

Consecuencia de un cambio en la alta dirección

Carmen Barroso Castro • Marta Domínguez de la Concha Castañeda

José Luis Galán González • Encarnación Ramos Hidalgo¹

Universidad de Sevilla

El objetivo de este trabajo consiste en analizar las consecuencias que conlleva la sustitución de un miembro de la alta dirección (presidente, consejero delegado o director general) en la organización. En primer lugar, se analizará la relación que existe entre la rotación del directivo y el rendimiento de la empresa, tratando de dar soporte empírico a alguna de las teorías alternativas que se han desarrollado en torno a esta cuestión. En segundo lugar, se estudiará si esta primera rotación desencadena nuevas sustituciones en el interior del equipo directivo. Los resultados obtenidos son consistentes con la hipótesis de que los rendimientos de la empresa dependen de factores coyunturales y no son atribuibles a la alta dirección. Por otro lado, se comprueba que todo cambio en la cúpula directiva un desencadena cierto periodo de turbulencia en la estructura y composición del equipo directivo.

(Cambio directivo / Equipos directivos / Rendimiento).

The aim of this article is to analyze the consequences of CEO substitution within a organization. First of all, we will study the existing relationship between CEO and firm performance, trying to give empirical support to the different theories developed around this question. Secondly, we will study if the change in CEO implies more substitution within top management team (TMT). The results are consistent with the hypothesis sustaining that the firm performance depends on contingent factors and they cannot be related to CEO. On the other hand, it is demonstrated that every change in the TMT causes a turbulent period within its structure and composition.

(Manager turnover / Top management team / Performance).

INTRODUCCIÓN

Un cambio en la alta dirección constituye un acontecimiento de extraordinaria importancia en cualquier compañía. El nuevo ejecutivo puede modificar las prácticas organizativas y la estrategia de la empresa, con notables consecuencias para el rendimiento y otros aspectos de la organización. Aunque esta relevancia de la sustitución directiva es discutida desde alguna perspectiva teórica, justifica en todo caso el enorme interés que esta cuestión ha suscitado en la literatura organizativa. Furtado y Karan (1990) en su extensa revisión de estas investigaciones, señalaban que se habían realizado "pocos estudios acerca de las consecuencias de la sustitución directiva en las empresas" (p.73), lo que demandaba futuras investigaciones sobre la cuestión. En el mismo sentido, y más recientemente, se han pronunciado otros autores (Denis y Denis, 1995; Bommer y Ellstrand, 1996; Tushman y Rosenkopf, 1996). Asumiendo esa recomendación, el presente trabajo trata de analizar las consecuencias para la organización de un cambio en la alta dirección. Se estudian dos posibles efectos: por un lado, el impacto de la sustitución directiva sobre el rendimiento de la empresa y, por otro lado, la posible influencia en la rotación del equipo directivo de la compañía.

El primer objetivo de este trabajo consiste en el análisis del impacto que un cambio en la alta dirección tiene en el rendimiento de la empresa. Aunque el sentido común sugiere que la empresa buscará mejorar su rendimiento a través de la sustitución de su máximo ejecutivo, muchos especialistas se muestran escépticos. Se trata de una cuestión empírica que, como indica Brown (1982), se ha mostrado "recalcitrante", pues los resultados de los escasos estudios realizados han sido contradictorios.

En esta investigación utilizamos un indicador de rendimiento –variación de las ventas– que no ha sido habitual en las investigaciones previas y tratamos de comprobar la capacidad que el nuevo directivo tiene para modificar la tendencia de evolución de las ventas de su compañía. Además, la muestra utilizada, a diferencia de los estudios anteriores, no está constituida por grandes corporaciones que cotizan en los mercados de valores, ni por compañías de un solo sector industrial, sino por empresas de tamaño medio de una amplia variedad de sectores.

El análisis está fundamentado en las tres perspectivas teóricas que se han desarrollado para explicar el posible impacto de una sustitución directiva sobre el resultado de la empresa. Cada una de ellas propone relaciones diferentes entre cambio y rendimiento, con distinto soporte empírico. Nuestro estu-

dio permitirá enriquecer dicho apoyo empírico en alguno de los tres enfoques alternativos.

La segunda cuestión hace referencia a los cambios en el equipo de dirección que son consecuencia, directa o indirecta, de una sustitución en la alta dirección de la compañía. Aunque la importancia de los equipos directivos para el funcionamiento y rendimiento de la empresa ha sido objeto de numerosos estudios (Bantel y Jackson, 1989; Priem, 1990; Finkelstein, 1992; Wiersema y Bantel, 1992), pocas investigaciones se han realizado sobre el cambio o la rotación en los mismos. La mayoría se ha centrado en el estudio de la rotación anormal del equipo directivo que tiene lugar tras un proceso de fusión o adquisición (Walsh, 1988, 1989; De Angelo y De Angelo, 1989) o de intento de control del consejo de administración (Huang y Yen, 1996). Algunos trabajos han estudiado de forma general la sustitución directiva, incluyendo dentro de ella tanto el reemplazamiento del máximo ejecutivo como de los directivos que dependen de éste. Sin embargo, como señalan Tushman y Rosenkopf (1996), la sucesión del CEO (*Chief Executive Officer*) debe ser distinguida del cambio en el equipo directivo, pues ambos cambios son factores importantes para la adaptación organizativa y, consecuentemente, para el rendimiento de la empresa.

Así pues, el segundo objetivo de este trabajo consiste en examinar de forma separada ambos tipos de cambio, analizando las consecuencias que una sustitución en la cúspide de la organización tiene en el equipo de dirección. Pocos estudios previos han abordado esta cuestión (Kesner y Dalton, 1994) y la mayoría de ellos se han centrado en el análisis de la influencia del rendimiento previo y del origen externo o interno del sucesor sobre los cambios en el grupo directivo (Boeker, 1992; Boeker y Goodstein, 1993; Kesner y Dalton, 1994), sin tratar de forma explícita el posible efecto de la sustitución de algunas de las personas que componen la alta dirección de la compañía.

En concreto, nuestro estudio trata de comprobar si existen diferencias significativas en la rotación del equipo de dirección entre las empresas que han experimentado un cambio en la alta dirección y aquellas que no han sustituido a su máximo ejecutivo. Para tratar de comprender con mayor profundidad el fenómeno del cambio en el equipo directivo, consi-

deramos una serie de variables de control que, según la literatura previa, pueden influir en la rotación de los directivos.

A partir de aquí el trabajo se organiza de la siguiente forma. En primer lugar, analizaremos las perspectivas teóricas alternativas que justifican los posibles efectos o consecuencias de una sustitución en la alta dirección, así como los fundamentos del posible efecto de este cambio sobre la rotación en el equipo de dirección. A continuación, expondremos la metodología que hemos utilizado, con una especial atención a la selección de la muestra de empresas y a la definición de las variables. En el siguiente apartado, presentaremos los resultados alcanzados de los análisis efectuados y finalizaremos con la discusión de los mismos y las conclusiones del trabajo.

FUNDAMENTOS TEÓRICOS

El cambio en la alta dirección supone la sustitución de alguna de las personas que detentan la máxima autoridad ejecutiva en la empresa (presidente, consejero delegado o director general). Esta sustitución puede tener importantes consecuencias sobre el rendimiento de la empresa y sobre otros muchos aspectos organizativos, como puede ser la rotación dentro del equipo directivo de la compañía. Como han demostrado algunas investigaciones (Virany, Tushman y Romanelli, 1992; Kesner y Dalton, 1994; Tushman y Rosenkopf, 1996), ambas cuestiones no son independientes, pues el rendimiento posterior a un cambio directivo puede depender no sólo de la sustitución del máximo ejecutivo, sino también de la rotación en el equipo de dirección que, a su vez, puede venir condicionada por un cambio en la alta dirección. No obstante, en este estudio analizaremos ambos temas de forma separada, estudiando las consecuencias de un cambio en la alta dirección, en primer lugar, sobre el rendimiento de la empresa y, en segundo lugar, sobre la rotación en el equipo directivo.

A efectos terminológicos, distinguiremos entre *alta dirección*, para referirnos a los puestos de presidente, consejero delegado y director general, y *equipo directivo*, en el que incluimos todas las personas que dependen directamente del máximo ejecutivo de la compañía, según aparece definido en la fuente de información utilizada.

Respecto al análisis de las consecuencias sobre el rendimiento de un cambio en la alta dirección, nuestra investigación intenta proporcionar soporte empírico a alguna de las perspectivas teóricas que se han desarrollado para explicar dicha relación. Es posible identificar tres enfoques teóricos alternativos, cada uno de los cuales conduce a relaciones diferentes entre sustitución directiva y rendimiento posterior de la empresa (Brown, 1982; Reinganum, 1985; Canello y Lubatkin, 1993; Kesner y Dalton, 1994; Fizel y D'itri, 1997).

En primer lugar, la teoría del "sentido común", o perspectiva racional-adaptativa (Bommer y Ellstrand, 1996), señala que el cambio en la alta dirección es una respuesta a los bajos rendimientos de la empresa y que esta sustitución conducirá a una mejora del rendimiento posterior. Según la teoría de la agencia, la sustitución o despido constituye un mecanismo de control para disciplinar a los directivos cuando el rendimiento de la empresa es reducido (Walsh y Seward, 1990). Este enfoque parte de la premisa de que los individuos son capaces de controlar los resultados organizativos, de tal forma que el nuevo directivo puede evitar los errores de su predecesor y formular e implantar los cambios necesarios que permitirán una elevación del rendimiento de la empresa. Como indican algunos autores, el cambio en la alta dirección puede ser considerado como un mecanismo adaptativo que asegura el cambio organizativo y la supervivencia (Goodstein y Boeker, 1991; Wiersema y Bantel, 1993).

En segundo lugar, la teoría del "chivo expiatorio" considera que los altos directivos tienen poca influencia en los resultados de la empresa y que, por tanto, el directivo es simplemente un "cabeza de turco" de los bajos rendimientos de la empresa. La sustitución, pues, no tendrá un impacto significativo sobre el rendimiento organizativo; las posibles mejoras de éste se justifican en factores coyunturales, pero no en el cambio. Reinganum (1985, p. 47) señala que la efectividad del liderazgo puede estar restringida, en las organizaciones grandes y complejas, por factores sociales y ambientales. Según esta perspectiva, el cambio en la alta dirección no debe suponer un aumento significativo del rendimiento de la empresa, pues se considera que la sustitución del máximo ejecutivo es un acontecimiento inconsecuente o simplemente simbólico (Liebersohn y O'Connor, 1972).

En tercer lugar, la perspectiva del "círculo vicioso" indica que los nuevos líderes tienden a perturbar los modelos existentes de comportamiento y la red informal de relaciones organizativas, aumentando así la inestabilidad y la ambigüedad. En consecuencia, la sustitución directiva conduce a un deterioro del rendimiento organizativo. La perspectiva se ha denominado con ese nombre porque sugiere que una disminución del rendimiento aumenta la posibilidad de sustitución directiva, la cual, cuando ocurre, provoca un posterior decremento de los resultados de la empresa (Brown, 1982). Los ecologistas de las poblaciones consideran que la sucesión directiva tenderá a precipitar el fracaso organizativo, en mayor medida para las empresas pequeñas con pocos recursos (Haveman, 1993; Carroll, 1984).

Las perspectivas teóricas anteriores representan los puntos extremos e intermedio de un continuo. Existen investigaciones que proporcionan apoyo empírico a cada uno de estos diferentes enfoques alternativos e, incluso, contradictorios. Las teorías del "cabeza de turco" y del "círculo vicioso" han sido contrastadas, principalmente, en equipos deportivos (Grusky, 1963; Gamson y Scotch, 1964; Allen, Pannian y Lotz, 1979; Brown, 1982; Fizel y D'itri, 1997), pero la generalización de los resultados a organizaciones empresariales es discutible (Bommer y Ellstrand, 1996).

En uno de los más citados estudios sobre la sucesión en equipos deportivos, Brown (1982) señala que los análisis realizados no apoyan la visión común de que la sustitución es seguida por una mejora en el rendimiento. Igualmente, tampoco existe evidencia de que el cambio provoca una disminución en el rendimiento. Así pues, concluye afirmando que los efectos nulos sobre el rendimiento pueden ser interpretados desde el punto de vista del ritual del "cabeza de turco".

En un interesante y completo análisis, Denis y Denis (1995) estudian el efecto sobre el rendimiento de la empresa, medido a través de la rentabilidad financiera, de un cambio en cualquiera de los puestos de la alta dirección (presidente, *chairman* o máximo ejecutivo). Estos autores diferencian entre sustituciones forzadas (despidos) y cambios normales o naturales (jubilación, fallecimiento, enfermedad,...). Llegan a la conclusión de que, en el caso de los cambios forzados, su probabilidad de ocurrencia está

negativa y significativamente relacionada con el rendimiento en los tres años anteriores a la sustitución y que el rendimiento posterior se incrementa de forma notable y significativa tras el cambio. Para las sustituciones normales no existe relación significativa entre el rendimiento previo y el cambio, pero se aprecia un ligero incremento en el rendimiento post-sucesión.

Reinganum (1985) encontró que los efectos de un cambio directivo sobre el rendimiento, medido a través de indicadores del mercado de capitales, dependen de diversas variables como el tamaño de la empresa o el origen del sucesor. Los efectos, pues, no son generales y, si no se controlan diversos factores, es posible que no se observen efectos positivos sobre el rendimiento. A esta conclusión llegan Bommer y Ellstrand (1996), quienes no encuentran diferencias significativas en el rendimiento posterior al cambio directivo, ya proceda el sucesor del exterior o el interior de la empresa.

Por su parte, Tushman y Rosenkopf (1996) encontraron que la sustitución del CEO provocaba una mejora del rendimiento en entornos estables, pero que la sucesión no tenía efectos sobre el rendimiento de la empresa en entornos turbulentos. Concluían, pues, que "aunque estos resultados no apoyan la perspectiva de la sucesión del CEO como un acontecimiento inconsecuente, tampoco soportan el punto de vista de la sustitución del CEO como un acontecimiento adaptativo en contextos turbulentos" (p. 949).

Ante estos resultados contradictorios, parece conveniente la realización de un estudio empírico que explore dicha relación en un contexto diferente al de los estudios anteriores (empresas españolas de tamaño más reducido y que no cotizan en bolsa) y empleando un indicador de rendimiento distinto al empleado en la mayoría de las investigaciones sobre sucesión directiva (variación de las ventas).

En relación con la rotación en el equipo directivo, los estudios que han analizado esta cuestión se han preocupado, de forma separada o conjunta, de un reducido número de temas: impacto de un determinado suceso —fusión, adquisición, *proy contest*— sobre la rotación del equipo directivo (Walsh, 1988, 1989; Walsh y Ellwood, 1991; Huang y Yen, 1996); influencia del rendimiento previo sobre la sustitución de los directivos (Wagner, Pfeffer y

O'Reilly; 1984; Boeker, 1992; Kesner y Dalton, 1994); efecto del origen externo o interno del sucesor del CEO sobre la rotación directiva (Boeker, 1992; Kesner y Dalton, 1994); e impacto de la rotación sobre el rendimiento posterior de la empresa (Virany, Tushman y Romanelli, 1992; Tushman y Rosenkopf, 1996). Las conclusiones de estas investigaciones eran claras: la rotación anormal en el equipo directivo venía determinada por la ocurrencia de un acontecimiento singular (fusión o adquisición), por el rendimiento previo de la empresa, por el carácter externo del sucesor del CEO y por determinadas características demográficas del equipo, como la edad de los directivos y su fecha de incorporación a la empresa.

Estos estudios o bien no distinguían entre CEO y resto del equipo, incluyendo al CEO como un miembro más del grupo de dirección (estudios sobre fusiones y adquisiciones), o bien no controlaban la rotación en aquellas compañías que no habían experimentado la sustitución del máximo ejecutivo. Esta forma de operar se debía a que el objetivo de estas investigaciones no era analizar el posible efecto de un cambio en el máximo ejecutivo sobre la rotación en el equipo directivo, sino algunas cuestiones más específicas.

Se suponía que la sustitución del CEO, por sí misma, no implicaba la necesidad de reemplazar algunos miembros del equipo de dirección; sino que es esa sustitución, acompañada por la necesidad de reinvertir una tendencia negativa en el rendimiento, lo que conduce a altas tasas de rotación directiva (Kesner y Dalton, 1994). Igualmente, se señalaba que la rotación en el equipo de dirección sólo representará un cambio significativo cuando el nuevo máximo ejecutivo procede del exterior de la organización (Tushman, Virany y Romanelli, 1985; Boeker y Goodstein, 1993).

Nosotros no compartimos esa opinión, pues consideramos que, si bien un reducido rendimiento y la contratación de un CEO externo deben aumentar la rotación del equipo directivo, la suposición contraria no es totalmente cierta: incluso en situaciones de rendimientos normales y de promoción interna del CEO, es posible esperar una cierta rotación directiva. Con ello retomamos una conclusión de Allen y Pannian (1982), no muy explorada en la investigación, según la cual el cambio del máximo ejecutivo puede

conducir, por sí mismo, a sustituciones en el equipo directivo.

En consecuencia, estimamos que el cambio en la alta dirección es un acontecimiento relevante que, con independencia de la situación de la empresa y del origen del sucesor, provoca una rotación anormal en el equipo directivo. Esta suposición viene apoyada por una serie de consideraciones.

En primer lugar, la rotación directiva se ha vinculado con el aumento de la incertidumbre y con la carencia de información, de forma que es probable que los directivos que no pueden tolerar o reducir la incertidumbre abandonen la empresa (Walsh, Ashford y Hill, 1985). Este argumento ha sido utilizado para explicar el aumento de la rotación directiva que sigue a las fusiones y adquisiciones (Walsh, 1988) y puede perfectamente ser empleado en el caso de la sustitución del máximo ejecutivo.

En segundo lugar, Pfeffer (1981) señaló el valor simbólico de la sucesión directiva: la sustitución de sólo unos pocos directivos clave "proporciona ratificación simbólica de la intención de cambiar las operaciones organizativas y, presumiblemente, la efectividad de esas operaciones" (p.39). Así pues, es razonable esperar que el nuevo director, provenga del interior o el exterior de la empresa, acometa algunos cambios en su equipo como señal de una "nueva etapa".

En tercer lugar, el nombramiento de un nuevo miembro de la alta dirección puede representar una disminución en las expectativas de otros directivos de la empresa, al ver limitadas sus posibilidades de promoción. Como indican Wagner, Pfeffer y O'Reilly (1984), aquellos miembros del equipo directivo que perciban la nueva incorporación como un obstáculo para su carrera, es probable que abandonen la empresa, aumentando de esta forma la rotación del grupo.

En cuarto lugar, aunque reconocen que existe una mayor probabilidad de iniciar cambios en el equipo directivo cuando el CEO ha sido reclutado del exterior de la compañía, Virany, Tushman y Romanelli (1992, p.78) reconocen las dificultades que pueden plantearse debido a que el nuevo equipo, sobre todo si es conducido por un CEO procedente del exterior, carecerá de las conexiones políticas dentro de la organización y del conocimiento de los sistemas organizativos. En consecuencia, estos auto-

res afirman que la sucesión directiva más efectiva puede ser aquella en la que un CEO promocionado desde el interior de la empresa inicia cambios sustanciales en el equipo directivo. En este mismo sentido, el nuevo máximo ejecutivo que no desencadena un proceso de sustituciones en el equipo de dirección puede convertirse en rehén del equilibrio político existente en el equipo (Tushman y Rosenkopf, 1996).

Finalmente, en quinto lugar, también es posible suponer la existencia de un ritual de "cabeza de turco" al nivel del equipo de dirección (Boeker, 1992). En este caso, el máximo ejecutivo tratará de responder a las presiones de los accionistas y de otros grupos de interés por los bajos rendimientos de la empresa mediante la sustitución de algunos de los miembros del equipo directivo. En esta situación es probable que la rotación en el equipo ocurra antes del posible cese del máximo ejecutivo.

Por todas estas razones consideramos que un cambio en la alta dirección, con independencia del origen del sucesor y de la situación de la empresa, traerá consigo un aumento anormal de cambios en el equipo de dirección. Nuestro objetivo, en este trabajo, dada la escasez de estudios al respecto, consiste en documentar el fenómeno y tratar de comprender los orígenes de tales cambios. Con este fin, incluimos en nuestro modelo algunas variables de control que, según la literatura previa, pueden explicar la rotación del equipo directivo.

Edad organizativa. Es una variable típica de los estudios sobre ecología de las poblaciones. Se ha señalado que puede existir una mayor rotación directiva en las firmas de mayor antigüedad debido a que tales empresas están más burocratizadas y pueden tolerar los cambios con mayor facilidad (Grusky, 1961; Wagner, Pfeffer y O'Reilly, 1984).

Tamaño de la empresa. El tamaño de la empresa ha sido una variable habitual en los estudios sobre sucesión directiva. Se considera que la rotación directiva será más frecuente en las grandes empresas, debido a que en estas compañías los procedimientos de sustitución están más formalizados, existe mayor competencia por formalizar los puestos y, por tanto, los cambios tienden a ser menos perturbadores (Harrison, Torres y Kukalis, 1988; Puffer y Weintrop, 1991; Haveman, 1993). No obstante, los resultados de los estudios empíricos han sido contradictorios.

Interpretando estos resultados, Boeker (1992) señala que el tamaño podría producir una institucionalización del control lo que reduciría sus efectos sobre la sustitución directiva, o bien el tamaño podría aumentar la probabilidad de cambio si el proceso de sustitución está más rutinizado en las grandes compañías.

Rendimiento de la empresa. Las investigaciones empíricas han demostrado que el rendimiento previo de la empresa influye en la rotación del equipo directivo, de forma que unos bajos rendimientos aumentan la probabilidad de cambio dentro del equipo (Kesner y Dalton, 1994; Boeker, 1992). Kesner y Dalton (1994) han señalado que no es la sustitución del CEO, sino que es este cambio junto con unos bajos rendimientos de la compañía, lo que provoca unas tasas más elevadas de rotación en el grupo de dirección.

Tamaño del equipo directivo. El tamaño del equipo ha sido incluido como variable de control en diversos estudios para recoger la posibilidad de que la sustitución directiva depende del número de individuos del grupo de dirección (Wagner, Pfeffer, y O'Reilly, 1984; Boeker, 1992). En nuestro caso, los indicadores utilizados para medir la rotación directiva ya estaban estandarizados por el tamaño del equipo, lo que hacía innecesario la consideración de esta variable de control. No obstante, debido a que el tamaño ha sido introducido de forma diferente en los distintos indicadores, estimamos oportuno analizar el posible efecto del mismo.

Nacionalidad de la empresa. La consideración del carácter multinacional o no de la compañía es relevante para el estudio de la rotación directiva. Algunos manuales sobre gestión de recursos humanos han señalado las altas tasas de rotación entre los directivos expatriados (Gómez Mejía, Balkin, y Cardy, 1998). Estas publicaciones sólo recogen los resultados de numerosos estudios sobre la rotación de los directivos en las filiales extranjeras (Tung, 1988; Black, 1988; Naumann, 1992), que indican que la mayoría de las empresas multinacionales, sobre todo americanas, experimentan unas tasas anormalmente altas de rotación entre los directivos de sus filiales, sobre todo cuando se compara con compañías orientadas al mercado doméstico. Así pues, parece razonable esperar que el cambio en el equipo directivo será más frecuente en las filiales de empresas extranjeras que en las compañías nacionales.

Origen del sucesor. Nos referimos a la procedencia externa o interna del sucesor en el puesto de la alta dirección, es decir, si el sustituto del presidente, del consejero delegado o del director general ha sido contratado del exterior de la empresa o ha sido promocionado internamente. Con ello conectamos con la literatura que relacionaba rotación del equipo con origen del sucesor (Kesner y Dalton, 1994), pero, a diferencia de esas investigaciones previas, en nuestro estudio distinguimos entre cambios externos, cambios internos y empresas sin cambios, permitiéndonos una mejor comprensión del fenómeno analizado.

METODOLOGÍA

MUESTRA

Uno de los principales problemas de las investigaciones sobre sucesión directiva deriva de la obtención de una muestra de empresas que hayan experimentado un cambio en la alta dirección. En los estudios realizados, los cambios directivos se han identificado a través de fuentes secundarias, bien mediante la lectura de las noticias publicadas en los medios de comunicación o la consulta de anuarios de directivos, o bien mediante la información suministrada por consultoras especializadas en determinados sectores (Boeker, 1992; Boeker y Goodstein, 1993).

En la presente investigación, la fuente de información ha sido la revista Nueva Empresa, que publica anualmente los equipos directivos de un amplio conjunto de empresas españolas, en torno a las 3.500, con ventas superiores a 3.000 millones de pesetas. Con la información correspondiente a los años 1994, 1995, 1996 y 1997, identificamos los cambios en la alta dirección que se habían producido en los tres últimos años considerados, comparando los equipos directivos de las empresas que aparecían en dos años consecutivos. En el momento de llevar a cabo esta tarea aún no disponíamos del número correspondiente a 1998. La disponibilidad posterior de esta información nos permitió incorporar la cifra de ventas correspondiente a ese año de las empresas que iban a constituir nuestra muestra.

Consideramos que se había producido un cambio en la alta dirección cuando había tenido lugar la sustitución del presidente, del consejero delegado o del director general de la empresa. Aunque en la mayo-

ría de los estudios el análisis del cambio se suele centrar en la sustitución del CEO, la definición de cambio adoptada es la misma que la utilizada en otros muchos trabajos (Benson, 1985; Coughlan y Schmidt, 1985; Warner, Watts y Wruck, 1988; Denis y Denis, 1995).

La comparación de los equipos de alta dirección nos permitió identificar 163 cambios en 1995, 235 en 1996 y 184 en 1997. Tomamos 1996 como año de referencia para el análisis de las consecuencias de los cambios directivos sobre el rendimiento. Esta elección estuvo fundamentada en dos razones: por un lado, el número de cambios era sustancialmente más elevado en ese año; y por otro lado, el año 1996 constituía el punto intermedio del intervalo considerado, permitiendo una más adecuada valoración de las consecuencias del cambio, teniendo en cuenta el rendimiento previo de la empresa. No obstante, los análisis efectuados con la muestra de cambios de 1996 fueron repetidos con las muestras correspondientes a 1995 y 1997, para comprobar la validez y consistencia de los resultados obtenidos.

De los 235 cambios de 1996 se eliminaron todos aquellos correspondientes a empresas que en el período considerado (1994-1998) tuvieron más de un cambio en el mismo cargo, con el fin de eliminar el efecto de las sustituciones repetidas (Kesner y Dalton, 1994); también se suprimieron los cambios correspondientes a empresas públicas o estatales, dado que en el intervalo tuvo lugar un cambio de gobierno en la nación. En la medida que era necesario tener en cuenta el rendimiento previo de la empresa, seleccionamos únicamente aquellas empresas que, habiendo experimentado un cambio en 1996, hubieran proporcionado su cifra de ventas para todos los años del período considerado (1994-1998). El número final de empresas con cambios directivos en 1996 incluidas en la muestra fue de 128.

El examen de las consecuencias de la sustitución en la alta dirección exige disponer de una muestra de empresas que no hayan experimentado cambios en el intervalo considerado. Seleccionamos, pues, todas aquellas compañías que hubieran proporcionado su cifra de ventas en los cinco años y cuyo equipo de alta dirección (presidente, consejero delegado y director general) hubiera permanecido invariable en ese quinquenio. El número total de empresas que reunían estos requisitos fue de 472.

Así pues, la muestra total para el análisis de la relación sustitución-rendimiento estaba constituida por 600 empresas, de las cuales 128 habían experimentado un cambio en la alta dirección en 1996 y el resto no había experimentado sustitución alguna en todo el período considerado. De los 128 cambios directivos, 86 correspondían a cambios de presidente, 28 a cambios de consejero delegado y 39 a sustituciones en el cargo de director general. La suma de estas cantidades no es igual al número total de cambios debido a que en algunas empresas se han producido simultáneamente más de un cambio en la alta dirección. Para esta muestra, la variable de rendimiento disponible era la variación de las ventas. Con el objeto de comprobar la validez de los resultados utilizando otro indicador de rendimiento, seleccionamos todas las empresas que habían proporcionado su cifra de beneficios durante el período considerado. Debido a que el número de firmas era mucho más reducido, consideramos en la muestra no sólo las compañías que habían experimentado cambios en 1996 sino también en 1995. Con estas condiciones, la muestra estaba constituida por 231 empresas, de las cuales 83 compañías habían experimentado un cambio en la alta dirección en 1996 ó 1995.

En la muestra anterior, la información disponible para cada empresa era la ocurrencia o no de cambio en la alta dirección y la cifra de ventas para el período 1994-1998. Esta información era insuficiente para abordar la segunda cuestión de investigación: la rotación del equipo directivo. Era necesario, pues, disponer de datos acerca de los equipos de dirección de las empresas, integrados por más miembros que los tres que componen la alta dirección de la compañía (presidente, consejero delegado y director general).

Para ello identificamos, tanto para las empresas que habían experimentado cambios en cualquiera de los años considerados como las que no, todas aquellas compañías que habían comunicado a la revista Nueva Empresa un equipo directivo, incluida la alta dirección, de al menos seis miembros. Se admitió también la posibilidad de cinco miembros si esta cifra sólo aparecía en uno de los años. Aunque la elección de estos números fue arbitraria, consideramos que disponer al menos de tres miembros en el equipo (seis menos los tres posibles cargos de la alta dirección) permitiría evaluar adecuadamente la rota-

ción directiva. Además ese número mínimo coincide con el obtenido en otros estudios realizados sobre rotación en los equipos de dirección (Wagner, Pfeffer y O'Neilly; 1984; Kesner y Dalton, 1994). Según la información obtenida de los propios redactores de la revista, los datos de los equipos eran suministrados por las propias compañías, señalando de una lista de 17 posibles cargos, aquéllos que estaban presentes en la empresa y que ocupaban la primera y segunda línea de la jerarquía.

El número total de empresas seleccionadas fue de 146 empresas con cambios en la alta dirección y 117 empresas sin cambios. De estas muestras se eliminaron las compañías públicas, pues la rotación del equipo directivo podría deberse a factores puramente políticos, y aquellas compañías en las que el cambio en la alta dirección se traducía en un simple reajuste de cargos entre las mismas personas. La muestra final estaba constituida por 112 empresas con cambio en la alta dirección y 110 empresas sin cambios.

No obstante, al considerar con posterioridad la información correspondiente a 1998, comprobamos que 18 empresas del conjunto de "sin cambios" habían experimentado cambio en la alta dirección en dicho año. Para respetar estrictamente el criterio adoptado, esas empresas fueron incluidas en el grupo de compañías "con cambio" en la alta dirección. En consecuencia, la muestra total estaba constituida por 222 empresas, de las que 130 habían experimentado cambio en la cúpula directiva durante el periodo considerado y 92 no. El tamaño medio del equipo para las firmas del primer tipo fue de 7.7 (desviación típica de 1.57) y para las del segundo de 7.42 (desviación típica de 1.58).

Comparando año a año los equipos directivos de cada empresa, determinamos las modificaciones que habían ocurrido. Estas modificaciones pueden ser de tres tipos: cambio o sustitución de la persona que ocupaba un determinado puesto; desaparición de un puesto y de la persona que lo ocupaba; y aparición de un nuevo puesto. Cada una de estas modificaciones fue calculada y codificada.

VARIABLES

Las variables utilizadas en el análisis han sido las siguientes: el cambio directivo, el rendimiento pre-

vio a la sustitución, el rendimiento posterior, la rotación en el equipo directivo, la edad organizativa, el tamaño de la empresa, el tamaño del equipo y la nacionalidad de la empresa.

El cambio directivo es una variable dicotómica, que toma el valor 1 en el caso de que haya ocurrido un cambio en cualquiera de los cargos de la alta dirección (presidente, consejero delegado y director general) y 0 en el caso contrario. La variable es la misma cuando descendemos al nivel de cambio de presidente, de consejero delegado o de director general.

El rendimiento de la empresa, tanto previo como posterior al cambio directivo, ha sido medido mediante un indicador no habitual en las investigaciones precedentes, como es la variación de las ventas. Aunque la mayoría de estudios sobre la materia han utilizado, como medida de rendimiento, indicadores proporcionados por el mercado de capitales o medidas de rentabilidad financiera (ROE, ROA, ROS), la variación de las ventas constituye un excelente indicador del rendimiento de la empresa (Salancik y Meindl, 1984; Boeker, 1992; Boeker y Goodstein, 1993) y, como señalan Ambler y Kokkinaki (1997), ha sido el indicador más empleado en la investigación empírica para medir el rendimiento o el éxito de la empresa. Respecto a la variable rendimiento, y al indicador utilizado para medirlo, es preciso apuntar dos observaciones.

En primer lugar, los estudios empíricos han mostrado que tanto la relación rendimiento-sucesión, como la relación cambio-rendimiento posterior, pueden producirse con un cierto retraso, que algunos autores han estimado en dos años (Warner, Watts y Wruck, 1988; Kesner y Dalton, 1994). Por esta razón, los modelos a estimar incluirán no sólo la variación de las ventas respecto al año inmediatamente posterior al cambio en la alta dirección, sino también la variación de los dos años siguientes a la sustitución. Estos mismos indicadores fueron utilizados por Boeker y Goodstein (1993).

En segundo lugar, algunos autores han sugerido que el indicador relevante para analizar la relación entre rendimiento y sucesión, o viceversa, no es el rendimiento absoluto de la empresa, sino el rendimiento relativo, es decir, comparando el rendimiento de la firma con la media de la industria en la que compite (Furtado y Rozeff, 1987; Puffer y Weintrop,

1993). Warner, Watts y Wruck (1988) encuentran que el rendimiento de la empresa en relación con el mercado es mejor predictor del cambio directivo que el rendimiento individual de la firma. Al mismo resultado llegan Denis y Denis (1995) al estudiar las consecuencias de la sustitución directiva. Así pues, calculamos la variación media para los distintos sectores considerados en la fuente de información utilizada (20 sectores) y estas tasas de variación media de los sectores fueron sustraídas a las correspondientes tasas de variación de las empresas, siguiendo el procedimiento utilizado en otros muchos estudios (Harrison, Torres y Kukalis, 1988; Denis y Denis, 1995). En el análisis de las consecuencias del cambio sobre el rendimiento, junto a la variación de las ventas, consideramos otro indicador de rendimiento para comprobar la consistencia de los resultados. Este segundo indicador fue el beneficio sobre ventas o ROS.

En el estudio de la rotación del equipo directivo, los cambios en la alta dirección fueron determinados en todos los años considerados provocando problemas de homogeneidad al determinar el rendimiento previo de la empresa. Por esta razón, y siguiendo el procedimiento empleado por Wagner, Pfeffer y O'Reilly (1984), tomamos como medida de rendimiento la media de la variación de las ventas, ajustada al sector, para todo el periodo.

El cambio en el equipo directivo fue medido a través de dos indicadores que reflejaban aspectos diferentes de la misma realidad: un indicador de rotación directiva y otro que podemos denominar de reorganización del equipo de dirección. Estos indicadores fueron calculados de forma diferente para la unidad de análisis empresa-año y para la empresa en todo el período analizado.

Considerando como observación la empresa-año, la rotación se mide como la proporción de personas que son sustituidas en el equipo de un año a otro. En el numerador se recoge el número de puestos en los que se ha producido un cambio de persona y el denominador es igual al tamaño del equipo en el año precedente (excluidos los cargos de la alta dirección) menos el número de puestos que desaparecen de un año a otro. El porcentaje medio de cambio fue de 0.099 (desviación típica de 0.177), con un mínimo de 0 y un máximo de 1.

Por su parte, la reorganización hace referencia a la aparición y desaparición de puestos en el equipo

directivo. Estos sucesos pueden ocurrir por simple olvido o cambio de criterio de la empresa, sin reflejar modificaciones reales en el equipo de dirección. Por esta razón, procedimos a una depuración previa eliminando todos aquellos casos en los que los cargos aparecían o desaparecían un determinado año volviendo a desaparecer o a aparecer en años posteriores; igualmente, suprimimos todas aquellas apariciones y desapariciones en las que era posible suponer una simple modificación en la denominación del puesto, siendo ocupado por la misma persona. Esta depuración fue realizada de forma independiente por dos de los autores, existiendo divergencias de criterio en sólo cinco casos que fueron arbitrados por los otros miembros del equipo. Una vez hechas las correcciones, y utilizando un indicador similar al empleado por Tushman y Rosenkopf (1996), procedimos a calcular un índice de reorganización empresa-año obtenido como cociente entre la suma de apariciones y desapariciones y la media del tamaño del equipo en los dos años considerados (siempre excluyendo los cargos de la alta dirección). El rango de este indicador varía entre 0 y 1.33, con una media de 0.14 (desviación típica de 0.2).

A nivel de empresa determinamos unos indicadores de cambio y reorganización del equipo para todo el período considerado (1994-1998). El indicador de cambio se obtenía por la suma total de cambios ocurridos durante todo el intervalo dividido por la media de los tamaños de los equipos en los cuatro años considerados. El valor mínimo de este indicador fue de 0, con un máximo de 2.04 y una media de 0.3381 (desviación típica de 0.338). El indicador de reorganización venía expresado por la proporción entre la suma total de apariciones y desapariciones acaecidas en el período y la suma de los tamaños de los equipos en los diferentes años. El rango de este indicador fluctuaba entre un mínimo de 0 y un máximo de 0.43, con una media de 0.11 (desviación típica de 0.07).

La edad organizativa fue calculada restando a 1998 el año de fundación de la compañía que fue obtenido del Duns & Bradstreet. Para determinar la nacionalidad se identificaron las empresas de la muestra que eran filiales de compañías extranjeras (no españolas), considerando el país de la matriz. Esta información se obtuvo consultando el directorio de matrices del Duns & Bradstreet. A partir de aquí se distinguió entre

empresas nacionales (141 empresas) y filiales extranjeras (81empresas).

El origen del sucesor es una variable dicotómica que toma el valor 1 si el sustituto del presidente, consejero delegado o director general procede del exterior de la empresa y 0 en caso contrario. Esta variable fue especificada a través de un procedimiento con tres fases. En primer lugar, a partir de la fuente de información utilizada (revista Nueva Empresa) determinamos los nuevos directivos que en años anteriores habían pertenecido al equipo de dirección de la empresa (éstos fueron calificados de internos). En segundo lugar, consultamos el anuario DICODI (Directorio de Consejeros y Directivos de España) en el año inmediatamente anterior al del cambio, para comprobar si el nuevo directivo estaba trabajando en la misma (interno) o en otra empresa (externo). Finalmente, para aquellos directivos que no pudieron ser encontrados en las fuentes consultadas (unos 40), se recurrió a una llamada telefónica a la compañía preguntando por la procedencia de dicho directivo. No obstante, tras una revisión de la información, eliminamos todos los casos en los que existían dudas razonables sobre el origen del sucesor (empleo en empresas filiales, trabajo simultáneo en dos empresas, varios directivos con el mismo nombre,...)

El tamaño de la empresa fue medido a través del volumen de ventas, que constituye probablemente el mejor indicador de la visibilidad de la empresa, del impacto sobre su entorno y de la utilización de recursos, razones por las que representa una medida que ha sido ampliamente utilizada en las investigaciones sobre cambio directivo. Siguiendo las recomendaciones de Blau (1970), la forma funcional utilizada para el tamaño ha sido el logaritmo natural de la variable, intentando corregir el sesgo de la distribución.

RESULTADOS

Los resultados serán expuestos y comentados distinguiendo las dos cuestiones de investigación abordadas: las consecuencias de un cambio en la alta dirección sobre el rendimiento y su influencia sobre la rotación en el equipo directivo.

Respecto a las consecuencias del cambio sobre el rendimiento, el análisis empírico se orienta a explo-

rar cuál de las tres perspectivas teóricas señaladas se ajusta mejor a nuestros resultados. Para ello, llevamos a cabo sucesivos análisis con el objeto de tratar de comprobar la consistencia de los resultados obtenidos.

Partimos de la muestra total de empresas, tomando como variable dependiente la tasa de variación de las ventas posterior al cambio (tasa de variación respecto al año siguiente al del cambio y la tasa de variación de los dos años posteriores) y como variable independiente o de clase la ocurrencia o no de un cambio en la alta dirección. Siguiendo el mismo procedimiento que el utilizado por Bommer y Ellstrand (1996), contrastamos los enfoques alternativos de las consecuencias del cambio a través de un análisis de la covarianza, en el que la variación de las ventas del período anterior al cambio y el tamaño de la empresa fueron usadas como variables, debido a su probable influencia sobre el rendimiento posterior al cambio. Controlando estas variables, se puede obtener una visión más segura de la posible influencia del cambio sobre el rendimiento.

Como se comprueba en la tabla 1, las empresas que han sustituido a alguno de los miembros de la alta dirección no han experimentado, en el año posterior al del cambio, una variación de las ventas significativamente distinta a las empresas que no han experimentado dicho cambio. Sin embargo, en el período siguiente se aprecia una ligera diferencia entre las empresas con cambio y sin cambio, aunque su nivel de significación es reducido. En ese segundo período, las empresas con cambio en la alta dirección tienen una variación de las ventas del -2,4% y las compañías sin cambio del 0,49%.

Los escasos estudios previos que se han realizado sobre esta cuestión en organizaciones empresariales, y que sostenían la teoría del "sentido común", mostraban que el incremento del rendimiento se producía sobre todo en los casos de sustituciones forzadas (Denis y Denis, 1995). En la medida que nuestra muestra incluye todo tipo de cambios, es posible que una gran mayoría de sustituciones normales (jubilaciones, fallecimientos, enfermedades) oculte el posible efecto positivo de los cambios forzados. En todo caso, y según esos estudios previos, todavía sería esperable un ligero incremento en el rendimiento de la empresa, respecto a las compañías que no han cambiado de máximo ejecutivo.

Tabla 1.- Resultados del análisis de la covarianza

Variables	Variación ventas 96/97				Variación ventas 97/98			
	Suma de cuadrados	Grados de libertad	F	Nivel de significación	Suma de cuadrados	Grados de libertad	F	Nivel de significación
Efecto principal								
CAMBIO DIRECTIVO	0,008741	1	0,267	0,606	0,09088	1	3,444	0,064
Covariables								
TAMAÑO	0,0000128	1	0,000	0,984	0,00002739	1	0,001	0,974
VAR. VENTAS 95/96	0,0000934	1	0,003	0,957	0,350	1	13,261	0,000
Explicado	0,008810	3	0,090	0,966	0,436	3	5,503	0,001
Residual	19,257	588			15,517	588		
Total	19,269	592			15,954	592		
EMPRESAS SITUADAS POR DEBAJO DE LA MEDIANA								
Efecto principal								
CAMBIO DIRECTIVO	0,0000042	1	0,000	0,991	0,126	1	4,909	0,027
Covariables								
TAMAÑO	0,03424	1	1,004	0,317	0,002377	1	0,093	0,761
VAR. VENTAS 95/96	0,002416	1	0,071	0,790	0,00003086	1	0,001	0,972
Explicado	0,06722	4	0,493	0,741	0,131	4	1,273	0,281
Residual	9,927	291			7,461	291		
Total	9,994	296			7,617	296		

Para analizar esta posibilidad, consideramos la suposición, sustentada en la perspectiva racional-adaptativa, de que en las empresas con rendimientos reducidos existe una mayor probabilidad de destitución de las personas que ocupan los cargos de la alta dirección. En consecuencia, el bajo rendimiento previo puede ser tomado como un indicio de sustitución forzada del directivo.

Así pues, de la muestra original de empresas seleccionamos aquéllas que se situaban por debajo de la mediana en la distribución de la variación media de las ventas, correspondientes a los dos años anteriores al cambio. Suponíamos que en dicha muestra el porcentaje de cambios forzados se elevaría, al mismo tiempo que las sustituciones naturales se reducirían, haciendo más visible el posible efecto de los cambios directivos. Esta forma de operar ya fue utilizada por Denis y Denis (1995), para comprobar la consistencia de los resultados que habían obtenido. Como se observa en la parte inferior de la tabla 1, el análisis de la covarianza vino a confirmar los resultados obtenidos en las estimaciones previas, mostrando con mayor intensidad el efecto del cambio sobre la variación de las ventas de los dos años posteriores a la sustitución. Como en el caso anterior, la variación de las ventas de las empresas con cambio (-2,96%) fue inferior al de las empresas sin cambios (2,04%), indicando que la sustitución del máximo ejecu-

tivo parece perjudicar, aunque no inmediatamente, el rendimiento de la empresa.

Para comprobar la consistencia de los resultados a la medida de rendimiento utilizada, repetimos el análisis empleando ahora como indicador de rendimiento el ROS. En este caso, la muestra es más reducida debido a que muchas empresas no habían suministrado su cifra de beneficios. Los resultados del análisis de la covarianza son presentados en la tabla 2, mostrando que no existen discrepancias significativas en la rentabilidad posterior entre empresas con cambio y sin cambio en la alta dirección. A diferencia del análisis previo, en éste no se observan divergencias en el rendimiento del segundo año posterior al cambio. En todo caso, nuestros resultados, cualquiera que sea la medida de rendimiento utilizada, no confirman la teoría del sentido común, según la cual el cambio directivo conllevará una mejora del rendimiento.

En el análisis de la segunda cuestión, el efecto de la sustitución en la alta dirección sobre la rotación en el equipo directivo, tratamos la información de dos maneras. En primer lugar, tomamos una única observación por cada empresa, considerando todas las sustituciones producidas en el periodo considerado. En segundo lugar, tomamos 4 datos correspondientes a cada empresa, considerando el cambio acaecido en cada uno de los años.

Tabla 2.- Resultados del análisis de la covarianza

Variables	ROS 97				ROS 98			
	Suma de cuadrados	Grados de libertad	F	Nivel de significación	Suma de cuadrados	Grados de libertad	F	Nivel de significación
Efecto principal								
CAMBIO DIRECTIVO	0,001445	1	0,740	0,391	0,001091	1	0,450	0,503
Covariables								
TAMAÑO	0,002941	1	1,505	0,221	0,001020	1	0,421	0,517
ROS ANTES	0,01354	1	6,934	0,009	0,001667	1	0,688	0,408
Explicado	0,04204	4	5,381	0,000	0,01058	4	1,092	0,361
Residual	0,441	226			0,547	226		
Total	0,487	231			0,572	231		

En el primer caso, se trata de comprobar si existen diferencias significativas de rotación y de reorganización directiva entre las empresas que han experimentado un cambio en la alta dirección y las que no han experimentado dicho cambio. Intentamos determinar si la sustitución en la alta dirección origina un periodo de turbulencia en la empresa que se concreta en un mayor porcentaje de cambio en el equipo directivo. Para contrastar dicha hipótesis utilizamos una metodología similar a la empleada en otros estudios (Wagner, Pfeffer y O'Reilly, 1984; Kesner y Dalton, 1994).

En el segundo caso, tratamos de concretar el momento temporal en el que se producen los cambios en el equipo. Para ello, al igual que otros autores (Boeker, 1992; Boeker y Goodstein, 1993), tomamos como unidad de análisis la observación empresa-año, intentando determinar si en el período en el que tiene lugar el cambio en la cúpula directiva, se observa una rotación anormal dentro del resto del equipo de dirección.

Hay que tener en cuenta que, a semejanza del máximo ejecutivo, la sustitución de cualquier directivo puede ser debida a causas naturales (fallecimiento, enfermedad, jubilación,...) o bien ser salidas forzadas (cese o despido). A la hora de abordar nuestro estudio, partimos de la hipótesis operativa de que las sustituciones naturales se distribuyen aleatoriamente en la población (Kesner y Dalton, 1994). Por tanto, la inclusión de sustituciones naturales no debe afectar a la relación cambio en alta dirección-rotación en el equipo, tan sólo moderará la intensidad de la misma.

La tabla 3 muestra la matriz de correlaciones entre las variables consideradas en el análisis. En esta matriz se relacionan, de forma no muy correcta, variables continuas con variables dicotómicas (cambio

y nacionalidad). No obstante, su presentación se debe a motivos expositivos y aclaratorios. Como puede observarse, la rotación y la reorganización del equipo directivo aparecen claramente asociadas a determinadas variables (cambio, nacionalidad, tamaño de la empresa y tamaño del equipo), las cuales, a su vez, se encuentran relacionadas entre sí. Para analizar el efecto separado de cada una de esas variables sobre la rotación y la reorganización, estimamos las correlaciones parciales entre ellas, que se presentan en la tabla 4. Se aprecia que, en todos los casos, la asociación de reorganización y rotación con el resto de variables se mantiene significativa, una vez controlado el efecto de las variables interpuestas.

Realizados estos análisis previos, estimamos los resultados del análisis de la covarianza para dos modelos: uno de rotación y otro de reorganización. En ambos consideramos como efectos principales las variables de clase (cambio y nacionalidad) y como covariables las variables continuas (edad, tamaño del equipo, tamaño de la empresa y variación de las ventas ajustada al sector).

Como se puede comprobar en la tabla 5, los resultados indican, confirmando lo ya expuesto en la matriz de correlaciones, que la edad organizativa y la variación de las ventas no tienen una influencia significativa sobre el cambio en el equipo directivo. Estos resultados son similares a los obtenidos por Wagner, Pfeffer y O'Reilly (1984), aunque utilizando un indicador diferente de cambio en el equipo de dirección.

Se observa que el cambio en la alta dirección tiene un impacto notable tanto sobre la rotación como sobre la reorganización del equipo directivo. Se trata, pues, de un acontecimiento relevante para la conformación del grupo de dirección de la empresa.

Tabla 3.- Correlaciones

		Cambio	Edad	Equipo	Nacional	Reorg.	Rotac.	Tamaño	V. ventas
Correlación de Pearson	Cambio	1,000							
	Edad	-0,099	1,000						
	Equipo	0,087	0,020	1,000					
	Nacionalidad	0,353**	-0,034	0,072	1,000				
	Reorganización	0,326**	-0,050	0,241**	0,214**	1,000			
	Rotación	0,313**	-0,105	0,144*	0,326**	0,227**	1,000		
	Tamaño	-0,056	-0,081	0,252**	0,071	0,233**	0,093	1,000	
	Var. ventas	0,022	-0,095	-0,095	-0,020	0,049	0,075	0,027	1,000

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral); ** La correlación es significativa al nivel 0,01.(bilateral).

Tabla 4.- Correlaciones parciales

Rotación			Reorganización		
Variable (variable de control)	Correlación	Valor de p	Variable (variable de control)	Correlación	Valor de p
Cambio (nacional)	0,2239	0,01	Cambio (nacional)	0,2740	0,000
			Nacional (equipo)	0,1121	0,096
Nacional (cambio)	0,2425	0,000	Equipo (tamaño)	0,1936	0,004
			Tamaño (equipo)	0,1837	0,006
Cambio (nacional, equipo)	0,2177	0,001	Cambio (nacional, tamaño y equipo)	0,2915	0,000

Tabla 5.- Resultados del análisis de la covarianza (análisis a nivel de empresas)

Variables	Rotación				Reorganización			
	Suma de cuadrados	Grados de libertad	F	Nivel de significación	Suma de cuadrados	Grados de libertad	F	Nivel de significación
Efecto principal								
CAMBIO	0,993	1	10,276	0,002	0,281	1	19,447	0,000
NACIONALIDAD	1,240	1	12,832	0,000	0,02525	1	1,751	0,187
Covariables								
EDAD	0,106	1	1,092	0,297	0,0000009732	1	0,000	0,993
EQUIPO	0,243	1	2,516	0,114	0,09558	1	6,626	0,011
TAMAÑO	0,06947	1	0,719	0,397	0,143	1	9,890	0,002
VAR. VENTAS	0,147	1	1,520	0,219	0,01119	1	0,776	0,379
Explicado	4,479	6	7,726	0,000	0,787	6	9,095	0,000
Residual	20,773	215			3,101	215		
Total	50,604	221			24,623	222		

El carácter de filial de una empresa extranjera tiene una influencia significativa sobre la rotación directiva, pero no así sobre la reorganización del equipo. Estos resultados confirman los obtenidos en estudios previos sobre la rotación de directivos expatriados: las filiales de las multinacionales tienen unas tasas de rotación directiva superiores a las empresas nacionales. Sin embargo, no sucede lo mismo con el caso de las reorganizaciones: las filiales extranjeras no modifican sus estructuras directivas en mayor o menor grado que las empresas domésticas.

Finalmente, la reorganización del equipo viene condicionada por el tamaño de la empresa. Las compañías más grandes, debido tal vez a su propia complejidad y a la presión ejercida por los directivos de niveles inferiores, parecen proceder a reestructuraciones (incorporación y eliminación de puestos)

más frecuentes que las firmas de menor dimensión. Igual sucede con el tamaño del equipo, reflejando la mayor probabilidad de reorganización cuanto más grande es el grupo de dirección de la compañía. En los grupos grandes se puede esperar que haya una menor resistencia a la creación de nuevos puestos o a la eliminación de algunos.

La consistencia de estos resultados fue comprobada mediante algunos análisis complementarios. Así, para evitar el posible efecto no deseado de los cambios repetidos en la alta dirección, volvimos a estimar el modelo únicamente con las empresas que en el período considerado sólo habían tenido un cambio en la alta dirección (74 empresas) frente a las compañías que no habían experimentado ninguna sustitución (92 empresas). Los resultados fueron prácticamente idénticos a los obtenidos con la

muestra general. Igualmente, efectuamos el análisis considerando exclusivamente los cambios de presidente (81 empresas) y los cambios de director general (76 empresas), para comprobar la posible influencia del cargo sobre los resultados. Los resultados mostraron que tal influencia no era apreciable.

Una cuestión adicional, pero relevante, de investigación era comprobar si esas diferencias provocadas por el cambio en la alta dirección son sensibles al hecho de que el sucesor proceda del interior o del exterior de la empresa, tal como han sugerido y demostrado los estudios previos (Kesner y Dalton, 1994). Para ello, dividimos la muestra en tres grupos: empresas con cambio externo en la alta dirección, empresas con cambio interno y empresas sin cambio. La tabla 6 muestra los resultados del test de diferencia de medias entre los tres grupos. Como puede comprobarse, tanto las empresas con cambio externo como interno presentan diferencias significativas respecto a las compañías sin cambios, pero no existen divergencias entre las empresas con cambio según que éste sea interno o externo.

Así pues, el cambio en alguno, o algunos, de los cargos de la alta dirección origina un período de turbulencia en el equipo directivo que se traduce en un aumento significativo del porcentaje de directivos sustituidos y en un proceso intenso de reorganización del equipo de dirección. A la vista de estos resultados, parece pertinente concretar en qué momento se producen estas transformaciones.

Era previsible que las principales modificaciones en el equipo, rotación y reorganización, tuvieran lu-

gar en los años más cercanos al de la sustitución en la alta dirección. Las transformaciones ocurridas en el mismo año del cambio están reflejando las consecuencias del cambio, motivadas por alguna de las razones apuntadas anteriormente; consecuencias que pueden prolongarse un año o dos años más (Kesner y Dalton, 1994) si el proceso de renovación se realiza con cierta lentitud. Por otro lado, las modificaciones en el año previo al del cambio están reflejando un ritual de "cabeza de turco" al nivel de los miembros del equipo directivo (Boeker, 1992), pues el máximo ejecutivo puede tratar de salvar su posición mediante la destitución de algunos de sus subordinados más inmediatos.

La tabla 7 recoge los resultados del test cuando se considera el año en el que ha tenido lugar el cambio en la alta dirección. Teniendo en cuenta que, en la muestra utilizada, el porcentaje de ceros (no cambios en el equipo) es muy elevado, los análisis tradicionales de la varianza y de la covarianza no son apropiados. Por esta razón, recurrimos a las pruebas no paramétricas de diferencia de medias entre dos (o tres) muestras independientes, empleando el test de Mann-Whitney (o de Kruskal-Wallis). Como se puede observar, la rotación directiva en ese año es significativamente más elevada que la ocurrida cuando no se produce tal sustitución. Lo mismo ocurre en el caso de las reorganizaciones.

En la tabla 8 se recogen los resultados de los test no paramétricos de diferencias de medias correspondientes al año previo y al año posterior al del cambio, así como los correspondientes al

Tabla 6.- Diferencias de medias según el origen del sucesor (análisis a nivel de empresas)

Origen	Rotación				Reorganización			
	n	Media	Desv. típica	Nivel de significación Interno Externo	Media	Desv. típica	Nivel de significación Interno Externo	
Interno	47	0,3879	0,3661		0,1370	0,08359		
Externo	33	0,4189	0,3020	0,895	0,1310	0,0129	0,936	
No cambio	96	0,2122	0,2405	0,004 0,002	0,08410	0,06442	0,000 0,007	

Tabla 7.- Rotación y Reorganización en el equipo directivo (análisis a nivel de empresa-año)

Rotación						Reorganización					
U de Mann-Whitney	46824,500					U de Mann-Whitney	49235,000				
W de Wilcoxon	290775,500					W de Wilcoxon	293186,000				
Z	-7,437					Z	-5,891				
Sig. asintót. (bilateral)	0,000					Sig. asintót. (bilateral)	0,000				
	N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.		N	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.
Cambio	190	0,00	2,00	0,1836	0,2475	Cambio	190	0,00	1,33	0,2182	0,2443
No cambio	698	0,00	1,00	0,07764	0,1573	No cambio	698	0,00	1,14	0,1186	0,1818

segundo año previo y posterior, eliminando del total de observaciones las correspondientes a la empresa-año en que el cambio ha tenido lugar. En el año anterior al del cambio no se observa una rotación anormal del equipo directivo, aunque existe un cierto proceso de reorganización directiva. Por el contrario, en el año posterior al cambio se pone de manifiesto la situación inversa: existe un porcentaje significativo de rotación directiva sin que se produzca una reorganización apreciable del equipo.

En relación con el segundo año previo y posterior al cambio en la alta dirección, los resultados se ajustan a los esperados. Dos años antes del cambio es probable que aún no se haya planteado la sustitución del directivo y, por tanto, no existan diferencias significativas ni en la rotación ni en la reorganización del equipo. Sin embargo, dos años después del cambio se observa que la empresa continúa con el proceso de renovación del equipo, sin afectar a la reorganización del mismo. En suma, en este segundo año se sigue con el proceso de "limpieza de la casa" iniciado en el mismo año del cambio y continuado en el año posterior. Este resultado no debe sorprender, pues en los estudios sobre el impacto de las fusiones, adquisiciones y otras tomas de control en la rotación directiva, se comprobaba que esa rotación era significativamente superior a la observada en la muestra de control hasta cinco años después del acontecimiento analizado (Walsh, 1988, 1989; Walsh y Ellwood, 1991; Huang y Yen, 1996).

DISCUSIÓN

Por último, quisimos comprobar, como en el caso del análisis precedente, si existían diferencias significativas en los resultados según que el sucesor fuese externo o interno. La tabla 9 muestra que si bien existen diferencias significativas entre empresas con cambio y sin cambio en la rotación y reorganización correspondiente al año del cambio-, tales divergencias no se observan al comparar el cambio interno con el externo.

En relación con las posibles consecuencias sobre el rendimiento de la empresa de un cambio en la alta dirección, se han formulado diferentes perspectivas teóricas que pueden justificar cualquier resultado obtenido, si bien parece razonable suponer que el despido de un directivo venga apoyado en la esperanza de una mejora en el rendimiento futuro.

Los resultados obtenidos en este estudio claramente no apoyan este enfoque adaptativo, que ha sido calificado por algunos como teoría del sentido común. Parece que el cambio en la alta dirección no tiene efectos apreciables sobre el rendimiento de la empresa, ya sea éste medido por la variación de las ventas o por el rendimiento de las ventas (ROS). Aunque se aprecia un efecto negativo sobre la variación de las ventas en el segundo año posterior al cambio, tal resultado debe ser considerado con precaución y requiere análisis adicionales con un horizonte temporal más amplio, que permita comprobar la tendencia de la evolución de las ventas.

Tabla 8.- Rotación y reorganización en el equipo directivo (análisis a nivel de empresa-año: año/s antes y después del cambio)

	Antes del cambio				Después del cambio			
	1 año		2 años		1 año		2 años	
	Rotac.	Reorg.	Rotac.	Reorg.	Rotac.	Reorg.	Rotac.	Reorg.
U de Mann-Whitney	26752,500	22935,500	14111,500	15270,500	29659,500	31024,500	18664,500	24610,000
W de Wilcoxon	224887,50	221070,50	15239,500	239385,50	214187,50	37019,500	221867,50	227813,00
Z	-0,430	-2,707	-1,498	-0,364	-2,196	-1,144	-4,780	-0,352
Sig. asintót. (bilateral)	0,667	0,007	0,134	0,716	0,028	0,252	0,000	0,725

Tabla 9.- Diferencias de medias según el origen del sucesor (análisis a nivel de empresa-año)

Origen	Rotación					Reorganización			
	n	Media	Desv. típica	Nivel de significación		Media	Desv. típica	Nivel de significación	
				Interno	Externo			Interno	Externo
Interno	67	0,1539	0,1670			0,2665	0,2548		
Externo	42	0,2067	0,3322	0,269		0,1946	0,2595	0,180	
No cambio	663	0,07284	0,1493	0,001	0,000	0,1209	0,1854	0,000	0,063

Así pues, nos inclinamos por considerar nuestros resultados como un apoyo empírico a la perspectiva del "cabeza de turco", según la cual la sustitución del máximo ejecutivo es un mero acto simbólico, sin consecuencias, pues, sobre el rendimiento posterior de la compañía.

Por otro lado, los resultados han permitido comprobar que un cambio en la alta dirección origina un período de inestabilidad organizativa, que afecta al equipo de dirección y que se traduce en un mayor porcentaje de rotación de los directivos y en un proceso de reorganización del equipo. Se ha podido constatar que existen divergencias temporales en el momento en que tienen lugar esos cambios y reorganizaciones. Así, el año de la sustitución de la alta dirección es un período de intensa inestabilidad, con cambios en el equipo e intensos procesos de reorganización.

Por el contrario, en el año previo no se aprecia un porcentaje significativo de cambios en el equipo, indicio de que no se produce el ritual del "cabeza de turco" en la segunda línea de la jerarquía de la empresa, tal como sugería Boeker (1992). Ello puede indicar que, en la muestra utilizada, pocos máximos ejecutivos sienten la amenaza del despido por problemas de rendimiento y, consecuentemente, no necesitan recurrir a la sustitución previa de algunos de sus directivos. Más bien, los resultados indican que la sustitución parece relativamente planificada, en la medida que las empresas acometen un proceso reorganizativo el año anterior al de la sustitución, a modo de herencia para el sustituto. No obstante, este sustituto del máximo ejecutivo tiene sus propias ideas y profundiza aún más en la reorganización una vez que ha asumido la autoridad.

En el año posterior al cambio y en el año siguiente, se continúa el proceso de "limpieza de la casa" (Boeker, 1992; Kesner y Dalton, 1994) iniciado el período anterior, es decir, se vuelve a observar un elevado porcentaje de rotación directiva, pero sin modificaciones sustanciales en la estructura del equipo. En resumen, el nuevo máximo ejecutivo establece con rapidez la estructura de dirección que desea y emplea un tiempo más dilatado en la asignación de personas a los cargos, si bien comienza inmediatamente a su designación con algunos cambios en el equipo.

Los resultados y comentarios anteriores parecen dibujar un proceso claramente definido de la modifi-

cación del equipo directivo como consecuencia de la sustitución del máximo ejecutivo de la compañía. Se trata de un proceso planificado, que se inicia el año previo al del cambio con una reestructuración inicial del equipo y que se concreta y finaliza el año del cambio; y con una rotación de las personas del equipo, que se desencadena a partir del momento de la sustitución y que se prolonga, al menos, dos años después al momento del cambio.

CONCLUSIONES

Según nuestra opinión, en el estudio de la sucesión directiva se ha prestado una considerable atención al examen de las causas del cambio directivo, en detrimento de otra cuestión en principio más relevante para la empresa, como es el análisis de las consecuencias de un cambio en la alta dirección. Más importante que comprender por qué se cambia un directivo es conocer los efectos que dicho cambio conlleva: consecuencias sobre el rendimiento y sobre otros aspectos relevantes como la rotación en el equipo de dirección, la modificación en las prácticas organizativas, el efecto sobre la cultura organizativa, sobre la estrategia de la empresa, etc.

Normalmente, estas cuestiones se han abordado a nivel de casos concretos que destacaban el papel transformador desempeñado por un nuevo líder. Sin embargo, existen muy pocos estudios sistemáticos que se apoyen en proposiciones generales y traten de contrastarlas empíricamente. La presente investigación ha intentado analizar la relación existente entre un cambio en la alta dirección y el rendimiento subsecuente de la empresa, medido por la tasa de la variación de las ventas. Nuestros resultados han venido a apoyar la perspectiva teórica de que los cambios de dirección son inconsecuentes para el rendimiento de la empresa, contradiciendo la teoría racional-adaptativa, enfoque dominante en la dirección estratégica y en la administración de empresas en general, que reconoce la capacidad de los directivos de influir en el rendimiento de la empresa. Aunque los resultados obtenidos vienen fundamentados por sólidos enfoques teóricos, y otros muchos estudios han llegado a resultados similares, es preciso profundizar en ellos para llegar a comprender en qué circunstancias y bajo qué condiciones el nuevo directivo tiene capacidad, o posibilidad, para modificar en sentido

positivo el rumbo de la compañía. Así pues, la conclusión obtenida exige estudios posteriores que permitan verificar su validez. En esas investigaciones conviene tener en cuenta algunas recomendaciones que no han sido asumidas en el presente trabajo.

En primer lugar, es preciso distinguir con cierto rigor entre cambios debidos a causas naturales y sustituciones forzadas. El estudio de Denis y Denis (1995) lleva a cabo esta separación, según algunos criterios discutibles, y obtiene resultados completamente diferentes a los nuestros.

En segundo lugar, hay que tener en cuenta el origen del sucesor. Los estudios anteriores (Kesner y Dalton, 1994; Bommer y Ellstrand, 1996) subrayan la importancia de esta distinción a la hora de analizar las consecuencias del cambio directivo. Se considera que la contratación de un directivo procedente del exterior de la organización tendrá un efecto más significativo, no sólo sobre el rendimiento, sino también sobre otros aspectos de la organización. Es más, la literatura sobre reestructuración corporativa considera como condición necesaria para el cambio de rumbo la sustitución del máximo ejecutivo por una persona ajena a la empresa (véase Kesner y Dalton, 1994, para una revisión de los mismos).

Finalmente, hay que profundizar en aquellas consecuencias adicionales que un cambio en la alta dirección tiene sobre la organización y el efecto moderador que las mismas tienen sobre el rendimiento. Por ejemplo, un solo directivo puede ser incapaz de modificar el rumbo de una empresa si no cuenta con el apoyo del equipo de dirección de la compañía. Sería interesante, pues, analizar como el cambio en el máximo ejecutivo influye en la rotación del equipo directivo y el efecto de esta rotación sobre el rendimiento (Virany, Tushman y Romanelli, 1992; Tushman y Rosenpkof, 1996).

A este respecto, nuestro estudio permite concluir que un cambio en la alta dirección, en cualquiera de los cargos de presidente, consejero delegado y director general, desencadena un período de inestabilidad en la compañía, traducido en una elevada rotación en el equipo directivo. Los cambios y la reorganización del equipo se producen de forma intensa en el mismo año de la sustitución del máximo dirigente, con efectos también significativos en el año previo y siguiente, si bien de naturaleza distinta. En el año anterior al del cambio se inicia, en muchos casos, un proceso de reorganización del equipo, indicando que

bastantes cambios en la alta dirección son previstos y planificados con cierta antelación; probablemente aquéllos que se deban a jubilaciones o retiros voluntarios. Por el contrario, en los años siguientes al de la sustitución las modificaciones en el equipo se concretan en cambios de personas, como continuación y tal vez culminación del proceso de conformación del equipo directivo deseado por el máximo ejecutivo.

Los resultados obtenidos proporcionan alguna luz sobre los fenómenos de la sucesión y la rotación directiva. No obstante, el presente trabajo tendrá su necesaria continuación, abordando, entre otros, las siguientes cuestiones. Por un lado, es preciso examinar el efecto de la causa de la sustitución (forzada o natural) sobre el cambio en el equipo, explorando el proceso de planificación que supone esa sustitución. Por otro lado, hay que tener en cuenta el efecto moderador de determinadas variables económicas y organizativas (naturaleza del entorno, propiedad de la compañía), que no han podido ser consideradas en este trabajo. Finalmente, debemos analizar las consecuencias que la rotación directiva, tanto del CEO como del resto de los miembros del equipo, tiene sobre determinadas variables y aspectos organizativos, como pueden ser el rendimiento de la empresa y la estrategia de la compañía.

NOTAS

1. Para la realización de este trabajo hemos contado con la valiosa ayuda de Francisco J. Acedo González, colaborador del Departamento de Administración de Empresas y Marketing de la Universidad de Sevilla. Esta investigación ha sido financiada por el proyecto número PB 95-1238-C04-02 de la DGICYT.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, M.P.; PANIAN, S.K. (1982): "Power, Performance, and Succession in the Large Corporation", *Administrative Science Quarterly*; 27, pp. 538-547.
- ALLEN, M.P.; PANIAN, S.K.; LOTZ, R.E. (1979): "Managerial Succession and Organizational Performance: A Recalcitrant Problem Revisited", *Administrative Science Quarterly*; 24, pp. 167-180.
- ANGELO, H. DE; ANGELO, L. DE (1989): "Proxy Contests and the Governance of Publicly Held Corporations", *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 29-59.

- BANTEL, K.A.; JACKSON, S.E. (1989): "Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top of Team Make the Difference?", *Administrative Science Quarterly*, 24, pp. 167-180.
- BENSON, G.J. (1985): "The Self-Serving Management Hypothesis: Some Evidence", *Journal of Accounting and Economics*, pp. 67-84.
- BLACK, J.S. (1988): "Work Role Transitions: a Study of American Expatriate Managers in Japan", *Journal of International Business Studies*, vol. 19, pp. 277-294.
- BLAU, P.M. (1970): "A Formal Theory of Differentiation in Organizations", *American Sociological Review*, 35, pp. 201-218.
- BOEKER, W. (1992): "Power and Managerial Dismissal: Scapegoating at the Top", *Administrative Science Quarterly*, 37, pp. 400-421.
- BOEKER, W.; GOODSTEIN, J. (1993): "Performance and Successor Choice: the Moderating Effects of Governance and Ownership", *Academy of Management Journal*, 36, núm. 1, pp. 172-186.
- BOMMER, W.H.; ELLSTRAND, A.E. (1996): "CEO Successor Choice, its Antecedents and Influence on Subsequent Firm Performance: An Empirical Analysis", *Group & Organization Management*, 21, núm. 1, pp. 105-124.
- BROWN, M.C. (1982): "Administrative Succession and Organizational Performance: The Succession Effect", *Administrative Science Quarterly*, 27, pp. 1-16.
- CANELLA, A.A.; LUBATKIN, M. (1993): "Succession as a Sociopolitical Process: Internal Impediments to Outsider Selection", *Academy of Management Journal*, 36, núm. 4, pp. 763-793.
- COUGHLAN, A.; SCHMIDT, R.M. (1985): "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance", *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 43-66.
- DENIS, D.J.; DENIS, D.K. (1995): "Performance Changes Following Top Management Dismissals", *The Journal of Finance*, 1 núm. 4, pp. 1029-1057.
- DENIS, D.J.; DENIS, K.D.; SARIN, A. (1997): "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics*, 45, pp. 193-221.
- FINKELSTEIN, S. (1992): "Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement and Validation", *Academy of Management Journal*, 35, pp. 505-538.
- FIZEL, J.L.; D'ITRI, M.P. (1997): "Managerial Efficiency, Managerial Succession and Organizational Performance", *Managerial and Decision Economics*, 18, pp. 295-308.
- FURTADO, E.; KARAN, V. (1990): "Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence", *Financial Management*, 19; núm. 2, pp. 60-75.
- FURTADO, E.; ROZEFF, M.S. (1987): "The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes", *Journal of Financial Economics*, 18, pp. 147-160.
- GÓMEZ MEJÍA, L.R.; BALKIN, D.B.; CARDY, R.L. (1998): *Managing Human Resources*. Prentice Hall International.
- GRUSKY, O. (1961): "Corporate Size, Bureaucratization, and Managerial Succession", *American Journal of Sociology*, 67, pp. 261-269.
- HARRISON, J.R.; TORRES, D.L.; KUKALIS, S. (1988): "The Changing of the Guard: Turnover and Structural Change in the Top Management Positions", *Administrative Science Quarterly*, 33, pp. 211-232.
- HAVEMAN, H.A. (1993): "Ghosts of Managers Past: Managerial Succession and Organizational Mortality", *Academy of Management Journal*, 36, pp. 864-881.
- HUANG, W.; YEN, G. (1996): "The Impact of Proxy Contest on Managerial Turnover: A Test of the Job Security Hypothesis", *Managerial and Decision Economics*, 17, pp. 551-558.
- KESNER, I.F.; DALTON, D.R. (1994): "Top Management Turnover and CEO Succession: An Investigation of the Effects of Turnover on Performance", *Journal of Management Studies*, 31, núm. 5, pp. 701-713.
- LIEBERSON, S.; O'CONNOR, J.F. (1972): "Leadership and Organizational Performance: a Study of Large Corporations", *American Sociological Review*, 37, pp. 117-30.
- MIKKELSON, W.H.; PARTH, M.M. (1997): "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover", *Financial Economics*, 44, pp. 205-228.
- NAUMANN, E. (1992): "A Conceptual Model of Expatriate Turnover", *Journal of International Business Studies*, vol. 23, pp. 499-531.
- PFEFFER, J. (1981): "Management as Symbolic Action: The Creation and maintenance of Organizational Paradigms", en L.L. Cummings y B.M. Staw [ed.]: *Research in Organizational Behavior*, pp. 1-52. Greenwich, CT: JAI Press.
- PRIEM, R.L. (1990): "Top Management Team Group Factors, Consensus, and Firm Performance", *Strategic Management Journal*, 11, pp. 469-478.
- PUFFER, S.; WEINTROP, J.B. (1991): "Corporate Performance and CEO Turnover: The Role of Performance Expectations", *Administrative Science Quarterly*, 36, pp. 1-19.
- REINGANUM, M.R. (1985): "The Effect of Executive Succession on Stockholder Wealth", *Administrative Science Quarterly*, 30, pp. 46-60.
- SALANCIK, G.R.; MEINDL, J.R. (1984): "Corporate Attributions as Strategic Illusions of Management Control", *Administrative Science Quarterly*, 29, pp. 238-254.
- TUNG, R.L. (1988): *The New Expatriate*. Cambridge: M.A. Ballinger Publishing

- TUSHMAN, M.; ROSENKOPF, L. (1996): "Executive Succession, Strategic Reorientation and Performance Growth: A Longitudinal Study in the U.S. Cement Industry", *Management Science*, 42, núm. 7, pp. 939-953.
- VIRANY, B.; TUSHMAN, M.; ROMANELLI, E. (1985): "Organization Revolution: A Metamorphosis Model of Convergence and Reorientation", en L.L. Cummings y B.M. Staw [ed.]: *Research in Organizational Behavior*. Greenwich, CT: JAI Press.
- VIRANY, B.; TUSHMAN, M.; ROMANELLI, E. (1992): "Executive Succession and Organization Outcomes in Turbulent Environments: an Organization Learning Approach", *Organization Science*, 3, núm. 1, pp. 72-90.
- WAGNER, W.G.; PFEFFER, J.; O'REILLY, C.A. (1984): "Organizational Demography and Turnover in Top Management Groups", *Administrative Science Quarterly*, 29, pp. 74-92.
- WALSH, J.P. (1988): "Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions", *Strategic Management Journal*, 9, pp. 173-183.
- WALSH, J.P. (1989): "Doing a Deal: Merger and Acquisition Negotiations and their Impact Upon Target Company Top Management Turnover", *Strategic Management Journal*, 10, pp. 307-322.
- WALSH, J.P.; ASHFORD, T.; HILL, E. (1985): "Feedback Obstruction: The influence of the Information Environment on Employee Turnover Intentions", *Human Relations*, 38, pp. 23-46.
- WALSH, J.P.; ELLWOOD, J.W. (1991): "Mergers, Acquisitions, and the Pruning of Managerial Deadwood", *Strategic Management Journal*, 12, 3, pp. 201-218.
- WALSH, J.P.; SEVARD, J.K. (1990): "On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms", *Academy of Management Review*, 15, pp. 421-458.
- WARNER, J.B.; WATTS, R.L.; WRUCK, K.H. (1988): "Stock Prices and Top Management Changes", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 461-492.
- WIERSEMA, M.; BANTEL, K. (1992): "Top Management Team Demography and Strategic Change", *Academy of Management Journal*, 35, pp. 91-121.

La Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa recibió este artículo para su publicación el 29 de marzo de 2000.