
Causas del fracaso de un CEO: mapa de un debate (y II). Factores exógenos

Causes of Failure of a CEO: Map of a Discussion (and II). Exogenous Factors

RECIBIDO: 14 DE MAYO DE 2009 / ACEPTADO: 9 DE DICIEMBRE DE 2009

GUIDO STEIN

Profesor adjunto del departamento de Dirección de Personas en las Organizaciones del IESE
GStein@iese.edu

JAVIER CAPAPÉ

Estudiante de postgrado y profesor asistente del Departamento de Economía de la Universidad Carlos III de Madrid
jcapape@eco.uc3m.es

Resumen: El fracaso del Chief Executive Officer (CEO) se ha estudiado abundantemente en la literatura. El artículo ordena y clasifica los factores que conducen al fracaso de los CEOs entre aquellos en los que puede intervenir el CEO (endógenos) y aquellos que le vienen dados (exógenos). El enfoque y la metodología de la agencia resultan insuficientes para comprender este complejo proceso en las organizaciones debido a la simplificación excesiva sobre la naturaleza humana y la fuerte dependencia de la modelización matemática. En esta segunda parte nos centraremos en el análisis de los factores exógenos.

Palabras clave: CEO, Retribución, Gobierno Corporativo.

Abstract: CEOs failure has received special attention throughout literature. We shed some light into this complex issue by ordering and classifying the main factors which drive CEOs to fail. We separate between those which could be changed by CEOs (endogenous) and others that are given (exogenous). The agency's approach and method become inadequate to understand this organization's complex process due to very simple assumptions on human being and strong dependence on math models. In this second part we will focus on the analysis of exogenous factors.

Keywords: CEO, Turnover, Corporate Governance.

En la primera parte de este artículo examinamos los factores endógenos que pueden conducir al fracaso del CEO¹. Se trata de variables sobre las que puede intervenir el propio CEO: puede decidir sobre la participación en el capital de la compañía, puede tomar parte o no en el proceso de selección de los miembros del consejo, de su sucesor, y puede desarrollar las competencias de liderazgo que se espera del CEO de una compañía.

Sin embargo, hay otros factores que pueden contrarrestar los esfuerzos realizados. Parrino enuncia varios y examina la influencia que tiene la presencia de un sustituto externo capacitado para dirigir la compañía sobre la decisión de destituir al CEO. Añade otras variables: la composición del consejo de administración, la capacidad de control del consejo o el tipo de industria en que se desarrollan los cambios². Además de estas variables, nosotros añadimos el análisis del impacto que tienen la edad del CEO o la antigüedad del mandato, el marco regulatorio de la industria, la presencia de consejeros pluriempleados o el tamaño de la entidad sobre la rotación del CEO.

Resulta razonable pensar que el principal motivo exógeno de cese de un CEO por parte del consejo de administración de la entidad sean sus malos resultados³ o el incumplimiento de los objetivos establecidos, pero como ya hemos mencionado, esta fuente de explicación no es suficiente. Sin embargo, la definición de esas medidas del rendimiento de las entidades no es trivial. De hecho, la disparidad de medidas utilizadas por los consejos de administración para conocer el comportamiento de sus entidades nos lleva a concluir que no se ha llegado a un acuerdo sobre qué efecto tiene la utilización de variables contables o variables de mercado sobre la rotación del CEO⁴.

2.1. FACTORES DEMOGRÁFICOS

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

Otros autores se han detenido en esta variable tratando de extraer infor-

¹ Stein, G. y Capapé, J. (2010).

² Parrino, R. (1997).

³ D'Aveni, R.A. y Hambrick, D.C. (1989).

⁴ Brickley, J.A. (2003).

mación relevante sobre el fracaso del CEO. Las conclusiones apuntan en los dos sentidos: unos estudios concluyen que las entidades con CEOs jóvenes tienen tasas de rotación del CEO más altas⁵; otros, en cambio, encuentran una relación significativa y positiva entre edad y rotación⁶. En cuanto a Vancil, que introduce la edad como una variable explicativa de la rotación del CEO, concluye que los CEO salientes designan a su sucesor condicionados por la edad de éste: procuran que el sucesor en el momento de la transición disponga, al menos, de diez años de mandato hasta el momento previsto de jubilación⁷. Por su parte, Brickley sugiere que la variable edad no ha sido analizada en profundidad y se plantea qué efectos o relaciones se establecen entre la edad de jubilación y el sucesor de una compañía⁸.

Dentro de la literatura que ha estudiado la influencia de la duración de los mandatos en la continuación del CEO en el puesto encontramos dos escuelas diferentes: la teoría de circulación del poder pronostica conflictos entre las elites que aumentan la presión sobre el orden establecido y, en consecuencia, sobre el CEO⁹. Por otro lado, la institucionalización del poder explica la capacidad que tiene el CEO para perpetuar dicho poder¹⁰. Una de las vías que permite esta institucionalización es la lealtad que se establece entre los directores del consejo de administración fichados por el CEO y el CEO mismo¹¹. Esta institucionalización del poder permite a los CEOs alargar los mandatos aun en presencia de resultados negativos¹². También cabe entender que la figura del CEO exitoso en el tiempo incorpora un valor añadido a la entidad en la relación con los clientes, los reguladores o los proveedores que resulta de difícil transmisión al CEO entrante. Además, los vínculos de lealtad dentro de la entidad son claros: cuanto más amplio sea el mandato del CEO mayor probabilidad de incorporar directores al consejo y, por tanto, mayor poder del CEO sobre la decisión de su destitución¹³.

⁵ Morck, E.; Schleifer, A. y Vishny, R. (1988).

⁶ Weisbach, M.S. (1988); Barro, J.R. y Barro, R.J. (1990); Murphy, K. y Zimmerman, J.L. (1993); Goyal, V. y Park, C. (2002).

⁷ Vancil, R.F. (1987).

⁸ Brickley, J.A. (2003).

⁹ Selznick, P. (1957); Michels, R. (1962); Pareto, V. (1968).

¹⁰ Pfeffer, J. (1981).

¹¹ Wade, J.; O'Reilly, C.A. y Chandratat, I. (1990).

¹² Ocasio, W. (1994).

¹³ Siguiendo a Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988); Boeker, W. (1992); Cannella, A.A. y Shen, W. (2001); Lehn, K.M. y Zhao, M. (2006).

Hambrick y Mason iniciaron el análisis de la repercusión que tienen los factores demográficos observables de los altos ejecutivos: las diferencias de edad, formación o procedencia¹⁴. En esa línea de investigación también se ha tratado de relacionar tal diversidad con innovación, diversificación y resultados económicos de la compañía¹⁵. El trasfondo teórico indica que diversos enfoques del entorno estratégico llevan a una actuación mejor, más racional¹⁶. Sin embargo, como en el caso examinado de los consejos de administración numerosos, también la diversidad puede generar conflictos¹⁷, ralentizar la toma de decisiones y dificultar el consenso sobre la estrategia a seguir¹⁸. O'Reilly, Wagner y Pfeffer desarrollaron un estudio sobre 31 empresas del *Fortune* 500 utilizando el concepto de distancia demográfica. Basándose en la similitud de edades y años en la compañía, concluyeron que en un nivel individual (en un caso de conflicto) tiene más probabilidades de ser destituido aquél que tiene más años y una diferencia de edad más amplia con respecto al resto del grupo¹⁹. También Finkelstein y Hambrick utilizan estas variables “demográficas” de los miembros de la alta dirección de las compañías para tratar de entender la toma de decisiones estratégicas de los ejecutivos²⁰.

Un factor exógeno al CEO que ha recibido atención en la literatura son las características del CEO saliente de la compañía²¹. Entre las variables que pueden alterar esta relación, Fredrickson, Hambrick y Baumrin describen cuatro canales de influencia del CEO saliente sobre el nuevo que incrementan la probabilidad de un despido pronto del último: (a) la duración del mandato: por las explicaciones que ya hemos visto sobre lealtad del consejo, y por

¹⁴ “Upper-echelon Theory”, en Hambrick, D.C. y Mason, P.A. (1984).

¹⁵ Kisfalvi, V. y Pitcher, P. (2003).

¹⁶ Simons, T.; Pelled, L.H. y Smith, K.A. (1999).

¹⁷ Ocasio, W. (1994) y Pfeffer, J. (1981).

¹⁸ Kisfalvi, V. y Pitcher, P. (2003).

¹⁹ O'Reilly III, Ch.A.; Wagner, W.G. y Pfeffer, J. (1984).

²⁰ Finkelstein y Hambrick, D.C. (1990). Con anterioridad a este enfoque de la estrategia centrado en la alta gestión existía otra corriente teórica que negaba la influencia de la discrecionalidad de las decisiones de los gestores sobre la marcha de la compañía. La estrategia era resultado, más bien, de fuerzas ajenas a los gestores y surgía como una respuesta al ambiente o a las fuerzas inerciales que rodean a una entidad en una determinada industria. Lieberman, S. y O'Connor, J. (1972); Hannan, M.T y Freeman, J. (1977) y Pfeffer, J. y Salancik, G.R (1978). Como explican Jensen, M.C. y Zajac, E.J. (2004), existe una visión alternativa a esta teoría de elites dentro de la teoría de la agencia, que obvia los factores demográficos y se centra en los conflictos de interés que se dan entre cada agente (identificado con su posición estructural en la entidad: CEO, consejero outsider, consejero insider) y el principal.

²¹ Reinganum, M.R. (1985); Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988); Cannella, A.A. y Shen, W. (2001); Conger, J.A. y Nadler, D.A. (2004).

las posibles comparaciones que se pueden establecer entre ambos; (b) los motivos que han provocado su salida de la entidad: el CEO entrante encuentra más presión cuando el CEO anterior ha sido despedido que cuando éste se marchó a dirigir otra compañía y el consejo entiende que el puesto que ellos ofrecen se ha juzgado como inferior; (c) si mantiene su presencia en la entidad (con una silla en el consejo, como consultor o de cualquier otro modo) se entiende que la supervisión sobre el recién llegado es exigente y el mercado no valora estas sucesiones²²; (d) si ha sido el fundador de la compañía²³, es probable que aúne los tres canales anteriores y aumenten así las probabilidades de despido del CEO sucesor²⁴.

2.2. TAMAÑO Y ANTIGÜEDAD DE LAS ENTIDADES

La sucesión en el cargo del CEO tiene repercusiones sobre la riqueza de los accionistas. Numerosos artículos han evaluado el impacto que la sucesión de un CEO tiene en el valor de las acciones de la empresa. Así, en un artículo clásico, Reinganum determina que existe una asociación entre sucesión y rentabilidad de las acciones. Aclara que cualquier estudio que busque analizar dicha relación tendrá que fijar una serie de variables de control sobre el tamaño de la empresa, el origen del sucesor y las disposiciones del cesante. La sucesión en compañías de gran tamaño no tiene un impacto estadístico significativo en el precio de las acciones²⁵.

Sin embargo, sí hay un *retorno acumulado anormal*²⁶ cuando la sucesión se produce en empresas pequeñas. Unido a lo anterior, el resultado de Reinganum implica que será más fácil perder el puesto como CEO en una empresa pequeña si se ha llegado al puesto a través de la promoción interna. De acuer-

²² Reinganum, M.R. (1985).

²³ Adams, R.; Almeida, H. y Ferreira, D. (2009) distinguen las relaciones de causalidad entre CEOs fundadores, comportamiento de la entidad y permanencia en el puesto. Establecen que los CEOs-fundadores tienden a marcharse cuando la entidad obtiene buenos resultados (comparativamente suelen ser mejores que los de empresas no dirigidas por el CEO-fundador) y permanecen en el puesto o en el consejo de administración (por el poder adquirido) aunque el comportamiento de la compañía sea inferior al de la industria.

²⁴ Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988).

²⁵ Reinganum, M.R. (1985).

²⁶ Es común utilizar este término para explicar el impacto que tiene sobre una variable un determinado evento. En nuestro caso Reinganum estudia el impacto que tiene sobre el precio de las acciones el anuncio de una sucesión en la compañía. Para una explicación del estudio de eventos puede leerse MacKinlay, A.C. (1997).

do con Cappelli y Hamori, es difícil que ambas circunstancias (empresas pequeñas y promoción interna) se den simultáneamente: las empresas pequeñas tienden a contratar de fuera a sus CEOs cada vez con mayor frecuencia²⁷.

La literatura no ha llegado a un acuerdo sobre el impacto de la variable tamaño sobre la rotación del CEO: Boeker, que define el tamaño utilizando el volumen de ventas de la entidad con respecto a la media de la industria, concluye que ese factor puede afectar a la rotación porque la institucionalización de un proceso rutinario eleva el número de destituciones en las compañías de más tamaño²⁸. Por su parte, Grusky encontró evidencia estudiando las empresas más grandes y más pequeñas del *Fortune* 500 y concluyó que las entidades grandes tienen una tasa de rotación del CEO más alta²⁹. Otros, como Brady y Helmich, no han encontrado diferencias significativas sobre la destitución en relación con esta variable tamaño³⁰. Miller, Kets de Vries y Toulouse concluyen que la variable tamaño tiene un efecto inercial sobre el CEO. En la medida en que los procesos de la entidad supongan medidas de control o límites de gestión más exigentes, entidades más grandes registrarán mayor rotación de sus CEOs³¹.

Con respecto a la antigüedad de las compañías, los estudios más recientes apuntan hacia una relación creciente entre antigüedad de las compañías y presencia de outsider en sus consejos de administración³². Como veremos, la relación entre consejos mayoritariamente outsider y rotación del CEO es una de las relaciones más debatidas en la literatura. Por tanto, no podemos concluir de manera unívoca el sentido en que la antigüedad de las entidades afecta a los fracasos de los CEOs.

2.3. TIPO DE INDUSTRIA

Para Fredrickson, Hambrick y Baumrin, el tipo de industria puede afectar a las rotaciones de CEOs a través de tres canales distintos: el nivel de desarrollo de la industria, la diversidad de resultados económicos y el número de empresas.

²⁷ Cappelli, P. y Hamori, M. (2004).

²⁸ Boeker, W. (1992).

²⁹ Grusky, O. (1961).

³⁰ Brady, G.F. y Helmich, D.L. (1984).

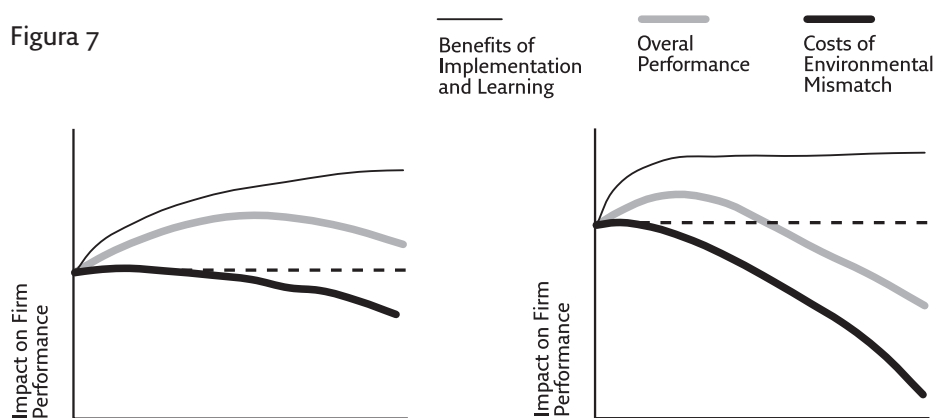
³¹ Miller, D.; Kets de Vries, M.F.R. y Toulouse, J.-M. (1982).

³² Boone, A.L.; Field, L.C.; Karpoff, J.M. y Raheja, C.G. (2007); Coles, J.L.; Daniel, N.D. y Naveen, L. (2008) y Linck, J.; Netter, J. y Yang, T. (2008).

De acuerdo con estos autores, el nivel de desarrollo de una industria tiene varios efectos contrapuestos³³. Por un lado, una industria joven todavía no ha logrado un acuerdo sobre los logros que se pueden exigir a un CEO o sobre el rendimiento económico de las entidades de esa industria³⁴: el saber de la industria es todavía pequeño³⁵. Esta falta de consenso puede presionar las rotaciones de CEOs en dos sentidos: la divergencia de intereses en los consejos de esas empresas puede derivar en mayor vulnerabilidad para el CEO, mientras que esa misma indeterminación puede servir de freno al consenso necesario (dentro y fuera de la compañía) para destituir a un CEO. Henderson, Miller y Hambrick concluyen que en las industrias más dinámicas los CEOs son capaces de aportar valor estratégico a sus entidades de manera intensa pero breve. Por contra, las industrias estables (ellos se fijan en la industria alimentaria norteamericana) generan un entorno externo que permite a los CEOs una mejora de los resultados económicos de la entidad durante un plazo más largo, aunque menos intenso que los CEOs de industrias dinámicas³⁶.

En los dos gráficos (Figura 7) podemos descubrir la tendencia observada por Henderson, Miller y Hambrick acerca del impacto del CEO sobre los resultados económicos de las entidades en industrias estables (a) y en industrias dinámicas (b).

Figura 7



Fuente: Henderson, Andrew D.; Miller, Danny y Hambrick, Donald C. (2006), p. 450.

³³ Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988).

³⁴ Pfeffer, J. y Moore, W.L. (1980).

³⁵ Porter, M. (1980).

³⁶ Henderson, A.D.; Miller, D. y Hambrick, D.C. (2006).

Otra fuente de influencias sobre las rotaciones de CEOs es la disparidad de resultados económicos en una industria (explicada por Fredrickson, Hambrick y Baumrin). Los consejos de administración utilizan como indicador de los resultados de la compañía no sólo los resultados pasados sino también la comparación con los resultados de la competencia: cuando en una industria la heterogeneidad de resultados es amplia se pueden producir incentivos en los dos sentidos mencionados para industrias nacientes³⁷. Fredrickson, Hambrick y Baumrin concretan una última raíz de influencias: el número de empresas. Los efectos de esta última no modifican las tensiones que originan las dos anteriores y además muestra una correlación alta con la edad de la industria y la disparidad de resultados.

En relación a las industrias intensivas en I+D, el trabajo de Berry, Fields y Wilkins y el de Coles, Daniel y Naveen afirman que la tendencia apunta hacia mayor presencia de insiders en los consejos de administración. La explicación teórica remite a los conocimientos específicos necesarios en estas industrias para efectuar un control efectivo por parte del consejo de administración. En esas circunstancias parece que las industrias con niveles de I+D elevados – con alta correlación con empresas jóvenes– contienen un factor positivo para la permanencia de los CEOs³⁸.

Contrariamente, Linck, Netter y Yang obtienen un impacto positivo entre el porcentaje *outsider* y la inversión en I+D; así, aceptando como válida la hipótesis que asocia mayor rotación con presencia de consejeros *outsider* (que estudiamos a continuación), esta variable afectaría de manera negativa sobre la permanencia del CEO³⁹.

2.4. COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN. INVERSORES INSTITUCIONALES

La composición del consejo de administración, en especial, la proporción de consejeros externos e internos, debería tener un impacto importante sobre la probabilidad de destitución del CEO⁴⁰. De acuerdo con Shivdasani y Zenner, pocas cuestiones en la academia tienen tanto consenso como ésta: las decisio-

³⁷ Parrino, R. (1997).

³⁸ Berry, T.K.; Fields, L.P. y Wilkins, M.S. (2006) y Coles, J.L.; Daniel, N.D. y Naveen, L. (2008).

³⁹ Linck, J.; Netter, J. y Yang, T. (2008).

⁴⁰ Boeker, W. (1992).

nes que toma un consejo son más beneficiosas para los accionistas cuando está formado en su mayoría por consejeros externos⁴¹.

Sin embargo, hemos encontrado en la literatura una corriente teórica que niega dicha relación entre consejos de administración externos y *performance* de la compañía. Así, Weisbach entiende que el consejo de administración es, para los accionistas, la primera línea de defensa frente a la gestión incompetente y llega a la conclusión de que cuando existe una presencia mayoritaria de “externos” en el consejo⁴², la evolución del precio de las acciones está positivamente correlacionada con el cese de un CEO; esto quiere decir que el hecho de cambiar al CEO es ya una señal al mercado de que el cambio va a generar valor para la compañía⁴³. Este razonamiento se explica por la presencia mayoritaria de externos. La *New York Stock Exchange* (NYSE) expone que los consejos de administración efectivos realizan juicios independientes en el desarrollo de sus responsabilidades. Una mayoría de consejeros independientes incrementará la calidad de la supervisión del consejo y disminuirá los daños derivados de los conflictos de interés⁴⁴. Mizruchi explica también que la capacidad de un consejo para destituir a un CEO está condicionada por la independencia que es propia de los consejeros externos⁴⁵.

Según esto, parece que un consejo de administración formado en su mayoría por “externos” puede ser una buena variable explicativa del despido del CEO cuando se ha llevado una gestión inferior a la esperada⁴⁶. Fama y Jensen apuntan que un consejero externo tratará de preservar su capital humano como consejero de éxito, por tanto, promoverá la salida del mal CEO, enviando así la señal al mercado de que su capacidad como “controlador de decisiones” es alta⁴⁷.

A pesar de las evidencias, el argumento anterior puede discutirse. De alguna manera, al hablar como lo hemos hecho de consejeros independientes y CEOs, estábamos asignándoles las categorías que establecieron Jensen y Meckling. Para estos autores los consejeros independientes representan de mane-

⁴¹ Shivdasani, A. y Zenner, M. (2004).

⁴² Ya hemos explicado que no hay unanimidad en la literatura sobre el concepto de externo. Desde 2002, tras los escándalos de *Enron* y *Worldcom*, la NYSE y Nasdaq determinaron una presencia mayoritaria de externos en los consejos de administración de las entidades cotizadas y en los comités de auditoría. La definición de externo fue acotada en ambos organismos a raíz de la *Sarbanes-Oxley Act*.

⁴³ Weisbach, M.S. (1988).

⁴⁴ NYSE (2003).

⁴⁵ Mizruchi, M.S. (1983).

⁴⁶ Shivdasani, A. y Yermack, D.L. (1999).

⁴⁷ Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983).

ra adecuada los intereses de los accionistas. Son los consejeros independientes los que buscan alinear los intereses de los gestores –en último término el CEO– con los de los accionistas.

Sin embargo, la capacidad de control y supervisión que hacen los consejeros independientes sobre la dirección de la compañía puede interpretarse de otro modo, que no está analizado suficientemente en la literatura. La presencia de consejeros externos debería favorecer un control y seguimiento eficaz de las decisiones que toma el CEO⁴⁸. De acuerdo con esto, en presencia de consejos de administración mayoritariamente externos los CEOs deberían ser sustituidos con menor frecuencia porque la colaboración que prestan como asesores es eficaz dada su “dilatada experiencia”; esto será así porque los errores en que incurrirá un CEO serán menores y, en consecuencia, no habrá una señal al mercado (en la forma de peores resultados económicos de la entidad) que origine la cadena de decisiones que desemboca en la destitución del CEO.

La literatura defiende la mayoría externa en el consejo porque entiende que los internos están menos inclinados a promover la destitución del CEO, a quien están ligadas sus propias carreras profesionales⁴⁹. Esta falta de independencia lleva a los consejos a permitir el oportunismo de los gestores en perjuicio de los accionistas⁵⁰.

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

Desde Weisbach, se han desarrollado más artículos en búsqueda de estas regularidades. Así, Borokhovich, Parrino y Trampani, Jensen y Agrawal y Knoeber continúan el análisis iniciado y llegan a idénticas conclusiones, con leves variaciones metodológicas: una presencia elevada de consejeros externos en el consejo incrementa las posibilidades de despido de un CEO en mayor medida que un consejo formado en su mayoría por directivos internos⁵¹.

⁴⁸ Shivdasani, A. y Zenner, M. (2004); NYSE (2003); Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983).

⁴⁹ Fama, E.F. (1980).

⁵⁰ Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983).

⁵¹ Borokhovich, K.A.; Parrino, R. y Trampani, T. (1996); Jensen, M.C. (1993) y Agrawal, A. y Knoeber, C.R. (1996).

Boeker, citando a Friedman y Singh, explica que entre las condiciones que llevan a la destitución de un CEO se encuentra un consejo formado mayoritariamente por consejeros independientes; en esas condiciones, el poder que ejerce el CEO puede resultar menor, y la probabilidad de que la sucesión tenga su origen en el consejo y no en el CEO es mayor⁵².

Sin embargo, existe otra corriente que niega o disminuye la importancia de la composición del consejo. Longstreth se muestra escéptico ante la posible relación óptima entre composición del consejo y resultados de la entidad. Además entiende que la tarea de controlar la gestión de la dirección puede disminuir la atención sobre el papel de asesores que desempeñan estos consejeros. Dicha función puede deteriorarse si los consejeros toman habitualmente una actitud de enfrentamiento con la dirección⁵³. Para Tobin (1994), que analiza la cuestión con un enfoque legal, la identificación de mayor independencia con directores externos es débil. De hecho, considera que muchos *insiders*, con capital en la compañía, plantearán a la dirección objetivos más ambiciosos y preguntas más comprometidas. Por ello, considera que la “independencia” es un factor más entre otros que deben acompañar a un consejero ideal⁵⁴.

A pesar del consenso teórico sobre esta cuestión –con las excepciones apuntadas– los datos empíricos no acompañan a las explicaciones teóricas⁵⁵. Hermalin y Weisbach concluyen que la composición del consejo de administración y los resultados económicos de la entidad no están relacionados. Sostienen que la pretendida relación positiva entre *outsiders* y resultados queda en entredicho, y reconocen que esa ausencia está en contra de la literatura que relaciona consejeros externos y buenos resultados⁵⁶. Para tratar de unir esta postura con la suya se remiten al efecto beneficioso que supone la presencia de *insiders*: una mejor comprensión de las operaciones diarias⁵⁷ y del proceso de sucesión⁵⁸. Esta misma percepción positiva de los conocimientos específicos de un consejero insider es recogida por Coles, Daniel y Naveen y también por Berry, Fields y Wilkins: en industrias intensivas en I+D, donde el conoci-

⁵² Boeker, W. (1992); Friedman, S.D. y Singh, H. (1989).

⁵³ Longstreth, B. (1995).

⁵⁴ Tobin, J.M. (1994). Ver también Faulk, A.O. (1991).

⁵⁵ Mehran, H. (1995); Coles, J.L.; Daniel, N.D. y Naveen, L. (2008).

⁵⁶ Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1991).

⁵⁷ Mace, M.L. (1971) y Vancil, R.F. (1987).

⁵⁸ Mace, M.L. (1971).

miento propio de la entidad es relativamente importante, un incremento del número de insiders en el consejo supone mejoras en la Q de Tobin.

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

Bhagat y Black realizaron años más tarde un estudio de la rentabilidad de las empresas en función de la composición del consejo en el que concluían que las empresas con consejos de administración mayoritariamente independientes no son más rentables que las de mayoría interna⁵⁹.

Jin Chung analiza la interacción entre independencia de los consejos y PPS (*Pay-performance Sensitivity*). Encuentra una relación inversa entre ambas variables (más intensa en empresas de mayor tamaño) y concluye que se trata de variables sustitutivas. Identifica independencia con un porcentaje mayoritario de *outsiders* en el consejo de administración –con las limitaciones que ya hemos analizado al respecto– y observa que, a raíz de la *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, que obligaba a una mayor presencia *outsider* en entidades cotizadas, la PPS disminuía en comparación al grupo de control. Jin Chung interpreta que dicha sustitución es posible por la similitud de efectos que generan estas dos variables: el control que lleva a cabo un consejo mayoritariamente independiente se consigue también a través de una retribución a los gestores ligada al rendimiento de la compañía⁶⁰. Guest también descubre variables de control sobre el CEO que no se reducen a la independencia formal de los consejeros⁶¹. Por su parte, Agrawal y Knoeber señalan que la importancia de este mecanismo de control depende de la efectividad de otras medidas, como la presencia de inversores institucionales (que veremos a continuación) o la dispersión del capital (ya analizada)⁶².

La solución no parece, por tanto, una cuestión de regulación⁶³ o el etiquetado simple de consejeros independientes como los únicos válidos. La solución que buscamos a estos conflictos no es un reparto del poder entre el consejo de administración y el equipo de dirección liderado por el CEO. Se

⁵⁹ Bhagat, S. y Black, B.S. (2002).

⁶⁰ Chung, J. (2008).

⁶¹ Guest, P.M. (2008).

⁶² Agrawal, A. y Knoeber, C.R. (1996).

⁶³ MacAvoy, P.W. y Millstein, I.M. (2003).

trata, más bien, de buscar un difícil equilibrio que permita aunar las fuerzas de ambos en beneficio del desarrollo de la entidad a largo plazo⁶⁴.

Inversores institucionales

Una circunstancia particular de la composición de los consejos de administración es la presencia de inversores institucionales, que habitualmente se asocia a la toma de porcentajes del capital elevados. La literatura ha presentado varias hipótesis sobre la capacidad de control de estos inversores. Por un lado, como explican Boone, Field, Karpoff y Raheja, la participación relevante en el capital de la compañía tiende a alinear intereses (bajo la perspectiva de los costes de agencia de Jensen y Meckling)⁶⁵. Kieschnick y Moussawi entienden que la presencia de inversores institucionales favorece la independencia del consejo de administración y, en consecuencia, mejora el control realizado sobre el CEO⁶⁶. Sin embargo, Doidge, Karolyi, Stulz, Lins y Miller interpretan la presencia de los inversores institucionales de manera inversa: cuanto mayor es la concentración del capital más fácil es la obtención de beneficios privados en detrimento de los intereses de los pequeños accionistas y, por tanto, de la entidad⁶⁷.

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

2.5. TAMAÑO Y DEDICACIÓN DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

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

Esa relación directa entre tamaño de los consejos de administración y rotación del CEO también es aceptada por otros autores. Así, Chaganti, Mahajan y Sharma concluyen que el tamaño del consejo de administración está re-

⁶⁴ Canals, J. (2008).

⁶⁵ Boone, A.L.; Field, L.C.; Karpoff, J.M. y Raheja, C.G. (2007).

⁶⁶ Kieschnick, R.L. y Moussawi, R.A. (2004).

⁶⁷ Doidge, C.A.; Karolyi, G.A.; Stulz, R.M.; Lins, K.V. y Miller, D.P. (2006).

lacionado positivamente con el desempeño de las entidades. Por su parte, Helmich, analizando una muestra panel de 54 empresas químicas durante 30 años, concluye que cuanto mayor es el tamaño del consejo de administración mayor es la tasa de rotación del CEO para entidades con resultados económicos inferiores a la media⁶⁸.

O'Reilly, Wagner y Pfeffer sugieren que las personas que participan en un proyecto común durante años tienden a unificar sus valores. De aquí puede derivarse una ventaja o un inconveniente para el CEO, según la posición que este experimentado grupo tome dentro del consejo⁶⁹. Para Fredrickson, Hambrick y Baumrin será una ventaja porque dicha cohesión disminuye la presión que se deriva de la variable tamaño. La disparidad de edades o permanencias breves de los consejeros supone mayor probabilidad de despido para el CEO.

Sin embargo, como la experiencia misma nos permite intuir, la variable tiempo no soluciona las diferencias. El mero hecho de convivir durante años con un grupo de personas no es causa suficiente para determinar una mayor unidad en dicho conjunto⁷⁰. En muchos casos, que podemos extraer de la experiencia profesional, el tiempo puede derivar hacia la generación de grupos (como se habla en el caso de consejos de administración amplios) que suscriben una opinión sobre algún aspecto discutido en el consejo.

Iaquinto y Fredrickson concluyen que las empresas con equipos de alta dirección con mayor cohesión logran mejores resultados. También exploran el sentido de causalidad y descubren que es la cohesión de estos TMT la que hace cambiar el rendimiento de la entidad y no a la inversa. Adicionalmente, estos autores entienden que el tamaño organizativo de la entidad (que tiene reflejo en el tamaño del consejo de administración) tiene correlación positiva con la dispersión entre los miembros de los TMT⁷¹.

Esta diversificación que se deriva de la variable tamaño se ha identificado con un retraso en la destitución de los CEOs por la dificultad que entraña el consenso en presencia de muchos puntos de vista⁷². Estos costes de coordi-

⁶⁸ Chaganti, R.S.; Mahajan, V. y Sharma, S. (1985); Helmich, D.L. (1980).

⁶⁹ O'Reilly III, Ch. A.; Wagner, W. G. y Pfeffer, J. (1984).

⁷⁰ Selznick, P. (1957).

⁷¹ Iaquinto, A.L. y Fredrickson, J.W. (1997).

⁷² Lipton, M. y Lorsch, J.W. (1992); Jensen, M.C. (1993); Monks, R.A.G. y Minow, N. (1995); Yermack, D.L. (1996) y Eisenberg, T.; Sundgren, S. y Wells, M.T. (1998).

⁷³ Lehn, K.M.; Patro, S. y Zhao, M. (2003).

nación y la presencia de *free-riders* en los consejos grandes apuntan hacia un desempeño peor de las funciones de control del consejo sobre los ejecutivos⁷³.

Fan, Lau, y Young no encuentran relación significativa en su estudio sobre las entidades chinas con una muestra relativamente pequeña⁷⁴. En cuanto a Coles, Daniel y Naveen, en su estudio encuentran una relación parabólica en forma de U entre el comportamiento económico de las entidades (medido como la Q de Tobin) y el tamaño de los consejos de administración. Es decir, habría un óptimo en los consejos extremos. Tanto los consejos pequeños como los grandes presentan regularmente mejores resultados que los consejos medianos. Estas regularidades se cumplen para industrias complejas; en empresas sencillas, el incremento del número de consejeros se asocia con el decrecimiento de la Q de Tobin.

Dalton, Daily, Johnson y Ellstrand y Shivdasani concluyen en sus revisiones bibliográficas que no hay unanimidad entre los estudiosos del gobierno corporativo sobre el efecto que se deriva de un consejo de administración numeroso; no es fácil determinar un tamaño óptimo para cada compañía y no parece útil buscarlo para el conjunto de las entidades⁷⁵.

Dedicación de los consejeros

A raíz de la definición de Core, Holthausen y Larcker de los “consejeros ocupados” (aquellos que participan en 3 o más consejos si están empleados, o en 6 o más si están retirados)⁷⁶, Fich y Shivdasani incorporan un nuevo elemento que incide sobre el control que llevan a cabo los consejos: encuentran una regularidad empírica que relaciona de manera inversa el número de consejeros ocupados y el control de los CEOs⁷⁷. También Beasley y Perry y Peyer inciden sobre la escasa capacidad de control que se deriva de la falta de tiempo para atender diferentes consejos⁷⁸. Así, cuanto mayor es el número de consejeros ocupados, menor es el control del consejo y, *ceteris paribus*, la probabilidad de destitución de un CEO disminuye a pesar de un mal comportamiento de la compañía.

⁷⁴ Fan, D.K.K.; Lau, C.-M. y Young, M. (2007).

⁷⁵ Dalton, D.R.; Daily, C.M.; Johnson, J.L. y Ellstrand, A.E. (1999); Shivdasani, A. y Zenner, M. (2004).

⁷⁶ Core, J.E.; Holthausen, R. y Larcker, D.F. (1999).

⁷⁷ Fich, E.M. y Shivdasani, A. (2005).

⁷⁸ Beasley, M. (1996); Perry, T. y Peyer, U.C. (2005).

Sin embargo, también hay una corriente de la literatura que observa la perspectiva positiva: la experiencia de consejeros en varias empresas aporta valor para la empresa⁷⁹, de modo que no habría motivo para limitar la colaboración de un consejero a un número cerrado de consejos de administración.

2.6. SUCESOR VÁLIDO Y PLANES DE SUCESIÓN

Hermalin y Weisbach consideran que un CEO tiene mayor probabilidad de mantenerse en el puesto cuando no existe un sucesor claro en la entidad. Por tanto, un CEO que interviene en el proceso de sucesión se encuentra ante un conflicto de intereses: si selecciona un candidato brillante, pronto será relevado en el cargo; mientras que puede decidir escoger candidatos con menores capacidades y que, como explican Fredrickson, Hambrick y Baumrin, no supongan un competidor en el futuro inmediato. Esta interpretación de la sucesión en las entidades es inconsistente con la creación de valor que se sigue de un proceso de sucesión interno⁸⁰.

Greenblatt concluye que la percepción que tienen los trabajadores –la alta dirección– sobre el CEO resulta relevante sobre la rotación. Entiende que los CEOs considerados irremplazables (mito de Rebeca) tienen mayor fuerza para mantenerse en el puesto⁸¹ que los CEOs que compiten con un salvador (Mesías).

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

Para Fredrickson, Hambrick y Baumrin, las tasas de sucesión de CEOs se incrementan cuando la industria ha alcanzado un nivel de paradigma elevado, es decir, cuando la industria ha madurado y los partícipes tienen facilidad

⁷⁹ Pritchard, A.; Ferris, S. y Jagannathan, M. (2003).

⁸⁰ San Martín, A. y Stein, G. (2008); Bower, J.L. (2007).

⁸¹ Kets de Vries, M.F.R. (1988).

para establecer comparaciones y medir de manera acertada el rendimiento de los CEOs. En estos casos, el *pool* de talento al que tiene acceso un consejo de administración disminuye el poder de negociación del CEO ante eventuales procesos de sucesión en la empresa.

Behn, Riley y Yang concluyen que hay una respuesta positiva del mercado ante el cambio del CEO cuando se ha desarrollado un plan de sucesión y existe un heredero designado públicamente⁸².

De acuerdo con Conger un plan de sucesión incompleto supone un incremento directo de la probabilidad de fracaso. La elección de un miembro de la entidad que ha ascendido con excesiva rapidez puede suponer un recambio inválido pues no habrá adquirido, probablemente, las competencias necesarias para liderar⁸³. En términos de Pérez López, un ejecutivo que ha ascendido demasiado rápido no habrá tenido las experiencias personales necesarias que le permitan aprender el liderazgo.

Walker incide en este aspecto de las competencias cuando señala las dificultades que se presentan en personas habituadas a trabajar mediante el uso de sus capacidades y tardan en descubrir sus nuevos roles tales como: impulsar el crecimiento de otros, delegar o formar auténticos equipos humanos. También Watkins elabora un conjunto de recomendaciones a los nuevos líderes para procurar disminuir el fracaso en la transición porque afirma que el fracaso en los primeros momentos de un cargo tiene que ver con la incomprensión de la nueva situación o la ausencia de competencias y flexibilidad para adaptarse a ella. En ocasiones se relaciona ese fracaso prematuro con el narcisismo asociado a los CEOs, que pretenden convertirse en los únicos protagonistas de su vida, olvidando el apoyo que podrían recibir de su predecesor en el cargo⁸⁴.

2.7. FUSIONES Y ADQUISICIONES: FACTORES INSTITUCIONALES

Uno de los motivos exógenos de rotación del CEO que encontramos en numerosos artículos es la fusión o adquisición de la compañía que dirige⁸⁵. Sin embargo, esta fuente de explicación tiene una correlación muy elevada con la

⁸² Behn, B.K.; Riley, R. y Yang, Y. (2005).

⁸³ Kovach, B.E. (1986).

⁸⁴ Friel, T.J. y Duboff, R.S. (2009).

⁸⁵ Grossman, S.J. y Hart, O.D. (1980); Daines, R.N. y Klausner, M. (2001); Offenberger, D. (2009); Netter, J.; Poulsen, A. y Stegemoller, M. (2009).

explicación del fracaso a través del mal comportamiento de las entidades. La mayoría de las adquisiciones se realizan tras periodos de resultados inferiores a la media de la industria⁸⁶. Por tanto, el alcance explicativo del fracaso del CEO de este factor es limitado, como lo era el comportamiento de las entidades⁸⁷.

Martin y McConnell distinguen entre fusiones o adquisiciones disciplinarias y sinérgicas. Se entiende que las operaciones sinérgicas generan ganancias con la combinación de los recursos físicos de la empresa compradora y la adquirida⁸⁸. En esos casos, los niveles de rotación del CEO experimentan escasa variación. Sin embargo, la rotación de los altos ejecutivos en las operaciones disciplinarias experimenta un crecimiento significativo. Martin y McConnell entienden que una adquisición o fusión es disciplinaria cuando la entidad objetivo tiene un comportamiento inferior al de la industria. La adquisición o fusión de esta peor compañía y la sustitución de los ejecutivos que la dirigían se entiende en la literatura como un mecanismo de control del mercado sobre la ineficiencia de los gestores. La posibilidad de ser adquiridos supone un incentivo para abandonar un comportamiento ineficiente y alinea los intereses de los gestores con los de los accionistas. De acuerdo con Short y Keasey, en las economías donde los mecanismos de defensa ante adquisiciones hostiles son pequeños, este control del mercado (Jensen) resulta eficiente⁸⁹.

En otras palabras, si las operaciones son de carácter disciplinario se está argumentando que el motivo del despido son los peores resultados de la compañía con respecto a la media; ya hemos visto que este factor consigue explicar poco la tasa de rotación del CEO. Por tanto, las fusiones y adquisiciones añaden información sobre los motivos de fracaso del CEO si se analizan las operaciones de carácter sinérgico.

Factores institucionales

De acuerdo con Geddes y Vinod, los cambios regulatorios en una industria influyen sobre la permanencia del CEO. De modo directo, concluyen que los CEOs tienen mandatos más breves en las industrias desreguladas. De modo

⁸⁶ Martin, K.J. y McConnell, J.J. (1991).

⁸⁷ Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988).

⁸⁸ El debate de la literatura sobre *Corporate Finance* acerca de los motivos que llevan a una compañía a la adquisición o fusión de otra y sus consecuencias escapan al alcance de este trabajo.

⁸⁹ Short, H. y Keasey, K. (1999). Una recopilación de la literatura sobre la influencia de estos mecanismos de defensa que pueden ejercitar el CEO y la alta dirección se puede revisar en Daines, R.N. y Klausner, M. (2001) y en Stout, L.A. (2002).

indirecto estos cambios influyen sobre la rotación del CEO porque la desregulación genera, al menos, dos efectos de sentido contrario para los CEOs. Por un lado, Geddes y Vinod observan que la desregulación se vincula con consejos más pequeños y menor presencia de *outsiders*; por otro, no hay evidencia suficiente para afirmar que los procesos de desregulación de una industria influyen en la proporción de *outsiders*. Por tanto, se dan circunstancias que tienen un efecto contrario sobre la rotación del CEO⁹⁰. La presencia de consejos más pequeños y menor presencia de *outsiders* son indicadores de menor rotación⁹¹; por el contrario, la ausencia de significatividad estadística sobre la proporción de *outsiders* no permite afirmar que por esta variable se favorezca la rotación. El efecto agregado es ambiguo y exige una investigación posterior.

En relación al efecto que tiene la desregulación en una determinada industria encontramos el trabajo de Crawford, Ezzell y Miles y el de Hubbard y Palia sobre el sector bancario norteamericano⁹². Los segundos encuentran que una industria desregulada se asocia con una sensibilidad mayor de los salarios del CEO al comportamiento de la entidad. También concluyen que la desregulación conlleva mayores tasas de rotación del CEO. Entienden que estos resultados son consistentes con la idea de que las restricciones legales de retribución de los CEOs reducen la efectividad del mercado de trabajo: la homologación de salarios impide la señalización al mercado de los gestores más eficientes. Esta menor efectividad del mercado de trabajo de la alta dirección ha sido estudiada en un marco teórico por Gabaix y Landier así como por Terviö⁹³. En sus modelos tratan de evaluar qué efecto tiene el talento de un CEO sobre el resultado de la compañía y, en consecuencia, qué retribución adicional es la óptima⁹⁴.

La creciente importancia que han tomado los mercados de capitales en los últimos años ha afectado también a las decisiones de los CEOs. Vancil pronosticó una presión cada vez mayor de los mercados de capitales sobre las

⁹⁰ Geddes, R. y Vinod, H.D. (2002).

⁹¹ Para una parte de la literatura ya analizada en este artículo la relación aquí citada es inversa: los consejos de administración pequeños tienden a toma de decisiones rápida; y esta circunstancia derivaría en una rotación más alta.

⁹² Crawford, A.J.; Ezzell, J.R. y Miles, J.A. (1995) y Hubbard, R.G. y Palia, D. (1995).

⁹³ Gabaix, X. y Landier, A. (2008) y Terviö, M. (2008).

⁹⁴ Ortín, P. y Salas, V. (1997) elaboran un trabajo empírico con una muestra de ejecutivos de empresas españolas. Concluyen que el modelo de Rosen, S. (1982) de asignación jerárquica en función del talento se cumple en España. Esto fomenta el interés por lograr un mercado de trabajo eficiente de alta dirección.

decisiones del CEO que se está cumpliendo. Anticipó que las exigencias del mercado –en busca de la maximización de la riqueza del accionista– servirán como árbitro imparcial que juzgará las decisiones de un CEO y determinará, en última instancia, su continuidad al mando de la compañía. Los pronósticos de Vancil se han cumplido al pie de la letra⁹⁵. Sin embargo, esta exigencia de resultados a corto plazo también puede mermar el desarrollo completo de la compañía y de sus profesionales que, en último término, son los que permitirán su permanencia en el medio y el largo plazo⁹⁶.

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

Tabla 2
(Páginas 101- 107)

⁹⁵ Guerrero, F. (2009).

⁹⁶ Canals, J. (2008).

CAUSAS DEL FRACASO DE UN CEO: MAPA DE UN DEBATE (Y II). FACTORES EXÓGENOS

Factor	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
RELACIÓN CON EL FRACASO			
AUTOR (AÑO) / APORTACIONES			
Edad CEO (mayores) <i>¿Más edad significa mayor posibilidad de ser destituido?</i>	Morck et al. (1989) <i>Los CEOs más jóvenes presentan tasas de rotación más altas.</i>	Weisbach (1988) / Murphy y Zimmerman (1993) / Goyal y Park (2002) <i>La evidencia empírica muestra una relación significativa negativa entre ambas variables.</i>	Brickley (2003) <i>Falta evidencia empírica para concluir.</i>
Mandatos largos <i>Un CEO con un mandato amplio tiene menos probabilidades de ser destituido que otro con menos años de mando.</i>	Pfeffer (1981) <i>Teoría de la institucionalización del poder.</i> Fredrickson et al. (1988) / Wade et al. (1990) <i>Lealtad entre los miembros del consejo fichados en este periodo.</i> Boeker (1992) / Ocasio (1994) / Lehn y Zhao (2002) / Cannella y Shen (2002) / Baker y Compers (2003) <i>Poder de influencia del CEO mayor.</i> Henderson et al. (2006) <i>Una industria estable permite al CEO un aprendizaje mayor. El impacto de sus decisiones sobre el entorno permite mandatos de 10-15 años.</i>	Selznick (1957) / Michels (1962) / Pareto (1968) <i>Teoría de la circulación del poder: el tiempo genera conflictos entre las elites.</i> Vancil (1987) <i>Anuncia que más allá de 10 años supone un desgaste excesivo para un CEO.</i>	
Mayor diversidad demográfica <i>Una mayor diversidad demográfica (educación, edad, industria de origen) en los TMT (top management teams) ¿facilita la permanencia del CEO?</i>	Simons et al. (2001) <i>La diversidad de enfoques sobre el entorno permite una visión estratégica más apropiada, que ayuda al CEO a mejorar los resultados de la entidad.</i>	O'Reilly et al. (1984) <i>Cuanto mayor es la diversidad demográfica del equipo ejecutivo.</i>	Hambrick y Mason (1984) <i>Inician el estudio de los factores demográficos. Upper Echelon Theory (teoría de los escalones en la organización).</i>

Factor	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
RELACIÓN CON EL FRACASO			
	AUTOR (AÑO) / APORTACIONES	AUTOR (AÑO) / APORTACIONES	AUTOR (AÑO) / APORTACIONES
	Kisfalvi y Pitcher (2003) <i>Menor control sobre el CEO por la diversidad de opiniones de supervisión.</i>		Lieberson y O'Connor (1972) / Hannah y Freeman (1977) / Salancik y Pfeffer (1977) <i>La estrategia (como fuente de eventuales fracasos del CEO) está determinada por el entorno: es la respuesta inercial a dicho entorno.</i>
	Finkelstein y Hambrick (1990) <i>Los equipos de alta dirección con mandatos más largos obtienen resultados mejores que la media.</i>		Jensen y Zajac (2004) <i>Los visiones de la agencia no incorpora estos factores demográficos.</i>
CEO saliente <i>La actividad del CEO saliente puede facilitar las decisiones del CEO entrante.</i>	Vancil (1987) <i>Facilita la transición y primeras decisiones del CEO entrante.</i>	Helmich (1977) <i>Los salientes dejan tras su marcha una imagen creada en un mandato largo.</i>	Fredrickson et al. (1988) <i>Influye la duración del mandato, los motivos de salida, su presencia activa en la compañía tras la marcha y su carácter de fundador.</i>
		Pfeffer (1981) / Cannella y Shen (2002) / Conger y Nadler (2004) <i>La lealtad de los consejeros antiguos dificulta el proceso de sucesión.</i>	
		Reinganum (1985) <i>El CEO saliente que mantiene un puesto en la entidad resta valor a la sucesión.</i>	
Tamaño de la compañía <i>Cuanto más grandes son las compañías, menor es la probabilidad de destitución del CEO.</i>	Reinganum (1985) <i>Si el CEO es insider sí se observa un patrón estadístico válido: en compañías pequeñas su tasa de rotación es más alta.</i>	Grusky (1963) <i>Las entidades grandes tienen una tasa de rotación más grande.</i>	Cappelli y Hamori (2004) <i>Es difícil que se den simultáneamente las dos características de Reinganum (1985). No hay evidencia suficiente para afirmar el sentido del efecto.</i>
		Miller et. al (1982) / Boeker (1992) <i>Más tamaño implica institucionalización de procesos de control que pueden derivar en más rotación.</i>	Brady y Helmich (1984) <i>No hay diferencias empíricas en función del tamaño de las compañías.</i>

Tosi et al. (2000) Los CEOs buscan incrementar el tamaño de las compañías, porque así se incrementa la retribución que perciben.		Boone et al. (2007) / Coles et al. (2008) / Linck et al. (2008) Correlación entre antigüedad y consejeros independientes. Impacto indeterminado sobre la rotación del CEO.	
Antigüedad de las compañías Alta correlación con el tamaño: cabe esperar que compañías más antiguas destituyan menos que las jóvenes.			
Composición del Consejo de administración La presencia mayoritaria de consejeros outsiders significa un control más exigente de las actividades del CEO.	Mace (1979) Los insiders aportan valor al CEO con su consejo y conocimiento de las operaciones diarias. Vancil (1987) Los consejeros insiders facilitan el desarrollo de una sucesión exitosa. Faulk (1991) La independencia no debe ser el único factor a tener en cuenta. Tobin (1994) Los insiders plantean objetivos más ambiciosos que los externos porque tienen un vínculo mayor con la entidad. Longstreth (1995) Una actitud de excesiva preocupación por la supervisión deteriora la función asesora del consejo. La asignación de mérito por independencia debe ser probada. Mehran (1995) Los datos empíricos no permiten contrastar esta consecuencia lógica de la teoría de la agencia.	Rostow (1959) Los consejeros outsiders efectúan un control más exigente de las decisiones del CEO. Jensen y Meckling (1976) La minimización de los costes de agencia puede realizarse a través de los consejeros independientes, que no están sujetos a la influencia del CEO. Fama (1980) / Fama y Jensen (1983) La reputación de los consejeros independientes en el mercado de la alta dirección mueve a los consejeros a ser controladores exigentes de los CEOs. Mizruchi (1983) Identifica la independencia con los consejeros externos. Concluye que la capacidad para destituir al CEO está condicionada por la presencia de éstos. Weisbach (1988) Los consejeros independientes son la primera línea de defensa de los intereses de los accionistas.	Demsetz (1983) La dispersión está vinculada con menor control Hermalin y Weisbach (1991) No hay relación empírica entre rotaciones y composición del consejo. Quizá no hay relación real: o bien, los insiders son iguales a los outsiders. Agrawal y Knoeber (1996) El control de los consejeros debe ponderarse con otras variables como la presencia de inversores institucionales o la dispersión del capital. Bhagat y Black (2002) No hay evidencia estadística suficiente para afirmar que los consejeros outsiders obtienen mejores resultados que los insiders. Canals (2008) Más que una lucha por el poder, sería más provechosa la búsqueda del equilibrio que permite aunar las fuerzas.

Factor	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
RELACIÓN CON EL FRACASO			
AUTOR (AÑO) / APORTACIONES			
	Coles et al. (2008) <i>Mejor rentabilidad cuanto mayor presencia de insiders en el consejo, en industrias intensivas en I+D.</i>	Friedman y Singh (1989) / Boeker (1992) / Jensen (1993) / Borkhovich et al. (1996) / Agrawal y Knoeber (1996) <i>La probabilidad de que el inicio de la sucesión no esté en el CEO es mayor.</i>	Guest (2008) <i>Es demasiado simple identificar mejor control con la naturaleza de un consejero como independiente.</i>
		Shivdasani y Yermack (1999) <i>El mercado resta valor a la incorporación de consejeros independientes cuando el CEO está presente en el comité de nombramientos.</i>	
		Shivdasani y Zenner (2004) <i>Hay una mayoría de artículos sobre la importancia de un control externo.</i>	
Inversores institucionales <i>Los inversores institucionales suelen asociarse a controles de la gestión más rigurosos por la representación que ejercen a través de consejeros independientes</i>		Kieschnick y Moussawi (2004) <i>Los inversores institucionales favorecen la presencia de consejeros independientes con un talante supervisor más exigente de las actividades del CEO.</i>	Doidge et al. (2006) <i>La concentración de la propiedad puede facilitar la obtención de beneficios privados sobre los de los accionistas.</i>
			Boone et al. (2007) <i>Una participación amplia en el capital alinea intereses del inversor institucional con los de los accionistas. La repercusión de estos grupos propietarios sobre el CEO es ambigua.</i>
Tamaño de los consejos de administración <i>Cómo influye esta variable sobre la decisión de sustitución del CEO actual. Se ha identificado con la fragmentación de opiniones en los consejos amplios.</i>	Chaganti et al. (1985) <i>Las empresas con éxito tienen un consejo mayor que las empresas que fracasan.</i>	Fredrickson et al. (1988) <i>Un consejo amplio implica la generación de grupos dentro del consejo. Esta disparidad puede devenir en la identificación del CEO con alguno de estos grupos y, por tanto, la confrontación con el resto.</i>	Selznick (1957) <i>La mera convivencia no implica mayor unidad en el conjunto.</i>
			O'Reilly et al. (1984) <i>Los miembros del consejo tienden a unificar valores con el tiempo. La repercusión sobre la rotación no está clara.</i>

Dedicación consejeros Su presencia en varios consejos de administración puede aumentar el control (mayor y más diversificada experiencia) o disminuirlo (dificultad para aconsejar con precisión).	Lipton y Lorsch (1992) / Jensen (1993) / Monks y Minow (1995) / Yermack (1996) / Eisenberg et al. (1998) La diversidad que generan consejos de administración numerosos deriva en un control menos exigente de las actividades del CEO. Los costes de coordinación entre las partes facilitan la dilución del control que ejercen los consejeros sobre el equipo ejecutivo.	Helmich (1980) Mayor rotación en entidades con consejos grandes y con resultados inferiores a la media.	Dalton et al. (1999) / Shivdasani y Zenner (2004) No hay unanimidad en la literatura que analizan sobre el efecto que produce esta variable.
	Lehn et al. (2003) Los costes de coordinación y la probabilidad mayor de consejeros no eficaces en el consejo diluye el control que ejerce este órgano dentro de la entidad.	Iaquinto y Fredrickson (1997) Consideran que la cohesión de los equipos de alta dirección es causa de mejores rendimientos de la entidad: un consejo amplio dificulta esta cohesión porque eleva la probabilidad de opiniones dispares.	Fan et al. (2007) No encuentra relación entre tasas de rotación del CEO y el tamaño de los consejos.
Tipo de industria Los sectores más innovadores, las industrias más jóvenes, con mayor porcentaje en I+D tienen más rotación del CEO?	Beasley (1996) / Perry y Peyer (2005) / Fich y Shivdasani (2005) La participación de los consejeros de la entidad en consejos de varias empresas disminuye la capacidad de control sobre el CEO.	Pritchard et al. (2003) La experiencia que acumula un consejero presente en muchos consejos permite extraer las mejores prácticas y puede suponer un control más preciso de la actuación del CEO.	Fich y Shivdasani (2005) Comprueban empíricamente que la reputación dañada de una compañía por actividades irregulares no genera más rotación pero sí menor número de consejeros propios en otros consejos.
	Fredrickson et al (1988) / Parrino (1997) Una industria joven y con abundantes empresas (disparidad de resultados) donde los criterios de valoración del CEO no son unánimes.	Fredrickson et al (1988) Una industria madura puede ser exigente en los controles al CEO, por la facilidad comparativa del rendimiento.	Coles et al. (2008) / Berry et al. (2006) Los consejos de administración de sectores intensivos en I+D tienen un porcentaje insider superior. Esta mayor presencia de consejeros insider no tiene un efecto empírico sobre las tasas de rotación del CEO.
	Henderson et al. (2006) Una industria estable permite al CEO un aprendizaje mayor. El impacto de sus decisiones sobre el entorno permiten mandatos de 10-15 años.	Henderson et al. (2006) La industria naciente incorpora mucho ruido en el entorno y la capacidad de tomar decisiones adecuadas es más limitada.	Linck et al. (2008) Evalúan la correlación entre inversión en I+D y porcentaje de consejeros outsider. Obtienen una relación positiva. Esta circunstancia no tiene un efecto claro.

Factor	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor
RELACIÓN CON EL FRACASO	AUTOR (AÑO) / APORTACIONES	AUTOR (AÑO) / APORTACIONES	AUTOR (AÑO) / APORTACIONES
Sucesor válido <i>Es necesario establecer procesos de sucesión en las compañías. La presencia de diferentes intereses puede alterar esta planificación.</i>	Fredrickson et al. (1988) <i>El CEO tiene incentivos para designar sucesores con peores capacidades y así disminuir la presión de la sucesión.</i>	Hermalin y Weisbach (1988) <i>Una sucesión tiene resultados positivos a corto plazo sobre la acción.</i>	Greenblatt (1983) <i>Resume la percepción de los altos ejecutivos ante un proceso de sucesión con dos ejemplos. Pueden ver al sucesor como un Mesías (en cuyo caso ejerce presión sobre el CEO actual) o se puede crear el mito de Rebeca (donde la novedad es comparada críticamente con el CEO saliente).</i>
	Hermalin y Weisbach (1988) <i>Cuando no existe un sucesor claro dentro de la compañía.</i>	Cannella y Shen (2001) <i>Bajo circunstancias de buenos resultados, con un CEO que tiene escaso poder de decisión sobre la sucesión y un sucesor con capacidades de liderazgo.</i>	Behn et al. (2005) <i>Se producen mejoras en el retorno de los accionistas de la compañía si el heredero es designado públicamente.</i>
		Bower (2007) / San Martín y Stein (2008) <i>El CEO tiene incentivo para llevar a término un proceso de sucesión exitoso.</i>	
Factores institucionales. Fusiones y adquisiciones. <i>La existencia de un mercado controlador de la gestión ineficiente ejerce presión sobre la actividad del máximo ejecutivo.</i>	Vancil (1987) <i>El mercado de capitales, que realiza las tareas de control previstas por Jensen (1988), sirve como un aliciente hacia mejores comportamientos de los gestores.</i>	Grossman y Hart (1980) / Jensen (1988) / Daines y Klausner (2001) <i>Las fusiones y adquisiciones pueden ser un mecanismo de defensa de los accionistas porque controla y sustituye a los ejecutivos cuya gestión es ineficiente.</i>	Geddes y Vinod (2002) <i>Los efectos encontrados en la contrastación empírica -que compara industrias reguladas con otras que no lo están- no permiten establecer relaciones causales.</i>
	Martin y McConnell (1991) <i>Divide las fusiones y adquisiciones entre sinérgicas y disciplinadas. Las sinérgicas pueden reforzar al CEO de la compañía objetivo.</i>	Crawford et al. (1995) / Hubbard y Palia (1995) / Offenber (2009) / Netter et al. (2009) <i>Contrastan empíricamente la rotación superior en las empresas que sufren procesos de este tipo.</i>	Rosen (1982) / Ortín y Salas (1997) <i>El mercado de trabajo puede generar una asignación jerárquica del talento dentro de las compañías. El influjo sobre la permanencia del CEO dependerá de la efectividad de la asignación del mercado.</i>

- Gabaix y Landier (2008) / Terviö (2003)**
Basados en modelos teóricos: concluyen que un límite a la retribución distorsiona el mercado de trabajo y disminuye la presión en busca del óptimo.
- Short y Keasey (1999) / Daines y Klausner (2001) / Stout (2002)**
Los gestores pueden desarrollar mecanismos de defensa que desincentiven eventuales procesos de adquisición o fusión.
- Canals (2008)**
La visión de un mercado que controla el gobierno de las compañías puede estar excesivamente sesgado por la visión a corto plazo y mermar el desarrollo completo de las compañías y sus empleados.

3. SUSTRATO TEÓRICO DEL *MANAGEMENT*

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

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

Ghoshal se plantea esta misma cuestión y descubre la necesidad de ahondar en el actual paradigma que rige las ciencias sociales porque entiende que “la investigación y el desarrollo de la ciencia en disciplinas como la economía, el derecho o la sociología hunden sus raíces en el radicalismo individual de Hume, Locke o Bentham”⁹⁷. La reducción negativa de la naturaleza humana y la premisa del interés propio como único motivo del comportamiento humano ha sido sintetizada y formalizada en la denominada “escuela de Chicago” bajo la dirección de Friedman.

Esos principios de la racionalidad ilimitada (perfecta información de la naturaleza antes y después de las decisiones, por un lado; y representación perfecta de sus preferencias en una curva de utilidad conocida, por otro), que permitieron el desarrollo formalizado y matemático de esas disciplinas en el pasado siglo⁹⁸, se están revisando ahora como respuesta a la escasa capacidad de explicación de la actual crisis económica. Como apunta Aranzadi del Cerro, no debe extrañarnos esa ausencia de poder explicativo de la teoría económica predominante cuando el propio Friedman afirma que: “una teoría no puede ser probada por el realismo de sus hipótesis” sino por su poder predictivo. Es decir, que la búsqueda de correlaciones estadísticas está por encima de la relación causal⁹⁹. Ese método, fijado en la premisa de una racionalidad ilimitada que maximiza una restricción de bienestar conocida por el individuo, amplifica sus limitaciones cuando tratamos de aplicarlo al *management* y, en

⁹⁷ Ghoshal, S. (2005).

⁹⁸ Rosanas, J.M. (2008).

⁹⁹ Aranzadi del Cerro, J. (1999).

concreto, a los CEOs. La complejidad de las personas obliga a evitar estos reduccionismos.

Ghoshal explica que el *management* actual descansa sobre un paradigma que establece una serie de premisas sobre el ser humano cuya validez es susceptible de revisión¹⁰⁰. Por su parte, tanto Sen como Termes afirman que no podemos reducir el universo de motivaciones del ser humano a una sola e insisten en la incorrecta reducción que se ha hecho de Adam Smith y sus sentimientos morales¹⁰¹.

El supuesto que más ha influido en el *management* y que está presente en los estudios evaluados en este trabajo –disciplina que depende de la economía¹⁰²– es la asunción del interés propio como único motivo del comportamiento humano que hizo Friedman. Esta premisa económica ha inundado la literatura en ámbitos como la teoría de la agencia, la economía de los costes de transacción, la economía de la organización industrial y el enfoque estructural de las redes sociales¹⁰³. Todas estas influyentes teorías toman como válida esa condición del comportamiento humano: sobre ella se desarrollan y elaboran sus conclusiones.

Junto a la deflación del ser humano, al hecho de identificar motivaciones con intereses propios exclusivamente, Ghoshal añade una segunda vía de contagio que explica la instauración de este paradigma en las ciencias sociales y, de manera derivada, en el *management*. Denominado por Hayek como “pretensión de conocimiento”, se trata del intento de las escuelas de negocios en los últimos 50 años de adoptar un modelo científico tan perfecto como el de las ciencias exactas¹⁰⁴. Esta modelización científica, sin embargo, ha resultado ineficaz; a la vista de los resultados de este trabajo o, más bien, a la vista de las escasas conclusiones encontradas en esta revisión de la literatura sobre el gobierno corporativo, cabe preguntarse ¿cuál de estas dos causas ha llevado al *management* al estado actual? ¿Ha sido la fijación de premisas erróneas y negativas sobre el hombre?, ¿ha sido la pretensión de aplicar una metodología excesivamente vinculada a la estadística? Probablemente se trata de una combinación de ambas.

¹⁰⁰ Folger, R. y Salvador, R. (2008).

¹⁰¹ Sen, A. (1987) y Termes, R. (2001).

¹⁰² Ghoshal, S. y Rocha, H.O. (2006).

¹⁰³ Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976); Williamson, O. (1975); Porter, M. (1980); Burt, R.S. (1982), respectivamente.

¹⁰⁴ Hayek, F. von (1989).

Pérez López explica en su teoría sobre la acción humana cómo la exclusión de la ética en los problemas y casos analizados en las escuelas de negocios supone negar la realidad en su totalidad e imposibilita la consecución de soluciones óptimas. No es posible aislar las cuestiones éticas porque son inherentes a la actuación humana. Contrariamente a lo que postula el paradigma actual en las ciencias sociales, la ética no es el componente problemático que imposibilita la modelización. Explica Pérez López que una teoría completa de la motivación humana, que reconozca que la motivación para realizar cualquier acción ha de explicarse en función de los tres tipos de motivos estudiados, implica un cambio profundo en nuestro modo de concebir las organizaciones¹⁰⁵. Este tipo de cambios profundos a los que se refiere Pérez López también han sido estimulados por otros académicos, como Pfeffer o el grupo de Michigan sobre “Positive Organizational Scholarship”¹⁰⁶.

Ghoshal se pregunta por qué no hay un replanteamiento fundamental en el gobierno corporativo. Y su respuesta –como la de Hayek– es clave: “la respuesta honesta es que una perspectiva así no puede ser modelizada elegantemente –la matemática para ello no existe” (al menos todavía)¹⁰⁷.

La respuesta a nuestro intento de elaborar un modelo más amplio parece que puede continuar en torno a estas nuevas metodologías y enfoques en el estudio del gobierno corporativo¹⁰⁸, que se puede apoyar en un estudio más integrado con disciplinas como la psicología¹⁰⁹ o la ética, ya que toman en consideración al hombre bajo un prisma holístico y no reducen la condición humana a la mera satisfacción de motivos extrínsecos o intrínsecos¹¹⁰.

Rosanas indica que se hace necesario, por tanto, la consideración de conceptos como la lealtad o la identificación (considerados como claves de la racionalidad en Simon) o el altruismo y la justicia¹¹¹, que no tienen cabida en la actual formalización de la teoría de la agencia, para conformar un marco teó-

¹⁰⁵ Pérez López, J.A. (1993) articula su teoría sobre la jerarquía de motivos que influyen en la acción humana. Entiende que los motivos extrínsecos e intrínsecos no son suficientes y estudia en profundidad los motivos trascendentes: aquellos que tienen en cuenta la repercusión que tienen las acciones del agente activo sobre un determinado agente reactivo. La incoación de un marco de análisis formal puede servir para desarrollar, al menos, una parte de este nuevo sustrato teórico. Para un resumen ver Argandoña, A. (2007).

¹⁰⁶ Cameron, K.S.; Dutton, J.E. y Quinn, R.E. (eds.) (2003).

¹⁰⁷ Ghoshal, S. (2005).

¹⁰⁸ Kesner, I.F. y Sebra, T.C. (1994).

¹⁰⁹ Kaplan, S.N.; Keblanov, M.M. y Sorensen, M. (2008).

¹¹⁰ Pérez López, J.A. (1993) y Chopra, D. (2006).

¹¹¹ Folger, R. y Salvador, R. (2008).

rico más amplio¹¹² y, quizá, más adecuado para el estudio del fracaso del CEO en el futuro.

4. CONCLUSIONES

Constatamos que no existe consenso en la literatura sobre los factores que pueden derivar en fracaso del CEO y esto impide extraer conclusiones válidas sobre un modelo de fracaso. La disparidad de resultados estadísticos ha impedido diseñar un único modelo de fracaso de CEOs. Se han analizado diferentes factores que pueden favorecer la destitución de un CEO, sin embargo, las conclusiones no son claras y la tentación de relacionar las variables es grande. Esto repercute en la incapacidad para extraer conclusiones prácticas.

La ausencia de unanimidad sobre las causas que llevan al fracaso de un CEO, o la escasa información que contienen las explicaciones soportadas con métodos estadísticos potentes, nos hacen intuir que la variable más decisiva e informativa del fracaso del CEO no ha sido suficientemente analizada. Las características del CEO (más allá de las competencias) pueden configurar el área de mayor interés para la investigación sobre el fracaso de los CEOs.

Consideramos que la complejidad de la tarea que llevan a cabo los CEOs precisa de un conjunto de variables explicativas cualitativas de tanta profundidad que nos hace intuir que no es posible modelizar este proceso¹¹³. Los intentos de resolver esta cuestión a través de la estadística no han resultado satisfactorios.

Probablemente hemos llegado a un punto de rendimientos decrecientes de los modelos *logit* centrados en la relación entre rotación del CEO y rendimiento económico de las entidades. Se han de explorar otros campos menos estudiados para mejorar la comprensión sobre estos complejos procesos¹¹⁴. La búsqueda debe continuar, quizá mediante el uso de metodologías innovadoras con más insistencia en el análisis cualitativo y bajo un marco teórico nuevo.

La rentabilidad económica presenta una relación significativa y negativa con la rotación de los CEOs, sin embargo continúa explicando de modo insuficiente el fracaso de los CEOs. Las medidas utilizadas para definir el com-

¹¹² Rosanas menciona la vía abierta por la moderna teoría institucional de DiMaggio, P.J. y Powell, W.W. (1991), que limita el impacto de la racionalidad ilimitada debido a una actuación casi mecánica de mimetismo industrial.

¹¹³ Ghoshal, S. (2005); von Hayek, F. (1989).

¹¹⁴ Brickley, J.A. (2003).

portamiento de la entidad son dispares (contables, de mercado, ponderadas por la industria...) de modo que los resultados obtenidos varían en función de las muestras y los criterios utilizados. Como anunciábamos al comienzo del trabajo, aunque la relación es ampliamente reconocida (y el propio sentido común nos lo sugiere), la explicación que nos aporta esta variable sobre el fracaso no es suficiente.

Hemos analizado la influencia que tiene la posesión de un porcentaje del capital por parte del CEO. Parece que se da una relación inversa entre propiedad del capital y rotación: cuanto mayor es el porcentaje menor es la probabilidad de destitución del CEO.

Esta conclusión se encuadra en la teoría de la agencia de Jensen y Meckling, en la idea de que mayor propiedad de los gestores en el capital facilita la alineación de intereses con los accionistas y disminuye los costes de agencia. Sin embargo, también hemos encontrado numerosos artículos que achacan al intento de conciliar los intereses del principal y el agente a través de la retribución sobre propiedad del capital un efecto perverso que puede conducir a los CEOs hacia comportamientos no éticos de manipulación contable, que suponen incrementar la probabilidad del fracaso¹¹⁵.

Es decir, a pesar de la centralidad de esta cuestión para los investigadores del *corporate governance*, no hay consenso teórico ni empírico sobre cómo la propiedad de acciones en los gestores afecta al rendimiento de la compañía¹¹⁶ y, en consecuencia, sobre cómo puede afectar a la decisión de sustitución del máximo ejecutivo.

Otra característica que ha recibido mucha atención es la composición de los consejos de administración en relación al fracaso del CEO. A pesar de la amplia coincidencia sobre la idoneidad de consejos mayoritariamente externos, creemos que dicha idoneidad ha sido simplificada en la literatura y en la normativa de los reguladores minusvalorando la capacidad de consejo de los internos. De hecho, Bhagat y Black concluyen que no hay evidencia estadística significativa para afirmar que las empresas con consejos de administración mayoritariamente independientes obtienen mejores resultados económicos que las supervisadas por consejos mayoritariamente internos¹¹⁷. La atribución a los consejeros independientes de ventajas sobre los consejeros internos está

¹¹⁵ La realidad de la crisis subprime parece un ejemplo suficientemente válido para ello.

¹¹⁶ Core, J.E. y Larcker, D.F. (2002).

¹¹⁷ Bhagat, S. y Black, B.S. (2002).

excesivamente ligada a la teoría de la agencia¹¹⁸ y adolece de un análisis más riguroso de las personales condiciones de cada consejero y de una definición más precisa de externo¹¹⁹. Los economistas financieros han logrado escasas conclusiones acerca de las fuerzas que dirigen la composición de los consejos de administración¹²⁰.

Hay dos factores que favorecen la permanencia del CEO en el cargo: su presencia en el consejo de administración y la participación en la selección de los consejeros. Ambos factores suponen una ayuda para la estabilidad del CEO a corto plazo; sin embargo, parece que si estas decisiones se toman en busca del interés personal, no tienen efecto positivo sobre la compañía (valor de sus acciones) y en el medio plazo pueden convertirse en factores negativos.

Una definición universal sobre fracaso permitiría incorporar los diferentes aspectos analizados en un modelo general más amplio. En muchos casos se habla de rotación del CEO, en otros de destitución, de marchas involuntarias, jubilaciones, muerte... Esta falta de unidad de criterio sobre la variable dependiente dificulta la lectura de los resultados de manera agregada y supone una pérdida de información relevante.

Como hemos podido observar, en algunos aspectos las circunstancias son opuestas y, sin embargo, las conclusiones de la literatura son las mismas. Esto nos lleva a intuir que “hasta ahora muchas teorías distintas y mutuamente excluyentes han tratado de estudiar el mismo fenómeno”¹²¹.

Consideramos que la investigación y el trabajo futuro en este área pueden seguir diversos campos de análisis: (a) la profundización en la diferenciación por industria de los fracasos de CEOs puede permitir mejoras en la comprensión del proceso aislando los sesgos de industria. (b) Además se puede llevar a cabo un análisis más profundo de las competencias de los CEOs como factor endógeno de fracaso; para ello será necesario un análisis cualitativo estadísticamente válido. (c) Se debe considerar el impacto que tiene el desarrollo del mercado bursátil como controlador exigente de las decisiones del CEO. (d) Debe ser evaluado el incremento de la retribución ligada a los resultados de la compañía en todos los niveles de la empresa¹²² y la mayor unidad que la teoría de la agencia pronostica entre empleados y accionistas. (e)

¹¹⁸ Ghoshal, S. (2005).

¹¹⁹ Shivdasani, A. y Zenner, M. (2004).

¹²⁰ Boone, A.L.; Field, L.C.; Karpoff, J.M. y Raheja, C.G. (2007).

¹²¹ Ghoshal, S. (2005).

¹²² Hall, B.K. y Murphy, K.J. (2003).

También cabe avanzar en la unificación del término fracaso, que distinga marcha voluntaria de involuntaria y facilite una adición de conclusiones más acertada que permita, a su vez, la consecución de un modelo holístico básico. (f) El reconocimiento de los límites actuales de la literatura para explicar este complejo proceso debe promover nuevas aproximaciones (quizá no tan dependientes de la estadística), a partir de sustratos teóricos renovados¹²³: el acercamiento hacia una teoría que reconozca la complejidad de los motivos humanos en la toma de decisiones dentro del gobierno corporativo frente al dominio de la agencia¹²⁴ puede ser uno de esos pasos futuros.

BIBLIOGRAFÍA

- (2003), NYSE's Listed Company Manual, Section 303A, en <http://www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf>.
- (2005), "School for Scandal: Management Education", *The Economist*, 19 de febrero.
- Adams, Renée; Almeida, Heitor y Ferreira, Daniel (2009), "Understanding the Relationship between Founder-CEOs and Firm Performance", *Journal of Empirical Finance*, vol. 16, n° 1, pp. 136-150.
- Agrawal, Anup y Knoeber, Charles R. (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, pp. 377-397.
- Aranzadi del Cerro, Javier (1999), *Liberalismo contra liberalismo*, Unión Editorial, Madrid.
- Argandoña, Antonio (2007), "Integrating Ethics into Action Theory and Organizational Theory", *Journal of Business Ethics*, vol. 78, n° 3, pp. 435-446.
- Barro, Jason R. y Barro, Robert J. (1990), "Pay, Performance and Turnover of Bank CEOs", *Journal of Labor Economics*, vol. 8, n° 4, pp. 448-481.
- Beasley, Mark (1996), "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *Accounting Review*, vol. 71, n° 4, pp. 443-465.
- Behn, Bruce K.; Riley, Richard y Yang, Ya-wen (2005), "The Value of an Heir

¹²³ (2005), *The Economist*.

¹²⁴ Pérez López, J.A. (1993); MacAvoy, P.W. y Millstein, I.M. (2003); Ghoshal, S. y Rocha, H.O. (2006); Rosanas, J.M. (2008).

- Apparent in Succession Planning”, *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, nº 2, pp. 168-177.
- Berry, Tammy K.; Fields, L. Paige y Wilkins, Michael S. (2006), “The Interaction among Multiple Governance Mechanisms in Young Newly Public Firms”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, nº 5, pp. 449-466.
- Bhagat, Sanjai y Black, Bernard S. (2002), “The Non-correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance”, *Journal of Corporation Law*, vol. 27, nº 2, pp. 231-273.
- Boeker, Warren (1992), “Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 37, nº 3, pp. 400-421.
- Boone, Audra L.; Casares Field, Laura; Karpoff, Jonathan M. y Raheja, Charu G. (2007), “The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol. 85, nº 1, pp. 66-101.
- Borokhovich, Kenneth A.; Parrino, Robert y Trampani, Teresa (1996), “Outside Directors and CEO Selection”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, pp. 337-362.
- Bower, Joseph L. (2007), *The CEO Within*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Brady, Gene F. y Helmich, Donald L. (1984), *Executive Succession*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ).
- Brickley, James A. (2003), “Empirical Research on CEO Turnover and Firm-performance: a Discussion”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 36, nº 1-3, pp. 227-233.
- Burt, Ronald S. (1982), *Toward a Structural Theory of Action*, Academic Press, Nueva York.
- Cameron, Kim S.; Dutton, Jane E. y Quinn, Robert E. (eds.). (2003), *Positive Organizational Scholarship: Foundations of a New Discipline*, Berrett-Koehler, San Francisco, CA.
- Canals, Jordi (2008), *En busca del equilibrio*, Prentice Hall, Madrid.
- 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, nº 2, pp. 252-270.
- Cappelli, Peter y Hamori, Monika (2004), *The Path to the Top: Changes in the Attributes and Careers of Corporate Executives, 1980-2001*, NBER Working Papers 10507.
- Chaganti, Rajeswararao S.; Mahajan, Vijay y Sharma, Subhash (1985), “Cor-

- porate Board Size, Composition, and Corporate Failures in Retailing Industry”, *Journal of Management Studies*, vol. 22, n° 4, pp. 400-416.
- Chopra, Deepak (2005), “El alma del liderazgo”, *Comunicas?: Revista de Tendencias en Comunicación*, n° 3, pp. 22-23.
- Chung, Hae, Jin (2008), “Board Independence and CEO Incentives”, (November 27, 2008). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1361149>.
- Coles, Jeffrey L.; Daniel, Naveen D. y Naveen, Lalitha (2008), “Boards: Does one Size Fit All?”, *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 2, pp. 329-356.
- Conger, Jay Alden y Nadler, David A. (2004), “When CEOs Step up to Fail”, *MIT Sloan Management Review*, vol. 45, n° 3, pp. 50-56.
- Core, John E. y Larcker, David F. (2002), “Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership”, *Journal of Financial Economics*, vol. 64, n° 3, pp. 317-340.
- Core, John E.; Holthausen, Robert y Larcker, David F. (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n° 3, pp. 371-406.
- Crawford, Anthony J.; Ezzell, John R. y Miles, James A. (1995), “Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effects of Deregulation”, *Journal of Business*, vol. 68, n° 2, pp. 231-256.
- Daines, Robert N. y Klausner, Michael (2001), “Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs”, *Journal of Law, Economics & Organization*, vol. 17, n° 1, pp. 83-120.
- Dalton, Dan R.; Daily, Catherine M.; Johnson, Jonathan L. y Ellstrand, Alan E. (1999), “Number of Directors and Financial Performance: a Meta-analysis”, *Academy of Management Journal*, vol. 42, n° 6, pp. 674-686.
- D’Aveni, Richard A. y Hambrick, Donald C. (1988), “Large Corporate Failures as Downward Spirals”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 33, n° 1, pp. 1-23.
- DiMaggio, Paul J. y Powell, Walter W. (eds). (1991), *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, University of Chicago Press, Chicago.
- Doidge, Craig A.; Karolyi, George Andrew; Stulz, Rene M.; Lins, Karl V. y Miller, Darius P. (2006), *Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-listing Decision*, ECGI-Finance Working Paper 77/2005.
- Eisenberg, Theodore; Sundgren, Stefan y Wells, Martin T. (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Financial Economics*, vol. 48, n° 1, pp. 35-54.

- 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 and Economics*, vol. 26, n° 2, pp. 255-270.
- Fan, Dennis K.K.; Lau, Chung-Ming y Young, Michael (2007), "Is China's Corporate Governance Beginning to Come of Age? The Case of CEO Turnover", *Pacific-Basin Financial Journal*, vol. 15, n° 2, pp. 105-120.
- Faulk, Anne O. (1991), "Rethinking Outside Directors", *The Corporate Board*, vol. 12, n° 71, pp. 6-10.
- Fich, Eliezer M. y Shivdasani, Anil (2005), "Financial Fraud, Director Reputation and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, vol. 86, n° 2, pp. 306-336.
- Finkelstein, Sydney y Hambrick, Donald C. (1990), "Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: the Moderating Role of Managerial Discretion", *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, n° 3, pp. 484-503.
- Folger, Robert y Salvador, Rommel (2008), "Is Management Theory too 'self-ish?'", *Journal of Management*, vol. 34, n° 6, pp. 1127-1151.
- 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.
- Friedman, Stewart D. y Singh, Harbir (1989), "CEO Succession and Stockholder Reaction: the Influence of Organizational Context and Event Content", *The Academy of Management Journal*, vol. 32, n° 4, pp. 718-744.
- Friel, Thomas J. y Duboff, Robert S. (2009), "The Last Act of a Great CEO", *Harvard Business Review*, vol. 87, n° 1, pp. 82-89.
- Gabaix, Xavier y Landier, Augustin (2008), "Why has CEO Pay Increased so Much?", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, n° 1, pp. 49-100.
- Geddes, Rick y Vinod, Hrishikesh D. (2002), "CEO Tenure, Board Composition, and Regulation", *Journal of Regulatory Economics*, vol. 21, n° 2, pp. 217-235.
- Ghoshal, Sumantra (2005), "Bad Management Theories are destroying Good Management Practices", *Academy of Management Learning & Education*, vol. 4, n° 1, pp. 75-91.
- Ghoshal, Sumantra y Rocha, Héctor O. (2006), "Beyond Self-interest Revisited", *Journal of Management Studies*, vol. 43, n° 3, pp. 585-619.
- Goyal, Vidhan K. y Park, Chul W. (2002), "Board Leadership Structure and

- CEO Turnover”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, n° 1, pp. 49-66.
- Grossman, Sanford J. y Hart, Oliver D. (1980), “Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, vol. 11, n° 1, pp. 42-64.
- Grusky, Oscar (1961), “Corporate Size, Bureaucratization, and Managerial Succession”, *The American Journal of Sociology*, vol. 67, n° 3, pp. 261-269.
- Guerrera, Francesco (2009), “A Need to Reconnect”, *Financial Times*, 13 de marzo.
- Guest, Paul M. (2008), “The Determinants of Board Size and Composition: the Evidence from the UK”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, n° 1, pp. 51-72.
- Hall, Brian J. y Murphy, Kevin J. (2003), “The Trouble with Stock Options”, Harvard NOM Research Paper, n° 03-33.
- Hambrick, Donald C. y Mason, Phyllis A. (1984), “Upper Echelons: the Organization as a Reflection of its Top Managers”, *Academy of Management Review*, vol. 9, n° 2, pp. 193-206.
- Hannan, Michael T. y Freeman, John (1977), “The Population Ecology of Organizations”, *American Journal of Sociology*, vol. 82, n° 5, pp. 929-964.
- Hayek, Friedrich von (1989), “The Pretence of Knowledge”, *American Economic Review*, vol. 79, n° 6, pp. 3-7.
- Henderson, Andrew D.; Miller, Danny y Hambrick, Donald C. (2006), “How Quickly do CEOs Become Obsolete? Industry Dynamism, CEO Tenure, and Company Performance”, *Strategic Management Journal*, vol. 27, n° 5, pp. 447-460.
- Hermalin, Benjamin E. y Weisbach, Michael S. (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *Financial Management*, vol. 20, n° 4, pp. 101-112.
- Hubbard, R. Glen y Palia, Darius (1995), “Executive Pay and Performance Evidence from the U.S. Banking Industry”, *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n° 1, pp. 105-130.
- Iaquinto, Anthony L. y Fredrickson, James W. (1997), “TMT Agreement about the Strategic Decision Process: a Test of some of its Determinants and Consequences”, *Strategic Management Journal*, vol. 18, n° 1, pp. 63-75.
- Jensen, Michael C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, pp. 831-880.
- Jensen, Michael C. y Meckling, William H. (1976), “Theory of the Firm: Ma-

- nagerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 4, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C. y Zajac, Edward J. (2004), “Corporate Elites and Corporate Strategy: how Demographic Preferences and Structural Position Shape the Scope of the Firm”, *Strategic Management Journal*, n° 25, n° 6, pp. 507-524.
- Kaplan, Steven N.; Klebanov, Mark M. y Sorensen, Morten (2008), “Which CEO Characteristics and Abilities Matter”, *NBER Working Paper* 14195.
- Kesner, Idalene F. y Sebor, Terrence C. (1994), “Executive Succession: Past, Present and Future”, *Journal of Management* vol. 20, n° 2, pp. 327-372.
- Kets de Vries, Manfred F.R. (1998), “The Dark Side of CEO Succession”, *Harvard Business Review*, vol. 88, n° 1, pp. 56-60.
- Kieschnick, Robert L. y Moussawi, Rabih Ali (2004), “The Board of Directors: a Bargaining Perspective?”, Working Paper, University of Texas.
- Kisfalvi, Veronika y Pitcher, Patricia (2003), “Doing what Feels Right: the Influence of CEO character and Emotions on Top Management Team Dynamics”, *Journal of Management Inquiry*, vol. 12, n° 1, pp. 42-66.
- Kovach, Barbara E. (1986), “The Derailment of Fast-track Managers”, *Organizational Dynamics*, vol. 15, n° 2, pp. 41-48.
- Lehn, Kenneth M. y Zhao, Mengxin (2006), “CEO Turnover after Acquisitions: are Bad Bidders Fired?”, *Journal of Finance*, vol. 61, n° 4, pp. 1759-1811.
- Lehn, Kenneth M.; Patro, Sukesh y Zhao, Mengxin (2003), “Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000”, Working paper, University of Pittsburgh.
- Lieberson, Stanley y O’Connor, James F. (1972), “Leadership and Organizational Performance: A Study of Large Corporations”, *American Sociological Review*, vol. 37, n° 2, pp. 117-130.
- Linck, James S.; Netter, Jeffrey M. y Yang, Tina (2008), “The Determinants of Board Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 87, n° 2, pp. 308-328.
- Lipton, Martin y Lorsch, Jay W. (1992), “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance”, *Business Lawyer*, vol. 48, n° 1, pp. 59-77.
- Longstrech, Bevis (2005), “Corporate Governance: there’s Danger in New Orthodoxies”, *The Journal of Portfolio Management*, vol. 21, n° 3, pp. 47-52.
- MacAvoy, Paul W. y Millstein, Ira M. (2003), *The Recurrent Crisis in Corporate Governance*, Palgrave Macmillan, Nueva York.
- Mace, Myles L. (1971), *Directors: Myth and Reality*, Harvard University Press, Boston.

- MacKinlay, A. Craig (1997), "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n° 1, pp. 13-39.
- Martin, Kenneth J. y McConnell, John J. (1991), "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance*, vol. 46, n° 2, pp. 671-687.
- Mehran, Hamid (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 38, n° 2, pp. 163-184.
- Michels, Robert (1962), *Political Parties*, Free Press, Nueva York.
- Miller, Danny; Kets de Vries, Manfred F. R. y Toulouse, Jean Marie (1982), "Top Executive Locus of Control and its Relationship to Strategy-making, Structure, and Environment", *Academy of Management Journal*, vol. 25, n° 2, pp. 237-253.
- Mizruchi, Mark S. (1983), "Who Controls Whom? An Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations", *Academy of Management Review*, vol. 8, n° 3, pp. 426-435.
- Monks, Robert A.G. y Minow, Nell (1995), *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Morck, Randall; Schleifer, Andrei y Vishny, Robert (1988), "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, pp. 293-315.
- Murphy, Kevin J. y Zimmerman, Jerry L. (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 273-315.
- Netter, Jeffrey; Poulsen, Annette y Stegemoller, Michael (2009), "The Rise of Corporate Governance in Corporate Control Research", *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, n° 1, pp. 1-9.
- Ocasio, William (1994), "Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990", *Administrative Science Quarterly*, n° 39, n° 2, pp. 285-312.
- Offenberg, David (2009), "Firm Size and the Effectiveness of the Market for Corporate Control", *Journal of Corporate Finance*, vol. 15, n° 1, pp. 66-79.
- O'Reilly III, Charles A.; Wagner, W. Gary y Pfeffer, Jeffrey (1984), "Organizational Demography and Turnover in Top-Management Groups", *Administrative Science Quarterly*, vol. 29, n° 1, pp. 74-92.
- Ortín, Pedro y Salas, Vicente (1997), "The Compensation of Spanish Executives: a Test of a Managerial Talent Allocation Model", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 15, n° 4, pp. 511-531.

- Pareto, Vilfredo (1968), *The Rise and Fall of the Elites*, Bedminster Press, Totowa (NJ).
- Parrino, Robert (1997), "CEO Turnover and Outside Succession. A Cross-sectional Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 46, n° 2, pp. 165-197.
- Pérez López, Juan Antonio (1993), *Fundamentos de la Dirección de Empresas*, Rialp, Madrid.
- Perry, Tod y Peyer, Urs C. (2005), "Board Seat Accumulation by Executives: a Shareholder's Perspective", *Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, pp. 2083-2123.
- Pfeffer, Jeffrey (1981), "Management as Symbolic Action: the Creation and Maintenance of Organizational Paradigms", *Research in Organizational Behavior*, vol. 3, pp. 1-52.
- Pfeffer, Jeffrey y Salancik, Gerald R. (1978), *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Harper and Row, Nueva York.
- Pfeffer, Jeffrey y Moore, William L. (1980), "Average Tenure of Academic Department Heads: the Effects of Paradigm, Size and Departmental Demography", *Administrative Science Quarterly*, vol. 25, n° 3, pp. 387-406.
- Porter, Michael E. (1980), *Competitive Strategy*, Free Press, Nueva York.
- Pritchard, Adam; Ferris, Stephen y Jagannathan, Murali (2003), "Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments", *Journal of Finance*, vol. 58, n° 3, pp. 1087-1111.
- Reinganum, Marc R. (1985), "The Effects of Executive Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, vol. 30, n° 1, pp. 46-60.
- Rosanas, Josep María (2008), "Beyond Economic Criteria: A Humanistic Approach to Organizational Survival", *Journal of Business Ethics*, vol. 78, n° 3, pp. 447-462.
- San Martín, Álvaro y Stein, Guido (2008), "Convertirse en CEO", estudio 50, IESE Business School.
- Selznick, Philip (1957), *Leadership in Administration*, Row, Peterson & Co, Evanston, IL.
- Sen, Amartya (1987), *On Ethics and Economics*, Basil Blackwell, Oxford.
- Shivdasani, Anil y Zenner, Marc (2004), "Best Practices in Corporate Governance: What two Decades of Research Reveal", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16, n° 2-3, pp. 29-41.
- Short, Helen y Keasey, Kevin (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*,

- vol. 5, n° 1, pp. 79-101.
- Simons, Tony; Pelled, Lisa H. y Smith, Ken A. (1999), "Making Use of Difference: Diversity, Debate, and Decision Comprehensiveness in Top Management Teams", *Academy of Management Journal*, vol. 42, n° 6, pp. 662-673.
- Stein, Guido y Capapé, Javier (2010), "Causas del fracaso de un CEO: mapa de un debate (I). Factores endógenos", *Revista Empresa y Humanismo*, vol. XIII, n° 2, pp. 183-235.
- Stout, Lynn A. (2002), "Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Value? The ex post/ex ante Valuation Problem", *Stanford Law Review*, vol. 55, n° 3, pp. 845-861.
- Termes, Rafael (1992), *Antropología del capitalismo*, Plaza y Janés, Barcelona.
- Terviö, Marko (2008), "The Difference That CEOs Make: An Assignment Model Approach", *American Economic Review*, vol. 98, n° 3, pp. 642-668.
- Tobin, James M. (1994), "The Squeeze on Directors-inside is Out", *Business Lawyer*, n° 49, pp. 1707-1760.
- Vancil, Richard F. (1987), *Passing the Baton. Managing the Process of CEO Succession*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Wade, James; O'Reilly, Charles A. y Chandratat, Ike (1990), "Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence", *Administrative Science Quarterly*, vol. 35, n° 4, pp. 587-603.
- Weisbach, Michael Steven (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1 y 2, pp. 431-460.
- Williamson, Oliver (1975), *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, University of California, Nueva York.
- Yermack, David Larry (1996), "Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, pp. 185-212.