finkelstein, Sidney; Hambrick, Donald C. y Cannella, Albert A. Jr. (2009), *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*, Strategic Management Series, Oxford University Press, Nueva York.

Fredrickson, James W.; Hambrick, Donald C. y Baumrin, Sara (1988), "A Model of CEO Dismissal", *Academy of Management Review*, vol. 13, n° 2, pp. 255-270.

Fundación de Estudios Financieros (2011), *Observatorio de Gobierno Corporativo 2010*.

Geletkanycz, Marta A. y Boyd, Brian K. (2011), "Ceo Outside Directorships and Firm Performance: a Reconciliation of Agency and Embeddedness Views", *Academy of Management Journal*, vol. 54, n° 2, pp. 335-352.

Gispert, Carles (1998), "Board Turnover and Firm Performance in Spanish Companies", *Investigaciones Económicas*, vol. XXII, n° 3, pp. 517-536.

Greene, William N. (2008), *Econometric analysis*, Pearson/Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J.

Grusky, Oscar (1959), "Role conflict in organizations: A study of prison officials", *Administrative Science Quarterly*, vol. 3, pp. 463-467.

Grusky, Oscar (1960), "Administrative succession in formal organizations", *Social Forces*, vol. 39, pp. 105-115.

Grusky, Oscar (1961), "Corporate size, bureaucratization, and managerial succession", *American Journal of Sociology*, vol. 67, pp. 263-269.

Grusky, Oscar (1963), "Managerial succession and organizational effectiveness", *American Journal of Sociology*, vol. 69, pp. 21-31.

Grusky, Oscar (1964a), "Reply to scapegoating in baseball", *American Journal of Sociology*, vol. 70, pp. 72-76.

Grusky, Oscar (1964b), "The effects of succession: A comparative study of military and business organizations", en Janowitz, Morris (ed.), *The new military*, Russell Sage Foundation, Nueva York.

Grusky, Oscar (1969), "Succession with an ally", *Administrative Science Quarterly*, vol. 14, pp. 155-170.

Hambrick, Douglas C. y Jackson, Eric M. (2000), "Outside directors with a stake: The linchpin in improving governance", *California Management Review*, vol. 42, n° 4, pp. 108-127.

Hillman, Amy J; Shropshire, Christine; Certo, Samuel Trevis; Dalton, Dan R. y Dalton, Catherine M. (2011), "What I Like About You: A Multilevel Study of Shareholder Discontent with Director Monitoring", *Organization Science*, vol. 22, n° 3, pp. 675-687.

Huson, Mark R.; Parrino, Robert y Starks, Laura T. (2001), "Internal Monitoring Mechanisms and CEO Turnover: A Long-Term Perspective", *Journal of Finance*, vol. 56, n° 6, pp. 2265-2297.

James, David R. y Soref, Michael (1981), "Profit Constraints on Managerial Autonomy: Managerial Theory and the Unmaking of the Corporation President", *American Sociological Review*, vol. 46, n° 1, pp. 1-18.

Jensen, Michael C. y Meckling, William H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.

Kim, Yungsam (1996), "Long-term firm performance and chief executive turnover: an empirical study of the dynamics", *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 12, n° 2, pp. 480-496.

Klein, April (1998), *Affiliated Directors: Puppets of Management or Effective Directors?*, Leonard N. Stern School of Business, Nueva York University, Nueva York.

Kosnik, Robert D. (1987), "Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance", *Administrative Science Quarterly*, vol. 32, n° 2, pp. 163-185.

Lorsch, Jay W. y MacIver, Elizabeth (1989), *Pawns or potentates: the reality of America's corporate boards*, Harvard Business School Press, Boston.

Mace, Myles L. (1986), *Directors, myth and reality*, Harvard Business School Press, Boston.

Mallette, Paul y Fowler, Karen L. (1992), "Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills"", *Academy of Management Journal*, vol. 35, n° 5, pp. 1010-1035.

Macey, Jonathan R. y O'Hara, Maureen (2003), "The Corporate Governance of Banks", *Economic Policy Review*, vol. 9, n° 1, pp. 91-108.

Main, Brian G.M.; O'Reilly, Charles A. III y Wade, James (1993), "Top Executive Pay: Tournament or Teamwork?", *Journal of Labor Economics*, vol. 11, n° 4, pp. 606-628.

Masulis, Ronald W. y Mobbs, Shawn (2011), "Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market", *The Journal of Finance*, vol. 66, n° 3, pp. 823-872.

Mateu de Ros, Rafael (2007), "Los consejeros dominicales y el gobierno de la empresa", *Universia Business Review*, vol. 16, pp. 10-21.

McClain, Guy (2011), "The Impact of Outside Director Equity Holdings On The Mix Of Outside Director Compensation", *Journal of Applied Business Research*, vol. 27, n° 2, pp. 63-73.

Muth, Melinda M. y Donaldson, Lex (1998), "Stewardship Theory and Board Structure: a contingency approach. Corporate Governance", *An International Review*, vol. 6, n° 1, pp. 5.

Nguyen, Bang Dang (2011), "Ownership Structure and Board Characteristics as Determinants of CEO Turnover in French-Listed Companies", *Finance*, vol. 32, n° 2, pp. 53-89.

Ocasio, William (1994), "Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990", *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, n° 2, pp. 285-312.

Parrino, Robert (1997), "CEO turnover and outside succession. A cross-sectional analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, n° 2, pp. 165-197.

Puffer, Sheila M. y Weintrop, Joseph B. (1991), "Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations", *Administrative Science Quarterly*, vol. 36, n° 1, pp. 1-19.

Quigley, Timothy J. y Hambrick, Donald C. (2012), "When the Former Ceo Stays on as Board Chair: Effects on Successor Discretion, Strategic

Change, and Performance”, *Strategic Management Journal*, vol. 33, pp. 834-859.

Salancik, Gerald R. y Pfeffer, Jeffrey (1980), “Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations”, *Academy of Management Journal*, vol. 23, n° 4, pp. 653-664.

Shen, Wei (2005), “Improve Board Effectiveness: the Need for Incentives”, *British Journal of Management*, vol. 16, n° 1, pp. 81-89.

Shen, Wei y Cannella, Albert A. (2002), “Power Dynamics within Top Management and their Impacts on Ceo Dismissal Followed by Inside Succession”, *Academy of Management Journal*, vol. 45, n° 6, pp. 1195-1206.

Shleifer, Andrei y Vishny, Robert W. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 737-783.

Sundaramurthy, Chamu y Lewis, Marianne (2003), “Control and Collaboration: Paradoxes of Governance”, *Academy of Management Review*, vol. 28, n° 3, pp. 397-415.

Sundaramurthy, Chamu; Mahoney, James M. y Mahoney, Joseph T. (1997), “Board Structure, Antitakeover Provisions, and Stockholder Wealth”, *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 3, pp. 231-245.

Tricker, Bob (2009), *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, Oxford.

Useem, Michael (1984), *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U.K.*, Oxford University Press, Nueva York.

Vancil, Richard F. (1987), *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*, Harvard Business School Press, Boston.

Walsh, James P. y Seward, James K. (1990), “On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms”, *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, pp. 421-458.

Weisbach, Michael Steven (1988), “Outside directors and CEO turnover”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 431-460.

Westphal, James D. (1999), “Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of Ceo-Board Social Ties”, *Academy of Management Journal*, vol. 42, n° 1, pp. 7-24.

Wiersema, Margarethe F. y Zhang, Yang (2011), “CEO Dismissal: The role of investment analysts”, *Strategic Management Journal*, vol. 32, n° 11, pp. 1161-1182.

Zhang, Yang y Rajagopalan, Nandini (2010), “Once an Outsider, Always an Outsider? Ceo Origin, Strategic Change, and Firm Performance”, *Strategic Management Journal*, vol. 31, pp. 334-346.