

EL IMPACTO DE LA ACTUACIÓN DEL CEO EN LA PERFORMANCE DE LA EMPRESA, ¿PUEDE MEDIRSE? ESTADO DE SITUACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

Alejandro Pablo Cardozo¹

Abstract: What different management does a company similar to others in dimension, industry and context to grow against others that fail? What is the implication of the intervention of centralized management in the figure of the CEO (Chief Executive Officer) in the results finally obtained by the companies directed by them? This eventual impact on performance (positive or negative) according to classic indicators such as return on investment and others would be due to a combination of multiple variables that can be grouped mainly in macroeconomics, the business model implemented and the so-called "effect CEO". The work describes the status of the discussion about the existence, scope and possibility of measuring this effect.

Resumen: ¿Qué gestión diferente realiza una empresa similar a otras en dimensión, industria y contexto para crecer frente a otras que fracasan? ¿Qué implicancia tiene la intervención del management centralizada en la figura del *CEO* (*Chief Executive Officer*) en los resultados finalmente obtenidos por las compañías por ellos dirigidas? Este eventual impacto en la performance (positiva o negativa) de acuerdo a indicadores clásicos como el retorno sobre la inversión y otros se debería a una combinación de múltiples variables que pueden agruparse principalmente en la macroeconomía, el modelo de negocios implementado y el llamado "efecto CEO". El trabajo describe el estado de situación de la discusión sobre la existencia, alcance y posibilidad de medición de de dicho efecto.

La historia, práctica y enseñanza del *management* han hecho hincapié y otorgado una posición determinante a aquellas personas que dirigen las organizaciones y que con sus acciones y omisiones llevan al éxito o fracaso empresarial. Una postura extrema hace de la gerencia la hacedora protagonista del resultado obtenido en tanto que la opuesta asume que el complejo conjunto de restricciones internas y externas a los que debe hacer frente una organización limita

¹Alejandro Pablo Cardozo es Director del Departamento de Administración y Ciencias Sociales de la Universidad CAECE.

severamente dicha actuación. Dentro de ese rango posible los investigadores vienen abordando la tarea de intentar determinar el impacto de la actuación de la alta gerencia centralizada en la figura del CEO² en las empresas por ellos dirigidas. Se trata de uno de los debates más importantes e interesantes entre los académicos; poder determinar la dimensión de la influencia de los ejecutivos, particularmente los CEO's, en los resultados obtenidos.

El enfoque profesional de la literatura en este campo, aquella que presenta a los máximos dirigentes empresariales como los responsables principales de los resultados empresarios sobre todo expuesta en libros de consultores o directivos empresariales "exitosos" y en las revistas de negocios, contribuyó a lo largo de décadas a la constitución de una versión popular y altamente difundida de lo que "debe ser" en la gestión de empresas y por lo tanto lo que no.

En muchos casos las figuras que encabezan las grandes organizaciones fueron depositarios de la concepción de que ellos han sido a través de sus decisiones los determinantes clave de la performance de sus compañías. Sin embargo cuando se desea sistematizar el conocimiento generado en dichas actuaciones el problema radica en que estas han sido puntuales en un contexto y situación determinada y basadas en experiencias personales específicas que no son generalizables en donde el azar también está presente. Desde esta perspectiva todo evento empresarial es único e irrepetible respondiendo a un entorno particular y un liderazgo situacional no reproducible para otros. Esto determina que la actuación exitosa de un CEO en una posición no es predictora de un resultado similar en otra diferente.

El interés académico sobre la cuestión ha sido aún más significativo al evidenciarse el contundente crecimiento de la atención sobre los CEO's ocurrida en las últimas décadas en países como EE.UU.³ Quigley y Hambrick (2015) realizan un análisis retrospectivo sobre dicho crecimiento. Sostienen que en la década de los años cincuenta la posición del CEO no era particularmente digna de mención en el campo de la gestión empresarial. En realidad eran vistos como personalidades "blandas", "intercambiables" y "hombres de la organización". Casi todos ellos eran nombrados solamente después de décadas de ascenso constante en su empresa y su pago consistía

² *Chief Executive Officer* en la terminología anglosajona podría traducirse como consejero delegado o director ejecutivo cuando no existe aquella figura; se utiliza para distinguirlo del *Chairman* (o *Chairperson*) que designa al presidente del consejo de administración.

³ Para la elaboración de este trabajo se efectuó una búsqueda bibliográfica en google academic utilizando las palabras clave "CEO effect" y "CEO and performance". Se complementó además con la búsqueda de artículos publicados por consultoras internacionales (Deloitte, PwC, Ernst & Young y KPMG) y artículos publicados en McKinsey Quarterly y Harvard Business Review.

principalmente en una reuneración sólo ligeramente mayor que la de los ejecutivos que les reportaban directamente. Pero unas décadas después, en los años noventa, los CEO's comenzaron a adquirir una importancia apreciablemente mayor o al menos a tener una percepción pública de importancia mayor. A menudo eran destacados personajes en la prensa (diarios y revistas especializadas) llegando algunos al estatus de "celebridad" y en muchos casos eran contratados externamente con el objetivo de que fueran agentes de cambio de las compañías⁴. Si sus empresas entraban en problemas los CEO's estaban mucho más expuestos a ser despedidos que sus predecesores aunque la compensación había cambiado en función de esa mayor exposición llegando a ser varias veces superiores a las de sus colaboradores inmediatos. En resumen, entre los años cincuenta y los años dos mil los directores ejecutivos en los EEUU fueron mutando su perfil desde meras figuras destacadas hacia impulsores fundamentales para un determinado desempeño organizacional.⁵

Este aumento en la consideración pública sobre la actuación de los CEO's genera otra discusión dado que se fue enfatizando la idea de que su actuación está por encima del armado y performance de un trabajo de equipo.⁶

En la actualidad, de acuerdo con Chamorro-Premuzic (2016), una mayoría de los CEO's a lo largo del mundo ganan entre 50 y 100 veces más que un trabajador medio. Esta diferencia es aún mayor en EE.UU. donde el ratio entre la remuneración de un CEO y un empleado puede llegar a ser de 350 a 1⁷. Aquí cabe preguntarse si tan alta disparidad se debe a que los buenos CEO's son muy escasos o si la misma radica en una desigualdad altamente excesiva. Frente a esto Chamorro-Premuzic sostiene que los CEO's importan sustancialmente. Si bien los líderes organizacionales siempre importan, cuantos más altos sean sus puestos a más gente afectarán con sus decisiones y

⁴Más adelante se exploran las características de gestión de CEO's promocionados y contratados externamente.

⁵Se adjudica a Quigley la denominación de "efecto CEO" como identificación del impacto de la influencia del CEO en la performance de una empresa. De acuerdo con sus investigaciones este efecto se ha triplicado desde 1950 siendo actualmente alrededor del 25% lo que significaría que los líderes de las empresas representan un poco más de la cuarta parte de las ganancias de una empresa. Entre 1950 y 1960, los CEO's representaban sólo entre el 6% y 8%. Sin embargo, los diversos estudios relevados expuestos en el punto 3 difieren significativamente en los resultados obtenidos.

⁶Minimizando de esta manera el enfoque que asume que el management de una organización es una construcción colectiva a través de la participación de la alta gerencia, mandos medios y colaboradores.

⁷Chamorro-Premuzic revisó diferentes estudios publicados sobre el impacto de los CEO's y seleccionó aquellos que incluyeran indicadores fiables de los posibles atributos de un CEO (si su comportamiento era opaco o transparente, sus valores, su reputación, etc.) así como también mediciones relevantes de sus resultados empresariales (desarrollo de una cultura empresarial, beneficios obtenidos, rotación de trabajadores, etc.).

actuación. Desde esta perspectiva los gerentes de nivel intermedio tienen efectos principalmente sobre sus equipos pero el CEO influye sobre la mayor parte de la empresa⁸. Y sobre todo importan cuando tienen una pobre performance. Aunque los buenos CEO's marcan una gran diferencia puede que importen mucho más estos últimos. Las consecuencias de un liderazgo pobre están también documentadas. Por ejemplo la actuación de Jeffrey Skilling le costó 63.000 millones de dólares a los accionistas de Enron, Carly Fiorina provocó una caída del 50% del precio de las acciones de Hewlett Packard mientras despedía a miles de empleados y Stan O'Neal hundió a Merrill Lynch (a pesar de eso se retiró con 161,5 millones de dólares de indemnización) entre otros casos públicos relevantes.

Cabe preguntarse aquí también si la importancia de los CEO's seguirá creciendo a futuro en una economía de cambio exponencial acelerado. Quizás su trabajo no sea más relevante pero sí puede ser que se mantenga la consideración e imagen que se tiene de ellos. Sin embargo algunos analistas sostienen que actualmente es un momento difícil para ser CEO de una compañía. En todo el mundo los países están teniendo un crecimiento lento y en muchos de ellos la incertidumbre política socava los intentos de desarrollar planes a largo plazo que obliga a estar encima de la coyuntura al tiempo que los accionistas demandan más resultados y los critican por sus decisiones. Lo paradójico por otro lado es que dichas decisiones recién podrán ser evaluadas en el largo plazo cuando el CEO que las originó ya no está en la compañía ("mi influencia, a través de la colaboración con mi equipo directivo, se evaluará en 15 o 20 años, y sólo entonces la gente podrá determinar si hicimos las elecciones correctas"), sostuvo en una entrevista Lars Rebién Sorensen, CEO de Novo Nordisk, al retirarse de la dirección de la compañía en 2016 (McGinn, 2016)⁹. Si bien este tipo de posturas pueden ser razonables el mejor CEO del mundo no puede escapar de los juicios a corto plazo del mercado de valores.

⁸Chamorro-Premuzic sostiene que la personalidad de un CEO define la cultura de la organización que dirige. Por ejemplo, los CEO's con una mente más abierta y curiosa motivarán una cultura emprendedora mientras que los más determinados inducirán una cultura basada en los resultados y los más altruistas desarrollarán a una cultura empática y cooperativa. También la literatura revela que la reputación de los CEO's –su imagen pública– afecta al precio de las acciones de sus empresas.

⁹Ver el ranking de CEO's de la Harvard Business Review (HBR). Desde su lanzamiento en 2010 HBR mantiene la filosofía de establecer un orden de mérito de CEO's en función de los resultados que producen durante su mandato considerando que la evaluación debe basarse en datos objetivos y no en la opinión pública. Este enfoque logra una imagen más real y fiable del desempeño. En 2015 comenzó a utilizar las calificaciones del desempeño ambiental, social y de gobierno de las empresas como variable. Anteriormente la clasificación se basó puramente en el rendimiento financiero.

Es interesante también observar que desde 2000 a 2013 alrededor de un cuarto de las desvinculaciones de CEO's de la lista de empresas de la revista Fortune 500¹⁰ fueron involuntarias. Las consecuencias de estos despidos pueden ser sorprendentes. Botelho, Rosenkoetter, Kincaid y Wang (2017) argumentan con datos basados en una investigación de diez años (CEO Genome Project)¹¹ que la salida forzosa de la cúpula organizacional cuesta a los accionistas un valor estimado en U\$S 112 mil millones en valor de mercado perdido anualmentede acuerdo con un estudio de 2014 de PWC sobre las 2.500 compañías más grandes del mundo.

Esas elevadas cifras de alguna manera contribuyen al hecho de que los directores corporativos sean exhaustivos al momento de seleccionar a un nuevo CEO y a su vez pueden intimidar también a cualquier líder aspirante a acceder a una posición *C-suite*.¹²

Botello y otros sugieren la existencia de una desconexión fundamental entre lo que los consejos de administración creen que hace un CEO ideal y aquello que realmente conduce a un alto rendimiento. Esa desconexión comienza con un estereotipo poco realista pero omnipresente que está formado en gran parte por los antecedentes de los líderes del listado de la mencionada revista. Dicha imagen sostiene que un CEO exitoso es un hombre carismático de 1,80 metros de altura, graduado de una universidad prestigiosa y que es un visionario estratégico con una trayectoria de carrera apuntando directo a la cima con la capacidad de tomar decisiones perfectas bajo presión. Sin embargo, la investigación revela que muy pocos de los CEO's analizados encajan en este perfil. El proyecto "Genoma del CEO" apuntó precisamente a identificar los atributos específicos que diferencian a los CEO's de alto desempeño (aquellos que cumplen o superan las expectativas en el rol de acuerdo a entrevistas con miembros del directorio e inversores mayoritarios profundamente familiarizados con el desempeño de los CEO's).

¹⁰El ranking Fortune 500 es una lista publicada de forma anual por la revista *Fortune* que presenta las 500 mayores empresas estadounidenses de capital abierto a cualquier inversor (no solo empresas cotizadas) según su volumen de venta. En 2017 la empresa número uno fue Walmart con una venta anual de U\$S M 485.873 (ver <http://fortune.com/fortune500/>).

¹¹El CEO Genome Project™ apuntó a identificar y profundizar sobre los comportamientos esenciales de un CEO así como las prácticas claves que pueden contribuir en el ascenso de los gerentes hacia dicho puesto. Como se menciona tomando como base miles de horas de entrevistas a candidatos a CEO se desmitifican algunos de ellos quedando en esencia características tales como decidir con convicción y rápidamente, ser proactivos para adaptarse a las circunstancias cambiantes y ser buenos en establecer relaciones.

¹²C-Suite o C-Level es un término utilizado en EE.UU. para referirse colectivamente a los ejecutivos senior más importantes de una corporación. C-Suite obtiene su nombre de los títulos de altos ejecutivos que tienden a comenzar con la letra C como el caso del director ejecutivo (CEO), el director financiero (CFO), el director de operaciones (COO), y el director de información (CIO). También se los denomina "ejecutivos de nivel C".

En colaboración con economistas de la Universidad de Chicago y la Escuela de Negocios de Copenhague y con la participación de analistas de la consultora norteamericana SAS Inc. el proyecto analizó una base de datos con más de 17.000 evaluaciones de ejecutivos C-suite conteniendo información relevante sobre la historia de carrera de cada líder, sus resultados empresariales y sus patrones de comportamiento. De esta manera el proyecto buscó identificar aquellos candidatos distinguidos que fueron contratados finalmente como CEO's de aquellos que no lo hicieron, y aquellos que sobresalieron en el rol y otros que se desempeñaron mal.

El análisis reveló que si bien los consejos de administración suelen orientarse hacia las personas extrovertidas y carismáticas, las introvertidas son un poco más propensas a superar las expectativas de los consejos e inversores. También se identificó que prácticamente todos los candidatos a CEO habían cometido errores materiales en el pasado y el 45% de ellos había tenido al menos una gran crisis en su carrera que terminó con su trabajo o que había sido extremadamente costoso para el negocio. Sin embargo, más del 78% de ese subgrupo de candidatos finalmente ganó el primer puesto. Además el informe identificó que los antecedentes educativos (o su carencia) no se correlacionaba de ninguna manera con el desempeño: sólo el 7% de los CEO's estudiados de alto desempeño tenían una educación en la Ivy League¹³ y un 8% no eran graduados universitarios.

Sin embargo Miller, Xu y Mehrotra (2015) analizaron precisamente si la admisión en una escuela de la Ivy League podría significar desarrollar un recurso humano con mayor probabilidad de promover un desempeño sostenido superior. Sobre la base de la hipótesis de que las empresas dirigidas por directores ejecutivos seleccionados por estas Universidades evidenciarían un desempeño sostenido superior, incluso sobre otros CEO's de alto desempeño, concluyeron que bajo condiciones específicas, los CEO's elegidos por Ivy fueron considerados un recurso valioso de acuerdo a los principios de la visión basada en recursos. Incluso dentro de la muestra de CEO's de alto desempeño que figuraron en las tapas de las revistas de negocios más importantes de EE.UU. revisadas por los autores los CEO's de Ivy mostraron su superioridad de tres maneras diferentes.

¹³ “The Ivy League” es una asociación y una conferencia deportiva de la NCAA (*National Collegiate Athletic Association*) de ocho universidades privadas del noreste de EE.UU.: *Brown University (Rhode Island)*, *Columbia University (Nueva York)*, *Cornell University (Nueva York)*, *Dartmouth College (New Hampshire)*, *Harvard University (Massachusetts)*, *University of Pennsylvania (Pensilvania)*, *Princeton University (Nueva Jersey)* y *Yale University (Connecticut)*. La denominación ‘Ivy League’ no se limita al aspecto deportivo sino que vincula la filosofía educativa con el prestigio académico de las ocho universidades que la componen también conocidas como “Las ocho antiguas”. Sus tasas de aceptación de candidatos generalmente oscilan entre el 5% a 15% de las aplicaciones totales y sus criterios de admisión son tanto académicos como sociales.

En primer lugar fueron significativamente más propensos a aparecer en esta muestra de alto rendimiento que lo planteado originalmente por su prevalencia dentro de las empresas de la Fortune 500. Además superaron la valoración de mercado otorgada a sus empresas por los inversores y mantuvieron sus valoraciones de manera superior a las de otros CEO's. De allí los autores infieren que el capital humano creado dentro de un entorno de formación particular y bajo ciertas condiciones puede contribuir a resultados superiores sostenibles¹⁴.

En resumen, no habría una combinación perfecta que funcione para cada puesto de CEO. La industria y el contexto de la empresa determinarán qué comportamientos y habilidades serán más importantes en cualquier situación particular. Un CEO en una industria en rápida evolución -por ejemplo, la tecnológica- seguramente tendrá que sobresalir en una adaptación proactiva pero ese comportamiento puede importar menos en otros sectores más estables.

Ahora bien, ¿cómo poder aislar y medir entonces la variable management identificándola como causa de una determinada performance y además ser asignada en la exclusiva cabeza del CEO? Por otro lado y como fue mencionado, ¿hasta que punto es "justo" concentrar en la actuación del CEO el diferencial logrado en la rentabilidad obtenida por una empresa? El management es decididamente una construcción colectiva; ¿qué participación le corresponderían entonces a la alta gerencia y las gerencias funcionales? Existen investigaciones publicadas que sostienen por ejemplo la relación positiva entre la puesta en marcha de ciertas prácticas de management y la productividad laboral (y por ende en los resultados) que están más ligadas a la actuación del día a día de los gerentes de área que están en contacto permanente con el conjunto de colaboradores que a la de los CEO's (Guest, 2011).

Se han mencionado también las implicancias de un contexto hostil frente a otro estable y propicio para los negocios al momento de evaluar la performance de un CEO así como es clave la cantidad de tiempo de su actuación para que de alguna manera pueda asignársele una contribución importante o decisiva. En el próximo punto se analiza de manera conceptual este posible

¹⁴El período de análisis abarcó desde 1970 a 2008, durante el cual se codificó cada número de las revistas Business Week, Fortune o Forbes para identificar cada reportaje sobre un CEO de una empresa para la cual estaba disponible la información financiera en la base de datos utilizada (Compustat). A continuación se identificaron las portadas que fueron positivas, es decir con elogios a logros de un CEO. Las historias neutrales fueron borradas de la muestra. Se identificaron 502 cubiertas positivas durante dicho período con descarte de duplicaciones resultando en 444 observaciones finales. Para confirmar el desempeño superior de CEO's con tapas de revistas positivas se tomó la mediana de su industria y su desempeño ajustado anualmente en relación con las empresas de la base de datos en sus valuaciones de rentabilidad y crecimiento en dicho período.

aislamiento de la variable que facilite la medición del impacto de la actuación de un CEO en los resultados de una compañía.¹⁵

La búsqueda de identificación del efecto CEO

Es lógico que los grupos de interés de una gran compañía apunten naturalmente a contratar directores ejecutivos que posean una capacidad superior de gestión y liderazgo. Sin embargo para muchos investigadores la influencia que tienen los CEO's sobre los resultados de la empresa no está del todo clara. Aquí las preguntas se repiten y profundizan; ¿qué tan importante es el CEO para el rendimiento general de la compañía?; ¿sus habilidades personales, formación y antecedentes pueden predecir el desempeño futuro?; ¿existen diferencias en la actuación de un CEO que fue reclutado externamente en comparación con otro que ha desarrollado toda su carrera internamente?; ¿cómo juega la ética empresarial al momento de la evaluación?

Los académicos dedicados al campo de la gestión han buscado durante mucho tiempo comprender la magnitud del impacto que los líderes tienen en sus organizaciones. La estimación adecuada de este efecto CEO definido como la proporción de variación en el desempeño de la empresa que puede atribuírseles es importante para el campo de la gestión. De hecho, múltiples temas ligados al management de una compañía están fuertemente influenciados por la respuesta a esta pregunta. Por ejemplo la adecuada comprensión del efecto tiene importantes implicaciones para la investigación sobre el gobierno corporativo en términos de cómo los CEO's son evaluados, recompensados, retenidos o despedidos, y en la política y regulación de cómo se supervisa la dirección organizacional.

Uno de los trabajos relevados (KRW, 2009) presenta un enfoque conceptual que puede colaborar a fin de interpretar de manera cualitativa el posible aislamiento de la variable management a fin de posibilitar la identificación del efecto. De acuerdo al esquema propuesto la performance obtenida que puede ser positiva o negativa de acuerdo a indicadores clásicos como el retorno sobre la inversión (ROI) se debería a la combinación de tres variables: la macroeconomía, el modelo de negocios y el efecto CEO. El trabajo focaliza sobre este último efecto que está compuesto a su vez

¹⁵Es importante mencionar que la literatura utilizada en este trabajo tiene origen mayoritariamente estadounidense; esto implica en los trabajos una presencia predominante del modelo anglosajón de gobierno corporativo centrado en la creación de valor para el accionista.

por cinco elementos: la historia personal, la visión sobre el mundo, la toma de decisiones, el liderazgo y la capacidad organizacional para la ejecución.¹⁶

En esta hipótesis de trabajo la visión sobre el mundo que posee un CEO determinaría la manera en que realiza su trabajo con un significativo impacto en la política de inversiones, la tolerancia al riesgo, la estrategia y cultura organizacional, y el nivel de preparación de la empresa para poder ejecutar sus acciones. Allí radicaría el poder del CEO para crear o destruir valor medible a través del ROI. La hipótesis se completa asumiendo que esta visión del mundo está formada por las experiencias anteriores y opera mayormente a nivel subconsciente guiando las decisiones y su estilo de liderazgo.

A su vez los factores macroeconómicos son claros exponentes de la incertidumbre que rodea la decisión empresarial. Estos pueden ser positivos aunque a menudo son negativos especialmente cuando ocurren rápidamente.¹⁷ Algunas de estas variables que pueden destruir los resultados positivos de un negocio son los cambios repentinos en la industria, crisis bancaria/financiera, cambios en las políticas monetarias o fiscales gubernamentales, crisis cambiarias, desastres naturales, guerras o ataques terroristas o crisis petrolera.

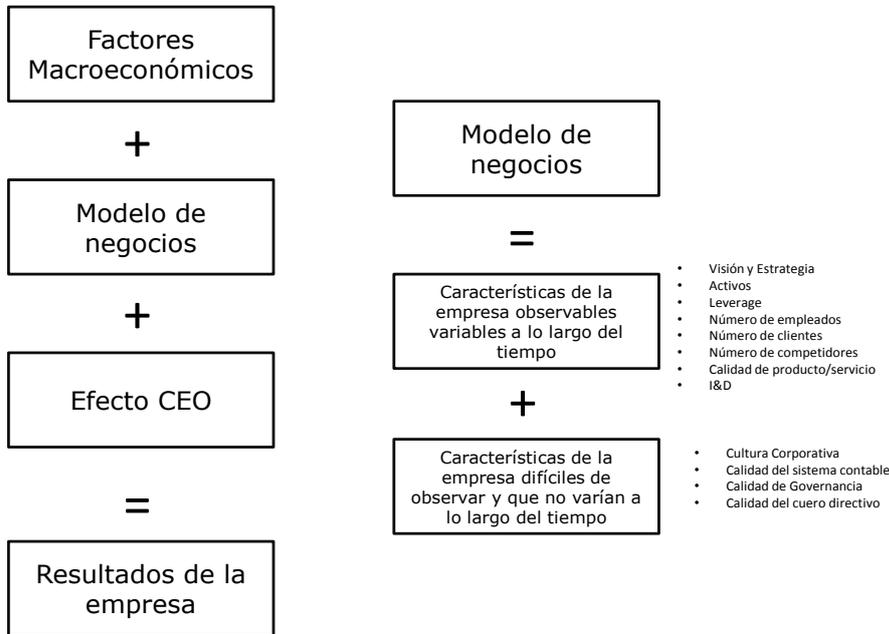
La incertidumbre es un dato de la vida de los negocios pero posiblemente el factor que afecta en mayor parte al resultado positivo de una empresa es el modelo de negocios (“business model”). La investigación lo entiende como aquel modelo conceptual a través del cual la empresa genera dinero; constituye su “función producción”. Puede verse también como la suma total de muchas de las características de la firma, algunas de las cuales varían a lo largo del tiempo y son observables y otras que no varían mucho en el tiempo y son más difíciles de observar. El modelo se refleja desde la visión y estrategia hasta los activos y la cultura corporativa. Claramente el modelo de negocios

¹⁶La investigación cuantitativa de tres años de duración incluyó el análisis de 65 CEO’s de empresas de EE.UU. entre las cuales figuran Costco, Domino’sPizza, REI, HamelFoodCoropration, Red Hat Software, MSP, SuperValu y Vray, Inc.

¹⁷Estos factores obviamente alientan o complican el desarrollo de los negocios. El Doing Business Report (<http://www.doingbusiness.org/>), estudio anual elaborado por el Banco Mundial desde 2004 está dedicado precisamente a medir los costos asociados a la regulación de negocios y cubre más de 180 países. El informe incluye los costos asociados a la creación de una nueva empresa, los requerimientos y procedimientos necesarios para ello, estableciendo un ranking de dichos países. Las regulaciones analizadas en el *Doing Business* afectan a 11 áreas del ciclo de vida de una empresa: apertura de una empresa; manejo de permisos de construcción; obtención de electricidad; registro de propiedades; obtención de crédito; protección de los inversionistas minoritarios; pago de impuestos; comercio transfronterizo; cumplimiento de contratos y resolución de insolvencia y regulación del mercado laboral.

es el “core business”. Si éste no funciona el ROI se volverá negativo y la empresa saldrá de mercado. La Figura N° 1 exhibe el esquema conceptual de lo aquí expuesto.

Figura N° 1

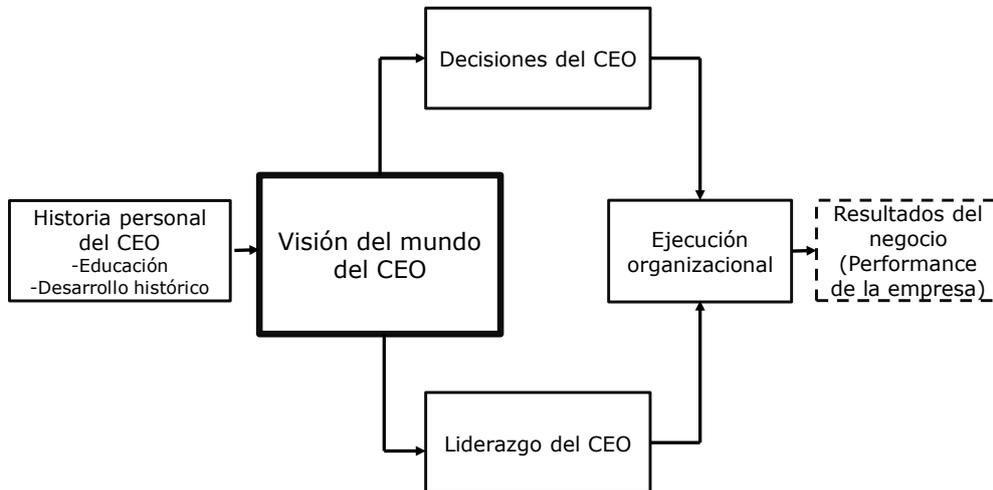


Fuente: *KRW*, 2009.

Además del contexto y el modelo de negocios el otro factor que puede explicar entonces los resultados del negocio sería el efecto CEO. Como se verá posteriormente este impacto puede ser sustancial con valores que superan el 30% de acuerdo con algunas investigaciones. Esta intervención está ligada a las decisiones que el CEO toma – o no toma -, y a su liderazgo. Pero a su vez ambas cuestiones tendrían origen en la visión del mundo específica que el CEO posee y que es producto a su vez de su educación y como fue su historia de desarrollo personal (a menudo profundamente determinada por su experiencia de vida marcante) conformando así sus valores personales que como se mencionará posteriormente serán fundamentales al momento de la toma de decisiones.¹⁸ Pero más allá de ellas lo determinante será finalmente la capacidad de ejecución de la organización para implementar los planes (ver Figura N°2).

¹⁸El modelo define a la visión del mundo como el conjunto de supuestos, sesgos, creencias y patrones de respuesta automática utilizadas por el cerebro para organizar la realidad. La visión del mundo a nivel individual actúa como un filtro sobre el conjunto de reglas de decisión implícitas sobre aquello que debe ser ignorado y aquello que demanda

Figura N° 2



Fuente: *KRW*, 2009.

El modelo acuerda con las investigaciones relevadas al atribuir al CEO la capacidad de influenciar sobre los resultados de su empresa a través de la toma de decisiones relevantes tales como la definición de la estrategia, posibles diversificaciones, la selección entre diferentes proyectos de inversión, o modificar la estructura de la compañía para hacer frente a los cambios del contexto. Incluso se asume que la cultura organizacional es resultado de las acciones del CEO que posee en general la responsabilidad primaria también sobre la definición de la visión organizacional, la toma de riesgo y la gestión de personas. Las decisiones en estas áreas básicamente determinan por lo tanto el modelo de negocios que la organización despliega para alcanzar los resultados.

atención. Adicionalmente, la visión del mundo sirve como una función interpretativa creando significado a partir de datos en bruto. Cuando un CEO ve el futuro tenso, riesgoso y peligroso, otro puede verlo como algo excitante y lleno de oportunidades. Las decisiones que se toman y las acciones realizadas están entonces generalmente alineadas con la visión del mundo del CEO.

Finalmente es la ejecución la que conducirá al resultado del negocio. La investigación define a una organización con alta disponibilidad hacia la ejecución de acuerdo a la presencia de las siguientes características:

- La visión y la estrategia son claras para todos integrantes de la organización, hasta para los trabajadores de primera la primera línea.
- Los roles y las responsabilidades han sido definidos claramente y no existe confusión sobre el proceso de toma de decisiones.
- Las personas de todos los niveles asumen su responsabilidad.
- La gerencia mantiene el foco sobre unas pocas iniciativas estratégicas.
- Los líderes están íntimamente en contacto con el mercado y la experiencia de los trabajadores en la línea.

Cabe mencionar que si bien existe una abundante bibliografía que enfatiza la importancia de la persona a cargo de una organización para las decisiones y el desempeño de una empresa existe menos investigación acerca de cuales son los rasgos y experiencias individuales que podrían explicar la variación en los estilos de gestión que contribuyen a las diferencias en el desempeño de la empresa. Esto es lo que sostienen por su parte Huysentruyt, Stephan y Vujic (2015) en cuyo trabajo ratifican la posibilidad de que los valores personales de un CEO ayuden a configurar su estilo de gestión lo que a su vez ayude a impulsar los resultados de la empresa. Desde la perspectiva de que los valores son guías para las decisiones y acciones se asume además que estos son creencias duraderas que pueden considerarse como constituyentes de los rasgos de carácter de una persona.¹⁹

Utilizando un panel de datos conteniendo información sobre las características de un conjunto de CEO's analizados en relación a sus perfiles de valores, prácticas de gestión, características de la empresa y resultados en empresas sociales obtuvieron evidencia de que los directores ejecutivos de empresas sociales con fuertes valores prosociales y de auto-trascendencia tienen más

¹⁹ Para probar empíricamente el papel que desempeñan los valores de un CEO en explicar las diferencias en el estilo de gestión y el rendimiento de la empresa la investigación se centró en datos de empresas sociales europeas. Se asumió que estas organizaciones se esfuerzan por crear valor social y lo hacen de manera emprendedora a través de la generación de ingresos propios mediante el comercio activo en el mercado. Las empresas sociales en esta definición pueden ser tanto organizaciones sin fines de lucro que participan activamente en actividades basadas en el mercado, generadoras de ingresos, o con fines de lucro con una misión social claramente enfocada.

probabilidades de utilizar prácticas de gestión participativa mientras que los CEO's más abiertos al cambio adoptan una postura empresarial que refleja una mayor proactividad, voluntad de tomar riesgos e innovación. También confirmaron que las prácticas de gestión participativa y la postura empresarial estratégica adoptada afectan positivamente el desempeño financiero así como el éxito de las empresas sociales en la creación de impacto social. Además que los perfiles de valores de los directores ejecutivos de las empresas sociales influyen en el desempeño organizacional de sus empresas sociales mediante prácticas de gestión estratégica y de recursos humanos. Más específicamente, éstos eligen promulgar diferentes grados de participación y orientación empresarial estratégica guiados por la prioridad de sus valores.

Principales hallazgos sobre el impacto de los CEO's en los resultados de sus compañías

En los últimos años la investigación fue cambiando desde una posición inicial basada en cuánto importa el CEO hacia otra que profundiza en la cuantificación de su actuación. Tanto en uno como en otro caso se ha utilizado el método de descomposición de la varianza.²⁰ Como se menciona posteriormente esta metodología es cuestionada por algunos autores que postulan que puede tener un sustancial error que cuando es corregido el efecto finalmente observado es mucho más pequeño que lo previamente medido.

En la literatura es reconocido el trabajo de Lieberman y O'Connor (1972) como el primero que intentó examinar la influencia de los CEO's en los resultados de las empresas. Sus resultados indicaron que los CEO's contribuyen en un 14,5% sobre el total de la varianza en performance, por debajo del impacto de la industria (28,5%). Sin embargo cuando estos autores trabajaron el efecto CEO sobre la base de tomar en cuenta dos años de actuación en el cargo (asumiendo que es el tiempo necesario para que las acciones del CEO puedan influir en los resultados de la empresa) la medición del efecto fue del 32%. A partir de allí se sucedieron una gran variedad de estudios similares; la mayoría de ellos no utilizaron el efecto tiempo pero obtuvieron similares resultados a aquellos que tampoco lo hicieron.

Lacker y Tayan (2016) exhiben los principales resultados obtenidos en investigaciones recientes:

Cuadro N° 1

²⁰ANOVA (Analysis of variance).

Investigación	Objetivo y muestra	Resultados	Conclusión
Thomas (1988)	Medir la contribución que un CEO individual hace al desempeño global de la empresa. 12 compañías de retail británicas, período 1965-1984.	Los CEO's son responsables del 3,9% a 7,0% del desempeño de la firma.	Los CEO's no tienen un impacto significativo en el rendimiento general.
Mackey (2008)	Medir la contribución del CEO al desempeño general. 92 CEO's en 51 compañías, período 1992-2002.	Los CEO's representan el 29.2% de la variación inexplicada en la rentabilidad de la compañía (ROI) y 12.7% en la rentabilidad del segmento de negocio.	Los CEO's tienen un impacto significativo en el rendimiento general.

Investigación	Objetivo Y Muestra	Resultados	Conclusión
Hambrick and Quigley (2014)	Aplicar mecanismos de control más detallados para medir la contribución del CEO al desempeño. Muestra sin datos.	Los CEO's representan el 35.5% de los resultados de la firma (medidos como ROI).	Los CEO's tienen un impacto significativo en el rendimiento general.
Custódio, Ferreira, and Matos (2013)	Medir la capacidad de gestión general por el número de posiciones anteriores, empresas industrias, experiencia anterior del CEO y experiencia previa en una corporación. 4.451 CEO's de empresas de S&P 1500 ²¹ , período 1993-2007.	Los CEO's con antecedentes gerenciales generales reciben un 19% más de remuneración que aquellos con antecedentes especializados.	Las empresas otorgan un mayor valor a la habilidad gerencial general.

Investigación	Objetivo y Muestra	Resultados	Conclusión
Falato, Li, and Milbourn (2015)	Estudiar las asociaciones entre la experiencia del CEO, la compensación y el desempeño. 2.195 CEO's de empresas S&P 1500, período 1993-2005.	Las empresas pagan una prima por los CEO's basados en credenciales de la industria, reputación en la prensa y antecedentes educativos. Estas primas salariales se justifican sobre la base de desempeño posterior (ROI).	Los CEO's experimentados son mejor remunerados y funcionan mejor.
Li, Sevilir, and Yan (2015)	Estudiar la relación entre la experiencia y el desempeño del CEO. 2.335 CEOs de empresas S&P 1500, período 1992-2010 (471 "CEO's de fábrica" y 1.864 "CEO's que no se desempeñan en fábrica").	El mercado reacciona positivamente al nombramiento de CEO's de estas empresas. La reacción es más positiva cuanto más años pasan en estas empresas. Estos CEO's ofrecen un desempeño superior de 3 años en el futuro (ROI y Q de Tobin) ²² .	El entrenamiento gerencial de alta calidad se asocia con un desempeño futuro positivo.

Investigación	Objetivo y muestra	Resultados	Conclusión
Kaplan, Klebanov, and Sorensen (2012)	Examinar la relación entre los atributos personales y de gestión y el rendimiento de la empresa. 316 candidatos a CEO en 224 empresas de propiedad privada, período 2000-2006.	Los atributos relacionados con el estilo de trabajo (por ejemplo, rapidez, responsividad, persistencia y ética) son más predictivos del rendimiento que los atributos personales (por ejemplo, escuchar, trabajar en equipo e integridad).	Los atributos gerenciales pueden ser predictivos del desempeño futuro.
Law, Kaplan, Larcker, and Zakolyukina (2016)	Evaluar en detalle la personalidad de 119 CEO's. Desarrollar un modelo lingüístico para clasificar a los CEO's por cinco rasgos (amabilidad, conciencia, personalidad extrovertida está asociada	Se encuentra evidencia modesta de que la personalidad del CEO influye en decisiones estratégicas (por ejemplo, inversión en I + D y apalancamiento); la personalidad extrovertida está asociada	La personalidad del CEO podría influir en los resultados.

²¹El Standard & Poor's 500 Index también conocido como S&P 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos.

²²La Q de Tobin (desarrollada por el Premio Nobel de Economía James Tobin) es un indicador básico de rentabilidad y de beneficios a largo plazo de un sector. Se define como el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el de reemplazo de sus activos. De esta manera la Q de Tobin indica si un activo está sobrevalorado o subvalorado. Es de utilidad para predecir si la inversión de capital aumentará o disminuirá.

	troversión, neurosis y apertura a nuevas experiencias). 4.591 CEO's utilizando 70.329 transcripciones de conferencias, período 2001-2013.	negativamente con el rendimiento futuro (ROI y flujo de caja).	
--	---	--	--

Investigación	Objetivo y muestra	Resultados	Conclusión
Benmelech y Frydman (2015)	Estudiar si las empresas que tienen un CEO con antecedentes militares tienen un mejor desempeño. 4.013 CEO's, de 1.402 empresas, período 1980-2006.	Los CEO's con antecedentes militares son menos propensos a participar en actividades fraudulentas y podrían funcionar mejor en tiempos de estrés de la industria. Sin embargo no se evidencian ningún impacto global en el rendimiento de la empresa o la valoración.	Los antecedentes del CEO pueden ser predictivos de los resultados corporativos.
Bernile, Bhagwat y Chau (working paper)	Estudiar si la exposición a desastres en la vida temprana influyen en la subsiguiente tolerancia al riesgo del CEO. S & P 1500 empresas período 1992-2012. Identificar los desastres naturales ocurridos cuando el CEO tenía entre 5 y 14 años. Medir la gravedad de los desastres naturales según la tasa de mortalidad.	Los CEO's que fueron testigos de desastres naturales con baja (alta) tasa de mortalidad posteriormente lideran las empresas de manera más agresiva (conservadora).	Los antecedentes del CEO pueden influir en la tolerancia al riesgo.

Investigación	Objetivo y Muestra	Resultados	Conclusión
Davidson, Dey, y Smith (2015)	Estudiar si el fraude corporativo está asociado con el estilo de vida personal de un CEO. Muestra: 109 empresas que cometieron fraude, período 1992-2004. Parear empresas con firmas similares que no cometieron fraude. Registro legal de CEO: violaciones de tráfico, drogas, alcohol, violencia doméstica, etc. Gastos de CEO: propiedad de bienes raíces, barcos, vehículos de lujo, motocicletas.	Los CEO's con registros legales son más propensos a cometer fraude.	Los antecedentes personales del CEO podrían influir en el riesgo corporativo.
Yang, Holmes, Oh, y Zhu (2016)	Proporcionar una revisión completa de la literatura de investigación sobre los atributos del CEO y el rendimiento de la empresa. 308 estudios, a partir de marzo de 2015 agrupados en 5 medidas: edad, duración del mandato, educación, experiencia y personalidad.	La edad de los CEO's, la duración del mandato, la educación formal y la experiencia profesional anterior están positivamente relacionadas con el rendimiento futuro. La personalidad está relacionada con las decisiones estratégicas, pero no con el rendimiento.	Los atributos del CEO podrían afectar el desempeño corporativo.

El cuadro exhibe la disparidad de los hallazgos. Mediante la utilización de ANOVA la mayoría de ellos mostraron un efecto CEO entre el 13% y 30% evidenciado por lo tanto la existencia de influencia.

Sin embargo Fitz (2014) es uno de los autores que sostiene que los resultados de estas investigaciones podrían estar sobredimensionados dado que asumen que todas las fluctuaciones de performance que quedan después de un año, la industria y los efectos de la empresa fueron

controlados y que coinciden con los períodos de mandato del CEO se le pueden atribuir, y al hacerlo, se les adjudica erróneamente debido a fluctuaciones aleatorias. Además se evidencia un problema al momento al intentar medir el efecto CEO debido al relativamente bajo promedio de antigüedad (cada CEO tiene solamente un limitado tiempo para influenciar a la firma y la turbulencia creada por la aleatoriedad es más pronunciada si se analiza en una corta ventana de tiempo). En el próximo punto se exhibe un mayor detalle sobre la discusión académica vigente acerca de la metodología utilizada en las investigaciones.

Sobre la metodología utilizada en las investigaciones

Desde el mencionado trabajo de Lieberman y O'Connor hace más de cuarenta años académicos de diversas perspectivas han debatido fuertemente la importancia relativa de los CEO's. Se ha destacado por ejemplo su importancia en el impacto que pueden tener a través de la planificación y la toma de decisiones en el marco de las presiones institucionales, restricciones de recursos e inercia organizacional en el cual deben actuar. Estos argumentos fueron evolucionando hasta llegar a un entendimiento común de que el potencial de impacto depende de una variedad de factores. Por ejemplo se introdujo la concepción de discrecionalidad gerencial destacando que la acción de un CEO está en función de las condiciones contextuales y sus rasgos psicológicos como líder.

Quigley y Graffin (2016) desarrollan en su trabajo una larga historia de debate centrada en cuánto impacto tienen los CEO's sobre los resultados de las organizaciones que dirigen. Estos estudios han argumentando con frecuencia que los estudios previos han sobrevalorado o subestimado el efecto "verdadero" al tiempo que intentan demostrar que un nuevo enfoque capta mejor el fenómeno subyacente. Como todos los estudios empíricos este cuerpo de trabajo se basa en la asociación, no necesariamente en la causalidad.

Para calcular el efecto CEO realizan un seguimiento de las condiciones económicas a través del tiempo tomando en cuenta las diferencias entre industrias y el historial de cada negocio. Después de considerar las discrepancias en base a estos factores establecen el impacto del CEO en el rendimiento de la empresa. Los investigadores atribuyen el aumento de dicho impacto mencionado en la Introducción a dos factores principales. El primero es que los líderes de las empresas tienen ahora mucha más la tecnología a su alcance que antes. Y el segundo es que los CEO's tienen incentivos más grandes para tener éxito; sus paquetes de compensación actuales proporcionan una mayor motivación.

Sostienen también que en las últimas décadas la investigación ha empleado varias metodologías de partición de varianza para calcular el efecto. Como fue expuesto anteriormente, conceptualmente el efecto CEO se estima después de aislar los efectos de los factores contextuales, es decir, las tendencias macroeconómicas anuales (“efecto del año”), además de las tendencias de la industria (“efecto de la industria”) y la trayectoria de la empresa (“efecto empresa”).

Empíricamente la medición de estos efectos suele realizarse utilizando un gran conjunto de datos con una medición de desempeño que la mayoría de las veces es el ROI como la variable dependiente y una serie de variables que representan los años analizados, las industrias, las empresas y los CEO’s.

El análisis generalmente comienza con la entrada de variables del año calendario y continúa con la entrada del resto de variables y por último la del CEO. En cada nivel, se calcula el R-cuadrado y cualquier ganancia incremental en un nivel dado se atribuye a ese factor. Firtz argumenta que las estimaciones que se han venido desarrollando sobre el efecto CEO pudieron resultar sobredimensionadas como resultado de una varianza aleatoria debido a que los estudios atribuyen todas las diferencias de desempeño que coinciden con las diferentes mandatos de los CEO’s al CEO (después que la industria de una compañía, el año de la medición y los efectos fijos de la compañía fueron controlados). Por lo tanto el desempeño atribuido a los CEO’s podría ser debido a la casualidad, es decir a través de factores fuera del control de ellos.

En su artículo Firtz utilizó datos de rendimiento de 1.500 empresas estadounidenses grandes durante el período 1993 a 2012 para estimar la fracción de rendimiento de la empresa que puede atribuirse a los CEO’s, sosteniendo que estas diferencias en el desempeño de una empresa pueden tener dos causas, diferencias en las habilidades de CEO y eventos que están fuera de su control.

El azar puede tener efectos negativos o positivos sobre el desempeño de la empresa. Por ejemplo, un escándalo en un competidor importante puede ayudar a una empresa, mientras que un accidente en un proveedor relevante puede tener consecuencias negativas. Durante un período de tiempo suficientemente largo estos efectos tienden a anularse por lo que es poco probable que una empresa tenga consistentemente alto rendimiento sólo por eventos casuales. Sin embargo, Firtz menciona que en la actualidad el mandato promedio de los CEO es de sólo cuatro años, un período de tiempo que podría ser demasiado corto para el análisis. Si, por ejemplo, un suceso afortunado temprano en el mandato de un CEO no es equilibrado por un desafortunado en un período de tiempo tan corto,

dicho CEO podría ser erróneamente acreditado por un alto rendimiento que habría ocurrido sin importar quién lideraba la empresa.

Fitza aplicó también la descomposición de la varianza como método y realizó un análisis tanto con datos de empresas reales como otros datos simulados, comparando ambos sobre la base de qué tamaño tendría el efecto CEO medido si todas las diferencias de desempeño entre los diferentes mandatos del CEO fueran causadas por el azar. De esta manera demostró que más del 70% del efecto CEO medido por estudios pasados podrían deberse al azar (poniendo en evidencia la dificultad de diferenciar entre el efecto del azar y las habilidades reales de liderazgo). Por lo tanto afirmó que el efecto de desempeño del liderazgo del CEO es mucho menor de lo que se pensaba anteriormente.

Por su parte Quigley y Hambrick (2015) analizaron también las investigaciones que utilizaron la técnica de partición de varianza para aislar la proporción del rendimiento que es atribuible a los CEOs tomando en cuenta los factores contextuales. De esta manera recopilaron un gran conjunto de datos que abarcó finalmente 60 años, 30 industrias y más de 18.000 años-empresa en total. Usando dos metodologías distintas de partición de varianza y examinando múltiples medidas de desempeño hallaron que el efecto CEO era considerablemente mayor que los estudios anteriores (contradiendo así lo sostenido por Fitza).

Más allá de un interés en las magnitudes de los efectos investigaron también aquellos estudios que utilizaron ANOVA en diferentes contextos. En algunos de ellos encontraron que el efecto CEO era mucho mayor para las empresas de los EE.UU. que para las empresas japonesas, un contraste que se remontaba a las diferencias culturales con respecto a la libertad de acción individual, así como la tolerancia a la incertidumbre y la asunción de riesgos. De manera similar al estudio pionero de Lieberman y O'Connor se evidenció que el efecto variaba considerablemente entre las industrias; éste era mayor por ejemplo en las industrias intensivas en publicidad comparadas con aquellas industrias de productos básicos y en las industrias de alto crecimiento en comparación con las industrias de bajo crecimiento.

Si el efecto del CEO varía según los entornos nacionales o de la industria es razonable entonces esperar que los observadores sean conscientes de estas diferencias y atribuyan en consecuencia una mayor o menor importancia a los CEOs. En este sentido, por ejemplo, los directores ejecutivos en entornos de alta discreción (aquellas que permiten una gran cantidad de margen de maniobra e

impacto) reciben más que los directores ejecutivos en entornos de baja discrecionalidad; su remuneración basada en incentivos es especialmente mayor y son mucho más susceptibles al despido.

De allí que los autores consideran que el enfoque adoptado por Fitza exagera el elemento de "casualidad aleatoria" del efecto principalmente por malinterpretar los resultados de ANOVA e ignorar los diagnósticos clave de modelos que usan datos simulados²³.

Con el objetivo de estimar con precisión el efecto CEO y utilizando el modelado multinivel²⁴ hallaron que el efecto CEO es del 21.8%. Estos resultados están en contraste con el trabajo de Fitza quien afirmó que el efecto CEO estimado adecuadamente se encuentra entre el 3.9% y 5.0%. Sostienen haber demostrado que estos resultados pasaron por alto el mal ajuste global de los modelos de ANOVA utilizados para llegar a estas conclusiones y también que utilizando una técnica estadística más apropiada como el modelo multinivel se obtienen resultados más precisos.

Si bien los hallazgos de Quagley y Hambrick contrastan con los de Fitza reconocen los esfuerzos de éste último para resaltar el impacto de los procesos estocásticos en las investigaciones (Fitza argumentó que la descomposición de la varianza funciona mejor cuando se tienen muchas observaciones por entidad). Mientras que el MLM aumenta la robustez de la descomposición de la varianza, los mandatos relativamente cortos de los CEO's seguirán siendo un desafío para los estudios que emplean esta metodología. El refinamiento progresivo en la metodología utilizada podrá confluír a futuro en un mayor consenso en la cuantificación del efecto.

CEO's de alta performance

Es interesante también analizar los extremos de performance (éxitos y fracasos) entre los CEO's a fin de poner en evidencia las características diferenciales de dichas actuaciones. Con ese objetivo Birshan, Meakin y Strovink (2017) publicaron resultados sobre una investigación orientada a establecer cuáles eran los primeros movimientos de los CEO's con antecedentes sobresalientes, es

²³Los autores construyeron una muestra con datos Compustat y Execucomp y recreando los hallazgos de Fitza usando Compustat y datos simulados. Los resultados obtenidos fueron la base de refutación de aquellos obtenidos por Fitza.

²⁴Modelo multinivel (MLM). Son modelos estadísticos de parámetros que varían en más de un nivel. Estos modelos pueden ser vistos como generalizaciones de modelos lineales, aunque también pueden extender los modelos no lineales. Se han hecho más populares con el crecimiento del poder computacional y la disponibilidad de software. Por ejemplo los modelos multinivel han sido usados en educación para estimar separadamente la varianza entre alumnos de una misma escuela, y la varianza entre escuelas.

decir las primeras acciones realizadas por los CEO's que obtuvieron resultados excepcionales en sus nuevas posiciones.

En el trabajo sostienen que los primeros desafíos de un CEO comienzan al tener que reunir un equipo directivo y establecer una dirección estratégica de la compañía, más aún en los últimos años en un contexto considerado volátil. Allí definen como CEO's excepcionales a aquellos más destacados de un conjunto de datos acerca de aproximadamente 600 directores ejecutivos de compañías S&P 500 durante el período 2004 y 2014. El enfoque estuvo centrado así en el 5% de los CEO's de la muestra cuyas empresas obtuvieron rentabilidades por arriba del 500% durante su mandato. Compararon este grupo con otro subconjunto de CEO's cuyas empresas lograron un desempeño dentro del quintil superior durante el mismo período²⁵.

El grupo denominado excepcional incluyó a algunos líderes que lograron un rendimiento notable en parte debido a circunstancias inusuales, como por ejemplo el tener que guiar una empresa a través de procedimientos de quiebra para luego retornar con éxito al mercado público. También abarcó a los directores ejecutivos que fueron capaces de entregar los mayores rendimientos a través de reposicionamiento estratégico y disciplina operacional durante muchos años, dentro de condiciones industriales y económicas más normales.

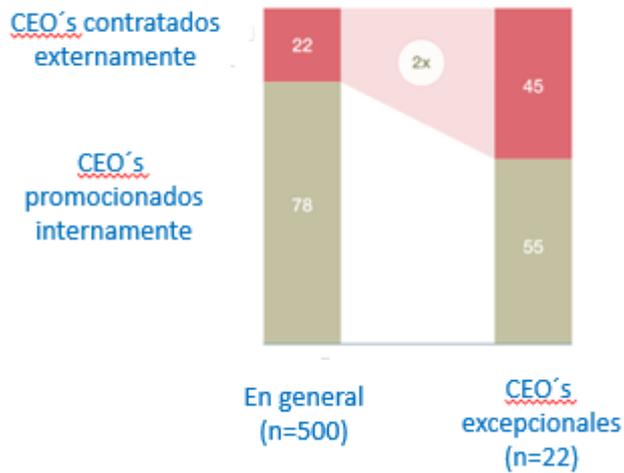
En general, los CEO's excepcionales no eran ni más ni menos propensos a desempeñarse en alguna industria en particular o tamaño de empresa. La investigación tuvo tres principales derivaciones sobre los CEO's con performance excepcional.²⁶ En primer lugar estos CEO's eran dos veces más probables de haber sido contratados externamente en comparación con el CEO promedio de la muestra (Figura N° 3) y aproximadamente 1,5 veces más probables de haber sido contratados externamente que los CEO's del quintil superior.

Figura N° 3: Los CEO's excepcionales tienen el doble de probabilidad de haber sido contratados fuera de la empresa²⁷

²⁵La clasificación de todos los CEO's se realizó sobre la base de los rendimientos totales anualizados a los accionistas (TRS) normalizados para el desempeño de su industria más amplia. Aquellos en el quintil superior, los 120 CEOs de mayor desempeño lograron al menos un 9% de TRS por encima de las cohortes de la industria cada año.

²⁶En una investigación anterior los autores encontraron que, en promedio, los CEO's que son contratados externamente tienden a tirar más palancas estratégicas que aquellos que vienen de dentro y superan a sus contrapartes internas acerca de la duración del mandato.

²⁷Definidos como CEO's que lograron un crecimiento de más del 500% en el rendimiento total de los accionistas.



Fuente: Birshan, Meakin y Strovinck (2017)

Sin embargo, el 55% de los CEO's excepcionales fueron contratados internamente. Esto indica que los que inician nuevas actividades en las compañías pueden moverse más agresivamente y lograr así resultados sobresalientes, desafiando la cultura organizacional con mayor objetividad y superar la inercia organizacional que a veces limita el espacio de acción de un director. Los hallazgos obtenidos ofrecieron ideas adicionales sobre de qué manera los CEO's pueden obtener una perspectiva más clara para poder tomar decisiones. En la muestra los CEO's que se unen a compañías de bajo rendimiento obtuvieron los mayores beneficios al realizar una revisión estratégica. Los CEO's excepcionales no se unieron a compañías que luchaban con números desproporcionados pero eran significativamente más propensos (aproximadamente en un 60%) a realizar una revisión estratégica en sus primeros dos años de mandato en comparación con el CEO promedio de la muestra (Figura N° 4).

Figura N° 4: Los directores ejecutivos con antecedentes excepcionales son más propensos que otros a llevar a cabo una revisión estratégica al principio de su mandato.

Decisiones estratégicas tomadas en los primeros dos años de mandato, participación de CEO's excepcionales vs. todos los CEO's, en porcentaje



Fuente: Birshan, Meakin y Strovink (2017)

El grupo denominado excepcional fue más audaz que otros CEO's del quintil superior superándolos en el número promedio de movimientos estratégicos que hicieron en su primer año. Obviamente se asume que cambiar la dirección estratégica de una compañía típicamente requiere liberar recursos en muchas ocasiones a través de una reducción de costos en aquellas áreas con menor prioridad para la empresa.

En otro trabajo publicado (Birshan, Meakin y Strovink, 2016) analizaron a su vez el vínculo entre las decisiones estratégicas tomadas por los nuevos CEO's y el desempeño de sus empresas poniendo en evidencia la importancia de la acción rápida y la perspectiva externa. Revisaron sistemáticamente los principales movimientos estratégicos (desde reorganizaciones de la dirección en función de reducción de costos hasta lanzamientos de nuevos negocios y expansión geográfica) que realizaron casi 600 CEO's durante sus primeros dos años en el cargo y analizaron el desempeño organizacional mediante los TRS obtenidos. También trabajaron la muestra a fin de relacionar los movimientos realizados, al menos aquellos visibles para los observadores externos, y el estado de situación de sus empresas cuando se unieron a ellas.²⁸

Los resultados evidenciaron que el número y la naturaleza de los movimientos estratégicos realizados por los CEO's que se unen a las empresas de buen y bajo rendimiento son sorprendentemente similares. Sin embargo la eficacia de ciertos movimientos parece variar

²⁸ Como se mencionó anteriormente el TRS indica los retornos proporcionados a los accionistas de acuerdo a la apreciación del precio de la acción y los dividendos. El exceso de TRS surge luego de normalizar el desempeño de sus homólogos de la industria en el mismo período. Se asume que se trata de una medida más equitativa que el TRS ya que evalúa el sobre o bajo rendimiento de una empresa en relación con el mercado.

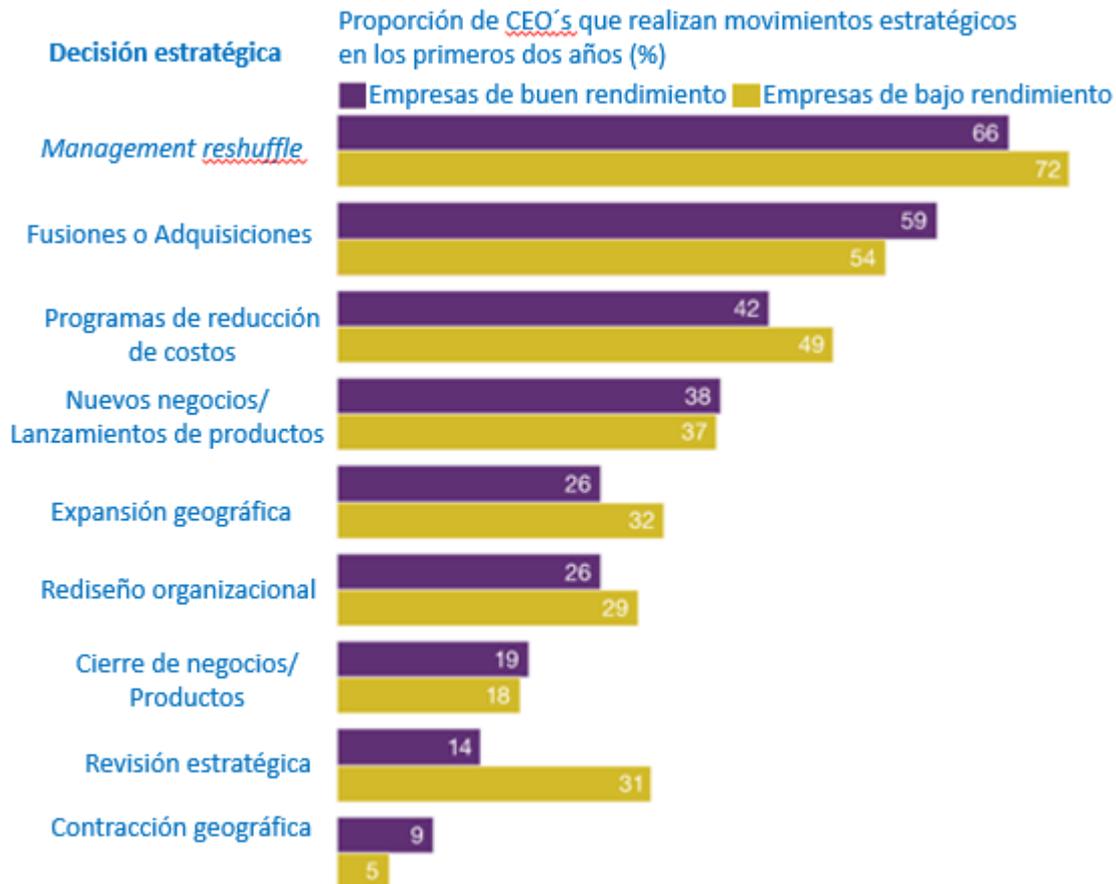
significativamente entre los distintos grupos de empresas. Además el gran número de movimientos parece hacer una diferencia, al menos para los CEO's que se unieron a las empresas de bajo rendimiento, y las contrataciones externas parecen tener una mayor propensión a actuar. Estos hallazgos tendrían implicancias prácticas importantes para los nuevos CEO's y los consejos de administración que los contratan como el hecho de enfocarse temprano en algunos movimientos audaces que se adapten bien al contexto de su empresa así como el valor de la perspectiva de un externo a la empresa.

La muestra de CEO's para el análisis fue tomada del informe anual CEO Transitions²⁹ tomando en cuenta el período de actuación 2004 a 2014 de CEO's. Durante los primeros dos años de actuación del CEO se recopiló información de varias fuentes, incluyendo reportes de compañías, presentaciones de inversionistas, artículos de prensa sobre nueve decisiones estratégicas que suelen hacer los directores ejecutivos. La hipótesis de trabajo era que los CEO's que tomaron la dirección de compañías con bajo desempeño, sintiéndose obligados a hacer algo para mejorar los resultados, tendrían una mayor propensión a hacer movimientos estratégicos que aquellos que se unieran a las organizaciones con buenos resultados. De esta manera se observó como cada compañía se había estado desempeñando en relación a sus homólogos de la industria antes de la llegada del nuevo CEO dividiendo las empresas en tres categorías: ejecutivas, de bajo rendimiento y estables.

El hallazgo pone en evidencia que los nuevos CEO's actúan de manera similar, con una frecuencia parecida más allá de haberse unido a las organizaciones en buena o mala situación. Los CEO's en diferentes contextos hicieron movimientos audaces, como fusiones y adquisiciones (M&A), o cambiando el equipo directivo o lanzando nuevos negocios y productos aproximadamente en la misma proporción (Figura N° 5).

Figura N° 5: Los CEO's realizan movimientos estratégicos aproximadamente en la misma proporción independientemente del contexto.

²⁹Elaborada por Spencer Stuart, consultora internacional de búsqueda de ejecutivos y consultoría de liderazgo (www.spencerstuart.com).



Fuente. Birshan, Meakin y Strovink (2016) sobre la base del Annual CEO Transitions Report (Spencer Stuart).

En cuanto a la decisión de reclutamiento externo o interno se encontró que el desempeño de los reclutados externamente en comparación con aquellos que ya eran miembros de la empresa difieren significativamente. Los reclutados externamente tienen una mayor propensión a actuar (en seis de los nueve movimientos estratégicos examinados). La brecha de frecuencia (es decir la posibilidad de que un CEO externo hiciera un movimiento en particular menos la posibilidad de que un CEO interno hiciera lo mismo) fue mucho mayor para los movimientos que los CEO's externos optaron por hacer (Figura N° 6).

Figura N° 6: Los CEO's que son reclutados externamente tienen una mayor propensión a actuar que aquellos promovidos desde dentro



Fuente: Birshan, Meakin y Strovink (2016) sobre la base del Annual CEO Transitions Report.

Cabe mencionar aquí que un CEO reclutado externamente no sólo estará menos restringido por la cultura sino que además posee una mirada externa sobre la empresa que lo contrató; además las empresas de bajo rendimiento son más propensas a nombrar directores ejecutivos externos. El desempeño corporativo (medido en TRS) de los contratados externamente superaron a los promovidos internamente por un margen de más de cinco a uno en promedio (2,2% vs. 0,4%).³⁰

CEO's y fracasos

Desde la perspectiva opuesta a los CEO's de performance excepcional se ubican aquellos que fracasan en su gestión. Las causas de fracaso son variadas y responden a diferentes causas. Stein y Carapé (2011) proponen para su análisis en primer lugar una taxonomía de los factores que llevan a que un líder pierda la confianza del consejo de administración, los accionistas y otros miembros de la dirección, o de sus propios colaboradores provocando su salida de la empresa (recompensada o no).

³⁰El diferencial en el rendimiento es el resultado de múltiples factores. No necesariamente el CEO debe ser reclutado externamente para tener una visión más clara de la situación de la empresa que lo contrata ni para obtener finalmente el éxito. Los resultados de la investigación exhiben que en promedio los CEO's contratados externamente superan a los pares que fueron promocionados pero la mayoría de los CEO's del quintil superior fueron internos lo que indica que muchos CEO's promovidos internamente pudieron ejecutar decisiones audaces necesarias para el éxito.

Los autores ordenan y clasifican los factores que conducen al fracaso de los CEO's en dos categorías: aquellos en los que puede intervenir el CEO (endógenos) y aquellos que le vienen dados (exógenos). Preliminarmente podría sostenerse que un CEO deja el cargo cuando la empresa va mal y 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). Sin embargo en la literatura se encuentran trabajos que sostienen que un mal comportamiento económico de la compañía explica menos de la mitad de los despidos y las tasas de rotación de CEOs.

Por lo tanto parecería que el intento de explicar los motivos que han llevado al fracaso a los CEO's a través de la rentabilidad de las empresas queda en discusión ante la evidencia de que la mitad de los fracasos se han producido en un entorno de buenos resultados empresariales poniendo en evidencia la existencia de otros factores. Incluso algunas investigaciones revelaron que el 90% de la rotación de CEO's se produce por jubilación, muerte o incapacidad; factores todos ellos no ligados a los resultados de la compañía. Sólo un 10% de los cambios se producirían de manera inesperada (como por ejemplo por decisión de un consejo ante la evolución de la compañía, un cambio en la propiedad, la reestructuración de la organización, un cambio estratégico, entre otras). Stein y Carapé desmenuzan esa pequeña porción de los alejamientos vinculadas a despidos y renunciaciones voluntarias³¹.

Entre los factores endógenos se mencionan los relacionados con la participación en el capital de la compañía, los sistemas de retribución, la procedencia del CEO, las capacidades y su participación en el proceso de selección de consejeros. Por otro lado existen unos condicionantes externos al CEO que influyen en la decisión de su salida de la empresa: el tamaño de la organización, la composición del consejo de administración, la presencia de inversores institucionales, la actuación del predecesor en el cargo o un plan de sucesión incompleto (ver Cuadro N° 2).³²

Cuadro N° 2

³¹Debe tenerse en cuenta aquí que las empresas muy pocas veces aportan información sobre los motivos que han llevado a la destitución o rescisión del contrato de su CEO.

³²La separación de factores en la realidad no es tan nítida. Puede suceder que la presencia de un factor endógeno se vea 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) podría facilitar 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.

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

Fuente: Stein y Carapé, 2016.

En la literatura se ha abordado el fracaso de los CEO's utilizando multitud de factores; sin embargo, la carencia de competencias se minimiza como factor de fracaso debido a la dificultad empírica que entraña la obtención de información estadística válida.

Se asume que un ascenso rápido puede impedir la adquisición de las competencias que permiten el éxito en la dirección de personas y muchos fracasos pueden ser parcialmente producto de un diseño de carrera profesional deficitario que impide a los participantes la adquisición de las competencias directivas necesarias para la gestión.

Finalmente se mencionan algunos casos de desvinculaciones de CEO's que tuvieron alto impacto público reciente. Uno de ellos estuvo vinculado a las emisiones tóxicas en Volkswagen que llevó a su director ejecutivo Martin Winterkorna renunciar en septiembre de 2015. Luego de conocerse la noticia de que el fabricante automotriz alemán instaló un software con el que buscaba engañar en las pruebas de emisiones, se cuestionó su carácter y su estilo de conducción. Se lo ha clasificado como un perfeccionista duro y decidido a ocupar el lugar más alto entre los fabricantes globales de autos. Su estilo estaba en consonancia con la conducción general de la compañía a la que se la describió como segura y despiadada. Algunos analistas sostienen que este ambiente corporativo en la cúpula organizacional pudo haber facilitado semejante violación masiva de la ética. El actual CEO de la compañía, Matthias Müller, y Hans Deiter Pötsch, presidente del directorio reconocieron públicamente que el encubrimiento de información comenzó en 2005, antes de lo informado originalmente. Nueve ejecutivos fueron suspendidos, a pesar de que la conducción de Volkswagen

no era consciente de haber hecho nada malo y desde entonces se ha dicho que un pequeño grupo de ingenieros fue responsable por la violación³³.

Otro caso reciente con repercusión internacional fue el de Travis Kalanick, cofundador y CEO de Uber, quien dejó recientemente el cargo en la compañía por tiempo indeterminado transfiriendo sus responsabilidades a sus subalternos inmediatos, cambio enmarcado por una investigación sobre su cultura laboral. A través de un mail enviado a los empleados Kalanick manifestó que daba un paso al costado y que sólo participaría de las decisiones estratégicas de importancia. Según Kalanick, de 40 años y cofundador de la empresa necesitaba la licencia para repensar su liderazgo (La Nación, 21/7/17).

Su mensaje para el personal sucedió luego del anuncio de Uber acerca de los resultados parciales de una investigación de casi cuatro meses sobre la cultura y prácticas en el lugar de trabajo, realizada por un estudio jurídico de EE.UU. La reputación de Uber quedó dañada cuando su ex ingeniera en software escribió en su blog que el ambiente de trabajo estaba dominado por una cultura masculina permisiva con el acoso sexual y la discriminación por género. Esas acusaciones obligaron a Uber a realizar una investigación interna que incluyó entrevistas con más de 200 empleados. La empresa comunicó públicamente que de ese sondeo surgieron 250 quejas y en consecuencia despidió a más de 20 empleados.

Finalmente un caso muy difundido de fracaso fue el de Hewlett Packard y su contratación en 2010 de un nuevo CEO (Leo Apotheker) en búsqueda de un liderazgo que encabezara una estrategia de crecimiento para la compañía (Worthen y Scheck, 2013). A mediados de 2011 Apotheker planteó a la Junta directiva la compra de la compañía inglesa Autonomy decisión que fue aprobada. En aquel momento el directorio estaba centrado en otra decisión también importante propuesta por el CEO a fin de convertir la división de manufactura de PC's, la mayor del mundo, en una empresa independiente, que finalmente también fue aprobada. KPMG asesoró a Hewlett Packard en el proceso en tanto Deloitte Touche Tohmatsu era la firma de auditoría de Autonomy. Del intercambio con esta última surgió la información de que un ejecutivo del área financiera de Autonomy había denunciado irregularidades en la contabilidad de la compañía inglesa, algo desmentido por el CEO

³³Sin embargo algunos expertos internacionales apuntan a una larga historia de conducta reñida con la ética que pudo haber influido en este comportamiento. las trampas actuales. Esta historia cuestionada incluye desde sus fundadores nazis hasta el estricto control de los descendientes multimillonarios de la familia Porsche, el Estado alemán y los sindicatos que son sus actuales dueños. De allí la percepción pública de la responsabilidad de la conducción de la compañías por sobre los ejecutivos ingenieros.

de ésta última alegando que las discrepancias derivaban de diferencias entre los sistemas de contabilidad utilizados. En agosto de 2011 Apotheker comunicó al mercado la rebaja de sus previsiones de ganancias para 2011, cerró su recién creada división de teléfonos inteligentes y tabletas, anunció su intención de escindir el negocio de PC's y reportó la compra de Autonomy por más de US\$10.000 millones. Al día siguiente, la acción de Hewlett Packard cayó 20%. A fines de septiembre Apotheker fue despedido.

Comentarios

Existe un interés generalizado en la literatura acerca de la figura del CEO en el gobierno corporativo tanto como figura destacada como protagonista en la toma de decisiones estratégicas que definen los resultados de una compañía. De acuerdo a varios autores este interés se fue profundizando en las últimas décadas y de manera paralela también lo ha sido la búsqueda de poder cuantificar el impacto de dichas acciones.

La importancia de los hallazgos obtenidos ha sido significativa dado que revela y pone en evidencia el impacto de la variable management en dichos resultados. Sin embargo un gran conjunto de temas ligados a las investigaciones inhiben la obtención de un consenso sobre la dimensión del aporte: las estimaciones cuantitativas varían ampliamente; existe una evidencia modesta de que los atributos personales y profesionales están asociados con el desempeño; tampoco está clara la identificación de posibles factores predictivos sobre el posible rendimiento futuro de un CEO como la experiencia previa y su estilo de trabajo; la importancia de la personalidad es poco conocida; y temas como la historia marcante y el impacto de las experiencias vividas desde la influencia de haber realizado un servicio militar hasta experimentar desastres naturales o situaciones límites, o la influencia de un modelo de rol determinado ejercido por personas en etapa temprana podrían tener mayor significación de lo establecido hasta ahora para evaluar la percepción de riesgo al momento de la toma de decisiones y en consecuencia los resultados que de ellas se derivan.

También puede ser objeto de debate el adjudicar a la figura del CEO un determinado porcentaje de los resultados obtenidos por una empresa en la medida que si bien puede ser responsable de las decisiones estratégicas y la definición de un equipo directivo, es la actuación de este último ejerciendo su liderazgo, motivando y dirigiendo personas diariamente la que sostiene la cultura organizacional que al menos podría definirse como copartícipe de dichos resultados. Quizás queda

más clara la responsabilidad del CEO en los fracasos obtenidos como consecuencia de las estrategias adoptadas.

La mención efectuada sobre el origen estadounidense de la mayoría de la literatura analizada y centrada en la maximización de beneficios para el accionista es la que contribuye a la generación de esa identificación del CEO como hacedor principal de éxitos y fracasos empresariales. Es importante también señalar que es esencial tomar en cuenta el accionar ético de CEO's y sus compañías al momento de evaluar resultados. La satisfacción integral de todos los stakeholders como medida del éxito empresarial quizás minimizaría tan alto protagonismo. Particularmente el estudio de Wang, Tsui y Xing (2011) destaca el importante papel desempeñado por ejecutivos de nivel superior en las empresas de negocios para desarrollar un clima ético a fin de obtener beneficios financieros y sociales. Se demuestra que el liderazgo ético puede ser utilizado como una herramienta esencial para movilizar los recursos humanos de una empresa, lo que mejora aún más las capacidades de la empresa y las ventajas competitivas en el mercado. Tratar a los empleados con dignidad, respeto y genuina preocupación mediante un enfoque humano podría así promover un mayor desempeño de la empresa. La responsabilidad de los líderes y la orientación hacia la sostenibilidad son conducentes a la mejora del desempeño financiero y social. Al mejorar dicho desempeño se consolida la idea de que ser un ciudadano corporativo socialmente responsable puede asegurar el éxito a largo plazo.

Por otro lado el método de partición de la varianza ha sido la metodología dominante en las investigaciones publicadas aunque como fue expuesto existe controversia sobre el grado en que el factor azar es o no considerado al momento de reflejar los resultados.

Son interesantes también las derivaciones que se obtienen del estudio de Mc Kinsey tomando en cuenta la considerable muestra de organizaciones e industrias estudiadas como por ejemplo que los CEO's contratados externamente realizan más movimientos estratégicos durante sus primeros años de mandato al estar más liberados de relaciones y restricciones que el CEO interno, Este último intenta también liberarse de estos factores culturales con los cuales ha convivido durante su carrera como la asignación anual de recursos o cambiar el modelo de liderazgo y la remuneración de los ejecutivos buscando una perspectiva externa habiendo sido ejecutivo interno.

También como fue expuesto los CEO's que toman el timón en compañías de bajo rendimiento se desempeñaban mejor cuando hacen más movimientos estratégicos importantes, sugiriendo un sesgo hacia la audacia y la acción.

Finalmente el creciente interés de la investigación al intentar ligar al management con los resultados empresariales es bienvenida, al aportar información sobre la relevancia concreta y medible del impacto de determinadas acciones de la administración. Esta va constituyendo una ya nutrida línea de investigación que enriquecerá progresivamente la formación universitaria de grado y posgrado que tarde o temprano alentará trabajos similares en el contexto latinoamericano, lo cual exigirá asumir sus particularidades y características.

Referencias

- Bertrand M., Schoar A., (2003). Managing with style: the effects of managers on firm policies, *The Quarterly Journal of Economics* 118 (4), 1169-1208.
- Birshan M., Meakin T., Strovink K., (2016). How new CEO's can boost their odds of success. *McKinsey Quarterly*, May.
- Birshan M. Meakin T., Strovink, (2017). What makes a CEO "exceptional"? *McKinsey Quarterly*, April.
- Bloom N. and Lynch L., (2007). Measuring and explaining management practices across firms and countries, *Quarterly Journal of Economics*, 122 (4), 1351-1408.
- Botelho E.L., Rosenkoetter P. K., Kincaid S., Wang D., (2017). What Sets Successful, Harvard Business Review, May-June.
- Cooper C.L., (2011). Management research in the UK: a personal view, *British Journal of management*, Vol. 22, 343-346.
- Fitza M., (2014). The use of variance decomposition in the investigation of CEO effects: How large must the CEO effect be to rule out chance?, *Strategic Management Journal*, 35: 1839-1852.
- Guest D. E., (2011). Human resource management and performance: still searching for some answers, *Human Resource Management Journal*, Vol. 21 n° 1, 3-13.
- Hambrick D.C., Quigley T., (2013). Toward more accurate contextualization of the CEO effect on firm performance, *Strategic Management Journal* Volume 35, Issue 4, 473-491.
- Hambrick D.C., Quigley T.J., (2014). Toward More Accurate Contextualization of the CEO Effect on Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 29: 1357-1367.
- Kiel F., (2009). Assessing an Organisation's Readiness to Execute, KRW Research Institute.
- KRW, (2009). The CEO's Worldwide and Business Results: A Research Concept Paper.
- KRW, (2013). A competence model for evaluating the performance of the CEO.
- Lieberson S, O'Connor JF., (1972). Leadership and organizational performance: a study of large corporations. *American Sociological Review* 37(2): 117-130.
- Mackey A., (2008). The effect of CEOs on firm performance, *Strategic Management Journal* Volume 29, Issue 12, December, 1357-1367.
- McGinn, (2016). The Best-Performing CEOs in the World, Harvard Business Review, November.
- Miller D., Xu M., Mehrotra V., (2015). The performance effects of Ivy League selection among celebrated CEOs, *Strategic Management Journal*, 36: 930-944.

Quigley T.J., Hambrick D.C., (2015). Has the “CEO effect” increased in recent decades? A new explanation for the great rise in america’s attention to corporate leaders, *Strategic Management Journal*, 36: 821–830.

Quigley T.J. Graffin S.D., (2016). Reaffirming the CEO effect is significant and much larger than chance: A comment on Fitza (2014), *Strategic Management Journal*, February Volume 37, Issue 2.

Stein G., Carapé J., (2011). Causas del fracaso de un CEO: mapa de un debate (I) Factores endógenos, *Revista Empresa y Humanismo* vol. XIII, 2/10, pp. 183-236 y vol. XIV, N°1, 2011, pp. 81-122.

Thomas A.B., (1988). Does Leadership Make a Difference to Organizational Performance? *Administrative Science Quarterly*, Volume 33, Issue 3, 388-400.

Wang H., Tsui A. y Xin K.R., (2011). CEO leadership behaviors, organizational performance, and employees' attitudes. *The Leadership Quarterly*, Volume 22, Issue 1, February 2011, Pages 92–105.

Referencias de internet

Blomm N., Dorgan S., Dowdy J., Van Reenen J., (2007). Management practice and productivity: why they matter, Centre for Economic Performance, McKinsey&Company. Recuperado de www.worldmanagementsurvey.org/wp-content/images/2010/07/Management-Practice-and-Productivity-Why-They-Matter-Bloom-Dorgan-Dowdy-and-Van-Reenen.pdf

Bloom N., Van Reenen J., (2010). Human resource management and productivity, NBER Working paper No 16019. Recuperado de www.nber.org/papers/w16019

Chamorro-Premuzic T. (2016). ¿Merece un CEO ganar lo que gana? Recuperado de <https://hbr.es/liderazgo/302/merece-un-ceo-lo-que-gana>

Fitza M., (2016). How much do CEOs really matter? Reaffirming that the CEO effect is mostly due to chance. Recuperado de www.researchgate.net/profile/Markus_Fitza

Huysentruyt M., Stephan U. y Vujic S., (2015). CEO’s Values, Management Style and Firm Performance: Evidence from Social Enterprise in Europe. Recuperado de www.chaire-eppp.org/files_chaire/huysentruyt_stephan_and_vujic_march_2015.pdf

Larcker D.F., Tayan B., (2016). CEO attributes and firm performance, Research Spotlight, Corporate Governance Research Initiative Stanford Graduate School of Business. Recuperado de www.gsb.stanford.edu/sites/gsb/files/publication-pdf/cgri-research-spotlight-06-ceo-attributes-firm-performance.pdf.

Renunció el CEO de Uber en medio de escándalos por acoso sexual y fraude (21/7/17). La Nación. Recuperado de www.lanacion.com.ar/2035594-uber-ceo-renuncia-travis-kalanick

Worthen B. y Scheck J. (23/1/13). HP podría haber evitado la funesta compra de Autonomy. La Nación. Recuperado de www.lanacion.com.ar/1548159-h-p-podria-haber-evitado-la-funesta-compra-de-autonomy