



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

IMPORTANCIA DEL CEO EN LA EMPRESA: MUERTE Y SUCESIÓN

Autor: Gonzalo Smith Morrondo
Director: Carmen Fullana Belda

Madrid
Junio de 2015

Gonzalo
Smith
Morrondo



IMPORTANCIA DEL CEO EN LA EMPRESA: MUERTE Y SUCESIÓN

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|---|-----------|
| Resumen | 4 |
| Palabras clave | 4 |
| Abstract | 5 |
| Key words | 5 |
| Acrónimos | 5 |
| 1 Introducción | 6 |
| 2 Importancia que tiene el CEO en una empresa | 10 |
| 2.1 Importancia del CEO en una empresa..... | 10 |
| 2.2 Importancia del CEO cuando es el fundador de la empresa | 15 |
| 3 Cómo afecta a las empresas la muerte de su CEO | 17 |
| 3.1 Cómo afecta a las empresas cotizadas | 17 |
| 3.2 Cómo afecta a las pequeñas y medianas empresas..... | 23 |
| 3.3 Efectos que influyen independientemente del tamaño de la empresa..... | 25 |
| 3.3.1 Cuando el CEO es un líder para la empresa y su entorno..... | 25 |
| 3.3.2 La “Gestión de los Beneficios” tras la muerte del CEO..... | 26 |
| 4 Sucesión en el cargo | 28 |
| 4.1 ¿Sucesor interno o sucesor externo?..... | 29 |
| 4.2 El compromiso del sucesor | 32 |
| 4.3 El caso del CEO provisional | 34 |
| 4.4 Planes de Sucesión o “Sucesion Planning” | 35 |
| 4.4.1 Evolución de la práctica | 38 |
| 5 Conclusiones | 44 |
| 6 Bibliografía | 47 |

Resumen

Este trabajo lleva a cabo una revisión de la literatura con el objetivo de recopilar lo escrito hasta la fecha por otros autores sobre las tendencias que se pueden observar en una compañía tras la muerte de su CEO.

Dichas tendencias incluyen el estudio de los movimientos en la cotización tras el anuncio del fallecimiento, los efectos que causa en empresas pequeñas, lo que implica que dicho CEO se tratase de un líder, la posible existencia de gestión de los beneficios y las variables que existen en los procesos de sucesión. Variables como que el sucesor sea interno o externo a la empresa, que se trate de un CEO provisional, o que se trate de un CEO que asume el cargo tras haber sido seleccionado previo al fallecimiento a través de un plan de sucesión.

Dichos conocimientos pueden resultar de extrema utilidad tanto a inversores, que podrán estar al tanto de las consecuencias que dicho evento puede causar en sus activos, como a empresarios, que podrán aprender cuales son estas tendencias y así prepararse para intentar tener un mayor control sobre ellas.

Palabras clave

Muerte del CEO, efectos en la cotización, sucesión del CEO, planes de sucesión.

Abstract

This project carries out a review of the literature with the objective of putting together what has been written so far by other authors about the trends that can be observed in a company after the death of its CEO.

These trends include the study of the changes in the share price after the announcement of the passing, the effects that it causes in small businesses, what it would mean if the passing CEO were a leader, the possible presence of earnings management and the variables that exist in succession planning. Variables such as whether the successor is an insider or an outsider, whether it is or not an interim CEO, or whether he was selected by a succession plan carried out before the death of the previous CEO.

This Knowledge can be extremely useful to investors, who will be aware of the consequences this event may have on their assets, and to entrepreneurs, who can try to prepare for this kind of situations in order to handle them better.

Key words

Death of CEO, effects on share price, CEO succession, succession planning.

Acrónimos

| | |
|------|---|
| CEO | Chief Executive Officer ¹ |
| OCDE | Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos |
| GAAP | General Accepted Accounting Principles ² |

¹ Entendido en este trabajo como director ejecutivo o persona al mando de la directiva de la compañía.

² Reglas generales que sirven de guía contable en cada país.

1 Introducción

Este trabajo pretende llevar a cabo una revisión de la literatura y hacer una recopilación de las tendencias que se han observado hasta el momento en compañías tras la muerte de su CEO y más tarde en el proceso de sucesión en el cargo.

a) Objetivos

En estas últimas décadas se ha podido observar un aumento de la importancia y la popularidad de los CEOs de las empresas, hasta el punto de que muchos de ellos han llegado a convertirse en la insignia de éstas. Nuestro objetivo en este trabajo es estudiar la literatura existente sobre las tendencias que se pueden observar tras la muerte del CEO de una empresa con la finalidad de entender los procesos por los que pasa o los peligros a los que se puede llegar a enfrentar una compañía tras la pérdida de una persona de la que tiene tanta dependencia.

Entender esta cuestión puede resultar muy útil tanto para empresarios, que podrán aprender cuáles son estas tendencias y así prepararse para intentar tener un mayor control sobre ellas, como para inversores, que podrán estar al tanto de las consecuencias que dicho evento puede causar en sus activos, y por tanto en su poder adquisitivo.

b) Metodología del análisis bibliográfico

El siguiente estudio bibliográfico se ha llevado a cabo a través de una revisión exhaustiva de la literatura existente relacionada con la muerte del CEO de una empresa y las distintas tendencias que se pueden observar tras dicho evento.

Para llevar a cabo una búsqueda de artículos académicos y puntualmente periodísticos se han utilizado las siguientes bases de datos:

- Bases de datos multidisciplinares: Google Scholar.
- Bases de datos de ciencias económicas y empresariales: Business Source complete.

Además, se ha utilizado el gestor bibliográfico “Refworks” con el fin de almacenar las referencias bibliográficas encontradas e indexarlas en el propio trabajo.

Las referencias tomadas de otros artículos necesarias para el desarrollo de este trabajo se encuentran acotadas en un período de tiempo comprendido entre los años 1960 y 2015, dado que ciertos temas abordados fueron muy populares en la década de los 80, como los efectos de la muerte del CEO en la cotización de una compañía, y otros han sido muy populares en la última década, como los planes de sucesión.

Se ha llevado a cabo la búsqueda de términos como: Death of CEO, death of founder, stock reactions, investor wealth, big companies, small companies, CEO succession, succession planning, insider vs outsider.

- Criterios de exclusión: se han excluido todos aquellos artículos que realizan estudios empíricos sobre compañías fuera de la OCDE.
- Criterios de cribado. Se siguieron los siguientes criterios:
 - I. Artículos académicos y puntualmente periodísticos que trataran variables o tendencias observadas tras la muerte o sucesión del CEO de una compañía con especial inciso en reacciones en la cotización y diferentes perspectivas de los planes sucesión y sus ventajas e inconvenientes.

II. Toda la producción literaria sobre el tema de estudio está comprendida entre 1970 y 2015

c) Estructura

Para llevar a cabo el estudio resulta imprescindible abordar el tema de la importancia que tiene el CEO de una empresa, y el porqué de ésta. Dicha cuestión analiza cómo ha ido evolucionando su rol para con la compañía, qué responsabilidades suele tener y qué características le identifican.

Lo siguiente es analizar qué tendencias se suelen observar tras la muerte del CEO, cómo afecta el evento al precio de la acción de las compañías que cotizan en bolsa, cómo afecta a pequeñas y medianas empresas y otros efectos que se puedan observar independientemente del tamaño de la empresa.

Tras evaluar dichas tendencias observamos que una variable que cobra mucha importancia y que tiene mucha relevancia en el futuro de la empresa tras dicho evento es la sucesión en dicho cargo. Es por ello que llevamos a cabo un estudio sobre las tendencias o direcciones observadas por autores previos en temas de sucesión, haciendo especial hincapié en los planes de sucesión, práctica que ha ganado mucha popularidad y ha sido objeto de muchos estudios en la última década.

d) Estado de la cuestión

La importancia del CEO en la empresa es una temática que ha sido objeto de estudio desde la década de los 80, aunque si es verdad que las características de estos y sus roles y tendencias en el cargo han ido evolucionando de cierta forma, es una creencia tan extendida y fundamentada que poco se ha podido

debatir en los últimos años. Los estudios que analizan la cotización inmediatamente después del evento también datan de esa época, y no estamos al tanto de estudios recientes que desafíen las conclusiones obtenidas por aquel entonces.

Sí que existen, sin embargo, algunas tendencias que han sido objeto de estudio de artículos más recientes, cómo la gestión de los beneficios o la sucesión en el cargo. En esta última área encontramos una práctica que ha obtenido mucha popularidad y ha sido estudiada por muchos autores en esta última década: los planes de sucesión. Dicha práctica ha despertado tanto interés porque se ha observado que dota de una transición mucho más suave a las empresas que experimentan la muerte repentina de su CEO, permitiendo a éstas tener un mayor control de la situación que se refleja en un mejor rendimiento económico-financiero.

2 Importancia que tiene el CEO en una empresa

En este apartado se analizará la importancia que tiene el CEO de una empresa y su capacidad para influir en el presente y el futuro de ésta.

Argumentar dicha importancia resulta clave para la posterior discusión sobre en qué medida su defunción puede afectar a la empresa y de qué formas puede hacerlo.

2.1 Importancia del CEO en una empresa

La palabra CEO proviene del inglés (Chief Executive Officer) y hace referencia al director ejecutivo de una empresa. Se trata de la cabeza del equipo directivo y último responsable de las decisiones tomadas.

Cabe mencionar aquí que el CEO de una empresa no es la única persona involucrada en el proceso de toma de decisiones de una compañía y que no existe un esquema universal para las posiciones, responsabilidades y títulos de los altos directivos.

El esquema más comúnmente observado está compuesto por un consejo de administración elegido por los accionistas (que son los dueños últimos de la empresa) formado tanto por consejeros con cargos dentro de la empresa como por consejeros externos. El representante de dicho consejo es el consejero delegado, que en muchos casos (pero no siempre) coincide con el CEO o director ejecutivo, que es el último responsable de llevar a cabo las decisiones y direcciones aprobadas por el consejo de administración.

La diferencia de terminología entre el español y el inglés puede causar malentendidos, por lo que de ahora en adelante se usará el término CEO y se

entenderá como director ejecutivo o último responsable de las acciones y decisiones del equipo directivo.

Asimismo, es imprescindible para este trabajo destacar que los cargos de fundador y CEO no son incompatibles, y que generalmente, el fundador de una empresa toma la posición de CEO o responsable del equipo directivo de la empresa, al menos durante la primera etapa de ésta.

Castaldi (1986) y Etebari et al. (1987) aseguran que el puesto de CEO es el más importante de una compañía y enumeran una serie de responsabilidades y actividades que llevan a cabo los CEOs y de las que, entre otras muchas, podemos destacar:

- Planificación a largo plazo.

El CEO tiene capacidad para influir y modificar la misión y la visión de la empresa y es el que establece los objetivos a largo plazo. A la elección de dichos objetivos se le suma la elección del método a través del cual se pretenden llevar a cabo, es decir, el CEO establece lo que quiere conseguir la empresa y cómo lo tiene que conseguir.

En una empresa el fundador es quien crea su ADN, pero el CEO es quien tiene capacidad para modificarlo.

- Elegir a los trabajadores en áreas no operacionales

Es decir, es el encargado de escoger a las personas por debajo de él, que tendrán roles importantes con responsabilidades de las cuales depende el éxito o el fracaso de la implantación de la estrategia deseada en la compañía. Deberá colocar a la persona más adecuada en cada puesto según los objetivos que desee cumplir la compañía y cómo desee cumplirlos.

- Ejercer de portavoz de la empresa

Deberá tomar el papel de cabeza visible de la compañía, esto es, tendrá la responsabilidad de comparecer ante los grupos de interés periódicamente para evaluar los acontecimientos pasados, dar explicaciones de ellos y estudiar los pasos a seguir en el futuro.

- Determinar la estructura organizativa de la compañía.

Iborra et al. (2006) definen la estructura organizativa como “la asignación espacial y jerárquica de los medios de producción, la información y los derechos de toma de decisiones”, en otras palabras, definir cómo y de cuanta gente estará compuesta cada unidad dentro de la empresa, cuál será su finalidad y cuáles son las actividades que deberá llevar a cabo para lograr dicha finalidad (desde qué tipo de recursos deberá utilizar hasta con qué otras unidades dentro de la empresa deberá colaborar y relacionarse).

De lo anteriormente expuesto se puede deducir que el CEO es el primer responsable de la formulación y la puesta en acción de la estrategia de una compañía, sin embargo, cabe mencionar aquí las conclusiones que obtienen Ciampa y Stalk (2008), sobre lo difícil que puede resultar intentar cambiar la estrategia de una compañía sin tener en cuenta la cultura empresarial de ésta.

Cómo explicaremos más adelante, uno de los factores más importantes que definen la cultura empresarial, exceptuando los factores externos a la empresa que vienen dados (geográficos, macroeconómicos...), es la influencia del fundador. En los casos en los que el fundador y CEO sean la misma persona no existirá dicho problema, pero en los casos en los que el CEO de una empresa quiera cambiar la estrategia de ésta, porque tiene ideas diferentes a las del anterior CEO, tendrá que tener muy en cuenta si la cultura empresarial respalda la nueva estrategia. En caso contrario se podría encontrar con muchas barreras a la hora de implantarla, que podrían resultar en el fracaso de ésta (Ciampa y Stalk, 2008).

Los grupos de interés de una compañía pueden estar al tanto de estas conclusiones, por lo tanto será importante tenerlas en cuenta a la hora de estudiar que variables afectan y cómo afectan a la empresa tras la muerte y sucesión de su CEO.

Con lo expuesto hasta el momento queda fundamentado que la importancia del CEO en relación con el futuro de la empresa es una creencia reconocida globalmente.

Un factor que respalda la importancia y relevancia del CEO dentro de la empresa y su relación con el éxito o el fracaso de ésta es la compensación que reciben las personas en dicha posición.

Existe mucho debate en relación a la remuneración de los directivos de la empresas, en parte porque en 2013 el salario medio de los directivos en España fue casi 4 veces superior al salario medio del trabajador (Viñas, 2014) o porque en ese mismo año, los CEOs de Estados Unidos ganaron 11,7 millones de dólares de media, 331 veces más que el trabajador medio (Dill 2014).

Gran parte del debate sobre si la compensación de los CEOs es demasiado elevada pone el foco de atención en la dimensión ética del asunto (Moriarty, 2009). Este trabajo se limitará a observar dicha compensación desde un punto de vista íntegramente económico y financiero, es decir, asumiremos que la remuneración de un CEO es un coste o inversión asumida por la empresa, mediante el cual tiene expectativas de generar retornos superiores (Finkelstein y Boyd, 1998). Dicha compensación puede ser percibida por los grupos de interés de la empresa como razonable, si entienden que la empresa obtendrá retornos superiores a lo invertido en la compensación del CEO, o no razonable, si la inversión es superior al retorno. Dependiendo de las características y

aptitudes del CEO, por tanto, reaccionarán de una manera u otra frente a su muerte o su nombramiento.

Con todo el poder y relevancia que se les otorga a los CEOs, es importante no olvidarnos de que dicha posición, en sí misma, no conlleva ser propietario de la empresa, los propietarios últimos de la empresa son sus accionistas. Por lo tanto, el objetivo por excelencia del CEO deberá ser llevar a cabo las acciones o estrategias que creen un mayor valor para estos, desgraciadamente este no es siempre el caso.

Se pueden encontrar casos en la práctica en los que el CEO de una empresa elige actuar de modo que antepone sus intereses personales a los de los accionistas (Edgerton, 2012). Esta situación es comúnmente conocida como “el problema de la agencia” (o problema principal-agente) y se puede observar cuando los intereses del CEO y los de los accionistas no están alineados. Ejemplos claros de este problema son decisiones de fusiones o adquisiciones de otras empresas, o salidas a bolsa tomadas por CEOs con afán de crecer rápidamente de tal forma que aumenten su popularidad sin tener como principal preocupación si dicha estrategia creará o no valor para los accionistas.

Muchas veces se intenta prevenir este problema incluyendo al CEO en el accionariado de la empresa, de tal forma que crear valor para el accionista signifique también crear valor para él mismo. Según Salas (1987), lo más importante es elaborar debidamente el contrato del directivo de forma que quede bien estipulado lo que se espera de él.

Otro ejemplo de la importancia del CEO de una empresa son las “Management Presentations³” que tienen lugar en los procesos de adquisición de compañías.

³ Presentaciones llevadas a cabo por la directiva de una compañía

Cuando una compañía se pone en venta, es decir, accionistas que poseen un porcentaje significativo del accionariado de la compañía hacen público que quieren desinvertir sus participaciones, generalmente se pone en marcha un proceso de venta organizado por un banco de inversión.

Dicho proceso de venta o “sellside process”⁴ está constituido por varias fases que acaban con ofertas de los compradores interesados, según las ofertas sean más o menos altas se decidirá cuáles de ellos pasan a la siguiente ronda.

Una de las fases de este proceso son las “Management Presentations”, en las que el CEO de la empresa realiza una presentación a los diferentes grupos de posibles inversores sobre la compañía, su naturaleza, sus expectativas y planes de futuro para ésta.

De dicha presentación, los potenciales inversores esperan percibir la calidad del CEO y su capacidad para dirigir dicha compañía. Si dicha presentación no es convincente y el CEO no es capaz de transmitir el potencial de la empresa a futuro y su propia capacidad para exprimir al máximo ese potencial, es muy posible que los inversores decidan no entrar en la empresa.

Este es sólo un ejemplo de la importancia que puede tener el CEO en relación con el futuro de la empresa.

2.2 Importancia del CEO cuando es el fundador de la empresa

Como primer responsable de la creación de una empresa es indiscutible que el fundador puede influir en su dimensión y sus características de manera trascendental.

⁴ Proceso que se lleva a cabo, generalmente con el asesoramiento de un banco de inversión, cuando una compañía se quiere vender

El fundador o fundadores, en caso de haber más de uno, es el que en primer lugar define la empresa, su ámbito de acción, sus objetivos, su estructura y la labor que llevará a cabo en la sociedad, es decir, de qué forma aportará valor añadido a las demás personas o empresas con las que interactúe. Es por ello que se puede decir que su fundador define el ADN de una empresa.

Al tomar parte en la decisión y elaboración de variables tan importantes dentro y alrededor de la empresa, es lógico que las características y particularidades de dicho fundador jueguen un papel importante en la posterior evolución de la empresa, resultando en muchos casos clave del éxito o el fracaso de ésta (Przybylski, 2012).

Dichas características se ven comúnmente reflejadas en la cultura empresarial. Es común encontrar empresas, sobre todo cuando son jóvenes, en las que los hábitos de trabajo, la forma de pensar y el orden de prioridades están muy marcados por los del propio fundador. Tal es la influencia de estos, que se pueden encontrar casos en los que dejan de ser únicamente un referente en la faceta profesional para convertirse en un referente personal para los grupos de interés de la empresa (Przybylski, 2012). Es en estos casos cuando se empieza a hablar de líderes y de distintos tipos de liderazgo.

Existen múltiples ejemplos de empresas en las que su fundador o fundadores ejercen un rol determinante en la cultura empresarial y por lo tanto en la forma de pensar y actuar de sus trabajadores (Steve Jobs en Apple, Bill gates en Microsoft, Yvon Chouinard en Patagonia, etc.)

Es por eso que la importancia del tipo de fundador, su actitud y sus aptitudes representan una variable significativa en la definición de una empresa que tendrá impacto a la hora de decidir, para bien o para mal, el éxito o el fracaso de ésta en el futuro.

3 Cómo afecta a las empresas la muerte de su CEO

En este apartado se llevará a cabo una revisión de la literatura para analizar las conclusiones observadas hasta la fecha sobre las variables o tendencias que se puedan percibir en compañías tras la muerte de su CEO.

Varios autores enumeran las diferentes variables que pueden influir en las tendencias observadas dentro de una compañía (Borokhovich et al., 2006; Etebari et al., 1987; Worrel y Davidson, 1987). A continuación se hará especial mención a los estudios que valoran estas tendencias según el tamaño de la empresa, ya que es una de las variables más mencionadas en los estudios previos sobre este tema.

3.1 Cómo afecta a las empresas cotizadas

La siguiente sección se centra en las variables o tendencias observadas en empresas cotizadas tras la muerte de su CEO. En el estudio nos referimos principalmente a empresas cotizadas en mercados primarios en bolsas de diferentes países miembros de la OCDE.

Cuando una empresa cotiza en bolsa, ésta posee un cierto porcentaje de su accionariado a disposición del público. Cualquier persona, ya sea física o jurídica está capacitada para adquirir un paquete de participación en la empresa dentro del porcentaje sacado a bolsa o “freefloat”⁵. El único requisito (salvo prohibiciones por conflicto de intereses o tráfico de influencias regulados por la CNMV) necesario para que una persona adquiera esas acciones es estar dispuesto a pagar el precio que demanda el que actualmente posee dichas acciones.

⁵ Porcentaje del accionariado de una empresa que se encuentra disponible para inversores en la bolsa

Desde el primer momento en el que se crearon las bolsas de valores existe el deseo generalizado de intentar explicar sus comportamientos. Tanto empresas como accionistas depositan expectativas de creación de valor monetario en la evolución del precio de las acciones, por lo que es comprensible que exista esa intención de lograr anticipar sus movimientos para así conseguir sacar una mayor rentabilidad a sus inversiones.

Este precio o cotización se encuentra muy lejos de ser un número aleatorio. Según Behn et al. (2006) el precio de una acción representa las futuras proyecciones de los rendimientos o ganancias de dicha acción trasladadas al valor a día de hoy, lo que se podría expresar de la siguiente forma:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\text{infinity}} \frac{E(D_{t+\tau})}{[1 + E(R)]^\tau}$$

Donde P es el precio de la acción en el momento t; D representa los dividendos dados en el momento t; R representa la tasa de rentabilidad y E significa que es el resultado esperado. Por lo tanto el precio de una acción se establece según lo que la gente puede ofrecer pagar o aceptar recibir por la rentabilidad esperada de esa compañía en el futuro. Dicha rentabilidad viene dada por los dividendos que la compañía reparte a sus accionistas, teniendo en cuenta el valor del dinero en el tiempo.

Aquí cabría discusión sobre la actual eficiencia de los mercados y sus diferentes niveles (Fama, 1970), es decir, si los mercados actuales reflejan la totalidad de la información disponible y por lo tanto, los precios de los activos cotizados son perfectamente representativos de las rentabilidades que otorgarán en el futuro.

Fama (1970), enumera una serie de factores indispensables para la eficiencia de un mercado: ausencia de costes de transacción, disponibilidad de toda la información para todos los participantes sin coste alguno, etc.

Existen varios estudios que demuestran la existencia de eficiencia semifuerte en los mercados, que sostienen que los precios reflejan gran parte de la información, denominada pública, pero que existe información a la que todos los inversores no tienen igual facilidad de acceso, denominada privada, como por ejemplo el llevado a cabo por Toutkoushian (1996).

En todo caso, numerosos estudios señalan que los mercados reaccionan rápidamente frente a la publicación de nueva información (Etebari et al., 1987), de forma que los precios varían en un corto periodo de tiempo una vez salen a la luz datos que pueden afectar las previsiones de futuro de un activo.

Una vez contrastada la importancia que tiene el CEO en relación al futuro de la compañía, cabe esperar que la noticia de su muerte cause efectos inmediatos en el precio de cotización de la compañía en la bolsa. Dichos efectos, sin embargo, son difíciles de predecir, puesto que dependiendo del caso particular de cada situación, los cambios serán más o menos pronunciados e irán en una dirección u otra (Etebari et al., 1987).

A diferencia de otros acontecimientos, el fallecimiento de un CEO mientras ostentaba dicha posición es difícilmente previsible, ya que es lógico pensar que cualquier indicio de una alta probabilidad de fallecimiento, causaría una decisión por parte de los accionistas de sustitución de éste. Es por ello que se concluye que la muerte de un CEO no es un evento que haya que anticipar, sino más bien un evento tras el que hay que reaccionar (Etebari et al., 1987).

Numerosos estudios analizan cuantitativamente cuales son las reacciones de los precios y cotizaciones de las acciones de empresas que han sufrido el fallecimiento de su CEO. El patrón de estudio más común consta de una

muestra de empresas cotizadas en alguna de las principales bolsas de un país (generalmente Estados Unidos) que han sufrido dicho acontecimiento. A continuación se obtienen las cotizaciones previas y posteriores a la muerte del CEO y se elaboran tests estadísticos para aceptar o descartar las hipótesis propuestas en un principio.

De todos estos estudios se pueden obtener varias conclusiones dependiendo de las variables estudiadas, pero la más extendida, y la principal a destacar es que, efectivamente, tras la muerte del CEO de una compañía se pueden observar cambios de comportamiento en el precio de las acciones de ésta que difieren de los patrones observados previos al fallecimiento (Borokhovich et al., 2006; Etebari et al., 1987; Worrel y Davidson, 1987, 1989).

Muchos de estos estudios coinciden, además, en que la primera reacción que se puede observar en los precios de cotización de las empresas afectadas es negativa. Etebari et al. (1987) realiza un estudio con el que concluye que los precios de las acciones caen en el mismo día del anuncio del fallecimiento. Una posible razón, presentada por el autor, que puede servir de explicación frente a este fenómeno observado es la incertidumbre que genera la situación.

Justo después del anuncio del fallecimiento, el inversor no sabe cuáles van a ser las medidas tomadas por la empresa, y por lo tanto pierde temporalmente la visión a futuro de ésta. Dicha falta de visibilidad puede resultar en una pérdida del atractivo del activo para algunos inversores y por tanto su reacción será vender dicho activo. Si un número elevado de inversores ponen sus acciones a la venta, por la ley de oferta y demanda que rige los mercados el precio disminuirá.

Otra de las teorías que pretenden dar explicación a este fenómeno es la presentada por Fama (1980) y que basa su razonamiento desde una perspectiva puramente económica teniendo en cuenta la remuneración de los CEOs. Se parte de la premisa anteriormente expuesta que afirma que la

compensación del CEO supone únicamente una inversión de la cual se espera un mayor retorno, es decir, es un gasto que genera un margen de beneficios superior a lo invertido. El autor razona que, durante el corto período de tiempo inmediato al anuncio, la empresa carece de CEO, y por lo tanto, no puede disfrutar del margen que éste proporcionaba, por lo que durante este tiempo la empresa genera menos y consecuentemente el precio de su acción cae.

Dicha bajada rápida generalizada deja de tener su origen en la incertidumbre generada o en la carencia del margen aportado por el CEO en cuanto la compañía toma una decisión sobre la sustitución o el plan de sustitución de éste. Dicha decisión y las tomadas a continuación, junto con las circunstancias que las rodean serán las causantes de la variación del comportamiento de la cotización (Etebari et al., 1987).

Aquí es donde la literatura se dispersa o ramifica según dichas decisiones o circunstancias. Este trabajo intentará mencionar algunas de las más importantes y reconocidas hasta la fecha pero reconoce la amplitud del abanico de estas y admite no hacer referencia a todas ellas.

Una de las variables que estudian Borokhovich et al. (2006), es la importancia de la calidad del consejo de administración en caso de fallecimiento del CEO, en concreto valoran la independencia del consejo y el tamaño de éste. Lipton y Lorsch (1992) concluyen que a mayor tamaño del consejo de administración mayor capacidad para monitorizar a la dirección de la empresa, pero que resulta más lento a la hora de tomar decisiones. Sin embargo, Jensen (1993) afirma que los consejos con ocho o menos miembros tienen una mejor capacidad para monitorizar al CEO.

El consejo de administración es el principal responsable de nombrar un nuevo CEO cuando, por las circunstancias que fueran, el anterior deja de ostentar el cargo. Por lo tanto la calidad de éste afectará a la naturaleza de sus decisiones.

Tras su estudio Borokhovic et al. (2006) concluyen que las variaciones en la cotización de empresas que han sufrido la muerte de su CEO es más positiva en empresas con un mayor número de miembros del consejo independientes a la empresa, además, los resultados son económica y estadísticamente más significativos cuando no existe un sucesor claro y cuando la compañía estaba obteniendo malos resultados. Es importante destacar también que no encuentran suficiente evidencia para afirmar que el tamaño del consejo es una variable que afecte en estos casos.

Otra variable la cual varios autores afirman juega un papel muy importante no sólo en la cotización de la compañía, sino en su desempeño y resultados, es las características de la decisión de sucesión en el cargo.

Behn et al. (2006) estudian si el tiempo que se tarda en tomar dicha decisión es una variable significativa que afecta o no a la cotización. Tras realizar el análisis empírico, no sólo demuestran que a mayor tiempo, peor evolución del precio de la acción, sino que también encuentran evidencia de que a mayor tiempo, peores resultados económico-financieros presentará la compañía.

Estos resultados coinciden con la explicación de que dicha caída puede estar generada por la incertidumbre de los inversores sobre el futuro de la compañía.

Además del tiempo empleado para tomar una decisión Behn et al. (2006) también estudian si el origen del sustituto afecta o no. Dicho tema fue abordado previamente por Worrel y Davidson (1987).

El origen del sustituto hace referencia a la procedencia de éste, es decir, si el sustituto es una persona que ostentaba otro cargo dentro de la empresa cuando se da el acontecimiento (sucesor interno) o si no tenía relación contractual alguna con ésta (sucesor externo).

Los resultados de ambos los llevan a la misma conclusión. En general, el nombramiento de sucesores internos tras el fallecimiento del CEO es más eficaz y genera comportamientos positivos en la cotización de la empresa.

Tanta es la relevancia que tienen las decisiones de sucesión y las circunstancias que las rodean en el futuro de la empresa que en los últimos años ha cobrado muchísima importancia y ha sido objeto de numerosos estudios la práctica denominada “succession planning”⁶ o planes de sucesión.

Behn et al. (2005) realizan un estudio cuantitativo tras el cual son capaces de concluir que compañías que han llevado a cabo un plan de sucesión previo al acontecimiento, y por lo tanto tienen un sucesor evidente en posición, obtienen mejores resultados que las que carecen de uno.

El tema de la planificación de la sucesión, que incluye muchas otras conclusiones obtenidas por varios de los autores ya mencionados, será abordado más adelante en el trabajo.

3.2 Cómo afecta a las pequeñas y medianas empresas

Este trabajo intenta, desde un principio, dejar clara la importancia del CEO en la empresa. Dicha importancia, según muchos autores, es aún más pronunciada en las empresas con menor tamaño.

Las empresas pequeñas tienden a tener una menor división de tareas que las empresas grandes. Es decir, en grandes empresas, con mayor número de empleados y de directivos, los roles de éstos últimos suelen estar mucho más diferenciados y enfocados a áreas concretas. En empresas pequeñas, muchas veces no se dispone de esta capacidad de especialización, por lo que los

⁶ Práctica que consiste en elaborar planes de sucesión para diferentes puestos de la empresa, de tal forma que cuando esa posición quede vacía, se sepa de antemano quien va a ser el sustituto

directivos asumen un mayor número de tareas. Esto acaba resultando en una mayor dependencia de la compañía en las cualidades de unos pocos ejecutivos, la mayor de ellas en el CEO (Worrel y Davidson, 1989).

Los estudios de Worrel y Davidson (1989) demuestran, tras un estudio cuantitativo que, efectivamente, las empresas pequeñas obtienen peores resultados que las más grandes tras la muerte de su CEO.

Este hallazgo coincide también con los estudios de Worrel et al. (1986) y es consistente con la afirmación de que las acciones y la calidad del CEO son más importantes en empresas pequeñas.

Otra razón por la que los efectos son más pronunciados cuanto más pequeña sea la empresa puede ser por la falta de recursos para planificar la sucesión en el cargo del director ejecutivo. Como bien se explicará más adelante, los planes de sucesión pueden llegar a ser muy costosos en cuanto a tiempo y dinero, además, si el directivo se ocupa de un mayor número de tareas, será más difícil encontrar a alguien con el mismo o parecido conjunto de cualidades y aptitudes necesarias para llevar a cabo dichas tareas (Zajac, 1990).

Por otra parte, dicha concentración de tareas y la ausencia de un mayor número de directivos se traduce en un mayor poder de decisión sobre el futuro y las direcciones estratégicas de la compañía.

Un cambio repentino de CEO generado por la muerte del anterior puede resultar en el nombramiento de uno que no comparta sus visiones estratégicas sobre la compañía. Un cambio de dirección de la estrategia, como bien quedó explicado anteriormente, puede llegar a resultar costoso y difícil de implantar, entre otras cosas porque debería llevar consigo un cambio de la cultura empresarial.

Otra variable que afectará a la evolución de las empresas es si el difunto directivo ostentaba el cargo también de fundador de la compañía. El estudio llevado a cabo por McConaughy et al. (2001) concluye que las empresas en las que las personas que la fundan son las mismas que las que la dirigen obtienen mejores resultados. Dichas mejorías se dejan de observar en cuanto los fundadores dejan de estar presentes en la dirección, por lo tanto será un factor a tener en cuenta.

La explicación a esto se puede encontrar no sólo en la posible situación del cambio estratégico, sino en el efecto de liderazgo del que se hablaba al principio del trabajo y del que se hablará con un poco más de detalle en el siguiente apartado.

3.3 Efectos que influyen independientemente del tamaño de la empresa

Existen una serie de variables rodeando a estos sucesos que pueden influir en las magnitudes de las tendencias observadas tras muerte del CEO y que se pueden observar tanto en empresas grandes como en empresas pequeñas

3.3.1 Cuando el CEO es un líder para la empresa y su entorno

Un factor importante es el que hemos mencionado previamente sobre si el difunto CEO de la empresa era percibido cómo un líder. Iborra et al. (2006) definen el liderazgo como “una clase de influencia mediante la cual se puede lograr que los miembros de una organización colaboren voluntariamente al logro de los objetivos”, de forma que los trabajadores dejan de ver su trabajo como una simple relación contractual y se involucran en mayor medida para lograr el éxito de la empresa. Dichos autores también afirman que “El líder es aquel que puede influir en las actitudes, opiniones o acciones de los miembros de un colectivo porque éstos deciden voluntariamente dejarse influir por el líder.

Numerosos autores a lo largo de la historia han intentado definir cuáles son las características, aptitudes y actitudes que hacen que una persona sea un líder. Uno de los trabajos más famosos al respecto es el de Menguzzato y Renau (1991) en el que se presentan las tres teorías: “La teoría del gran hombre”, “La teorías ambientales” y “las teorías contingente”.

A lo largo de la historia se pueden encontrar numerosos CEOs que han conseguido extender su papel fuera de lo estrictamente profesional para convertirse en líderes para los trabajadores de la compañía y hasta iconos y modelos a seguir para ciertos grupos de interés de la empresa como clientes o incluso hasta competidores.

Sustituir a personas como éstas en el cargo puede llegar a ser muy difícil y costoso y es posible que aun dedicándole una gran cantidad de recursos, dichas personas sean simplemente irremplazables y la empresa nunca vuelva a experimentar la generación de valor que experimentó con ellos (Przybylski, 2012).

3.3.2 La “Gestión de los Beneficios” tras la muerte del CEO

La “gestión de los beneficios” es una traducción directa al español del término inglés “earnings management”. La gestión de los beneficios es una práctica que ha sido objeto de numerosos estudios en estos últimos años por parte de expertos en áreas de contabilidad, finanzas, estrategia empresarial y muchas otras disciplinas.

La gestión de los beneficios es una práctica en la que se manipula la información contable, es decir, alguno de los estados contables como el balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias o el estado de flujo de efectivo con el fin de mostrar unos resultados económico-financieros determinados (Beaudoin et al., 2015).

El objetivo final de dichas acciones puede ser variado, pero se han observado numerosos casos en los que se busca engordar los números favorables a las empresas, como los beneficios, con el fin de dar una imagen más saludable a los posibles inversores o grupos de interés de la empresa. Pese a que las recientes reformas regulatorias han tenido dicho fenómeno en cuenta y han hecho lo posible para mitigarlo, éste sigue presente y sigue siendo una fuente de preocupación para los diferentes órganos regulatorios responsables (Beaudoin et al., 2015).

Es práctica extendida hablar de la gestión de los beneficios como una forma de fraude o delito, pero hay que recalcar que sólo se convierte en una práctica ilegal cuando se violan las normas generales de contabilidad habilitadas en cada país, como las “GAAP” (General Accepted Accounting Principles) en Estados Unidos o el Plan General Contable en España. Sin embargo, es cierto que existe algo de evidencia sobre la correlación de empresas con prácticas de gestión de beneficios muy agresivas y empresas que cometen fraude, dichos casos han sido obviados en este trabajo (Latif et al., 2011).

Latif et al. (2011) llevaron a cabo un estudio cuantitativo tras el cual obtuvieron evidencia de que la gestión de los beneficios es una práctica llevada a cabo por los CEOs sustitutos tras la muerte repentina de su antecesor.

Dicha conclusión es muy relevante para este trabajo pues muestra una tendencia repetida en empresas que han sufrido la muerte inesperada de su director ejecutivo y que consideramos debería tenerse muy en cuenta por parte de los distintos grupos de interés de éstas ya que pueden influir en sus expectativas y por lo tanto en las decisiones que puedan tomar.

4 Sucesión en el cargo

Como bien hemos podido observar hasta ahora en este trabajo, hay un gran número de variables que afectan a la empresa tras la muerte de su CEO, además de una serie de tendencias observables tras dicho suceso.

Es seguro afirmar, después de todo lo expuesto, que la elección de sucesión en el cargo, y las circunstancias que la rodean es una de las variables con mayor peso en el futuro de la compañía. Es decir, según se elija a un candidato o a otro y se haga de una manera o de otra, dictaminará significativamente el éxito o el fracaso futuro de la empresa (Zajac, 1990).

La sucesión, como veremos a continuación, es un tema que ha sido objeto de numerosos estudios en los últimos años. No es de extrañar, pues al ser tan relevante es lógico que las compañías quieran ser capaces de poder controlar dicho fenómeno o al menos saber a qué atenerse y que variables lo afectan. La sucesión en muchos casos no tiene por qué ser un decisión tomada rápidamente, ni tiene porqué estar causada por la muerte de CEO, como estudiaremos en este trabajo, lo que si es cierto, es que es un evento que incumbe a absolutamente todas las empresas del mundo, y por lo tanto, las personas afectadas por dichas decisiones (pueden ser desde inversores hasta trabajadores) deberían saber a qué atenerse cuando ocurre (Beatty y Zajac, 1987).

Hay muchas variables y factores que influyen en cómo, cuándo y por qué se toma la decisión de sucesión que se toma, y muchos estudios que analizan las consecuencias de dichas decisiones tomadas en diversas áreas como las finanzas, la estrategia empresarial, los recursos humanos, etc. Este trabajo intentará hacer mención a las más significativas y a las más observadas a lo largo de la literatura sobre este tema.

Debido a su importancia se estudiará en detalle una práctica que ha sido objeto de muchos estudios últimamente y que ha cobrado mucho protagonismo en el mundo empresarial: Los planes de sucesión o “Succession planning”.

4.1 ¿Sucesor interno o sucesor externo?

Cómo bien explicábamos con anterioridad, el debate de la elección entre un sucesor interno o un sucesor externo en el cargo se refiere a si el sustituto será elegido de dentro de la empresa (trabajaba en la empresa cuando se dio el acontecimiento), o de fuera de ella (no trabajaba en la empresa en el momento del suceso).

Anteriormente se mencionó que las empresas cotizadas reaccionaban de mejor manera ante la elección de un sucesor interno que a la de un sucesor externo (Worrel y Davidson, 1987). Ésta es sólo una de las pequeñas conclusiones que se pueden observar de esta variable, pero la realidad es que existen muchas otras observaciones y conclusiones que nacen de este debate.

La creencia más extendida y observada es que, por definición, un sucesor externo está más inclinado a traer cambios en una organización que un sucesor interno. El sucesor externo, al no estar influenciado por posibles relaciones existentes dentro de la compañía tendrá una visión menos sesgada que uno interno. Sin embargo, también se argumenta que un sucesor interno, al tener relaciones con otros sujetos dentro de la empresa, tendrá una mayor facilidad para llevar a cabo cambios con éxito (Zajac, 1990).

Existen estudios que respaldan ambas elecciones, aunque en general la decisión de elegir a un sucesor interno está mejor percibida.

Según Chung et al. (1987), la elección de un sucesor interno está relacionada con un mejor equipo directivo. Dichas prácticas permiten a los empleados escalar en la compañía, por lo tanto crea sentimientos de estabilidad y lealtad. Según ellos muchas grandes compañías motivan a sus empleados

proporcionándoles seguridad laboral y un sentimiento de pertenencia a la familia.

Uno de los argumentos más contundentes fue el presentado por Kotter (1982), en el que razona que los mejores CEOs obtienen experiencia a lo largo de sus extensos mandatos dentro de la compañía. Según el autor los sucesores internos se encuentran en una mejor posición para dirigir la empresa que los externos por dos razones.

La primera de ellas es que los internos tienen un mayor conocimiento específico de la empresa en cuestión. Éste conocerá mejor sus productos, a sus competidores, a sus empleados, etc.

Estos conocimientos son los que ayudan a los directores ejecutivos a comprender los procesos y las actividades dentro de la empresa y son en los que se basan para tomar las decisiones apropiadas (Chung et al., 1987).

La segunda a la que hace referencia son las relaciones que éstos han conseguido establecer en su periodo previo en la empresa, también mencionadas por Zajac (1990). Dichas relaciones con superiores, subordinados, competidores y otros son mediante las que obtiene la información y el respaldo necesario para llevar a cabo su trabajo. Los externos que se incorporen a la empresa tendrán que dedicar una cantidad de tiempo significativa a establecer dichas relaciones y a obtener dichos conocimientos. A pesar de esto, es más común encontrar empresas que contratan a sustitutos externos para el cargo (Chung et al., 1987; Kotter, 1982).

Muchos estudios coinciden en que empresas que vienen mostrando resultados económico-financieros por debajo de los esperados tienden a elegir a sucesores externos como nuevos CEOs ya que existe una creencia generalizada de que éstos tendrán una mayor capacidad para hacer cambios en la empresa (Zajac, 1990).

Según Chung et al. (1987), habrá más posibilidades de que los sucesores externos lleven a cabo acciones decisivas para darle la vuelta a una mala situación de la compañía mientras que los internos tardarán en reconocer la urgencia de los problemas y es posible que sigan utilizando los mismos procesos y soluciones a los que están acostumbrados y que han podido dejar de ser efectivos.

Por lo tanto, es común encontrar empresas que llevan obteniendo malos resultados durante largos periodos de tiempo y contratan a un sucesor externo con esperanzas de que éste sea capaz de cambiar su situación a mejor.

Cabe mencionar que existen estudios que han observado que, efectivamente, la llegada a la dirección de un nuevo CEO externo ha supuesto el cambio que la organización necesitaba, aunque no es siempre ese el caso. Karaevli y Zajac (2013) mencionan que hay un número desproporcionado de sucesores externos que son despedidos por no ser capaces de llevar a cabo los cambios esperados por el consejo de administración necesarios en la compañía, del mismo modo que se observan casos en los que el sucesor externo dura poco en el cargo ya que es despedido por forzar demasiado cambio en muy poco tiempo. Estas observaciones coinciden con las expuestas anteriormente sobre el cambio estratégico de una compañía.

Como bien mencionamos anteriormente, el cambio de estrategia de una compañía es una práctica que lleva tiempo y planificación. La dirección se debe asegurar de que los cambios propuestos por el nuevo CEO son compatibles con la cultura empresarial, si no, pueden acabar en un fracaso de las nuevas políticas.

Por lo tanto, y tras valorar lo expuesto, no se puede asegurar de forma inequívoca que la elección de un sucesor interno vaya a ser siempre la decisión correcta. Se tendrán que valorar numerosos factores en cada

situación específica, como si la empresa viene de obtener buenos o malos resultados, si necesita o no un cambio de estrategia y si está preparada o no para ese cambio antes de tomar una decisión. Lo que sí cabe mencionar es una de las afirmaciones que exponen Chung et al. (1987) tras la que incita a abrir la puerta a la consideración de ambos, posibles sucesores internos y posibles sucesores externos.

4.2 El compromiso del sucesor

Hay estudios que afirman que el compromiso del sucesor ya sea interno o externo, es la variable más importante que marcará el futuro de la compañía. Cabrera-Suárez y Martín-Santana (2012) sostienen que dicho compromiso ha sido identificado en varios estudios como una de las características más deseables en un sucesor para obtener buenos resultados en el futuro.

Es lógico esperar que el consejo de administración tenga en cuenta y valore favorablemente un mayor compromiso y una mayor motivación por el cargo. Pero, ¿Cómo puede una compañía conseguir una mayor motivación del sucesor?

Hay numerosos estudios que valoran la motivación de sus directivos y la comparan con su remuneración, y luego comparan estos con los resultados económico-financieros obtenidos por la compañía para intentar dar encontrar alguna correlación.

La compensación que recibe un CEO está normalmente compuesta por diferentes tipos de beneficios o pagos, éstos normalmente incluyen un salario anual, primas en efectivo o primas en opciones de bolsa entre otros.

Zajac (1990) llevó a cabo un estudio empírico mediante el cual estudió si la remuneración del CEO era una variable influyente en los resultados obtenidos por la empresa. Tras valorar los resultados se concluyó que dicha variable sí

que influía, de forma que una mayor remuneración/mayor recompensa estaba ligada a un mejor desempeño económico-financiero de la compañía.

Estas observaciones encajan perfectamente con la visión que se había expresado anteriormente sobre la compensación del CEO de una empresa. Dicha remuneración no deja de ser una inversión por la cual se exige un margen de beneficio, cuanto más margen de beneficio vaya a aportar dicho CEO a la empresa más se podrá permitir pagarle ésta.

Por lo tanto una mayor remuneración del sucesor estará ligada a una mayor motivación y consecuentemente a unos mejores resultados por parte de la empresa. En los casos en los que, además, al CEO se le ofrece un paquete accionarial, se incrementará esta motivación, puesto que los resultados positivos que obtenga la firma se traducirán en una mayor remuneración para éste. Dicha práctica es muy común en empresas grandes cotizadas y es una forma sencilla de alinear los intereses del CEO con los del consejo de administración.

Como bien mencionamos con anterioridad, la diferencia de objetivos entre el CEO y el consejo de administración de una empresa es internacionalmente conocida como el problema de la agencia. Muchos estudios recogen la valoración de la remuneración del CEO desde este aspecto.

La elección del nuevo CEO caerá en manos del consejo de administración, que se quiere asegurar, en la medida de lo posible, de que el CEO esté motivado y de que está dispuesto a esforzarse para llevar a la empresa por la dirección que el consejo desee, es decir, querrá reducir el riesgo del problema de la agencia al mínimo posible.

De todas formas, encontrar un alto nivel de compromiso en un CEO sustituto puede resultar cada vez más difícil. Según Biggs (2004) "Las cosas han cambiado. Las compañías vienen y van; la lealtad por parte de ambos,

empresa y trabajador se ha convertido en la excepción más que en la regla". Es por ello que esta tarea requiere un gran esfuerzo y dedicación por parte del consejo de administración.

4.3 El caso del CEO provisional

Todas las empresas tienen que, tarde o temprano, afrontar la inestabilidad del cambio de su director general. Existen varios métodos para afrontar esta situación que difieren, sobre todo, en si están planeados con antelación (más adelante nos extenderemos en los planes de sucesión).

¿Qué ocurre cuando las empresas no son capaces de reemplazar inmediatamente a su CEO después de su muerte?

Estudios recientes aseguran que muchas empresas no son capaces de llevar a cabo un proceso de sucesión fluido y que una solución común a este problema suele ser nombrar un CEO provisional que toma control de la dirección de la empresa hasta que el consejo de administración sea capaz de encontrar un sustituto permanente para la vacante (Intintoli et al., 2014).

Un gran número de compañías a lo largo de diferentes industrias han nombrado CEOs provisionales hasta encontrar el candidato mejor capacitado para el puesto, lo que sugiere que un número sustancial de consejos de administración no están preparados para este tipo de situaciones y no son capaces de encontrar un sustituto a tiempo (Ballinger y Marcel, 2010).

Ballinger y Marcel (2010) realizan un estudio tras el que sacan varias conclusiones acerca de los CEOs provisionales.

La primera de todas es que en la mayoría de los casos, los consejos de administración toman esta decisión bajo circunstancias de coacción, en las que tienen pocas o ninguna alternativa sobre a quién nombrar en el cargo. La

mayoría de los provisionales entrevistados indicaron que la falta de candidatos viables era la principal razón de su nombramiento.

El segundo patrón observado fue que los CEOs provisionales participaban en el contexto de la búsqueda del CEO permanente. Aunque en la mayoría de los casos la compañía también recurre a los servicios de empresas consultoras externas para la búsqueda, los provisionales entrevistados coincidían en que tenían que dedicar una gran parte de su tiempo a dirigir el proceso de búsqueda, dejando en cierto nivel de lado otras actividades de dirección necesarias para la empresa. En el estudio se observó además, que la duración media del mandato de los provisionales era superior a medio año.

La tercera característica observada fue que los CEOs provisionales se centran primordialmente en tomar e implementar decisiones tácticas para combatir las amenazas inmediatas que ponen en compromiso el desempeño operacional de la compañía.

Como conclusiones finales del estudio cabe destacar que encontraron evidencia de que:

- I. Las empresas cotizadas suelen incurrir en esta práctica.
- II. El uso de un CEO provisional hace daño al desempeño de la empresa durante el periodo en el que éste se encuentra en el cargo.
- III. Dicho uso aumenta además, el riesgo de fracaso de la empresa a largo plazo.

Por lo tanto los autores concluyen que este tipo de prácticas deberían ser evitadas por los consejos de administración en la medida de lo posible (Ballinger y Marcel, 2010).

4.4 Planes de Sucesión o “Succession Planning”

Una vez estudiadas las diferentes tendencias que se pueden observar en la sucesión en el cargo de un CEO tras su muerte queda fundamentado que éste es un fenómeno que afecta notablemente al futuro de la empresa.

Es comprensible pues, que los consejos de administración no quieran dejar la evolución de sus empresas tras un evento como éste al azar, y que intenten planificarlo e incidir de forma que los efectos estén controlados en la medida de lo posible, dejando así, poco espacio a la incertidumbre.

Como bien hemos visto en muchos casos es esta incertidumbre y el tiempo de respuesta ligado a ella la que causa malos resultados en las empresas, tanto en la capitalización bursátil, como en los resultados financieros. Es este deseo de evitar la incertidumbre y de tener el futuro de la empresa bajo control en todo momento lo que impulsa la creación de los planes de sucesión.

Un plan de sucesión, según Butler y Roche-Tarry (2002) es “un proceso dinámico recurrente que ayuda a los negocios u organizaciones a alinear sus objetivos y sus necesidades de capital humano”. Los planes de sucesión pueden ayudar a las empresas a prepararse para afrontar vacantes en puestos de dirección relevantes. Predecir las necesidades de talento que tendrá la empresa en un futuro requiere un ejercicio de autoconocimiento de las necesidades que necesita tu propia empresa para mantener y hacer su plan estratégico (Kowalewski et al., 2011).

Según Kowalewski (2011) las estrategias de planes de sucesión, por lo tanto, tienen que hacer un ejercicio de predicción, intentando anticipar además los avances de la tecnología y los cambios en la sociedad y sus necesidades que sean posibles. Es muy importante además, no sólo tener claras cuáles serán las certificaciones y aptitudes necesarias para llevar a cabo los planes estratégicos del presente, pero también tener identificadas aquellas para llevar a cabo los planes estratégicos futuros de la compañía. Los planes de sucesión tienen en cuenta estas áreas y las alinean con la misión, la visión, los valores y

los objetivos de la compañía. Estos planes de sucesión serán extremadamente beneficiosos para el futuro tanto de compañías grandes como de compañías pequeñas.

Se mantiene que la dirección de recursos humanos debe estar muy involucrada y jugar un papel estratégico muy importante en el proceso. Este proceso se aborda desde un enfoque sistemático para el que es necesario el pleno conocimiento del capital humano de la empresa y la visualización de las competencias que necesitarán los individuos que compongan la futura fuerza laboral que permita a la empresa llevar a la realidad sus previsiones.

Según Shen y Cannella (2003) en su trabajo “¿Incrementarán los planes de sucesión la riqueza de los accionistas?”, la cantidad de recursos empleados en asegurar que la dirección está preparada para una sucesión en el cargo de CEO inesperada e inmediata, es directamente proporcional a la satisfacción de los accionistas. Este estudio cita los anteriores en los que se demuestra que una muerte inesperada del CEO puede suponer un efecto negativo inmediato para los accionistas, pero encuentra evidencia de que esta pérdida puede ser mitigada con la sustitución rápida de éste. Conclusiones que coinciden con las ya mencionadas de Behn et al. (2006) en su estudio que analiza si los retrasos en nombrar sucesores afecta al rendimiento de la compañía.

En estas dos últimas décadas, las empresas han comenzado a percibir la importancia que tienen los planes de sucesión para la estabilidad de la empresa, tanto es así que una encuesta realizada a los consejos de administración en Estados Unidos reveló que éstos opinan que la sucesión del CEO es la segunda cuestión más importante a la que se enfrentan (National Association of Corporate Directors, 2001, citado por Biggs, 2004). Las cuestiones más importantes según los consejeros encuestados fueron: 1. El rendimiento corporativo, con un 28% de los votos; 2. La sucesión del CEO, con 25%; 3. Los planes estratégicos, con un 15%; 4. El gobierno corporativo, con 10%; y 5. Las relaciones entre el CEO y el consejo, son un 6% de los votos.

Una razón por la que pudo ser la segunda cuestión más votada es porque, como explicamos con anterioridad, la sucesión del CEO es un fenómeno que puede afectar a las otras 4 cuestiones.

Aquí cabe mencionar que dicha encuesta se realizó también a los consejos de empresas sin ánimo de lucro y la sucesión del CEO, no estuvo ni entre las 5 más votadas. Biggs (2004) expone varias razones por las que considera que se puede dar esta situación, pero no realiza ningún estudio empírico y la reconoce como una posible línea de investigación en la que se debería profundizar.

Independientemente de si se trata de una organización con o sin ánimo de lucro, el consejo de administración debe prestar cuidadosa atención a las diferentes estrategias que existen sobre la sucesión del CEO. Asegurar la continuidad de las operaciones organizacionales y minimizar los trastornos ocasionados tras el fallecimiento del CEO son ampliamente reconocidas como dos de las tareas más importantes a llevar a cabo por el consejo de administración, tareas que ninguna empresa puede permitirse ignorar (Biggs, 2006).

4.4.1 Evolución de la práctica

La popularidad e importancia que se entrega a los planes de sucesión es una tendencia relativamente joven. Hace unos años, era una práctica no tan difundida y que apenas se mencionaba como un reto importante a afrontar por los consejos de administración. La gran mayoría de las compañías entregaban el cargo de CEO a miembros de la familia o a empleados que llevaban mucho tiempo en la empresa, habían ido ascendiendo puestos a lo largo de su carrera y se habían ganado la confianza de los consejeros. Como bien mencionamos anteriormente, en esos tiempos no era difícil encontrar empleados que hubiesen desarrollado toda su carrera profesional en la misma empresa. La lealtad funcionaba por parte de ambos, las compañías cuidaban de sus

empleados y éstos les devolvían la gratitud no moviéndose a otras compañías (Biggs, 2006).

Hoy en día la lealtad hacia una empresa es más la excepción que la regla, es raro encontrar a alguien que haya trabajado en la misma compañía toda su vida, y la lealtad en la relación empresa trabajador se ha convertido en la excepción más que en la regla. A los buenos CEOs normalmente les contratan empresas competidoras que ofrecen mayores compensaciones y son encontrados a través de “headhunters”⁷ o cazatalentos (Biggs, 2006).

Aunque es cierto que a día de hoy los planes de sucesión son una práctica más empleada y, por supuesto, más conocida, sigue sorprendiendo la escasez de empresas que los emplean. Estudios han revelado que cerca de dos tercios de las empresas no tienen planes de sucesión para sus CEOs y un 50% de éstas ni siquiera ha llevado a cabo acercamientos que sugieran que se disponen a tenerlos (Kowalewski et al., 2011).

Muchos autores, entre ellos Lewis (2009), se preguntan porque no hay más empresas estableciendo planes de sucesión después de haberse demostrado su importancia para con la empresa. Los planes de sucesión han demostrado estimular la retención de empleados y su rendimiento. También han demostrado reducir los costes de contratación ya que éstos se pueden llevar a cabo en periodos con menor estrés y permiten contratar al mejor candidato, y no sólo a un cuerpo para que llene el asiento. Estadísticamente, habrá más posibilidades de encontrar al candidato ideal cuanto más se extienda la red de consideración (Lewis, 2009).

Aunque los beneficios de los planes de sucesión son ampliamente conocidos, una de las razones por las que quizás no son más comunes es porque acarrear una serie de dificultades a las que resulta importante hacer mención.

⁷ Personas o empresas que se dedican a encontrar los candidatos más adecuados para llenar una vacante en una compañía

Una de las necesidades principales para tener planes de sucesión en marcha en una empresa, es tener la cantidad de recursos necesarios para poder llevarlos a cabo. Como bien hemos explicado con anterioridad, los planes de sucesión pueden ser procesos muy largos y costosos, algunos autores hablan de una duración media de entre tres y cinco años para elaborar un plan de sucesión eficiente (Nesper, 2015), y muchos autores conciben dichos planes como procesos permanentes, en los que la empresa tiene que valorar continuamente si dichos planes elaborados siguen estando acordes con los objetivos y perspectivas de futuro de la empresa.

Pero no sólo se trata de una cuestión de recursos, según Biggs (2006), los consejos de administración tienen que asumir muchas responsabilidades en lo que concierne los planes de sucesión.

Lo primero de todo es asegurarse de que se están llevando a cabo prácticas que lleven al establecimiento de un plan de sucesión, para ello, el consejo deberá incluir éste dentro de los objetivos a cumplir del actual CEO y por los que más tarde se le evaluará y decidirá su compensación. Incluso los CEOs más reacios accederán a elaborar un plan de sucesión si saben que este tema aparecerá recurrentemente en las reuniones con el consejo.

Pero esta labor no debería caer enteramente en el CEO actual, el consejo tiene que participar activamente. Es cierto que él será el principal encargado de poner en práctica la elaboración de los planes, pero deberá entender que la última decisión siempre la tendrá el consejo de administración, ya que son ellos los que continuarán en la empresa y llevarán las relaciones con el nuevo CEO cuando el actual fallezca.

Es importante también a la hora de elaborar planes de sucesión, que una vez estén completados, las decisiones tomadas se comuniquen a los sucesores del consejo y nuevos miembros. Además, las promesas que se hagan deberán

cumplirse siempre, es por ello que en general, el consejo deberá limitar sus promesas lo máximo posible para dejar a los sucesores del consejo la mayor flexibilidad posible en el futuro frente a cambios inesperados.

Incluso tras todo este esfuerzo y una gran dedicación de recursos, existe la posibilidad de que la compañía fracase en encontrar un sustituto adecuado a tiempo para el CEO. En estos casos existen soluciones como la que valoramos anteriormente de un CEO provisional. Aunque varios autores coinciden que dichas prácticas pueden dañar el rendimiento de la empresa, existen situaciones que no dejan otra alternativa.

Biggs (2006) también enumera los problemas más comunes que se puede encontrar un consejo de administración a la hora de elaborar un plan de sucesión:

- Las asunciones cambian rápidamente. Los planes de sucesión están basados en gran parte en asunciones sobre las necesidades de la empresa en el futuro. Necesidades dadas por unos entornos que cambian muy rápidamente, lo que cambiaría también los requisitos y la viabilidad del plan.
- Los consejos de administración cambian. Cambios en el consejo de administración pueden significar variaciones en los planes de sucesión ya que es el consejo quién elabora las direcciones que deberá seguir la empresa en el futuro. Si dichas direcciones varían, cambiará el tipo de CEO que se necesite para llevarlas a cabo. Es por ello que a la hora de elaborar planes de sucesión se deberá limitar al máximo posible las promesas que haga el consejo.
- El candidato interno está incapacitado para asumir la nueva posición. Puede que el sucesor no esté preparado para llevar a cabo las tareas que se le requieren cuando se necesite que tome el cargo. Dicha

situación se puede dar de diversas formas y muchas están fuera de control para la empresa.

- La designación de un sucesor aparente puede causar la salida de otros directivos de la empresa. Al tomarse una decisión sobre quién sustituirá al sucesor en el cargo, otros aspirantes que deseaban dicho privilegio pueden buscar su objetivo en otras empresas. Es por ello que muchas compañías resuelven este problema designando varios potenciales candidatos que serán considerados cuando llegue el momento del relevo.

Una vez las empresas conocen las grandes ventajas de los planes de sucesión pero también tienen en cuenta las dificultades y problemas que pueden acarrear, es momento de elaborar un proceso para elaborar un plan de sucesión que intente potenciar al máximo las ventajas mientras mitiga las amenazas en la medida de lo posible.

Por último, Nesper (2015) enumera una serie de pasos para llevar a cabo un plan de sucesión exitoso.

- I. El primer paso según Nesper es esquematizar las cualidades y aptitudes requeridas por el futuro CEO y compararlas con las de los aspirantes. Los directores deberán ser evaluados no sólo en cuanto a sus habilidades para conseguir los objetivos de la actual posición, sino que se deberán evaluar sus capacidades para asumir papeles diferentes o más amplios.
- II. El segundo paso es ampliar el foco de estudio. Lo más importante es encontrar un candidato que tenga las cualidades necesarias para el puesto, habrá una mayor posibilidad de encontrarle si expandimos nuestra muestra y evaluamos a más gente.

- III. El tercero es ser continuo y exhaustivo. Los planes de sucesión no deberían ser una práctica episódica, en la que se reacciona a una situación desfavorable que surge, si no que deberían ser una práctica recurrente y normalizada en la que los directivos de las empresas se preparan para las transiciones.
- IV. El cuarto paso consiste en asignar papeles dentro de la práctica. Se deberá dejar claro quién lleva qué a cabo y cómo bien explicamos anteriormente no será una labor exclusiva del CEO, sino que el consejo se involucrará y tendrá sus propias responsabilidades.
- V. El quinto paso es incluir las prácticas de planificación de la sucesión con las prácticas de formación y desarrollo del talento de los futuros directivos. De esta forma cuando el sucesor sea nombrado en el cargo ya habrá desarrollado muchos de los conocimientos y aptitudes necesarios para éste.
- VI. El sexto consiste en asignar tutor o mentor para el sucesor. Un mentor o tutor de fuera de la empresa de forma que transmita una perspectiva externa que le ayude a obtener un mayor grado de objetividad.
- VII. Y por último, el séptimo paso recomienda el uso de asistencia estratégica externa cuando sea necesario. Muchas veces todas estas actividades y requerimientos sobrepasan la competencia de los miembros de la empresa, por eso el autor recomienda contratar la ayuda de empresas especializadas cuando sea necesario.

5 Conclusiones

El objetivo de este trabajo era llevar a cabo una revisión de la literatura para analizar y recopilar las tendencias ya observadas por otros autores tras la muerte del CEO de una compañía mientras ostentaba el cargo.

Primero se explica el rol del CEO y su influencia en la toma de decisiones estratégicas de la empresa para respaldar la creencia extendida de que se trata de una figura muy importante que puede influir de manera significativa en el éxito o en el fracaso de la compañía en el futuro.

Tanta es su importancia, que tras el anuncio de su muerte, la empresa entra en un proceso tras el cual es muy posible que experimente cambios relevantes. Una primera reacción observada tras el anuncio de la muerte del CEO es la caída inmediata del precio de la acción de la compañía en caso de que ésta cotice. Dicha bajada, sin embargo, se debe según varios autores a la incertidumbre que les genera a los inversores dicha situación y se aclimata según la compañía toma medidas al respecto. Dichas medidas sean unas u otras, decidirán el curso que seguirá el precio de la acción.

En pequeñas y medianas empresas, los efectos económico-financieros que genera la muerte del CEO son aún mayores, puesto que éste tendrá un mayor número de responsabilidades y se hará cargo de más facetas de las operaciones de la empresa, por lo tanto dichas empresas deberían estar aún más al tanto de las posibles consecuencias que puede generar dicho suceso y tomar medidas al respecto.

Los efectos se extienden al campo estratégico y motivacional de los empleados cuando el CEO era un auténtico líder para los grupos de interés de la empresa y la dificultad para que la empresa consiga volver a su estabilidad previa aumenta.

Otro fenómeno que desconocíamos y del que autores han encontrado evidencia tras la muerte del CEO de una empresa es el de la “gestión de beneficios”. Diversos autores confirman la tendencia de las compañías a maquillar sus estados contables en el periodo de tiempo que sigue a la muerte del CEO. Dicha evidencia puede resultar muy interesante no sólo para inversores y grupos de interés de la compañía, sino para los órganos regulatorios y compañías de auditoría también.

Tras observar la importancia que numerosos autores otorgan a la sucesión en el cargo y cómo aseguran tiene una alta influencia con el futuro éxito o fracaso de la compañía, este trabajo hace una inmersión en las variables que se pueden observar en un proceso de sucesión y su relación con los rendimientos de dicha empresa.

Primero se observa que existe un gran debate sobre si es mejor seleccionar a un sucesor de dentro de la compañía o de fuera para sustituir al difunto CEO. Aunque existe gran apoyo hacia el sucesor interno y existen varios trabajos que observan una alta correlación con dicha elección y unos rendimientos favorables en el futuro, también se encuentra evidencia de que no siempre es así y que depende mucho de si la empresa venía obteniendo buenos resultados o no, en general, la literatura se decanta por un sucesor interno cuando las cosas van bien, pero menciona que un sucesor externo puede aportar objetividad cuando la empresa se encuentra en una mala racha.

Resulta también interesante tener en cuenta el caso en el que la empresa decide nombrar un CEO provisional mientras encuentra al candidato adecuado para tomar la posición de forma permanente. Se ha encontrado evidencia de que dichas prácticas están ligadas a peores rendimientos económico-financieros de esas compañías. La anterior práctica es prueba de que la empresa no estaba preparada para el acontecimiento, lo cual demuestra la falta de anticipación de su dirección.

Lo cual nos lleva al último punto abordado por el trabajo, los planes de sucesión de los que analizamos en que consisten, cual ha sido su evolución y cuál es la popularidad actual de estas prácticas.

Queda fundamentado que, aunque pueden resultar costosos en términos de tiempo y recursos, los planes de sucesión preparan de manera eficiente a las empresas frente a este tipo de acontecimientos, permitiendo una mejor transición y una mejor evolución de la compañía. Es por ello que sigue sorprendiendo el alto número de empresas que ignoran estas prácticas que les ayudarían a afrontar situaciones adversas como la estudiada en este trabajo de una forma mucho más eficaz.

A lo largo de la revisión de la literatura observamos que ni para los efectos que causan las muertes de los CEOs ni para los planes de sucesión se hace distinción entre países, y consideramos que estudiar las diferencias de dichas tendencias en unos países u otros puede ser una posible línea de investigación en la que se podría profundizar.

Lo mismo ocurre con las industrias, hay industrias que son más estables que otras y por lo tanto, industrias en las que la presencia de un buen CEO supondrá una ventaja más relevante. El estudio de los eventos ocurridos tras la muerte del CEO tomando la industria en la que trabaja como variable a analizar puede ser otra posible línea de investigación.

6 Bibliografia

- Ballinger, G. A., & Marcel, J. J. (2010). The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance. *Strategic Management Journal*, 31(3), 262-283.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). Ceo change and firm performance in large corporations: Succession effects and -- manager effects. *Strategic Management Journal*, 8(4), 305-317.
- Beaudoin, C., Cianci, A., & Tsakumis, G. (2015). The impact of CFOs' incentives and earnings management ethics on their financial reporting decisions: The mediating role of moral disengagement. *Journal of Business Ethics*, 128(3), 505-518.
- Behn, B. K., Dawley, D. D., Riley, R., & Ya-wen Yang. (2006). Deaths of CEOs: Are delays in naming successors and Insider/Outsider succession associated with subsequent firm performance? *Journal of Managerial Issues*, 18(1), 32-46.
- Behn, B. K., Riley, R. A., & Yang, Y. (2005). The value of an heir apparent in succession planning. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 168-177.
- Biggs, E. L. (2004). CEO succession planning: An emerging challenge for boards of directors. *Academy of Management Executive*, 18(1), 105-107.

- Borokhovich, K. A., Brunarski, K. R., Donahue, M. S., & Harman, Y. S. (2006). The importance of board quality in the event of a CEO death. *Financial Review*, 41(3), 307-337.
- Butler, K., & Roche-Tarry, D. (2002). Succession planning: Putting an organization's knowledge to work. *Nature biotechnology*, 20(2), 201.
- Cabrera-Suárez, M. K., & Martín-Santana, J. D. (2012). Successor's commitment and succession success: Dimensions and antecedents in the small spanish family firm. *International Journal of Human Resource Management*, 23(13), 2736-2762.
- Castaldi, R. M. (1986). An analysis of the work roles of CEOs of small firms. *American Journal of Small Business*, 11(1), 53-64.
- Chung, K. H., Rogers, R. C., Lubatkin, M., & Owers, J. E. (1987). Do insiders make better CEOs than outsiders? *Academy of Management Executive* (08963789), 1(4), 325-331.
- Ciampa, D., & Stalk, G. (2008). Changing your company's strategy? better change its personality, too: The CEO-HR executive partnership. *People & Strategy*, 31(2), 22-28.
- Dill, K. (2014). Report: CEOs Earn 331 Times As Much As Average Workers, 774 Times As Much As Minimum Wage Earners. *Forbes Magazine* [en línea]. [Fecha de consulta: 27 abril 2015]. Disponible en: <<http://www.forbes.com/sites/kathryndill/2014/04/15/report-ceos-earn-331->

times-as-much-as-average-workers-774-times-as-much-as-minimum-wage-earners/>

Edgerton, J. (2012). Agency problems in public firms: Evidence from corporate jets in leveraged buyouts. *Journal of Finance*, 67(6), 2187-2213.

Etebari, A., Horrigan, J. O., & Landwehr, J. L. (1987). To be or not to be—reaction of stock returns to sudden deaths of corporate chief executive officers. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(2), 255-278.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.

Finkelstein, S., & Boyd, B. K. (1998). How much does the ceo matter? the role of managerial discretion in the setting of ceo compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 179-199.

Iborra Juan, M., Dasí Coscollar, À., Dolz Dolz, C., & Ferrer Ortega, C. (2006). Fundamentos de dirección de empresas, conceptos y habilidades directivas. (1ª edición ed.,). Madrid, España: Ediciones Paraninfo, S.A.

Intintoli, V., Zhang, A., & Davidson, W. (2014). The impact of CEO turnover on firm performance around interim successions. *Journal of Management & Governance*, 18(2), 541-587.

- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Kotter, J. P. (1982). General managers are not generalists. *Organizational Dynamics*, 10(4), 5-19.
- Kowalewski, S. J., Moretti, L., & McGee, D. (2011). Succession planning: Evidence from "best companies in new york". *International Journal of Management & Marketing Research (IJMMR)*, 4(2), 99-110.
- Latif, S., Strickland, S., & Yang, Y. (2011). Earnings management: The case of sudden ceo death. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 15(2), 39-57.
- Lewis, D. (2009). Who's next? Succession planning paves the path to your organization's future. *Biomedical Instrumentation & Technology*, 438-443.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48(1), 59.
- McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31-49.
- Moriarty, J. (2009). How much compensation can CEOs permissibly accept? *Business Ethics Quarterly*, 19(2), 235-250.

Nesper, M. (2015). Successful succession. *Employee Benefit Adviser*, 13(1), 22-23.

Przybylski, A. K. (2012). We'll miss you steve: How the death of a technology innovator emotionally impacts those who use and love his digital devices. *CyberPsychology, Behavior & Social Networking*, 15(7), 335-338.

Shen, W., & Cannella, J., Albert A. (2003). Will succession planning increase shareholder wealth? evidence from investor reactions to relay ceo successions. *Strategic Management Journal*, 24(2), 191.

Salas F. (1987). *Economía de la empresa: decisiones y organización*, Ariel, Barcelona.

Toutkoushian, R. K. (1996). Determinants of outsider excess returns from insider transactions and semi-strong form efficiency. *Applied Financial Economics*, 6(2), 155-162.

Worrell, D. L., & Davidson III, W. N. (1987). The effect of CEO succession on stockholder wealth in large firms following the death of the predecessor. *Journal of Management*, 13(3), 509.

Viñas, J., (2014). El sueldo de los directivos sube un 7% y el de los empleados cae un 0,5%. *Cinco Días* [en línea]. [Fecha de consulta: 27 abril 2015].

Disponible en:

<http://cincodias.com/cincodias/2014/01/13/economia/1389612921_833366.html>

Worrell, D. L., & Davidson III, W. N. (1989). The death of key executives in small firms: Effects on investor wealth. *Journal of Small Business Management*, 27(2), 10-16.

Zajac, E. J. (1990). Ceo selection, succession, compensation and firm performance: A theoretical integration and empirical analysis. *Strategic Management Journal*, 11(3), 217-230.