

Causas del fracaso de un CEO: mapa de un debate (I)

Factores endógenos

Guido Stein y Javier Capapé*

Recibido: 14 de mayo de 2009 - Aceptado: 9 de diciembre de 2009.

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 primera parte nos centraremos en el análisis de los factores endógenos.

Palabras clave: CEO, Retribución, Corporate Governance.

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 first part we will focus on the análisis of endogenous factors.

Keywords: CEO, Turnover, Corporate Governance.

* Guido Stein es profesor adjunto del departamento de Dirección de Personas en las Organizaciones del IESE (GStein@iese.edu). Javier Capapé es estudiante de postgrado y profesor asistente del Departamento de Economía de la Universidad Carlos III de Madrid (jcapape@eco.uc3m.es).

184

Introducción

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

Según Dotlich y Cairo, el fracaso en liderazgo se achaca a un problema de comportamiento humano², una cuestión que se explica principalmente por cómo son y qué hacen los CEOs en determinadas circunstancias³.

Obviamente, cabe contestar que un CEO deja el cargo cuando la empresa va mal: así se lo exigirá el consejo de administración (encargado de controlar su gestión), los accionistas (que no percibirán igual rentabilidad) a través del consejo de administración, y el mercado en su conjunto (proveedores, acreedores, clientes...). Esto se ha demostrado empíricamente, en especial durante el último cuarto del siglo pasado⁴. Sin embargo, el trabajo de Fredrickson, Hambrick y Baumrin concluye con que un mal comportamiento económico de la

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

2 Dotlich, D.L. y Cairo, P.C. (2003).

3 Charan, R. (2003).

4 James, D.R. y Soref, M. (1981); McEachern, W.A. (1975); Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980); Coughlan, A.T. y Schmitd, R.M. (1985); Warner, J.B.; Watts, R.L. y Wruck, K.H. (1988).

entidad explica menos de la mitad de la varianza de los despidos y las tasas de rotación de CEOs⁵. Es decir, que si tratamos de explicar los motivos que han llevado al fracaso a los CEOs atendiendo al rendimiento de las entidades, descubrimos que la mitad de los *fracasos* se han producido en un entorno de buenos resultados empresariales. Por tanto, ¿qué otros factores influyen en este complejo proceso?

Nos aproximamos a la cuestión en un momento de máxima actualidad. En el mercado americano se perdieron 524.000 puestos de trabajo en diciembre de 2008, y los CEOs no fueron inmunes a esta tendencia⁶. En tiempos de crisis, el número de rotaciones de CEOs se llega a duplicar⁷. El anuncio de la administración Obama sobre el límite de retribución de los CEOs cuyas compañías han sido rescatadas con el dinero de los contribuyentes es una muestra patente del interés que despierta la actuación de los CEOs en la historia económica más reciente⁸. Reacciones parecidas están teniendo lugar en gran parte de los países más desarrollados.

Charan ahonda aún más en la importancia de comprender bien a estos actores cuando asevera que “el liderazgo que ejercen los CEOs debe ser tratado de manera diferente porque es único en alcance y de una importancia incomparable. La actuación de los CEOs determina los destinos de las entidades, quienes colectivamente influyen economías enteras. Nuestra calidad de vida depende de la excelencia en lo más alto”⁹.

Este interés tiene que ver con la influencia que ejercen las compañías multinacionales en la economía de nuestros días. Los activos económicos que gestionan sobrepasan el PIB de países enteros. Las personas que las controlan, en consecuencia, disponen probablemente de más poder e influencia que los más altos representantes de esos

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

6 *Wall Street Journal*, 13 de enero de 2009.

7 Jenter, D. y Kanaan, F. (2008).

8 *Financial Times*, 5 de febrero de 2009.

9 Charan, R. (2005).

186 gobiernos¹⁰. Entender cómo son y cómo actúan es relevante y, por tanto, comprender los motivos que llevan a su fracaso resulta necesario.

A pesar del interés que reviste, no vamos a centrarnos en las causas de fracaso de un CEO en el entorno económico actual. En este estudio trataremos de evaluarlas desde una perspectiva atemporal, aunque no estática. Asimismo, es importante reseñar que la literatura aquí recogida presenta conclusiones de trabajos realizados con muestras mayoritariamente estadounidenses; esto implica una presencia predominante del modelo anglosajón de gobierno corporativo, centrado en la creación de valor para el accionista¹¹. Durante la última década, la transición de la propiedad en las grandes compañías europeas del sector público a los accionistas privados ha supuesto una igualación creciente del gobierno corporativo a ambos lados del Atlántico¹². Sin embargo, consideramos que el modelo anglosajón aún mantiene diferencias que deben considerarse cuando tratamos de aplicar estas conclusiones al caso europeo¹³.

10 Cappelli, P. y Hamori, M. (2004).

11 Rappaport, A. (1986).

12 Milne, R. (2009).

13 Gentry, W.A.; Hannum, K.M.; Ekelund, B.Z. y Jong, A. de (2007) y Russell Reynolds Associates, (2006a, 2006b). No es apropiado hablar de un modelo europeo unificado, como afirma Guest, P.M. (2008). El esquema quizá, más opuesto al anglosajón, proviene de Alemania. Entre las diferencias más relevantes entre estos modelos encontramos los niveles de retribución del CEO (significativamente más elevados en EE.UU), la separación del cargo CEO-Presidente del Consejo de Administración (exigida legalmente en Alemania, casi plena en Gran Bretaña y minoritaria en Estados Unidos), la representación en el Consejo de Administración (mayoritariamente del CEO y de los ejecutivos internos en Estados Unidos; un reparto igualado con presencia de consejeros independientes en Gran Bretaña y participación importante de los accionistas principales en Europa continental) o la participación de los trabajadores en la elección de los miembros del Consejo Supervisor (Alemania, Austria o Dinamarca sí lo reflejan). Ver Krivogorsky, V. (2006) y Russell Reynolds Associates (2006b).

Vancil concluía, en 1987, que el 90% de la rotación de CEOs se produce por jubilación, muerte o incapacidad; factores, todos ellos, no ligados a los resultados de la compañía¹⁴. Es decir, que tan solo un 10% de los cambios de CEOs se producen de manera inesperada: por la decisión de un consejo ante la evolución de la compañía, un cambio en la propiedad de la compañía, la reestructuración de la organización, un cambio estratégico... y el resto de causas que examinamos en este artículo. Este trabajo, por tanto, se centra en ese 10% al que se refiere Vancil: despidos y marchas voluntarias. Consideramos que es precisamente ese porcentaje (más amplio en otros estudios posteriores) el que exige una reflexión rigurosa, porque son esos sucesos los que tienen interés teórico. El examen de las causas nos permitirá delimitar por qué fracasa un CEO o, al menos, arrojar cierta luz sobre estos procesos.

Un CEO fracasa por una variedad de motivos muy amplia. Las compañías, de hecho, pocas veces aportan información sobre los motivos que han llevado a la destitución o rescisión del contrato de su CEO, o lo hacen de manera muy vaga¹⁵. Intentar abarcar todas las causas de fracaso y las interrelaciones que entre ellas se dan no parece factible; sin embargo, sí cabe realizar una reflexión sobre las principales causas que se analizan y se estudian en el ámbito académico internacional.

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

14 Vancil, R.F. (1987).

15 Cannella, A.A. y Shen, W. (2001).

Entre los factores endógenos encontramos los relacionados con la participación en el capital de la compañía¹⁶, los sistemas de retribución¹⁷, la procedencia del CEO¹⁸, las capacidades¹⁹ o su participación en el proceso de selección de consejeros²⁰. Por otro lado, existen unos condicionantes externos al CEO que influyen en la decisión de su salida de la empresa: el tamaño de la entidad²¹, la composición del consejo de administración²², la presencia de inversores institucionales²³, la actuación del predecesor en el cargo²⁴ o un plan de sucesión incompleto²⁵. Esta clasificación no pretende ser exhaustiva, sino que apunta a los factores que tienen mayor relevancia hoy (Figura 1).

16 Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980); Core, J.E. y Larcker, D.F. (2002).

17 Murphy, K.J. (1998).

18 Puffer, S.M. y Weintrop, J.B. (1995); Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988); Warner, J.B.; Watts, R.L. y Wruck, K.H. (1988).

19 Dotlich, D.L. y Cairo, P.C. (2003); Cappelli, P. (2008); Ciampa, D. (2005); Charan, R. (2005); Zajac, E.J. (1990) y Gentry, W.A.; Mondore, S.P. y Cox, B.D. (2007).

20 Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1998); Boeker, W. (1992).

21 Reinganum, M.R. (1985); Grusky, O. (1961).

22 Weisbach, M.S. (1988); Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1998); Bhagat, S. y Black, B.S. (2002).

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

24 Conger, J.A. y Nadler, D.A. (2004).

25 Kovach, B.E. (1986); Walker, C.A. (2002); Conger, J.A. (2004) y Watkins, M. (2004).

Factores de fracaso del CEO*

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

* Fuente: elaboración propia

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

I. Factores endógenos

Los factores que analizamos a continuación responden a los estudios realizados en la literatura que han tratado de identificar y medir las causas que, de manera recurrente, se manifiestan tras el fracaso de los CEOs. Una característica común a todos ellos es la capacidad de

la que dispone el CEO para alterarlos. Sin embargo, no todas las intervenciones del CEO sobre estos factores son positivas; es decir, determinadas acciones del CEO pueden acelerar su salida de la entidad. La falta de consenso en la literatura sobre la relación que mantienen estos factores con el fracaso del CEO no permite afirmar casi nada sobre el impacto de esos factores endógenos sobre el fracaso del CEO. Esta debilidad nos mueve a examinar la investigación sobre las competencias como la posible solución a los modelos estadísticos de alcance explicativo insuficiente.

Como hemos advertido, la separación de causas no es absoluta. Tampoco parece directa la relación entre causa y fracaso tomados aisladamente. Los artículos revisados abordan la relación entre una determinada causa y el fracaso; en otros, agrupan dos o quizá tres de las aquí expuestas. Como describiremos en el apartado dedicado a las competencias, no hemos encontrado un modelo holístico que reúna medidas cuantitativas y cualitativas y al mismo tiempo alcance resultados válidos. Kesner y Seborá, por ejemplo, afirman que la investigación omite variables que afectan a la marcha de un CEO de una compañía²⁶. Los modelos que se suelen presentar omiten las variables cualitativas por la dificultad que entraña la obtención de los datos de manera homogénea y, por tanto, comparable.

1.1. Participación en el capital de la compañía. Retribución

Además de la influencia de las características personales (que se examinarán al final de este apartado), existen otras explicaciones por las que un CEO se mantiene en el puesto, aunque la compañía tenga un comportamiento peor que la media de la industria. Entre ellas encontramos la participación en el capital de la compañía: según Salancik y Pfeffer, un incremento de la propiedad está positivamente correlacionado con la permanencia en el cargo²⁷. El mayor poder

²⁶ Kesner, I.F. y Seborá, T.C. (1994).

²⁷ Salancik, G.R. y Pfeffer, J. (1980).

que adquiere el CEO, en términos de acciones de la compañía, supone una defensa artificial frente al fracaso del CEO. Este modo de abordar la cuestión presupone la presencia de intereses de poder en la compañía.

Aunque no existe consenso en la literatura sobre la correlación entre la posesión por un ejecutivo de capital de la compañía y los resultados de ésta, los estudios empíricos apuntan hacia mejores comportamientos de la compañía ante aumentos del peso de las *stock-options* en la retribución (u otros planes a medio plazo que retribuyen en especie a través de acciones)²⁸. Un incremento de la participación en el capital es un incentivo para mejorar el rendimiento de la compañía²⁹. Es decir, los ejecutivos (agentes) reciben un incentivo para unir sus intereses a los del accionista (principal); este incentivo resulta necesario para aunar los intereses de ambos, dada la racionalidad de los agentes que subyace a la teoría de la agencia. Sin embargo, como veremos más adelante, dicho incentivo contiene efectos perversos que pueden diluir el objetivo perseguido. Rosanas critica esta vertiente de la teoría de la agencia porque considera que tiene excesivas pretensiones y una débil carga teórica. Asimismo, sostiene que la explicación principal-agente de Ross (1973), Holmström (1979) y

28 Core, J.E. y Larcker, D.F. (2002) explican el origen de la falta de consenso en la literatura. Consideran que los diferentes sustratos teóricos de las dos escuelas de pensamiento enfrentadas fomentan la dispersión de resultados. Ambas escuelas tratan de estudiar la relación que hay entre el capital en posesión del gestor y el rendimiento económico de la compañía. Por un lado Morck, R.; Schleifer, A. y Vishny, R. (1988) asumen que los costes de ajuste de contratos subóptimos son muy elevados; en consecuencia, el coste que conlleva una redefinición de los contratos de los ejecutivos provoca peores resultados de la compañía. Por otro lado, la escuela iniciada Demsetz, H. y Lehn, K. (1985) considera que no existen costes de ajuste y, por tanto, las entidades ajustan el nivel de propiedad de los ejecutivos hasta el nivel óptimo. En el óptimo no hay relación entre propiedad de acciones y resultados de la entidad.

29 Core, J.E. y Larcker, D.F. (2002); Morck, R.; Schleifer, A. y Vishny, R. (1988).

192 Grossman y Hart (1983) tiene una carga matemática válida y mayor precisión en el proceso deductivo³⁰.

Siguiendo a Shivdasani y Zenner³¹, otros autores han negado las bondades de la participación en el capital cuando éste alcanza un nivel de control de la compañía³². En el gráfico (figura 2) observamos cómo el valor de la compañía (medido por la ratio entre cotización y valor en libros de la acción) aumenta progresivamente con mayores porcentajes de capital en manos de los miembros de la compañía (*insiders*); sin embargo, esta relación se torna negativa cuando se llega a un máximo del 35% del capital. Es decir, cuando los gestores y miembros del consejo de administración no *outsiders* tienen una participación amplia del capital (superior a ese 35%), el valor de la compañía decae. Esto sugiere que esa excesiva participación deviene en controles y asesoramientos ineficaces de la gestión por parte de los *insiders*.

Retribución

La participación en el capital de la compañía depende, en gran medida, para los CEOs no fundadores de la entidad, del sistema de retribución vigente. La tendencia de los sistemas de retribución a ligar la remuneración de los ejecutivos con los resultados de la entidad ha ido en aumento en los últimos años. Esta es una cuestión empresarial muy debatida que acapara la atención de los medios de comunicación³³. Desde 2006, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) estadounidense obliga a las entidades bajo su supervisión a detallar de manera más clara y completa la información de retribu-

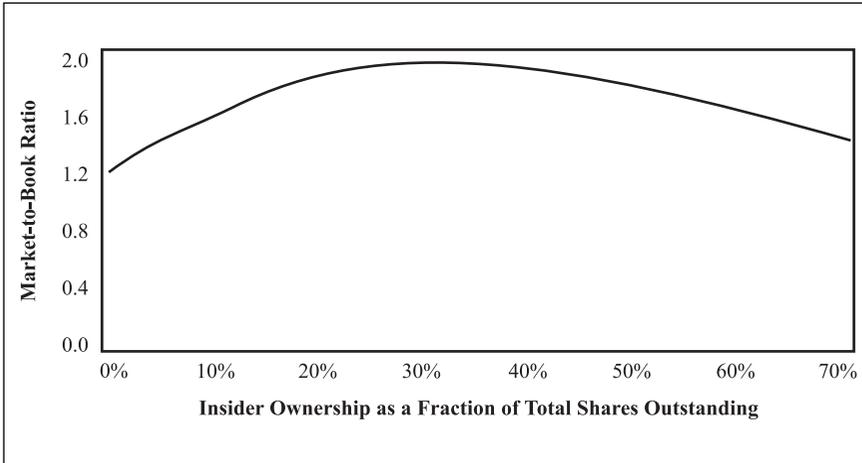
³⁰ Rosanas, J.M. (2008).

³¹ Shivdasani, A. y Zenner, M. (2004).

³² McConnel, J. y Servaes, H. (1990); Morck, R.; Schleifer, A. y Vishny, R. (1988); véase gráfico inferior.

³³ Core, J.E.; Guay, W.R. y Larcker, D.F. (2007).

Figura 2



Fuente: McConnell, J. y Servaes, H. (1990).

ción del CEO, del CFO, de cualesquiera otros tres ejecutivos que se encuentren entre los mejor pagados y de los miembros del consejo de administración. A raíz de la intervención gubernamental, globalizada tras la crisis iniciada en el verano de 2007, las críticas en este ámbito son mayores. La razón parece clara, ¿qué justificación tienen los ingresos que recibe el CEO de una compañía que ha sido intervenida con el dinero público?³⁴. Además, ¿se pueden justificar los riesgos que toma un CEO alentado por la consecución de su *bonus*? Algunos autores realizan una aproximación que amplía los límites de la agencia en la explicación de la retribución mediante factores políticos, económicos y sociales³⁵. Para entender este debate y poder

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

35 Murphy, K.J. (1998); Taleb, N.N. (2009) y Berrone, P.; Makri, M. y Gómez-Mejía, L.R. (2008).

determinar qué influencia tiene sobre el fracaso de un CEO vamos a resumir brevemente la estructura habitual de ingresos de un CEO. En esta ocasión seguiremos a Murphy³⁶.

Salario fijo

Un CEO, o cualquier alto ejecutivo³⁷, obtiene habitualmente sus ingresos a través de una estructura de pagos con cuatro niveles. En el primer nivel encontramos la base salarial. Esta base salarial es un concepto clave porque la determinación de este componente influye sobre la dimensión del resto: los *bonus* se expresan con frecuencia como un porcentaje del salario base; las opciones se fijan como un múltiplo de la base salarial; y la pensión de jubilación –junto a otros conceptos³⁸– también se relaciona con este nivel de salario.

Bonus

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

36 Murphy, K.J. (1998).

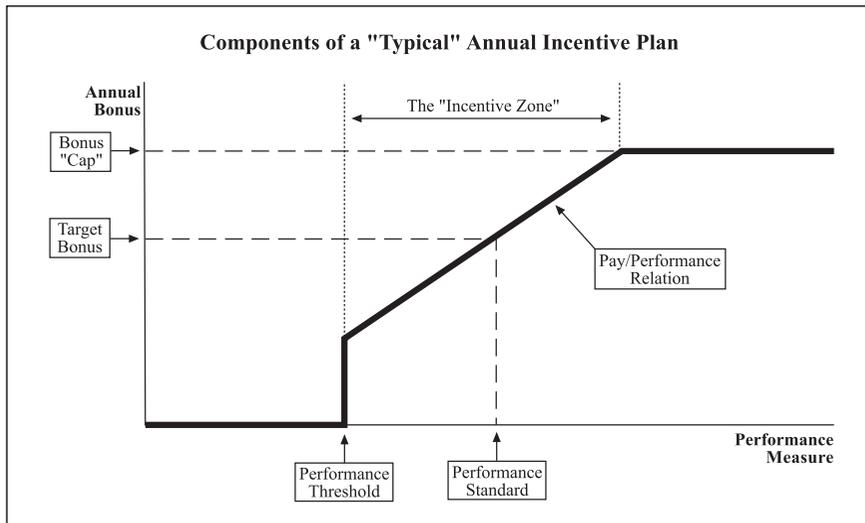
37 En la jerga se utiliza el término c-suite (“categoría c”) para referirse a los ejecutivos que ostentan los cargos de Chief Executive Officer (CEO), Chief Financial Officer (CFO), Chief Operating Officer (COO) y otros (en función de la industria y/o el tamaño de la compañía).

38 Acciones restringidas, *bonus*-planes plurianuales, aportaciones suplementarias a planes de pensiones, etc.

La medición del rendimiento del CEO se efectúa habitualmente a través de medidas contables de las entidades que encabezan. Sin embargo, algunos planes matizan esta información contable con medidas que valoran el rendimiento profesional del CEO³⁹. La dificultad de estas medidas provoca un sesgo de la ponderación a favor de las medidas contables.

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

Figura 3



Fuente: Murphy, K.J. (1998).

39 Henderson, A.D.; Miller, D. y Narvik, D.C. (2006), anotan la diferencia entre el rendimiento empresarial y el rendimiento personal de los CEOs, pero en su trabajo incluyen tan solo la primera. El rendimiento (*performance* en inglés) de la entidad, medido a través de diversas ratios contables, incluye el trabajo del CEO junto a un amplio abanico de variables que escapan a las decisiones del CEO.

196 Opciones sobre acciones

En un tercer nivel encontramos las opciones sobre acciones: se trata de un contrato que otorga a quien lo recibe el derecho a comprar un porcentaje de las acciones de la compañía a un precio de ejecución fijado en un plazo también dado. No son opciones comercializables y el derecho se pierde si el beneficiario abandona la compañía. Hall y Murphy afirman que el crecimiento durante los años 90 de este componente retributivo ha aumentado en todos los niveles de la compañía, no sólo en los más altos, y explican que se han utilizado como un medio para atraer y retener el talento⁴⁰, diluir la aversión al riesgo de sus directivos y aprovechar las ventajas fiscales y la “supuesta” inocuidad sobre el balance de las compañías⁴¹.

Se trata, por tanto, de medidas pro-cíclicas cuyos efectos sobre la economía están hoy en día en plena discusión⁴².

En el gráfico (Figura 4) se muestra la relación entre la retribución total media recibida por los CEO de las empresas del índice S&P 500 y el salario medio de los trabajadores de EE.UU. En 2002, un año después del estallido de la burbuja tecnológica, la retribución de los CEO sin considerar las opciones se había elevado hasta 60 veces el salario medio; para ese mismo año, si tenemos en cuenta las opciones, los CEO cobran 360 veces más que el trabajador medio americano; cifra bastante inferior al pico alcanzado antes del estallido cuando la media de los CEO llegó a cobrar 550 veces lo que cobraba el trabajador medio. El crecimiento del salario y el *bonus* en este mismo periodo (también en relación con el sueldo del trabajador

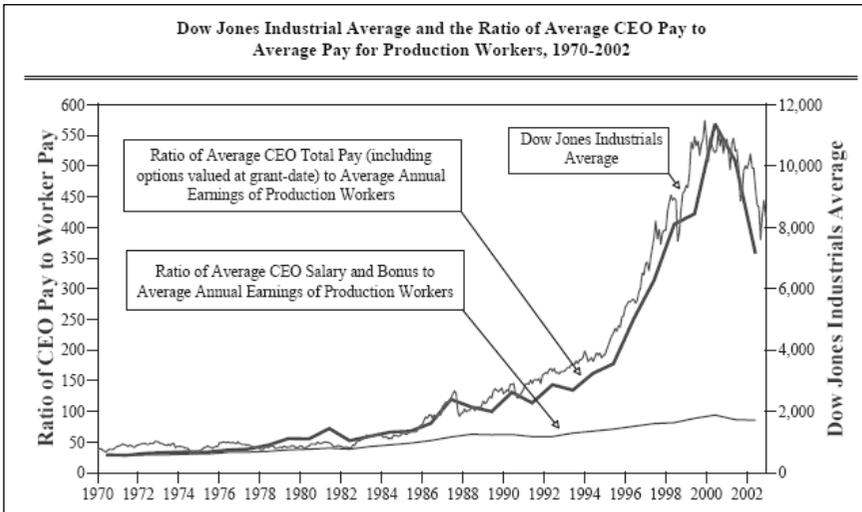
40 Argandoña, A. (2000) explica las connotaciones éticas de este tipo de retribución. Explica que la retribución logrará el efecto motivador cuanto mayor sea la parte variable (ligada a resultados) sobre la remuneración total y por la dimensión incremental (cuánto aumenta la retribución por cada unidad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

41 Hall, B.K. y Murphy, K.J. (2003).

42 Harris, J.D. (2009).

medio americano) había experimentado un crecimiento del 20%. La desigualdad de retribución entre el máximo mandatario de las compañías y el trabajador medio había aumentado en 2002 un 415%, generando una desigualdad de rentas de justificación dudosa, dada la asunción de riesgos que se tomaron en los años de crecimiento⁴³ y el impacto sobre la economía real (y el trabajador medio) que de sus decisiones se derivó.

Figura 4



Fuente: Hall, B.J. y Murphy, K.J. (2003).

Influencia sobre el fracaso del CEO

El trabajo de los investigadores sobre la retribución de los CEOs se ha realizado principalmente mediante el estudio de la sensibilidad de la remuneración al comportamiento económico de la entidad⁴⁴.

⁴³ Hall, B.K. y Murphy, K.J. (2003).

⁴⁴ Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1990a); Coughlan, A.T. y Schmidt, R.M. (1985).

Estos autores han evaluado cuál es el impacto sobre los ingresos de un CEO de una variación de 1.000\$ en el valor de la compañía. Jensen y Murphy demostraron que, en las entidades más grandes, la evolución del valor de las acciones tenía un nexo muy débil con la retribución de los responsables últimos de la gestión de la compañía (en el periodo analizado –de 1974 a 1986– los CEOs ganaban 3,25\$ más por cada incremento en 1.000\$ del valor de la compañía). Estos trabajos tratan de contrastar empíricamente –utilizando la relación CEO-accionistas de una entidad cotizada– los postulados de la teoría de la agencia que, como hemos apuntado, muestra en su interpretación más básica, la necesidad de unir los intereses de los gestores con los de los propietarios⁴⁵. Sin embargo, las conclusiones de dichos estudios apoyan de manera débil estas propuestas. De aquí se deriva una cierta incongruencia con la teoría de la agencia, que sostiene la remuneración ligada a objetivos empresariales (*bonus* anuales o plurianuales) y las opciones sobre acciones; dicha teoría presupone la divergencia de intereses y propone como remedio este tipo de medidas, que se han demostrado inválidas, quizá por la superficialidad de las premisas.

La influencia de la retribución sobre el fracaso depende, entre otros motivos, de la importancia que cada nivel tiene sobre la retribución total del CEO. En concreto, el interés teórico ha pasado del estudio de la compensación total que perciben los CEOs al análisis de la estructura de dicho pago⁴⁶. No todos los niveles salariales influyen igual sobre la rotación de los CEOs. Como afirma Murphy, los

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

46 Mehran, H. (1995).

bonus (anuales o plurianuales) pueden generar incentivos perversos para la compañía y, en último término, para el propio CEO. En los últimos años hemos conocido fraudes en importantes empresas (*Satyam Computer Services* en 2009, *Parmalat* en 2007, *AIG* en 2004, *Enron* o *WorldCom* en 2001). En los años del estallido de la burbuja tecnológica, tanto la revista *Forbes* como *MarketWatch* se hacían eco de decenas de casos de fraudes contables en grandes entidades. Si ese mismo comportamiento se reproduce, es probable que asistamos aún a más casos.

Berrone explica que las dificultades para valorar los beneficios que se derivan de una actividad socialmente responsable suponen un conflicto para los comités de retribución, que quisieran introducir el desarrollo de dichas actividades en el pago de los ejecutivos⁴⁷; explica que las medidas financieras dominan los criterios que determinan los planes de retribución de los ejecutivos.

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

Además del efecto derivado que puede generar el propio *bonus*, existe una dificultad clara para determinar y medir el rendimiento de un CEO cuando se añaden, a las medidas contables, las medidas relacionadas con las competencias y su mejora⁴⁸.

47 Berrone, P. (2008).

48 Dierdoff, E.C. y Surface, E.A. (2008).

Desde mediados de los años 60, se habla de las cualidades o competencias de un trabajador como un factor a retribuir. De hecho, dos tercios de las empresas agrupadas en *Fortune* 1000 utilizan ese sistema, cuyas siglas en inglés son SBP (*Skill-based Pay*)⁴⁹. Sin embargo, todavía estamos lejos de la unanimidad de criterios para determinar el avance cualitativo de una persona en general y, en concreto, del CEO, porque es muy difícil medir las cualidades o competencias de un determinado trabajador. Dierdoff y Surface, utilizando como muestra las fuerzas de operaciones especiales de la *US Army*, concluyen que el sistema SBP es efectivo: aprenden más los que reciben un pago por mejorar sus cualidades (en el artículo mencionado se trata de capacidades idiomáticas). Sin embargo, este modo de retribuir, excesivamente ligado al desarrollo individual, es un sistema que puede derivar en un afán de éxito individual que erosione el trabajo en equipo, limite la transmisión del conocimiento y enfatice el corto plazo frente a la misión a largo plazo de la entidad⁵⁰.

Las opciones sobre acciones también han sido criticadas⁵¹; por ejemplo, numerosos artículos han puesto en tela de juicio la idea de que las opciones sobre acciones facilitan la identificación de intereses entre el CEO y los propietarios en determinadas circunstancias⁵².

Bartol, Smith, Pfarrer, Zhang y Khanin consideran que el fundamento de un comportamiento no ético de los CEOs al manipular los ingresos de la entidad puede explicarse por la “teoría de perspectivas” de Kahneman y Tversky (1979). Según esta corriente, la percepción de las pérdidas lleva a los individuos a tomar decisiones agresivas que contrarresten o minimicen su efecto⁵³.

49 Lawler, E.E. III; Mohrman, S.A. y Ledford, G.E. Jr. (1998).

50 Pfeffer, J. (1998).

51 Yermack, D.L. (1997).

52 Core, J.E.; Guay, W.R. y Thomas, R.S. (2005).

53 Bartol, K.M.; Smith, K.G.; Pfarrer, M.D.; Zhang, X. y Khanin, D.M. (2008)

Por su parte, Crawford, Ezzell y Miles encuentran evidencia empírica de las diferencias de retribución que se dieron en los años 80 en la banca norteamericana. Descubren que dicha diferencia tiene su origen en los cambios regulatorios de la banca y concluyen que se produce un crecimiento de la sensibilidad retribución del CEO-rendimiento de la compañía entre el periodo regulado y el desregulado⁵⁴. Parece que se establece una correlación mayor entre los pagos del CEO y el rendimiento de la entidad ante procesos de desregulación en la industria.

Sobre la influencia y las relaciones de poder en la alta dirección encontramos en la literatura dos escuelas con enfoques distintos: la teoría de la agencia y la gerencial⁵⁵. En ambas escuelas se pretende explicar la relación que se establece entre quienes controlan la entidad y los propietarios. Los primeros han tratado de buscar qué retribución del CEO está mejor ligada al rendimiento de la entidad⁵⁶. Los segundos entienden que la prioridad primera de un CEO pasa por aumentar el tamaño de la compañía y rechazan la relación entre retribución y resultados; esta corriente ha tratado de ligar la retribución del CEO con el tamaño de las organizaciones. En su estudio concluyen que un 40% de la varianza de la retribución del CEO se explica por el tamaño de la compañía, mientras que el rendimiento de la compañía explica tan solo el 5%. Sin embargo, el cambio en la

54 Crawford, A.J.; Ezzell, J.R. y Miles, J.A. (1995).

55 La primera está representada por Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976); Eisenhardt, K.M. (1989); Kosnik, R.D. y Shapiro, D.L. (1997). En cuanto a la segunda, tiene su origen en Berle, A.A. y Means, G.C. (1932).

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

retribución es igualmente sensible a modificaciones tanto de tamaño como de rendimiento⁵⁷.

Por su parte, Terviö concluye que la variable que mejor explica el nivel de retribución de un CEO es el tamaño de la compañía. Las cualidades o talentos que diferencian a los CEOs no explican bien las variaciones de retribución. De acuerdo con el equilibrio competitivo, en un mercado en el que los talentos y los puestos de CEO son escasos, el valor añadido que éstos generan a través de sus competencias distintivas tiene un efecto débil sobre la riqueza de los accionistas⁵⁸.

La disparidad de los resultados analizados –tónica habitual a lo largo de la literatura que estudia los factores recogidos en este artículo– coincide con las conclusiones de Collins sobre la imposibilidad de ligar un determinado modelo de retribución al éxito de las compañías y, en consecuencia, del CEO⁵⁹. También Jensen, Murphy y Wruck –cuyos trabajos previos sirvieron de argumentos teóricos para impulsar esta práctica⁶⁰– explican cómo la remuneración óptima puede mitigar los costes de agencia entre ejecutivos y accionistas, pero advierten que ni siquiera el óptimo logra eliminar dichos costes totalmente por la compleja relación que se establece entre mercados financieros, empresas, ejecutivos y consejos de administración.

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

Otra relación que presenta regularidades empíricas es la que se establece entre la decisión de destituir a un CEO y la procedencia del CEO como *outsider* o *insider*. La consideración de cualquier miembro de la alta dirección como *insider* u *outsider* se ha definido de

57 Tosi, H.L.; Werner, S.; Katz, J.P. y Gómez-Mejía, L.R. (2000).

58 Terviö, M. (2007).

59 Collins, J. (2001).

60 Ghoshal, S. (2005).

diversas maneras: Weisbach entiende que *outsiders* son aquellos directivos que no trabajan para la compañía (sin responsabilidades al margen del consejo), ni son antiguos empleados, ni familiares de éstos; tampoco son abogados, contables, asesores financieros o empleados de cualquier otra empresa que mantenga relaciones contractuales con la empresa en la que ejercen como consejeros⁶¹. No hay una definición ampliamente admitida⁶²: por ejemplo, tanto Dalton y Kesner como Wiersema entienden por *outsider* aquel sucesor no contratado por la compañía durante el mandato de su predecesor⁶³. Otros –siguiendo a Vancil– lo definen como aquél con menos de un año en la compañía⁶⁴ o menos de dos⁶⁵. Esta indeterminación es una de las causas de la variedad de resultados que se obtienen en la literatura⁶⁶.

Se han encontrado correlaciones positivas entre destituciones y *outsiders*. Es decir, en igualdad de condiciones, un CEO –o alto ejecutivo– que haya promocionado dentro de la empresa tiene más probabilidades de mantenerse en la compañía que otro que haya sido fichado fuera. De acuerdo con Collins, de las empresas que logran el éxito un 70% lo alcanzó con un CEO *insider*⁶⁷.

61 Weisbach, M.S. (1988).

62 Kesner, I.F. y Sebor, T.C. (1994).

63 Dalton, D.R. y Kesner, I.F. (1983); Wiersema, M.F. (1992).

64 Davidson, W.N.; Worrell, D.L. y Cheng, L. (1990).

65 Cannella, A.A. y Lubatkin, M.H. (1993).

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

67 Collins, J. (2001).

Furtado y Karan concluyen que la procedencia del CEO está significativamente relacionada con el mal rendimiento económico sólo cuando el consejo utiliza como medidas de rendimiento de la compañía algunas ratios contables, como EBIT o ROA. Cuando usan otras ratios (ROE o la rentabilidad de la acción) no se ha encontrado evidencia estadística de cambios en el CEO. Estos resultados sugieren que los consejos utilizan la información contable de la compañía —para determinar el rendimiento de su CEO— con preferencia sobre la información ligada al mercado. La relación entre el fichaje de un CEO externo y las ratios contables sí parece significativa en pequeñas empresas⁶⁸.

Agrawal, Tsoulouhas y Knoeber establecen que el motivo de seleccionar un CEO externo, limitando el incentivo de los empleados en la compañía a un sobreesfuerzo por alcanzar dicho puesto, se relaciona con la estructura organizativa de la empresa. Las entidades con una estructura organizativa por producto tienen tendencia a buscar al candidato como CEO fuera de ellas⁶⁹.

Zajac y Furtado y Rozeff afirman que un sucesor interno genera más ingresos y mayor valor para la acción, respectivamente⁷⁰. Sin embargo, a raíz de la variedad de definiciones, otros investigadores han concluido que un CEO fichado del exterior reporta a la entidad un mejor comportamiento⁷¹. Para estos últimos, la relación positiva entre el fichaje de un CEO externo y los resultados posteriores de la entidad, no obstante, es muy débil.

Dalton y Kesner concluyen que las entidades de menor tamaño y con una rentabilidad en la media (no situada en los deciles más altos o

68 Furtado, E.P.H. y Karan, V. (1994).

69 Agrawal, A.; Tsoulouhas, T. y Knoeber, C.R. (2007).

70 Zajac, E.J. (1990) y Furtado, E.P.H. y Rozeff, M.S. (1987).

71 Reinganum, M.R. (1985) y Warner, J.B.; Watts, R.L. y Wruck, K.H. (1988).

más bajos) presentan una tendencia mayor a fichar a un CEO externo⁷². De acuerdo con esta tendencia, también Kets de Vries afirma que la sucesión interna del CEO es beneficiosa en empresas complejas y de gran tamaño, ya que disminuye las fricciones en la estructura de la compañía⁷³.

A pesar de que la tendencia apunta hacia CEOs externos, todavía podemos preguntarnos qué se quiere decir con externo: quizá se pretende enfatizar la poca experiencia en la entidad o en la industria o que su entrada en la entidad generará cambios en la gestión, en las características del líder o en la estrategia de la entidad⁷⁴. Como la ausencia de consenso en la literatura en esta cuestión es clara, hay quien sostiene que realmente no se sabe qué efecto tiene sobre la compañía la sucesión externa frente a la sucesión interna⁷⁵. Para Kaplan, Keblanov y Sorensen los CEOs deben ser fichados en función del talento, por encima de la consideración del CEO como *outsider* o *insider*⁷⁶.

La tendencia general en EE.UU. queda recogida en el siguiente gráfico, y muestra el crecimiento de los CEOs *outsiders* en el último tercio del siglo XX.

1.3. Pertenencia al consejo de administración

Boeker añade otro campo de análisis al introducir la pertenencia o no al consejo de administración puesto que, como Mizruchi ya había afirmado, la pertenencia al consejo de administración supone mayor capacidad de influencia⁷⁷. Boeker explica en su artículo que, dado un

72 Dalton, D.R. y Kesner, I.F. (1983) y (1985).

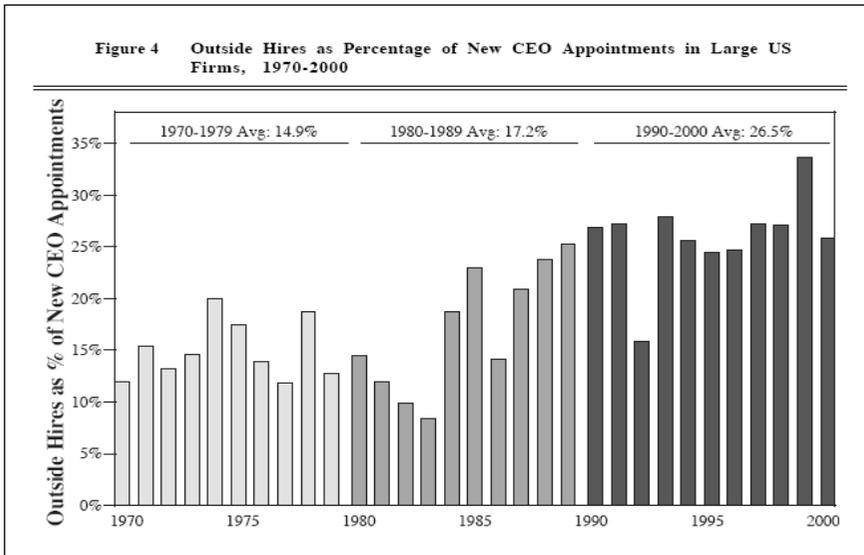
73 Kets de Vries, M.F.R. (1988).

74 Karaevli, A. (2007).

75 Kesner, I.F. y Sebor, T.C. (1994).

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

77 Boeker, W. (1992); Mizruchi, M.S. (1983).



Fuente: Jensen, M.C.; Murphy, K.J. y Wruck, E.G. (2004), p. 32.

mal rendimiento de una compañía, el CEO destituirá a un mayor número de altos ejecutivos en la medida en que el consejo de administración sea menos exigente respecto al control de sus actividades. Es decir, será proclive a atribuir la responsabilidad del rendimiento de la empresa a sus altos ejecutivos, y así salvar su puesto.

Como varios autores han puesto de relieve, ese menor control se aproxima habitualmente a través de consejeros internos, no independientes⁷⁸. Sin embargo, existe otra corriente que relaciona promoción interna y éxito en la entidad⁷⁹: así, para Bower, por ejemplo, un

78 Rostow, E.V. (1959); Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983); Mizruchi, M.S. (1983); Weisbach, M.S. (1988); Fredrickson, J.W.; Hambrick, D.C. y Baumrin, S. (1988).

79 Davidson, W.N.; Worrell, D.L. y Cheng, L. (1990); Zajac, E.J. (1990); Bower, J.L. (2007) o Bhagat, S. y Black, B.S. (2002).

CEO de éxito es aquel interno que logra desarrollar las capacidades y la perspectiva que se atribuyen habitualmente a un *outsider*. Según esto, podríamos deducir que un consejo mayoritariamente *insider* realizaría un control del CEO con la misma exigencia que se atribuye a los *outsiders*.

Si el principal interés del CEO consiste en mantenerse en el puesto, el CEO buscará lograr el poder necesario para retener dicho puesto⁸⁰ y, desde esa perspectiva, tratará de influir sobre quienes puedan estar interesados en su destitución ante un mal comportamiento económico: el consejo de administración, que ostenta la autoridad formal de destituirle⁸¹, y los propietarios, que directamente sufren los efectos de un mal rendimiento de la entidad⁸². Una manera de amortiguar la presión que recibe a través de la vía del consejo de administración puede ser su presencia activa en el mismo.

Se produce una participación directa del CEO en el consejo cuando la misma persona ostenta el cargo de CEO y el de presidente del consejo de administración. De acuerdo con un estudio elaborado por *Russell Reynolds Associates*, hay una tendencia clara a la separación de las figuras del CEO y el presidente del consejo de administración, que recibe también apoyo en el aumento en la literatura. La idea que subyace en esta tendencia es la creciente participación estratégica de los directores del consejo y las exigencias de independencia que se derivan de la regulación del buen gobierno corporativo. No obstante, aún se mantiene la figura del CEO-presidente. De acuerdo con *Russell Reynolds Associates*, en 2005 tan solo un 29% de las empresas del índice S&P 500 tenían divididas estas funciones en diferentes

80 Brady, G.F. y Helmich, D.L. (1984). Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1989) explican que una manera de asegurar el puesto consiste en seleccionar aquellos proyectos que exigen un capital humano específico de difícil transferencia.

81 Selznick, P. (1957).

82 Boeker, W. (1992).

personas⁸³. Los defensores de esta unión de tareas entienden que un ejecutivo que ostenta ambos cargos simultáneamente reduce los conflictos de poder y facilita los procesos de sucesión. Los encuestados explican que la razón principal para unificar ambos puestos es la mejora de las posibilidades de contratación de un CEO externo, que no verá limitada su autoridad dentro de la compañía.

De acuerdo con los datos empíricos, Baliga, Moyer y Rao concluyen que no hay evidencia suficiente para inferir una influencia negativa de la dualidad CEO-presidente⁸⁴. Brickley, Coles y Jarrell también analizaron estadísticamente el impacto sobre la compañía de esta dualidad y concluyen que los costes asociados a la separación de funciones son mayores que los beneficios⁸⁵; junto a estos estudios empíricos, Lorsch y Zelleke confirman su preferencia por mantener un puesto único que abarque las funciones de presidente y CEO simultáneamente⁸⁶. Sin embargo, los reguladores han tratado de introducir esta separación en sus textos normativos; se han apoyado en la literatura empírica de Rechner y Dalton o Pi y Timme, que sí reflejan un mejor comportamiento de las entidades con división de funciones⁸⁷.

Finkelstein y D'Aveni realizan una revisión de los dos enfoques principales que ha recibido esta cuestión. El enfoque de la agencia (que establece conflictos enfrentados entre CEOs y consejo) aboga por la separación de cargos; el enfoque institucional, por su parte,

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

84 Baliga, B.R.; Moyer, R.C. y Rao, R.S. (1996).

85 Brickley, J.A.; Coles, J.L. y Jarrell, G. (1997).

86 Lorsch, J.W. y Zelleke, A. (2005).

87 Dalton, D.R. y Rechner, P.L. (1991) o Pi, L. y Timme, S.G. (1993).

considera la unidad de mando que se deriva de la dualidad y los beneficios asociados a un liderazgo fuerte en la compañía⁸⁸.

I.4. Participación en el proceso de selección del consejo de administración

Shivdasani y Yermack introducen un nuevo elemento que puede servir como variable explicativa del fracaso: la participación del CEO en el proceso de selección de los miembros del consejo de administración⁸⁹. Algunos autores afirman que el control que ejercen los miembros del consejo es mayor en el caso de consejos con una mayoría de consejeros independientes⁹⁰. Un CEO puede interferir en dicho control mediante su participación en el proceso de selección de consejeros. Shivdasani y Yermack concluyen que las empresas seleccionan consejeros menos proclives a controlar al CEO cuando el propio CEO participa en el proceso de selección. En estos estudios, como los que analizan la composición de los consejos, se evalúa el impacto que tiene el evento sobre la cotización de las acciones. Shivadasani y Yermack encuentran un impacto significativamente superior en el caso de las empresas que fichan consejeros independientes cuando el CEO no participa en su selección. Sugieren como explicación que la participación del CEO en dicho proceso es una señal al mercado de que la nueva incorporación no ejercerá un control exigente de las actividades del CEO. También Klein concluye que la participación del CEO en el comité de nombramientos implica menor presencia de *outsiders* en el comité de auditoría y mayores sueldos del CEO, lo cual induce a pensar que habrá una supervisión

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

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

90 Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1998); Weisbach, M.S. (1988); Jensen, M.C. (1993).

210 peor del consejo sobre la actividad del equipo de dirección⁹¹. En resumen, la literatura empírica apunta a una cierta creación de valor para las empresas cuando en la elección de los consejeros no participa el CEO.

En relación con la destitución del CEO, Mace infiere que la implicación del CEO en el proceso de selección limita la independencia del consejo, pues los consejeros elegidos serán habitualmente afines al CEO que los selecciona. El control en situaciones de mal rendimiento de la entidad es menos exigente y la probabilidad de una destitución es menor⁹². Este poder del CEO se ha identificado en la literatura como una consecuencia de mandatos más largos y de la participación creciente en el capital de la compañía⁹³.

Hermalin y Weisbach llevan a cabo una aproximación distinta al problema. Hasta entonces se buscaba evaluar qué actuación siguen los consejos en función de cómo están constituidos (externos o internos); sin embargo, ambas cuestiones (actuación y naturaleza) están relacionadas entre sí y unidas en la figura del CEO. Aunque según la legislación son los accionistas los que eligen a los miembros del consejo de administración, dicha elección se realiza habitualmente sobre unos candidatos previamente escogidos. En esa selección el CEO participa de una manera explícita o implícita en función de su poder de influencia. Como indican Hermalin y Weisbach, para entender el gobierno corporativo debe estudiarse simultáneamente la elección y la función de los directivos⁹⁴.

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

91 Klein, A. (2002).

92 Mace, M.L. (1971).

93 Baker, M. y Gompers, P.A. (2003).

94 Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1998).

1.5. Competencias

Muchos autores consideran que el alcance de los factores citados hasta ahora es insuficiente para explicar el fracaso de un CEO⁹⁵. En la literatura se ha abordado el fracaso de los CEOs utilizando multitud de factores; sin embargo, la carencia de competencias se minusvalora como factor de fracaso debido a la dificultad empírica que entraña la obtención de información estadística válida. Fredrickson, Hambrick y Baumrin entienden que esta fuente de información contiene un alcance explicativo potencial muy elevado; ahora bien, elaboran su modelo de fracaso con variables observables empíricamente y no abordan la cuestión esencial⁹⁶. Otros autores han sistematizado estas características⁹⁷ o han promovido una profundización⁹⁸.

Los factores externos tampoco alcanzan un nivel de explicación válido. Por eso, consideramos que la profundización en el área de las características o carácter del CEO tiene una importancia clave, y su estudio aparece como una necesidad para comprender su fracaso⁹⁹.

Muchos autores entienden que la influencia de las *competencias* de un CEO (o de la ausencia de alguna de ellas) es el principal motivo de despido¹⁰⁰. Una serie de características que de manera recurrente

95 Kesner, I.F. y Seborá, T.C. (1994); Core, J.E. y Larcker, D.F. (2002); Finkelstein, S. (2003); Shivdasani, A. y Zenner, M. (2004); Cappelli, P. y Hamori, M. (2004); Boone, A.L.; Field, L.C.; Karpoff, J.M. y Raheja, C.G. (2007).

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

97 Charan, R. (2005); Cardona y Wilkinson, (2009)

98 Kesner, I.F. y Seborá, T.C. (1994).

99 Kesner, I.F. y Seborá, T.C. (1994).

100 Dotlich, D.L. y Cairo, P.C. (2003); Conger, J.A. y Nadler, D.A. (2004); Cappelli, P. (2008); Charan, R. (2005); Gentry, W.A.; Hannum, K.M.; Ekelund, B.Z. y Jong, A. de (2007) y Gentry, W.A.; Mondore, S.P. y Cox, B.D. (2007).

surgen en el fracaso de un CEO se recogen en este apartado. Se proponen como posibles variables explicativas en una hipotética regresión que trate de explicar la variable fracaso. Esta línea de investigación responde a las carencias que la literatura presenta en el análisis cualitativo del fracaso del CEO¹⁰¹. Las competencias del CEO pueden servir como base de futuros estudios que pretendan explicar las contradicciones que se observan en los despidos del CEO.

Para Fich, el estudio de los procesos de retención de los ejecutivos *c-suite* —considerados capital humano altamente cualificado— es de la máxima importancia para los economistas financieros¹⁰². El estudio de dichos procesos de retención puede explicar parte del éxito/fracaso de los CEOs, ya que las compañías tratarán de retener el talento: se ha demostrado que ese talento decae de manera brusca cuando cambia de entidad y no se recupera hasta pasados varios años de adaptación¹⁰³. Esto nos hace intuir que, además de las características del CEO, el éxito asociado a él depende de otros elementos, como los recursos de la compañía, sus sistemas y procesos, las redes internas o la capacidad del CEO de rodearse de equipos competitivos.

Kovach concluye que, en muchos casos, la consecución de carreras profesionales brillantes no es suficiente para asegurar el talento¹⁰⁴. Una ascensión rápida puede impedir la adquisición de las competencias que permiten el éxito en la dirección de personas¹⁰⁵. Muchos de los fracasos que hoy en día observamos en los CEOs de todo el mundo pueden ser producto —al menos, en alguna medida— de un

101 Gentry, W.A.; Mondore, S.P. y Cox, B.D. (2007).

102 Fich, E.M. (2005).

103 Groysberg, B.; Nanda, A. y Nohria, N. (2004).

104 Kovach, B.E. (1986).

105 Walker, C.A. (2002) y Watkins, M. (2004).

diseño de carreras profesionales deficitario, que impide a los participantes la adquisición de las competencias directivas¹⁰⁶.

Siguiendo a Cappelli y Hamori, los CEOs del *Fortune* 100 del año 2001 presentan diversas diferencias respecto a los de 1980: son más jóvenes, se convierten en CEOs con menos años en la entidad y han recibido formación en la enseñanza pública en mayor medida. También la carrera profesional está cambiando: los ejecutivos son fichados mayoritariamente del exterior de la compañía y cada vez llegan antes a la cumbre de las entidades, con menos empleos en su recorrido¹⁰⁷.

Para Khurana, el péndulo de las capacidades esperadas de un CEO ha pasado de la excelencia profesional y la honestidad al carisma y la capacidad de liderazgo¹⁰⁸. Podemos preguntarnos si esta transición ha resultado positiva; de acuerdo con Susaeta, Pin y Belizón –en una encuesta a ejecutivos españoles– la credibilidad es el componente del perfil reputacional del CEO más valorado. Sin embargo, las diferencias sectoriales son visibles: el sector financiero no incluye entre los cuatro elementos más importantes de la reputación de los CEOs la ética ni la responsabilidad social o medioambiental¹⁰⁹.

Sonnenfeld y Ward realizan un estudio depurado que distingue diferentes causas de fracaso: resultados económicos, conducta personal, acciones ilegales, discrepancias con el consejo por cuestiones de estrategia o motivos políticos y una fusión o adquisición de la compañía. A continuación dividen esos factores en dos grupos, en función del daño que produce a la reputación del CEO su salida de la entidad: pérdida de reputación (malos resultados económicos, conducta personal inadecuada o acciones ilegales) y reputación inmune

106 San Martín, A. y Stein, G. (2008).

107 Cappelli, P. y Hamori, M. (2004).

108 Khurana, R. (2002).

109 Susaeta, L.; Pin, J. y Belizón M. J. (2008).

(cuando el CEO ha sido despedido por desavenencias con el consejo por motivos estratégicos o políticos o se le ha destituido como resultado de fusiones o adquisiciones). En la figura 6 vemos que los motivos no son indiferentes a la probabilidad de un eventual retorno a las funciones ejecutivas. Así, una destitución causada por alguno de los factores que afectan a la reputación dificulta un 25% el retorno a posiciones ejecutivas, aumenta hasta el doble (46%) los problemas para retomar funciones de asesoría (en un consejo de administración) y provoca la salida en un 67% más de los casos.

También Fich y Shivdasani estudian el efecto que tiene la investigación por fraude sobre consejeros externos en una compañía; concluyen que dicho evento no supone una alteración significativa de la rotación, pero sí implica que los consejeros de dicha entidad sean fichados con una frecuencia significativamente inferior en otros consejos¹¹⁰.

Figura 6

	Negative reputation exits	Neutral reputation exits
Regained active executive role	29.6 %	39.4 %
Regained active advisory roles	14.8 %	27.3 %
Retired	55.6 %	33.3 %
	100 %	100 %

Fuente: Sonnenfeld, J. y Ward, A. (2007).

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

Consideramos que deben fomentarse este tipo de estudios empíricos estadísticamente válidos con el fin de posibilitar un modelo adecuado de explicación del fracaso a partir de ese conjunto de variables cualitativas. Somos conscientes de que estos estudios entrañan una dificultad elevada de obtención de datos. Bennis ya hablaba en 1959 de la confusión que se había creado en torno a estas cuestiones; entonces –igual que hoy– la dificultad no radicaba en la falta de evidencias sino en su abundancia y en la contradicción entre sus conclusiones.

Una metodología a desarrollar podría ser el uso de entrevistas o encuestas al CEO y su entorno, que traten de delimitar la influencia de cada una de las características que –de manera recurrente– encontramos en la alta dirección. Así lo han hecho los estudios de análisis demográfico de los equipos de la alta ejecutiva (TMT¹¹¹ son sus siglas en inglés) y los libros que recogen ejemplos “de experiencias” a través de conversaciones con la alta dirección de las empresas¹¹². Siguiendo a Jensen, Murphy y Wruck, estos análisis cualitativos están diseñados en mayor medida por las entidades dedicadas al mercado de búsqueda de ejecutivos –conocidas como *headhunters*– y cabe preguntarse qué tipo de personas son modelo para estas posiciones en la empresa¹¹³.

Debemos aclarar que la influencia de estas características no genera una vinculación necesaria con el fracaso. De hecho, CEOs de

111 TMT: *Top Management Team*. En este artículo se han referenciado varios de esos trabajos: Warner, J.B.; Watts, R.L. y Wruck, K.H. (1988); Simons, T.; Pelled, L.H. y Smith, K.A. (1999) y Miller, C.C.; Burke, L.M. y Glick, W.H. (1998). Entre otros, han analizado estas características y su impacto sobre la estrategia de las compañías Iaquinto, A.L. y Fredrickson, J.W. (1997) y Jensen, M.C. y Zajac, E.J. (2004).

112 Finkelstein, S. (2003); Sonnenfeld, J. y Ward, A. (2007); Dotlich, D.L. y Cairo, P.C. (2003); Cardona, P. y Wilkinson, H. (2009), entre otros muchos.

113 Jensen, M.C. y Murphy, K.J. y Wruck, E.G. (2004).

216 empresas exitosas han tenido o tienen alguna de estas características. No es menos cierto que la acumulación o la intensidad de alguna de ellas en un CEO puede favorecer su fracaso¹¹⁴.

La dificultad para encontrar el equilibrio en cada competencia –*in medio virtus*, decían los clásicos– puede llevar a los líderes a cualquiera de los dos extremos. La misma competencia puede derivar en debilidad cuando se desorbita o derivar en fortaleza cuando se utiliza dentro de parámetros equilibrados¹¹⁵. En esta línea, Maccoby analiza el narcisismo¹¹⁶, una actitud que contiene aspectos negativos pero que, por otro lado, resulta extraordinariamente útil –incluso necesaria en algunas circunstancias–. Lo difícil, concluye, es encontrar ese equilibrio entre la confianza y la excesiva confianza¹¹⁷.

Chatterjee y Hambrick estudiaron una muestra de 111 CEOs en el periodo 1992-2004. Utilizaron una serie de variables *proxy* para medir el grado de narcisismo de los CEOs y concluyeron que no hay una relación significativa entre el narcisismo del CEO y los resultados de la compañía¹¹⁸. Sí parece que este tipo de líderes está más orientado hacia estrategias dinámicas de una cierta grandiosidad y atractivo (riesgo y número de adquisiciones elevado), que derivan en resultados extremos: grandes éxitos y grandes fracasos. Duchon y Drake abordan la cuestión desde un punto de vista organizativo: el narcisismo puede convertirse en la cultura dominante de una entidad hasta el punto de supeditar el comportamiento ético o legal a la consecución del objetivo de una entidad¹¹⁹.

114 Dotlich, D.L. y Cairo, P.C. (2003).

115 Kets de Vries, M.F.R. y Miller, D. (1985) y Campbell, W.K.; Goodie, A.S. y Foster, J.D. (2004).

116 Maccoby, M. (2000).

117 Maccoby, M. (2003).

118 Chatterjee, A. y Hambrick, D.C. (2007).

119 Duchon, D. y Drake, B. (2008).

De acuerdo con Gentry, Hannum, Ekelund y Jong, la metodología iniciada por Lombardo y McCauley en 1994 sirve para acumular observaciones sobre las características de directivos a través de 40 preguntas contestadas en un periodo de cinco años por el jefe directo, sus iguales, los subordinados y el propio directivo. Las preguntas recogen características de cinco áreas de competencias: relaciones interpersonales, liderazgo, adaptación al cambio, consecución de objetivos y orientación funcional. Los resultados de ese trabajo muestran que la disparidad entre las observaciones tiene su origen en una percepción hinchada del directivo acerca de sus características. También revelan que dicha disparidad tiene una correlación positiva con los niveles dentro de la organización: cuanto más alto es el puesto que ostenta el directivo, mayor es la diferencia entre las características que él observa de sí mismo y las que advierten los demás. Esto nos lleva a concluir que, de acuerdo con esta tendencia, las diferencias que encontraremos en las contestaciones del CEO (el más alto ejecutivo de una compañía) tendrán una distancia máxima¹²⁰.

Groysberg, Nanda y Nohria descubren los problemas de adaptación que sufren los que se consideran “estrellas” cuando llegan a un entorno muchas veces hostil y con recursos y procedimientos distintos a los de su empresa de origen. Esa hostilidad tiene su origen en los componentes internos de sus equipos de trabajo, que consideran negativamente el trato preferencial que recibe un empleado exitoso fichado del exterior de la compañía, frente al reconocimiento del esfuerzo realizado por ellos dentro de su propia empresa¹²¹.

De acuerdo con Collins, que realizó un trabajo de campo extenso acerca del éxito de empresas cotizadas americanas, no es posible simplificar este complejo proceso en una función: así, considera que la

120 Gentry, W.A.; Hannum, K.M.; Ekelund, B.Z. y Jong, A. de (2007). Véase Lombardo, M.M. y McCauley, C.D. (1994).

121 Groysberg, B.; Nanda, A. y Nohria, N. (2004).

estrategia no es la causa del éxito, que la tecnología puede acelerar una transformación pero no crearla y –como ya se ha dicho– tampoco puede vincularse un determinado modelo retributivo como generador de éxito¹²². De hecho, consideramos que la profundidad y amplitud de las variables relacionadas con el fracaso (o el éxito) del CEO imposibilita su modelización. Por ello advertimos que una simplificación de dicho proceso, que establece relaciones estadísticas entre la presencia de un consejero externo más o menos, o un 1% más o menos de capital en la compañía, y el fracaso de los CEOs, supone una limitación a la comprensión holística del problema.

El problema del fracaso del CEO también sobrepasa los límites del gobierno corporativo en la medida en que éstos no abarcan la totalidad de la persona y la comprensión de todas sus dimensiones. Así como el CEO que sólo está pendiente de la satisfacción de las necesidades básicas de sus subordinados está abocado al fracaso¹²³, también la investigación en este área caería en el error si olvidase la profundidad de la cuestión por buscar resultados estadísticos significativos. La cuestión del CEO no puede resolverse en función del significado de los resultados sobre variables interesantes y cuantificables pero insuficientes. Esta conclusión, aunque consistente con una percepción profunda del *management*, que no encuentra reflejo suficiente en la literatura, no tiene nada de novedoso. Bennis ya anunciaba en 1959 una fractura en la teoría de las organizaciones: el paso de modelos mecanicistas (libres de la fricción con las emociones humanas) a modelos “de relaciones humanas”, en los que se recogen (o se pretenden recoger) las intuiciones, creencias, percepciones, ideas o sentimientos que inevitablemente interfieren en la toma de decisiones de los trabajadores¹²⁴.

122 Collins, J. (2001).

123 Pérez López, J.A. (1993).

124 Bennis, W. (1959).

No pensamos, sin embargo, que estas dificultades para avanzar en el estudio de los factores endógenos sean insalvables. A pesar del riesgo de la simplificación estadística, proponemos un estudio cualitativo avanzado que ayude al CEO de hoy a afrontar con éxito las dificultades de su tarea¹²⁵.

A continuación recogemos en una tabla (Tabla 1) las referencias bibliográficas usadas para examinar los factores endógenos. La divergencia en la literatura es clara: sólo las competencias consiguen la unanimidad de los académicos.

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

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

Factor Relación con el fracaso CEO Outsider (continuación)	Aumenta la probabilidad de mantenerse como CEO Aportaciones Autor (año)	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO Aportaciones Autor (año)	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el factor Aportaciones Autor (año)
La indeterminación del término y la dispersión de resultados impide ligar el fracaso con las causas sobre el éxito del CEO.	<p>Mace (1971) selección inicial la independencia del consejo.</p> <p>Welsbach (1988)</p> <p>Wade et al. (1990) Las empresas seleccionan consejeros menos proclives a controlar al CEO</p> <p>Jensen (1993) cuando el propio CEO participa en el Hermlin y Welsbach (1998) proceso de selección.</p> <p>Shydasani y Yermack (1999)</p> <p>La participación del CEO en el comité de nombramientos implica menor presencia de outsiders en el comité de auditoría y mayores sueldos del CEO.</p>	<p>Bower (1992) La promoción interna está relacionada positivamente con mejores resultados de las entidades.</p> <p>Davidson et al. (1992)</p> <p>Bhagat y Black (2002) Un CEO externo desarrolla peores redes sociales y carece del apoyo de la alta gerencia.</p> <p>Cannella y Shen (2002) Un CEO externo tiene mandatos más breves</p> <p>Brady y Helmich (1994) estabilidad y continuidad.</p> <p>Ocaso (1994) Los CEOs outsiders tienen menos posibilidades de institucionalizar su poder.</p>	
Factor Relación con el fracaso Perpetencia al consejo. La figura del CEO. Presidente	<p>Corriente institucional: la unidad de criterio es beneficiosa</p> <p>Aportaciones Autor (año)</p> <p>Baliga et al. (1996) No hay evidencia suficiente para inferir que la dualidad CEO-Presidente conlleve peores resultados de las entidades.</p> <p>Brickley et al. (1997) Empíricamente, los costes asociados a la separación de funciones son mayores que los beneficios.</p> <p>Lorsch y Zellecke (2005) Reducción de los conflictos de poder y procesos de sucesión más exitosos.</p>	<p>Corriente de la agencia: el CEO se mantiene pero a costes elevados para la entidad y los accionistas</p> <p>Aportaciones Autor (año)</p> <p>Selenick (1957) El consejo de administración ostenta la capacidad formal de destituir al CEO. Su presencia puede afectar a esta función.</p> <p>Mizruchi (1983) Aumenta la capacidad de influencia.</p> <p>Boeker (1992) Aumenta las posibilidades de arribar los errores propios a otros ejecutivos.</p> <p>Rechner y Dalton (1991) Las entidades que tienen separadas estas funciones obtienen mejores resultados.</p> <p>Pi y Temme (1993)</p>	<p>Otros</p> <p>Aportaciones Autor (año)</p> <p>Brady y Helmich (1994) El principal interés de un CEO es mantenerse en el puesto. Su presencia en el consejo puede interpretarse como un intento de prolongar su mandato.</p> <p>RRA (2006b) Los ejecutivos prefieren que la función de CEO y Presidente del consejo no recaiga en la misma persona.</p> <p>MacAvoy y Millstein (2003)</p> <p>Finkelstein y D'Aveni (1994) Establecen la separación de la literatura entre enfoques institucionales y enfoques de agencia.</p>

Factor Relación con el fracaso	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 fracaso
Aplicaciones	Aplicaciones	Aplicaciones	Aplicaciones
Autor (año)	Autor (año)	Autor (año)	Autor (año)
Competencias Las competencias han sido estudiadas de manera creciente como explicación fundamental del fracaso de los CEOs. Los autores conciben en su importancia para evitar el fracaso de CEO.	Para estudiar adecuadamente el fracaso de los CEOs es necesario estudiar las diferentes competencias que contiene cada uno. Un plan de sucesión incompleto aumenta la probabilidad de fracaso	Disminuye la probabilidad de mantenerse como CEO	No hay un efecto claro sobre el fracaso del CEO / Otros enfoques sobre el fracaso
Kester y Sobra (1994)	Conger (2004)	Gentry et al. (2007a y 2007b)	Pérez López (1993)
Core y Larcker (2002)	Finkelstein (2003)	Cappelli y Hamor (1994)	Groysberg et al. (1994)
Shivdasani y Zenner (2004)	Cappelli (2008)	Gentry et al. (2007a y 2007b)	Khurana (2002)
Core y Larcker (2002)	Charan (2003)	Dottich y Cairo (2003)	Fich (2005)
Finkelstein (2003)	Charan (2005)	Cardona y Wilkinson (2009)	Boone et al. (2007)
Shivdasani y Zenner (2004)	Kovach (1986)	Cappelli (2008)	Tervio (2007)
Core y Larcker (2002)	Walker (2002)	Charan (2003)	Gabaix y Lander (2008)
Shivdasani y Zenner (2004)	Watkins (2004)	Dottich y Cairo (2003)	Kaplan et al. (2008)
Core y Larcker (2002)	San Martín y Stein (2007)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Shivdasani y Zenner (2004)	Kets de Vries y Miller (1985)	Cardona y Wilkinson (2009)	Kaplan et al. (2008)
Core y Larcker (2002)	Meccoby (2000, 2003)	Cappelli (2008)	Kaplan et al. (2008)
Shivdasani y Zenner (2004)	Campbell et al. (2004)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Core y Larcker (2002)	Chatterjee y Hambrick (2007)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Shivdasani y Zenner (2004)	Friel y Duboff (2008)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Core y Larcker (2002)	Bennis (1989)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Shivdasani y Zenner (2004)	Jensen et al. (2004)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Core y Larcker (2002)	Sommerfeld y Ward (2007)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)
Shivdasani y Zenner (2004)	Suaeta et al. (2008)	Charan (2005)	Kaplan et al. (2008)

Bibliografía

Agrawal, Anup; Tsoulouhas, Theofanis y Knoeber, Charles R. (2007), “Contests to Become CEO: Incentives, Selection and Handicaps”, *Economic Theory*, vol. 30, nº 2, pp. 195-221.

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

Argandoña, Antonio (2007), “Integrating Ethics into Action Theory and Organizational Theory”, *Journal of Business Ethics*, vol. 78, nº 3, pp. 435-446.

Baker, Malcom y Gompers, Paul A. (2003), “The Determinants of Board Structure at the Initial Public Offering”, *The Journal of Law and Economics*, vol. 46, nº 2, pp. 569-598.

Baliga, B. Ram; Moyer, R. Charles y Rao, Ramesh S. (1996), “CEO Duality and Firm Performance: What’s the Fuss?”, *Strategic Management Journal*, vol. 17, nº 1, pp. 41-53.

Bartol, Kathryn M.; Smith, Ken G.; Pfarrer, Michael D.; Zhang, Xiaomeng y Khanin, Dmitry M. (2008), “CEOs on the Edge: Earnings Manipulation and Stock-based Incentive Misalignment”, *Academy of Management Journal*, vol. 51, nº 2, pp. 241-258.

Bennis, Warren (1959), “Leadership Theory and Administrative Behavior: The Problem of Authority”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 4, nº 3, pp. 259-301.

Berle, Adolf A. y Means, Gardiner C. (1932), *The Modern Corporation and Public Property*, Macmillan, Nueva York.

Berrone, Pascual (2008), *Pros and Cons of Rewarding Social Responsibility at the Top*, IESE Occasional Paper (OP-153).

Berrone, Pascual; Makri, Marianna y Gómez-Mejía, Luis R. (2008), “Executive Compensation in North American High-tech-

nology Firms: a Contextual Approach”, *The International Journal of Human Resource Management*, vol. 19, n° 8, pp. 1534-1552.

Bhagat, Sanjai y Black, Bernard S. (2002), “The Non-correlation between Board Independence and Long-term Firm Performance”, *Journal of Corporation Law*, vol. 27, pp. 231-273.

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

Boone, Audra L.; Field, Casares 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, n° 1, pp. 66-101.

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.; Coles, Jeffrey L. y Jarrell, Gregg (1997), “Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, n° 3, pp. 189-220.

Campbell, W. Keith; Goodie, Adam S. y Foster, Joshua D. (2004), “Narcissism, Confidence, and Risk Attitude”, *Journal of Behavioral Decision Making*, vol. 17, pp. 297-311.

Cannella, Albert A. y Lubatkin, Michael H. (1993), “Succession as a Sociopolitical Process: Internal Impediments to Outsider Selection”, *Academy of Management Journal*, vol. 36, n° 4, pp. 763-793.

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

Cappelli, Peter (2008), “Talent Management for the Twenty-first Century”, *Harvard Business Review*, vol. 86, nº 3, pp. 74-81.

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.

Cardona, Pablo y García-Lombardía, Pilar (2005), *Cómo desarrollar las competencias de liderazgo*, EUNSA, Pamplona.

Cardona, Pablo y Wilkinson, Helen (2009), *Creciendo como líder*, Eunsa, Pamplona.

Charan, Ram (2005), “Ending the CEO Succession Crisis”, *Harvard Business Review*, vol. 83, nº 2, pp. 72-81.

Charan, Ram (2007), *Know-how: the 8 Skills that Separate People who Perform from Those who Don't*, Crown Business, Nueva York.

Chatterjee, Arijit y Hambrick, Donald C. (2007), “It’s All about Me: Narcissistic Chief Executive Officers and their Effects on Company Strategy and Performance”, *Administrative Science Quarterly*, vol. 52, nº 3, pp. 351-386.

Chinchilla, M^a Nuria (1997), “Los vínculos de pertenencia y el compromiso con la organización”, en Chinchilla, M^a Nuria; Pin Arboledas, José Ramón y Álvarez, José Luis, *Desafíos en las carreras directivas*, Biblioteca IESE de Gestión de Empresas, Folio, Barcelona.

Ciampa, Dan (2005), “Almost Ready: How Leaders Move Up”, *Harvard Business Review*, vol. 83, nº 1, pp. 46-53.

Collins, Jim (2001), *Good to Great*, Harper Business, Nueva York.

Conger, Jay Alden (2004), “Developing Leadership Capability: What’s Inside the Black Box?”, *Academy of Management Executive*, vol. 18, nº 3, pp. 136-139.

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.; Guay, Wayne R. y Larcker, David F. (2007), "The Power of the Pen and Executive Compensation", *Journal of Financial Economics*, vol. 88, n° 1, pp. 1-25.

Core, John E.; Guay, Wayne R. y Thomas, Randall S. (2005), "Is US CEO Compensation Broken?", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, n° 4, pp. 97-104.

Coughlan, Anne T. y Schmidt, Ronald M. (1985), "Executive Compensation, Managerial Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, n° 1-3, pp. 43-66.

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.

Dalton, Dan R. y Kesner, Idalene F. (1983), "Inside/Outside Succession and Organizational Size: The Pragmatics of Executive Replacement", *Academy of Management Journal*, vol. 26, n° 4, pp. 736-742.

Dalton, Dan R. y Rechner, Paula L. (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: a Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, vol. 12, pp. 155-160.

Davidson, Wallace N.; Worrell, Dan L. y Cheng, Louis (1990), "Key Executive Succession and Stockholder Wealth: The Influence of Successor's Origin, Position, and Age", *Journal of Management*, vol. 16, n° 3, pp. 647-664.

Demsetz, Hermann y Lehn, Kenneth (1985), "The Structure of Corporate Ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, pp. 1155-1177.

Dierdorff, Erich C. y Surface, Eric A. (2008), "If you Pay for Skills, will they Learn? Skill Change and Maintenance under a Skill-based Pay System", *Journal of Management*, vol. 34, n° 4, pp. 721-743.

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.

Dotlich, David L. y Cairo, Peter C. (2003), *Why CEO's Fail*, Jossey-Bass, San Francisco.

Dow, James y Raposo, Clara C. (2005), "CEO Compensation, Change, and Corporate Strategy", *Journal of Finance*, vol. 60, n° 6, pp. 2701-2727.

Duchon, Dennis y Drake, Brian (2008), "Organizational Narcissism and Virtuous Behavior", *Journal of Business Ethics*, vol. 85, n° 3, pp. 301-308.

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

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.

Fich, Eliezer M. (2005), "Are Some Outside Directors Better than Others? Evidence from Director Appointments by Fortune 1000 Firms", *Journal of Business*, vol. 78, n° 5, pp. 1943-1971.

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 (2003), *Why Smart Executives Fail and what you Can Learn from their Mistakes*, Penguin Group, Nueva York.

Finkelstein, Sydney y D'Aveni, Richard A. (1994), "CEO Duality as a Double-edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command", *Academy of Management Journal*, vol. 37, nº 5, pp. 1079-1108.

Fredrickson, James W.; Hambrick, Donald C. y Baumrin, Sara (1988), "A Model of CEO Dismissal", *Academy of Management Review*, vol. 13, nº 2, pp. 255-270.

Furtado, Eugene P.H. y Karan, Vijay (1994), "Internal/External Top Management Succession and Firm Performance", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, vol. 7, nº 1, pp. 1-14.

Furtado, Eugene P.H. y Rozeff, Michael S. (1987), "The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes", *Journal of Financial Economics*, vol. 18, nº 1, pp. 147-160.

Gentry, William A.; Hannum, Kelly M.; Ekelund, Bjorn Z. y de Jong, Annemarie (2007), "A Study of the Discrepancy between Self- and Observer-ratings on Managerial Derailment Characteristics of European Managers", *European Journal of Work and Organizational Psychology*, vol. 16, nº 3, pp. 295-325.

Gentry, William A.; Mondore, Scott P. y Cox, Brennan D. (2007), "A Study of Managerial Derailment Characteristics and Personality Preferences", *Journal of Management Development*, vol. 26, nº 9, pp. 857-873.

Ghoshal, Sumantra (2005), "Bad Management Theories are Destroying Good Management Practices", *Academy of Management Learning & Education*, vol. 4, nº 1, pp. 75-91.

Groysberg, Boris; Nanda, Ashish y Nohria, Nitin (2004), "The Risky Business of Hiring Stars", *Harvard Business Review*, vol. 82, nº 5, pp. 92-100.

Grusky, Oscar (1961), "Corporate Size, Bureaucratization, and Managerial Succession", *The American Journal of Sociology*, vol. 67, nº 3, pp. 261-269.

Hall, Brian J. y Murphy, Kevin J. (2003), "The Trouble with Stock Options", Harvard NOM Research Paper, n° 03-33.

Harris, Jared D. (2009), "What's Wrong with Executive Compensation?", *Journal of Business Ethics*, vol. 85, n° 1, pp. 147-156.

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. (1998), "Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO", *American Economic Review*, vol. 88, n° 1, pp. 96-118.

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.

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

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: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

Jensen, Michael C. y Murphy, Kevin J. (1990a), "CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How", *Harvard Business Review*, n° 3, pp. 138-153.

230 Jensen, Michael C. y Murphy, Kevin J. y Wruck, Eric G. (2004), “Where we’ve Been, How we Got to Here, What are the Problems, and How to Fix them”, *Harvard Business School*, Research Paper 04-28.

Jensen, 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*, nº 25, nº 6, pp. 507-524.

Jenter, Dirk y Kanaan, Fadi (2008), “CEO Turnover and Relative Performance Evaluation”, *Stanford University Graduate School of Business*, Research Paper 1992/08.

Kaplan, Steven N.; Klebanov, Mark M. y Sorensen, Morten (2008), “Which CEO Characteristics and Abilities Matter”, *NBER Working Paper*, 14195.

Karaevli, Ayse (2007), “Performance Consequences of New CEO ‘Outsiderness’: Moderating Effects of Pre- and Post-Succession Contexts”, *Strategic Management Journal*, vol. 28, nº 7, pp. 681-706.

Kesner, Idalene F. y Sebor, Terrence C. (1994), “Executive Succession: Past, present and future”, *Journal of Management* (Special Issue), pp. 327-372.

Kets de Vries, Manfred F.R. (1998), “The Dark Side of CEO Succession”, *Harvard Business Review*, vol. 88, nº 1, pp. 56-60.

Kets de Vries, Manfred F.R. y Miller, Danny (1985), “Narcissism and Leadership: An Object Relations Perspective”, *Human Relations*, vol. 38, nº 6, pp. 583-601.

Khurana, Rakesh (2002), *Searching for a Corporate Savior: The Irrational Quest for Charismatic CEOs*, Princeton University Press, Princeton.

Klein, April (2002), “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, nº 3, pp. 375-400.

Kosnik, Rita D. y Shapiro, Debra L. (1997), “Agency Conflicts between Investment Banks and Corporate Clients in Merger and Acquisition Transactions: Causes and Remedies”, *Academy of Management Executive*, vol. 11, nº 1, pp. 7-20.

Kovach, Barbara E. (1986), “The Derailment of Fast-track Managers”, *Organizational Dynamics*, vol. 15, nº 2, pp. 41-48.

Krivogorsky, Victoria (2006), “Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe”, *The International Journal of Accounting*, vol. 41, nº 2, pp. 176-197.

Lawler, Edward E. III; Mohrman, Susan Albers y Ledford, Gerald E. Jr. (1998), *Strategies for High Performance Organizations*, Jossey-Bass, San Francisco.

Lorsch, Jay W. y Zelleke, Andy (2005), “Should the CEO be the Chairman?”, *MIT Sloan Management Review*, vol. 48, nº 2, pp. 71-74.

Maccoby, Michael (2000), “Narcissistic Leaders: the Incredible Pros, the Inevitable Cons”, *Harvard Business Review*, vol. 78, nº 1, pp. 92-101.

Maccoby, Michael (2003), *The Productive Narcissist: The Promise and Peril of Visionary Leadership*, Broadway Books, Nueva York.

Mace, Myles L. (1971), *Directors: Myth and reality*, Harvard University Press, Boston.

McConnell, John y Servaes, Henri (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 2, pp. 595-612.

McEachern, William A. (1975), *Managerial Control and Performance*, Lexington Books, Lexington, Mass.

Mehran, Hamid (1995), “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 38, nº 2, pp. 163-184.

Miller, C. Chet; Burke, Linda M. y Glick, William H. (1998), “Cognitive Diversity among Upper Echelon Executives: Implications for Strategic Decision Processes”, *Strategic Management Journal*, vol. 19, nº 1, pp. 39-58.

Milne, Richard (2009), “European Industry”, *Financial Times*, 13 de marzo.

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, nº 3, pp. 426-435.

Morck, Randall; Schleifer, Andrei y Vishny, Robert (1988), “Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nº 1-2, pp. 293-315.

Murphy, Kevin J. (1998), “Executive Compensation”, en Ashenfelter, Orley y Card, David (eds.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, Elsevier, Nueva York.

Murphy, Kevin J. (2000), “Performance Standards in Incentive Contracts”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, nº 3, pp. 245-278.

Pérez López, Juan Antonio (1993), *Fundamentos de la Dirección de Empresas*, Rialp, Madrid.

Pfeffer, Jeffrey (1993), “Barriers to the Advance of Organizational Science: Paradigm Development as a Dependent Variable”, *Academy of Management Review*, vol. 18, nº 4, pp. 599-620.

Pfeffer, Jeffrey (1998), *The Human Equation. Building Profits by Putting People First*, Harvard Business School Press, Boston (MA).

Pi, Lynn y Timme, Stephen G. (1993), "Corporate Control and Bank Efficiency", *Journal of Banking & Finance*, vol. 17, nº 2-3, pp. 515-530.

Puffer, Sheila M. y Weintrop, Joseph B. (1995), "CEO and Board Leadership: the Influence of Organizational Performance, Board Composition, and Retirement on CEO Successor Origin", *The Leadership Quarterly*, vol. 6, nº 1, pp. 49-68.

Rappaport, Alfred (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, Free Press, Nueva York.

Reinganum, Marc R. (1985), "The Effects of Executive Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, nº 30, pp. 46-60.

Rosanas, Josep María (2008), "Beyond Economic Criteria: A Humanistic Approach to Organizational Survival", *Journal of Business Ethics*, vol. 78, nº 3, pp. 447-462.

Rostow, Eugene V. (1959), "To Whom and for What Ends is Corporate Management Responsible?", en Mason, Edward Sagendorph (ed.), *The Corporation in Modern Society*, pp. 46-71, Antheneum, Nueva York.

Russell Reynolds Associates (2006), *Governance for Good or Ill - Europe's Chairmen Report*, Thought Leadership Series, en <http://www.russellreynolds.com/pdf/thought/EuropeanChairmenReport.pdf>

Salancik, Gerald R. y Pfeffer, Jeffrey (1980), "The Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations", *Academy of Management Journal*, vol. 23, nº 4, pp. 653-664.

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.

Shivdasani, Anil y Yermack, David Larry (1999), “CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, vol. 54, nº 5, pp. 1829-1853.

Shivdasani, Anil y Zenner, Marc (2004), “Best Practices in Corporate Governance: What two Decades of Research Reveal”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16, nº 2-3, pp. 29-41.

Shleifer, Anil y Vishny, Robert W. (1989), “Management Entrenchment: the Case of Manager-specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, nº 1, pp. 123-139.

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, nº 6, pp. 662-673.

Sonnenfeld, Jeffrey y Ward, Andrew (2007), *Firing Back: How Great Leaders Rebound after Career Disasters*, Harvard Business School Publishing, Boston.

Susaeta, Lourdes; Pin, José Ramón y Belizón María Jesús (2008), *Factores determinantes de la reputación del CEO: un análisis sectorial de las principales empresas españolas*, IESE Working Paper (DI-772).

Taleb, Nassim Nicholas (2009), “How Bank Bonuses let us All Down”, *Financial Times*, 24 de febrero.

Terviö, Marko (2007), *The Difference that CEOs Make: an Assignment Model Approach*, Haas School of Business, University of California, Berkeley.

Tosi, Henry L.; Werner, Steve; Katz, Jeffrey P. y Gómez-Mejía, Luis R. (2000), “How much does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies”, *Journal of Management*, vol. 26, nº 2, pp. 301-339.

Vancil, Richard F. (1987), *Passing the Baton. Managing the Process of CEO Succession*, Harvard Business School Press, Boston, MA.

Walker, Carol A. (2002), "Saving your Rookie Managers from Themselves", *Harvard Business Review*, vol. 80, n° 4, pp. 97-102.

Warner, Jerold B.; Watts, Ross L. y Wruck, Karen Hopper (1988), "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1-2, pp. 461-92.

Watkins, Michael (2004), "Strategy for the Critical First 90 days of Leadership", *Strategy & Leadership*, vol. 32, n° 1, pp. 15-20.

Weisbach, Michael Steven (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, n° 20, n° 1-2, pp. 431-460.

Wiersema, Margarethe F. (1992), "Strategic Consequences of Executive Succession within Diversified Firms", *Journal of Management Studies*, vol. 29, n° 1, pp. 73-94.

Yermack, David Larry (1997), "Good Timing: CEO Stock Options Awards and Company News Announcements", *Journal of Finance*, vol. 52, n° 2, pp. 449-476.

Zajac, Edward J. (1990), "CEO Selection, Succession, Compensation and Firm Performance: a Theoretical Integration and Empirical Analysis", *Strategic Management Journal*, vol. 11, n° 3, pp. 217-230.

Zajac, Edward J. y Westphal, James D. (1995), "Accounting for the Explanations of CEO Compensation: Substance and Symbolism", *Administrative Science Quarterly*, vol. 40, n° 2, pp. 283-308.

