

El impacto de la gestión de la innovación radical en la sustitución del consejero-delegado: evidencia empírica en la industria española de periódicos*



Isabel Gutiérrez

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid

Manuel Núñez-Nickel

Departamento de Economía de la Empresa
Universidad Carlos III de Madrid

Resumen

En este artículo se analizan las relaciones entre la adopción de las innovaciones tecnológicas radicales y la renovación de los directivos. El éxito en la innovación requiere una combinación singular de capacidad de gestión, iniciativa empresarial y oportunidad tecnológica. Las organizaciones frecuentemente pierden su ventaja competitiva cuando tiene lugar un cambio tecnológico radical que convierte en obsoleta sus capacidades existentes. Por ello la gestión de los cambios tecnológicos radicales es una de las tareas fundamentales de la alta dirección. El directivo debe favorecer un ambiente interno donde la asunción de riesgos por parte de los directivos de producción y comerciales permita ampliar los mercados y lanzar nuevos productos. Por eso, cuando la dirección general falla en la introducción de los cambios necesarios, a veces, se produce su sustitución. En este trabajo se utiliza una muestra de empresas editoras de periódicos para aislar el efecto de la innovación en la tecnología de impresión –la sustitución de la impresión tipográfica por la impresión offset– sobre la salida del consejero delegado. Los resultados muestran que el retraso en la adopción de la nueva tecnología dominante incrementa significativamente la probabilidad de la salida el máximo directivo.

Palabras clave: discontinuidad tecnológica, innovación radical, cambio en la alta dirección.

Clasificación JEL: M1, L6, L2.

Abstract

This paper explores the relationships between radical technological innovation and CEO transitions in organizations. Successful innovation requires a particular combination of entrepreneurial, managerial and technological roles. Organizations often lose their competitive advantage when a radical technological change renders their existing capabilities obsolete. Managing radical technological change is a fundamental element of top management's task. The chief executive should develop an environment where risk taking by executive champions and product champions will result in new ventures and products. But when the current chief executive fails facilitating technological change sometimes is removed from her/his position. On a sample of Spanish newspaper organizations we isolate the effect of innovation in printing technology –the substitution of typography printing for off-set printing– on

* Los autores agradecen la financiación del Ministerio de Educación y Ciencia para la realización de esta investigación (Proyectos SEJ2006-01731 y SEJ2004-08176-C02-02).

CEO dismissal. Our findings show that the delay in the adoption of a new dominant technological design increases the probability of the CEO replacement.

Keywords: *technological discontinuities, radical innovation, CEO transitions.*

Jel classification: *M1, L6, L2.*

1. Introducción

Esta investigación estudia la relación entre la sustitución del consejero-delegado y la adopción de innovaciones radicales en las organizaciones cuando emerge un nuevo diseño tecnológico dominante en la industria. En particular, nos centramos en el impacto del retraso en la adopción de una innovación radical sobre el riesgo del empleo del dirigente empresarial de mayor nivel jerárquico.

Existe abundante evidencia de la importancia de las disrupciones tecnológicas o innovaciones radicales en el éxito o fracaso de las empresas en mercados competitivos. El reconocimiento de este hecho no elimina la incertidumbre que siempre existe sobre cómo acometer estas innovaciones por parte de las empresas. Las disrupciones tecnológicas transforman las relaciones con los clientes y consumidores, reestructuran la economía de los mercados, desplazan los productos actuales, y crean nuevas categorías de productos. Las innovaciones tecnológicas radicales son avances tan significativos que incrementan la escala, la eficiencia, o el diseño y convierten en obsoletas las tecnologías existentes en relación a las nuevas (Mensch, 1979).

La tecnología evoluciona con largos períodos de cambios incrementales que son interrumpidos por innovaciones revolucionarias que afectan para siempre el entorno competitivo de la industria (Rosenberg, 1972; Tushman y Anderson, 1986). Estas discontinuidades tecnológicas alteran el entorno competitivo y recompensan a aquellas empresas innovadoras que tempranamente reconocen y explotan las nuevas oportunidades tecnológicas.

La gestión de los proyectos que entrañan innovaciones radicales ha de ser diferente de la que concierne a las incrementales. Algunos aspectos estratégicos clave son necesarios para implementar con éxito la innovación radical. Tushman y O'Reilly (1977) enfatizan la importancia que tiene para la organización contar con un líder con habilidad para absorber la discontinuidad tecnológica y transformarla en innovaciones efectivas. El apoyo, la implicación, el compromiso y el liderazgo del directivo es quizás el factor más crítico para el éxito. El papel de la innovación radical en el cumplimiento de las estrategias a largo plazo y los objetivos tiene que estar claramente establecido y reforzado en todos los niveles.

El consejero-delegado juega al menos dos importantes papeles en la adopción de innovaciones radicales. En primer lugar, es el responsable final de la estrategia tecnológica de la compañía. La política tecnológica se define como «la estrategia a largo plazo de una organización en los concerniente a la adopción de nuevos procesos, innovaciones materiales y la orientación hacia la innovación en nuevos productos o servicios» (Ettlie y Bridges, 1987: 118). Por tanto, la política tecnológica se

refiere al grado en que una firma persigue agresivamente los cambios tecnológicos en términos de proceso de innovación (por ejemplo, la puesta al día continua de las tecnologías productivas y de equipamiento).

Pero para implementar una innovación radical, las empresas necesitan con anterioridad detectar y reconocer las oportunidades. Las incertidumbres tecnológicas y del mercado asociadas con las innovaciones radicales, sin embargo, hacen a veces esta detección difícil (Lefevre, Mason y Lefevre, 1997). Por ello, un segundo papel crucial del consejero-delegado es la observación del entorno en busca de nuevas oportunidades de negocio. La exploración efectiva del entorno se basa en el juicio del ejecutivo y sus elecciones son cruciales para el éxito estratégico. Algunos autores consideran que la exploración efectiva del entorno representa una capacidad dinámica de la empresa (Eisenhardt y Martin, 2000). En los entornos dinámicos que requieren innovaciones, los directivos eficaces se apoyan en su propio conocimiento del ambiente externo y de las funciones internas de innovación (Garg, Walters y Priem, 2003).

El reconocimiento de la oportunidad para la innovación radical depende fuertemente de la iniciativa individual y la capacidad, más que de las rutinas, prácticas y procedimientos de la empresa. Muchos autores en el campo de la gestión de la innovación y del aprendizaje organizativo han identificado una serie de problemas que las empresas ya establecidas afrontan su capacidad para reconocer las oportunidades de las disrupciones tecnológicas. Christensen (1997) proporciona numerosos ejemplos de empresas líderes que han sido incapaces de reconocer la importancia de las tecnologías emergentes, desarrolladas tanto internamente como en su entorno, para el futuro de sus propias industrias y mercados. En este sentido, las decisiones de la dirección general son críticas y los errores suelen conllevar malos resultados para la empresa. También varias investigaciones han demostrado que las empresas que presentan malos resultados a veces responden reemplazando a sus directivos clave (Wilson, 1989; John, Lang y Netter, 1992). Esta evidencia empírica es consistente con la creencia común en la literatura de estrategia de que el cambio en la alta dirección de una empresa afectaría a sus resultados (Mintzberg, 1973).

Este artículo se centra en uno de los temas centrales de gestión estratégica de la tecnología, abordando las consecuencias de la política tecnológica adoptada en el tiempo oportuno por el consejero-delegado. A tal efecto, relacionamos la literatura existente sobre el cambio de los directivos en las organizaciones con la velocidad de la empresa en la adopción de la innovación tecnológica radical cuando emerge un nuevo diseño dominante en una industria concreta (Suárez y Utterback, 1995).

La presuposición que subyace en este trabajo es que el éxito en la adopción de la innovación radical o discontinuidad tecnológica es decrece con el tiempo. Es decir, cuando el consejero-delegado no reconoce a tiempo un diseño tecnológico emergente o simplemente decide evitar el riesgo retrasando la adopción de esta innovación radical, el consejo de administración puede decidir despedir al directivo. Como señala Andrews (2001) «despedir a un directivo señala un mandato para el cambio».

La literatura proporciona numerosas recomendaciones para gestionar las innovaciones discontinuas, entre las que se incluye «crear organizaciones ambidiestras» (Tushman y O'Reilly, 1997), comprometerse con una «planificación orientada al descubrimiento» (McGrath y MacMillan, 1995), y desarrollar una política de «probar y aprender» (Lynn, Morone y Paulson, 1996).

También existe una amplia literatura sobre la rotación de los consejeros-delegados desde diferentes perspectivas. Por ejemplo, la literatura de finanzas sobre la rotación de los directivos, se centra principalmente en los mecanismos de monitorización del director general, enfatizando el papel del consejo de administración y de los bloques de accionistas en la destitución de los ejecutivos que logran malos resultados, y en la calidad de la gestión de los directores generales (p.e., Weisbach, 1988; Yermack, 1996).

Por su parte, las aproximaciones basadas en el poder vinculan la salida de los consejeros-delegados con la dinámica de poder que se establece dentro de los equipos de la alta dirección (Shen y Cannella, 2002).

A pesar de la significativa atención prestada a la dinámica de la transición de los altos ejecutivos, se ha estudiado poco la relación entre la salida del principal directivo y la gestión de las innovaciones radicales. Esta es la mayor contribución de este trabajo. Además, esta investigación se desarrolla en una industria caracterizada por pequeñas y medianas empresas, dónde su máximo dirigente juega un importantísimo papel.

La evidencia empírica se extrae de la población completa de las empresas editoras de diarios de España, en la que testamos la hipótesis relativa a la relación entre el retraso en la adopción de una innovación radical y la salida del consejero-delegado para el periodo 1966-1993.

El resto del artículo se estructura de la siguiente forma: en el próximo epígrafe se plantea la hipótesis central; en el tercer apartado se describen la fuente de datos, las variables y la metodología estadística; los resultados se muestran en la sesión cuarta; en el apartado quinto, se muestran los resultados obtenidos, que finalmente, se discuten en la última parte del trabajo.

2. Teoría e hipótesis

2.1. Cambios del director general y resultados financieros

Las implicaciones de la rotación de los consejeros delegados para el valor de la empresa han concentrado una importante atención en la investigación financiera. Este gran interés por conocer las causas y las consecuencias de la transición de los altos directivos se debe al papel crucial que éstos juegan en las decisiones estratégicas y en la valoración que hacen los accionistas de las mismas.

Existe una extensa evidencia sobre las causas y las consecuencias de la rotación de los altos ejecutivos sobre la cotización de las acciones. Generalmente, el debate se

ha centrado en la efectividad de los consejos de administración en el control del comportamiento de la dirección y en la ejecución de su tarea crítica de reclutar y despedir al consejero-delegado. Mientras que la evidencia sobre las consecuencias de las decisiones de reemplazamiento del máximo directivo no es concordante (p.ej. Bonnier y Bruner, 1989; Weisbach, 1988; Khanna y Poulsen, 1995; Denis y Denis, 1995), existe un consenso general de que la causa principal para despedir a un consejero-delegado son los malos resultados de la empresa. Toda esta evidencia acumulada por la investigación en finanzas, se basa fundamentalmente en la teoría de la agencia. Como es bien sabido, esta teoría argumenta que los ejecutivos son despedidos cuando el consejo de administración que es responsable de su control considera que éstos no están defendiendo los intereses de los accionistas. En otras palabras, el riesgo de empleo es una parte integrante de los mecanismos internos de monitorización que disciplina la conducta de los directivos cuando los resultados de la empresa están en peligro (Walsh y Seward, 1990). Tal como afirman James y Sorel (1981: 16): «el despido es la sanción definitiva que condiciona el comportamiento del directivo». Así, despidiendo al consejero-delegado que ha demostrado ser ineficiente y reemplazándolo por un sucesor al que se le presume más talento, una empresa seguiría siendo viable por un periodo de tiempo más largo si las condiciones se mantienen constantes. Desde esta perspectiva, los resultados previos son consistentes con la proposición de que el consejo de administración ejerce un control sobre los resultados corporativos y actúa despidiendo al directivo ante estos malos resultados.

A pesar de la importancia potencial de la decisión del consejo de administración de sustituir al consejero-delegado, existe escasa evidencia en relación a otros factores no financieros que también afectarían a esta decisión. Este trabajo se centra en el efecto del momento en el que se decide por parte del consejero-delegado a adoptar una innovación tecnológica radical, y asumimos que el retraso en esta decisión puede erosionar los resultados de la empresa. Como consecuencia de este hecho, el riesgo de empleo del alto directivo se incrementará. En otras palabras, cuanto más tiempo tome el consejero-delegado para introducir una innovación radical necesaria mayor será la probabilidad de que el consejo de administración asocie este retraso con futuros resultados negativos para la compañía.

2.2. Rotación del directivo y tiempo de adopción de innovaciones radicales

El crecimiento sostenido en el tiempo de la economía requiere discontinuidades o rupturas tecnológicas. Estas innovaciones radicales o discontinuidades tecnológicas son las que permiten la aparición de nuevas industrias o mercados. Al nivel de empresa, la ruptura tecnológica tiene que ser adoptada para la supervivencia a largo plazo. Este imperativo tecnológico implica un cambio en una de las características esenciales de la empresa como es su núcleo tecnológico (Hannan y Freeman, 1894). Tal cambio central irá sucedido por una secuencia de arreglos internos. Amis,

Slackm y Hinnings (20004) encuentran evidencia empírica de que las empresas tienen más éxito si la transición que la sufren para acometer innovaciones radicales está caracterizada por una secuencia de intervenciones que aplican sin dilación los cambios de gran impacto en la organización.

Cuando las empresas se enfrentan a decisiones que implican crecer o innovar, los líderes se encuentran ante la siguiente disyuntiva: o aprovechar su visión positiva de la oportunidad y actuar como empresarios, o valorar los riesgos y costes que supone esta decisión para los resultados a corto plazo, actuando como directores financieros.

Los directivos que actúan como empresarios ven las oportunidades y son proclives a introducir las innovaciones radicales rápidamente. Estas innovaciones tienen su origen en discontinuidades tecnológicas que conllevan la redefinición de las reglas de las industrias existentes. La alta dirección necesita creer fuertemente en que la incorporación de tales innovaciones supondrá un incremento en los beneficios, una mejora del precio de las acciones, un incremento en la satisfacción de los clientes, y en la competitividad global. Cuando la alta dirección está convencida de la necesidad de adoptar un nuevo diseño tecnológico dominante, el tiempo de adopción de la innovación se acortará.

Por el contrario, si los directivos que gestionan la empresa son aversos al riesgo cualquier incremento de la incertidumbre también aumentaría la tendencia a aferrarse a los cálculos de costes para no acometer la innovación. Como indica la teoría de la prospección, los agentes aversos al riesgo temen más perder un dólar que valoran ganar un dólar. Consecuentemente, cuanto más impredecibles sean los resultados, más probablemente los agentes valorarán que el valor potencial futuro de adoptar una innovación no justifica los riesgos que implicará.

¿Por qué muchos directores generales fracasan en apoyar actividades que tienen futuro mientras que se esfuerzan en tácticas y estrategias orientadas a las ganancias a corto plazo? Las empresas cotizadas en bolsa se encuentran con enormes presiones para incrementar las ganancias por acción, y los directivos tienden a enfocarse en lo inmediato. Las innovaciones radicales implican gran incertidumbre, y muchas veces la conducta de los directivos viene dictada por los presupuestos, y presupuestar las rupturas tecnológicas en términos financieros es difícil si no imposible. Por eso, cuando el consejero-delegado tiene una orientación financiera, la adopción nuevas tecnologías que supongan un cambio radical, se retrasará.

El tiempo requerido para madurar un mercado o una tecnología es de varios años. Las inversiones en proyectos de innovación radical conllevan largos periodos de tiempo para demostrar sus resultados. El directivo averso al riesgo puede ganar tiempo y dilatar la decisión de la adopción de la nueva tecnología señalizando que está buscando los recursos financieros necesarios.

Además, la decisión de adoptar una nueva tecnología y el periodo de transición hasta la sustitución de la antigua es un periodo de turbulencia política en el seno de la organización hasta que los arreglos internos se ajusten de nuevo como respuesta

al nuevo imperativo tecnológico (Barnett y Carroll, 1995). Sólo cuando la incertidumbre creada por las innovaciones radicales se reduce considerablemente porque ya se admite sin duda como un nuevo diseño dominante, clarificando las opciones tecnológicas de la empresa, el consejero-delegado tomará la decisión de adoptar la innovación radical. Pero podría ser demasiado tarde. Las empresas que tempranamente hayan adoptado la tecnología estarán mejor posicionadas en el mercado y sus consejos de administración podrían anticipar mejores resultados a largo plazo.

En consecuencia, nuestra hipótesis predice que:

Cuando una discontinuidad tecnológica aparece, el retraso en la adopción de la innovación tecnológica radical por la empresa está positivamente asociado con la sustitución de su consejero-delegado.

3. Datos, variables y metodología

3.1. Datos

En esta investigación se utilizan los datos de la población de diarios españoles, comprendiendo todos los periódicos publicados en este país desde 1966 hasta 1993: 276 periódicos en total. Como periódicos se consideran aquellas publicaciones que aparecen al menos cuatro veces a la semana. Contamos con 4.762 observaciones para este intervalo temporal en el que se han producido 170 salidas de consejeros-delegados en 247 periódicos. La permanencia media en este puesto es de cuatro años y medio.

La base de datos ha sido creada desde dos fuentes primarias: la *Guía General de Medios de Comunicación* –una publicación trimestral que ofrece la mayor parte de la información relevante durante el tiempo de operaciones del periódico–, y el *Registro General de la Administración Pública* –que contiene el censo de las fundaciones de periódicos de todos los diarios publicados en España desde 1966.

La utilización de estos datos presenta varias ventajas. En primer lugar, difiere notablemente del tipo de empresas que generalmente se utilizan en los estudios de innovación. Se trata de empresas relativamente pequeñas, que no cotizan en bolsa y donde la alta dirección tiene poderosa influencia, tanto económica como ideológica. En segundo lugar, la utilización de los periódicos como población para testar la hipótesis nos permite controlar factores exógenos que pueden afectar a la relación entre la adopción de la innovación y la salida del alto ejecutivo: todas las empresas están en la misma industria, están operando en el mismo país, están aislada de los efectos de la fuerza del mercado global –al ser un sector eminentemente local–, han estado expuestas a las mismas condiciones históricas en el intervalo temporal considerado, y no presenta demasiadas asimetrías de información y complejidad si las comparamos con corporaciones grandes y diversificadas.

3.2. Periodo de estudio

El periodo considerado abarca desde 1966 a 1993, en el que se produce en España unos cambios sociales, políticos y económicos muy acusados que permitieron la transición pacífica de la dictadura a la democracia. El año inicial (1966) coincide con la promulgación de la Ley de Prensa e Imprenta que impulsó la puesta en marcha de las dos fuentes de datos antes mencionadas y acabó con la anterior censura impuesta por el régimen dictatorial a la prensa. El año final (1993) se corresponde con el desarrollo del Mercado Único Europeo, en el que España se integra. A partir de 1992, con la entrada en vigor de la Ley de Televisión, se produce un cambio radical en las condiciones competitivas del sector en el que las empresas tradicionales se van agrupando en grupos multimedia y cadenas de empresas de medios. Este cambio tan significativo aconsejaba restringir la investigación al periodo considerado.

3.3. Discontinuidades tecnológicas en la industria de periódicos

El sector de periódicos es adecuado para testar la hipótesis que nos interesa. Después de un largo periodo de estabilidad tecnológica, en esta industria se produce una severa transformación técnica. Hay que considerar que desde el siglo xv, la tecnología de impresión se había mantenido sin variaciones dramáticas hasta hace unos cincuenta años. El primer cambio tecnológico radical se produce a principios de los sesenta (Smith, 1983) y se caracterizó por la renovación de las plantas de producción, mejorando su automatización y sustituyendo de la composición en caliente por la composición en frío o fotocomposición. Un fenómeno que comenzó con la invención de nuevas técnicas impresión (placas offset) y que desembocó en la introducción de los ordenadores en el proceso de producción de los periódicos (Smith, 1983), lo que alteró para siempre las fases de composición e impresión del periódico. La segunda revolución tecnológica viene de la mano de la introducción de la informática en el propio trabajo intelectual de los profesionales de la información, creando nuevos canales de comunicación y desembocando en el periodismo electrónico (Nieto e Iglesias, 1993).

Las mejoras en las tecnologías de la información han tenido un carácter gradual. Una vez inventado el ordenador (cambio puntual producido antes del periodo de estudio), es excepcional el día en que no se produce una mejora. Este cambio tecnológico se considera incremental. Por el contrario, la invención de una nueva tecnología de impresión produce una discontinuidad tecnológica en el sector, que convierte en obsoleta técnica y económicamente la tecnología anterior.

Desde el punto de vista económico sus efectos fueron severos. Aunque sin duda, la tecnología permitiría reducir el coste de producción del periódico y aumentar su calidad, también fueron necesarias grandes inversiones en sistemas de impresión y una transformación costosa de las plantas de producción. Además, también se incrementaron los costes variables porque la fotocomposición y las placas offset, a

diferencia de las tipográficas, utilizan materiales no reciclables. Se produce una simplificación del trabajo (las fases de control se suprimen), y algunos oficios tradicionales desaparecen o se transforman como los linotipistas, fotomecánicos, etc. (Nieto e Iglesias, 1993: 144; Lavine y Walkman, 1992: 162-164; Smith 1983: 13-15). La introducción de la tecnología de fotocomposición fue un proceso de destrucción de las competencias existentes que representó una nueva forma de producir un periódico. Las discontinuidades que destruyen las competencias existentes y obligan a sustituidas por otras muy diferentes a las requeridas por el anterior diseño dominante afectan a las habilidades, las competencias distintivas y los procesos de producción asociados a cambios radicales en la distribución del poder y el control (Tusman y Anderson, 1986).

Los efectos sociales surgieron en parte de las mismas ventajas económicas (reducción de los costes de producción y de mano de obra). Los puestos de trabajo se redujeron y muchos conflictos afectaron la estabilidad de las empresas editoras de prensa. Los sindicatos rechazaron frontalmente los recortes laborales que la puesta en marcha de la nueva tecnología implicaba. El caso más significativo fue la huelga de los trabajadores mantuvieron en el diario británico *The Times* que lo mantuvo cerrado durante un año. A causa de las grandes pérdidas en las que incurrió por el mantenimiento de los costes fijos durante el periodo sin producción y el cambio de la demanda, nunca volvió a recuperarse.

En resumen, parece claro que la innovación en la tecnología de impresión y composición en el sector fue de carácter radical dada a la magnitud de los costes sociales y económicos que conllevó. Además, el montante de recursos que implicaba su adopción afectó a la estabilidad de las empresas editoras de prensa, pues introdujo en ellas un cambio en una de las dimensiones organizativas fundamentales, el núcleo tecnológico (Hannan y Freeman, 1984).

3.4. Variables

El *cambio del consejero-delegado* es la variable dependiente en el contraste estático. Esta variable se define como el cese permanente en el puesto del consejero-delegado del periódico, y toma el valor (1) desde el momento que este directivo es relevado de su puesto, y (0) en el resto.

Hemos capturado el efecto del *retraso tecnológico* sobre la sustitución del consejero-delegado por la diferencia entre el día en que cada periódico podía haber introducido la nueva tecnología de impresión (offset) y el día en que efectivamente incorporó la misma el primer periódico (*first mover*) en la industria. Esta medida del retraso aproxima el tiempo transcurrido que la empresa opera con la tecnología obsoleta (tipografía).

Como hemos señalado anteriormente, la salida del consejero-delegado también está influenciada por otros factores ajenos al retraso tecnológico. Apoyándonos en

la evidencia previa obtenida por los ecólogos organizativos en la industria de periódicos (por ejemplo, Carroll y Delacroix 1982), hemos controlado tanto por los factores organizativos como del entorno para testar la robustez del modelo. Por otra parte, hemos controlado por los atributos del consejero-delegado que se han probado que afectan a su salida.

3.4.1. Atributos del consejero-delegado

La evidencia existente ha concluido, que además de la habilidad de gestión, los altos directivos adquieren internamente un poder que les permite atrincherarse en su puesto, con independencia de los malos resultados. Entre las fuentes de este poder están varios factores como el prestigio personal y el estatus social (Filkelstein, 1992), la posesión de acciones (Cannella y Shen, 2001), y la pertenencia a la familia propietaria (Gomez-Mejia, Núñez-Nickel y Gutiérrez, 2001). Para controlar el impacto del poder del consejero-delegado hemos introducido dos variables: familia y permanencia.

Como nuestra muestra se compone principalmente por empresas medianas y pequeñas que no cotizan en la bolsa, tanto la situación personal como la participación en la propiedad se han aproximado por la existencia de lazos familiares con la propiedad. Estos vínculos afectan a la probabilidad de permanencia en el puesto del consejero-delegado (Gomez-Mejia *et al.*, 2001). La variable *familia* aproxima la presencia o ausencia de lazos familiares entre el principal (propietario) y el agente (consejero-delegado) y se midió por comparación de los apellidos del consejero-delegado y el de los propietarios que se publican en la Guía General de Medios.

Independientemente de su experiencia y capacidad, el tiempo que el consejero-delegado ha estado en la empresa afecta a sus relaciones de poder y grados de discrecionalidad dentro de la misma (Porac, Wade y Pollock, 1999). Es generalmente aceptado que este poder se incrementa con la permanencia en la empresa y crece con el tiempo (Shen, 2003). En este sentido, Allgood y Farell (2003) muestran que un alto porcentaje de salidas tienen lugar en los primeros años en ese puesto. En otro estudio anterior, los mismos autores encontraron una relación negativa constante entre los resultados de la empresa y las salidas forzadas de los directivos con larga permanencia en el puesto (Allgood y Farell, 2000). La *permanencia* del consejero-delegado la medimos por la diferencia entre la fecha de la salida del mismo y cada momento que ocupa su puesto.

3.4.2. Características organizativas

Para controlar el tamaño de la empresa hemos usado dos variables de cobertura: *cobertura nacional* (periódicos que se distribuyen al menos en 15 provincias), y *cobertura regional* (para aquellos que se distribuyen en 14 provincias o menos). Ambas variables toman el valor (1) cuando el periódico cumple las características definidas, y (0) en caso contrario.

La *lengua* en la que se publica el periódico, que Dacin (1997) demuestra ser importante en este sector, se codificó como (1), si el periódico se publicaba en castellano, y (0) en otra lengua (catalán, gallego o euskera).

Hemos tenido en cuenta las subvenciones que el estado concedía a la industria a través de dos variables de control: *subsidio tecnológico* y *otros subsidios*. El primero se concedía a aquellos periódicos que decidían cambiar sus equipamientos. Las restantes subvenciones se otorgaban para ayudar a la distribución de la prensa en determinados lugares como las islas (Canarias y Baleares) o en países extranjeros. Se codifica con (1) a los periódicos que han recibido estos subsidios y con (0) a los que no.

Siguiendo a otros estudios (Miner, Amburguey y Stearns, 1990), el impacto de la pertenencia al partido único del régimen de Franco se ha controlado por la variable *Prensa del Movimiento* que toma el valor (1) para aquellos periódicos que pertenecían al partido político y (0), en caso contrario. Cuando el partido desapareció con la llegada de la democracia, estos periódicos pasaron a manos del estado, que los cerró o los privatizó. Mantenemos esta variable hasta este momento (cierre o privatización). Es una variable importante para esta investigación porque la afinidad entre el consejero-delegado y el partido político podría amortiguar el impacto de los malos resultados sobre la salida de éste.

Los resultados anteriores se han aproximado por la *probabilidad de fracaso*, que se ha definido por el ratio de mortalidad de cada periódico en cada instante temporal. Para calcular esta variable hemos estimado un modelo de duración exponencial por etapas (*piecewise-exponential model*), donde el fracaso de la empresa en la variable endógena.

La *edad* del periódico se calcula como el número de trimestres entre su fecha de fundación y de cese de actividades; o si el periódico aún opera, se calcula para cada momento, la diferencia entre su fecha de fundación y el final del periodo de estudio.

Finalmente, es necesario en las investigaciones sobre la mortalidad organizativa introducir controles por el uso de datos truncados a la izquierda. A tal efecto hemos usado ocho variables definidas en intervalos para controlar los efectos de la dependencia de la edad en la mortalidad (Carroll y Hannan, 2000).

3.4.3. Factores ambientales

En efecto de la competencia se ha introducido por medio de las variables *densidad de contenido* y *densidad de contenido²/100*. La variable densidad de contenido se define como el número de periódicos con el mismo tipo de contenido que se publican en cada momento. Es decir, el número de periódicos que existen en cada momento en cada segmento del mercado (periódicos de información general, periódicos deportivos, prensa económica, etc.). Elegimos esta medida porque los ecólogos organizativos han documentado una relación positiva entre los ratios de mortalidad y la densidad poblacional (por ejemplo, Baum y Korn 1996; Baum y Mezias, 1992).

La amplitud total del nicho del mercado suele ser una medida de las posibilidades de desarrollo de una industria o población. En nuestra investigación aproximamos esta capacidad por la variable *mercado* que se define como el número de habitantes (en millones) que saben leer y son mayores de 16 años. Esta variable se ha obtenido de la Encuesta de Población Activa publicada por el Instituto Nacional de Estadística.

Finalmente, las condiciones políticas de cada momento se han introducido en el modelo con la variable *Era* (Núñez-Nickel, Gutiérrez y Carmona, 2006), que controla los efectos del sistema político sobre la salida del consejero-delegado (Miner *et al.*, 1990). Esta variable toma el valor (1) cuando el periódico estuvo operando durante la dictadura (1963-1975) y (0), para el periodo democrático.

3.5. Metodología

Para testar la hipótesis hemos utilizado un modelo exponencial por etapas con un ratio de fracaso exponencial (Carrol y Hannan, 2000)

$$r(t) = e^{\beta x(t)}$$

donde β es el vector de coeficientes asociados y X la matriz de variables exógenas y de control. Los valores de las variables son trimestrales (el menor intervalo temporal posible de nuestras fuentes de datos). Como señalamos anteriormente, este modelo posibilita solucionar los problemas de los datos truncados a la izquierda con la introducción de variables organizativas de edad como controles (ocho en nuestro caso) y con el uso de un calendario temporal como variable dependiente que nos permite estimar el ratio de fracaso $r(t)$ (Dobrev y Carroll, 2003, Ingram y Simons, 2000). Hemos estimado por máxima verosimilitud parcial con el paquete estadístico Stata (Stata Corporation, 1999) los parámetros β (Cox y Oakes, 1984; Lawless, 1992). Si β tiene un signo significativo y positivo se incrementará la probabilidad de salida del consejero-delegado. Contrariamente, si alguno de los sus signos es negativo y significativo, se interpretaría como una disminución de esta probabilidad de salida.

4. Resultados

Las medias, desviaciones típicas y la matriz de correlaciones de Spearman se recogen en la tabla 1.

Hemos calculado una sola regresión para el periodo de estudio total (1996-1993) para comprobar la influencia del retraso tecnológico sobre la salida del consejero delegado en el total de la población (hipótesis). Todas las variables se han introducido junto con las de control para asegurar la robustez de los resultados. La hipótesis será confirmada si el coeficiente es positivo y significativo. El modelo que aparece en la tabla 2 así lo indica: la variable *retraso tecnologico* tiene un coeficiente positivo y estadísticamente significativo, lo que nos permite afirmar que la hipótesis no puede ser rechazada ($p < 0,001$).

TABLA 1
MEDIAS, DESVIACIONES TÍPICAS, Y CORRELACIONES

	Media	D.T.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 Retraso tecnológico	14,05	8,08														
2 Familia	0,45	0,50	0,04													
3 Permanencia	4,56	4,79	0,22	0,11												
4 Cobertura nacional	0,12	0,32	0,01	-0,00	-0,01											
5 Cobertura regional	0,26	0,44	0,01	-0,04	0,04	-0,23										
6 Lengua	0,93	0,25	-0,16	0,03	-0,09	0,10	-0,13									
7 Subsidio tecnológico	0,31	0,46	0,36	-0,02	0,19	-0,00	0,09	-0,14								
8 Otros subsidios	0,28	0,38	0,34	-0,03	0,17	0,03	0,08	-0,14	0,89							
9 Prensa Movimiento	0,24	0,43	-0,21	-0,08	-0,11	-0,11	-0,09	0,06	-0,10	-0,10						
10 Probabilidad fracaso	0,01	0,03	0,21	0,32	-0,22	0,03	-0,27	0,04	-0,00	-0,01	-0,00					
11 Densidad-contenido	103,43	31,53	0,02	-0,02	0,03	-0,53	0,15	-0,06	-0,10	-0,13	0,06	-0,03				
12 Densidad cont ² /100	116,92	39,82	0,09	-0,01	0,03	-0,49	0,14	-0,06	-0,20	-0,22	0,04	-0,01	0,97			
13 Mercado	27.324,26	2.479,85	0,99	0,04	0,20	0,01	-0,17	-0,17	0,35	0,34	-0,21	0,21	0,02	0,09		
14 Era	0,41	0,49	-0,84	-0,03	-0,20	-0,02	-0,02	0,16	-0,57	-0,56	0,18	-0,20	0,01	-0,01	-0,84	
15 Edad	45,07	34,54	-0,03	-0,13	0,26	-0,07	0,26	0,20	0,12	0,10	-0,10	-0,49	0,12	0,09	-0,04	0,00

Correlaciones < 0,03 implican p -valores < 0,05.

TABLA 2
PROBABILIDAD DE DESPIDO DEL CONSEJERO-DELEGADO

	Coeficientes (errores estándar)
Retraso tecnológico	0,3580 ^c (0,0639)
Familia	-1,0314 (1,2589)
Permanencia	-66,8902 (2.207,304)
Cobertura nacional	0,3155 (0,3008)
Cobertura regional	0,1771 (0,2481)
Lengua	0,4843 (0,4344)
Subsidio tecnológico	0,3956 (0,3814)
Otros subsidios	-0,3894 (0,3761)
Prensa movimiento	0,1161 (0,3245)
Probabilidad de fracaso	-2,0779 (6,3826)
Densidad-contenido	-0,0046 (0,0185)
Densidad cont ² /100	0,0059 (0,0144)
Mercado	-0,0009 ^b (0,0002)
Era	0,6607 (0,4435)
Edad < 2 años	1,7138 ^b (0,2999)
Edad < 5 años	-0,7289 ^a (0,3032)
Edad < 10 años	0,3176 (0,1861)
Edad < 20 años	-0,0901 (0,1083)
Edad < 30 años	0,0327 (0,1017)
Edad < 40 años	-0,0099 (0,0588)
Edad < 50 años	0,0371 (0,0477)
Edad > 50 años	-0,0007 (0,0068)
Constante	35,8418 (551,8496)
G.L.	22
X ²	936,89 ^c
Número de observaciones	4,762

^c p-valor < 0,0001; ^b p-valor < 0,001; ^a p-valor < 0,05.

Otro resultado interesante es que ninguno de los atributos del consejero-delegado influye significativamente en su reemplazamiento. Por el contrario es significativa la influencia de la variable *mercado*. Esta variable es estadísticamente significativa y tiene un impacto negativo sobre la salida del directivo. Es decir, cuanto más amplio es el nicho de mercado para el periódico (lectores potenciales) más baja es la probabilidad de su despido.

La edad del periódico también afecta al riesgo de empleo de consejero-delegado. La variable correspondiente «*edad < 2*» es estadísticamente significativa ($p < 0,001$) con un coeficiente positivo, lo que los indica que los periódicos más jóvenes presentan más probabilidad de despedir a su consejero-delegado que los más antiguos.

5. Discusión

Como nos muestran estos resultados, no podemos concluir que el consejero delegado sea el responsable del retraso en la adopción de una innovación tecnológica radical, pero nos permiten afirmar que se le suele culpar por este hecho. En 28 años de la población de diarios españoles, una de las principales razones para despedir a los consejeros-delegados ha sido precisamente el no haber adoptado a tiempo la nueva tecnología. Como nos enseña la teoría de la agencia, el despido del consejero-delegado es el último y definitivo mecanismo de control para disciplinar el comportamiento del mismo. Cuando emerge un nuevo diseño tecnológico dominante, los directivos deberían favorecer una estrategia de incorporación de la nueva tecnología rápidamente, pues en caso contrario el riesgo de ser despedido aumentará.

Este resultado concuerda con otras investigaciones previas que indicaban que la innovación radical debe ser implementada con rapidez (Romanelly y Tushman, 1994; Millar y Friesen, 1984). La principal diferencia es que estos estudios analizaban el impacto de la innovación tecnológica sobre el fracaso de las empresas, y nuestro trabajo muestra el efecto similar sobre la salida del consejero-delegado. La adopción temprana de una innovación surgida por una discontinuidad tecnológica amplifica tanto las perspectivas de la empresa como la estabilidad de su principal directivo. Por el contrario, cuando el consejero-delegado retrase una innovación radical que es necesaria, su probabilidad de salida se incrementará, porque el consejo de administración interpretará este retraso como una señal de malos resultados en el futuro.

Por otra parte, nuestro resultado está en la misma línea de los obtenidos por la literatura financiera sobre la salida de los consejeros-delegados. Esta corriente financiera muestra una relación negativa entre los resultados de la empresa y la probabilidad de reemplazamiento del consejero delegado (por ejemplo, Huson, Malatesta y Padrino, 2004). En nuestra investigación evidenciamos otro factor que afecta a la salida del consejero-delegado y opera en la misma dirección. El retraso tecnológico

se interpreta como una mala política por los consejos de administración y los directivos que apoyan esta estrategia conservadora se no son bien considerados por el consejo de administración, por lo que tienen mayores posibilidades de reemplazamiento.

También hemos hallado que la munificencia ambiental amortigua la salida del consejero-delegado. Este resultado concuerda con los de Lefebvre *et al.* (1997). Estos autores encontraron que la combinación de condiciones ambientales favorables y una clara política tecnológica coadyuvan mayores esfuerzos innovadores. Nuestro resultado extiende sus argumentos al mostrar una menor probabilidad de salida de aquellos consejeros-delegados innovadores que desarrollan su actividad en mercados munificientes.

Finalmente, hemos encontrado que la probabilidad de reemplazamiento del consejero-delegado es más alta en los primeros años de vida de la empresa. Numerosos estudios han demostrado la existencia del «riesgo de la infancia» en relación a la supervivencia empresarial (entre otros, Carroll y Delacroix, 1992; Freeman, Carroll y Hannan, 1983). Estas investigaciones pusieron de manifiesto que la mortalidad organizativa decrece con la edad. En este trabajo hemos mostrado que el ratio de salida de los consejeros-delegados es más alto en los primeros años de la empresa. Una posible explicación es que en estas etapas tempranas la incertidumbre organizativa es alta afectando tanto a la estabilidad de la empresa como a la de sus directivos.

Esta investigación presenta varias limitaciones. En primer lugar, hemos aproximado los resultados de las empresas por el ratio de mortalidad. Normalmente, los estudios realizados por los economistas financieros utilizan medidas de resultados económicos como el ROE. En nuestro caso, eso ha sido posible por la ausencia de esta información económica-financiera en las bases de datos utilizadas. En segundo lugar, nuestros datos nos impiden discriminar entre salidas voluntarias e involuntarias. Otras investigaciones (por ejemplo, Parrino, 1997) diferencian los factores que afectan a las probabilidades de salidas voluntarias del directivo y los despidos forzados. La carencia de estos datos nos ha obligado a asumir que todas los reemplazamientos de los consejeros-delegados equivalen a salidas forzadas. En tercer lugar, algunos estudios previos encuentran diversas causas de atrincheramiento de los consejeros-delegados, como por ejemplo la dualidad de su puesto (es decir, ocupar al mismo tiempo la presidencia del consejo de administración) (Davidson, Worrell y Nemeč, 1998). Estos aspectos han sido relegados en nuestra investigación al considerar exclusivamente la participación y los lazos familiares con la propiedad. Estas limitaciones suponen diferentes vías para extender esta investigación.

6. Bibliografía

- [1] ALLGOOD, S. y FARRELL, K.A. (2000). The effect of CEO tenure on the relation between firm performance and turnover, *The Journal of Financial Research*, 23 (3): 373-391.

- [2] ALLGOOD, S. y FARRELL, K. A. (2003). The Match between CEO and Firm. *Journal of Business*, 76 (2): 317-341.
- [3] ANDREWS, K. Z. (2001). The performance impact of new CEOs. *MIT Sloan Management Review*, 42 (2): 14.
- [4] AMIS, J.; SLACKM, T. y HININGS, C. R. (2004). The pace, sequence, and linearity of radical change. *Academy of Management Journal*, 47 (1): 15-39.
- [5] BARNETT, W. P. y CARROLL, G. R. (1995). Modeling Internal Organizational Change. *Annual Review Sociological*, 21: 217-236.
- [6] BAYSINGER, B. D.; KOSNIK, R. D. y TURK, T. A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34: 205-214.
- [7] BAUM, JOEL A. C. y KORN, H. J. (1996). Competitive dynamics of interfirm rivalry. *Academy of Management Journal*, 39: 255-291.
- [8] BAUM, J. A. C. y MEZIAS, S. J. (1992). Localized competition and organizational failure in the Manhattan hotel industry, 1898-1990. *Administrative Science Quarterly*, 37: 580-604.
- [9] CANNELLA, A. A. y SHEN, W. (2001). So close and yet so far: Promotions versus exit for CEO heirs apparent. *Academy of Management Journal*, 44: 252-270.
- [10] CARROLL, G. R. y DELACROIX, J. (1982). Organizational mortality in the newspaper industries of Argentina and Ireland: An ecological approach. *Administrative Science Quarterly*, 27: 169-198.
- [11] CARROLL, G. R. y HANNAN, M. T. (1989). Density dependence in the evolution of newspaper organizations. *American Sociological Review*, 54: 524-541.
- [12] CARROLL, G. R. y HANNAN, M. T. (2000). *The demography of corporations and industries*. New Jersey: Princeton University Press.
- [13] CARROLL, G. R. (1985). Concentration and specialization: Dynamics of niche width in populations of organizations. *American Journal of Sociology*, 90: 1262-1283.
- [14] CHRISTENSEN, C. M. (1997). *The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- [15] COFFEE, J. (1988). Shareholder versus managers: The strain in the corporate web. En J. C. Coffee, L. Lowenstein y S. Rose-Ackerman (eds.), *Knights, raiders and targets*. New York: Oxford University Press.
- [16] COX, D. R. y OAKES, D. (1984). *Analysis of Survival Data*. London: Chapman and Hall.
- [17] DACIN, M. T. (1997). Isomorphism in context: The power and prescription of institutional norms. *Academy of Management Journal*, 40: 46-81.
- [18] DAVIDSON III, W. N.; WORRELL, D. L. y NEMEC, C. (1998). CEO duality, succession-planning and agency theory: Research agenda. *Strategic Management Journal*, 19 (9): 905-908.
- [19] DOBREV, S. D. y CARROLL, G. R. (2003). Size (and competition) among organizations: Modeling scale-based selection among automobile producers in four major countries, 1885-1981. *Strategic Management Journal*, 24: 541-
- [20] EISENHARDT, K. M. y MARTIN, J. A. (2000). Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal*, 21: 1105-1121.
- [21] ETTLIE, J. E. y BRIDGES, W. P. (1987). Technology Policy and Innovation in Organizations. En J. M. Pennings y A. Buitendam (eds.), *New Technology as Innovation*. MA: Ballinger Publishing Company.

- [22] Fisher, H.M., & Pollock, T.G., 2004. Effects of social capital and power on surviving transformational change: The case of initial public offerings. *Academy of Management Journal*, 47 (4): 463-481.
- [23] GARG, V. K.; WALTERS, B. A. y PRIEM, R. L. (2003). Chief executive scanning emphases, environmental dynamism, and manufacturing firm performance. *Strategic Management Journal*, 24: 725-744.
- [24] GILSON, S. C. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*, 25: 241-62
- [25] GOMEZ-MEJIA, L. R.; NUÑEZ-NICKEL, M. y GUTIERREZ, I. (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts, *Academy of Management Journal*, 44 (1): 81-95.
- [26] HANNAN, M. y Freeman, J. (1984). Structural inertia and organizational change. *American Sociological Review*, 49 (2):149-164.
- [27] HANNAN, M. y FREEMAN, J. (1989). *Organizational Ecology*. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- [28] HUSON, M. R.; MALATESTA, P. H. y PARRINO, R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74: 237-275.
- [29] INGRAM, P. y SIMONS, T. (2000). State formation, ideological competition, and the ecology of Israeli workers cooperatives, 1920-1992. *Administrative Science Quarterly*, 45 (1): 25-53.
- [30] JAMES, D. R. y SOREL, M. (1981). Profit constraints on managerial autonomy: Managerial theory and the unmaking of the corporation president. *American Sociological Review*, 46: 1-18.
- [31] JOHN, K.; LANG, L. y NETTER, J. (1992). Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline. *Journal of Finance*, 47: 842-852.
- [32] KAPLAN, S. M. (1999). Discontinuous innovation and the growth paradox. *Strategy & Leadership*, 27 (2): 16-32.
- [33] LAVINE, J. M. y WACKMAN, D. B. (1992). *Management of Information Firms*. Madrid: Ed. Rialp.
- [34] LAWLESS, J. F. (1982). *Statistical Models and Methods for Lifetime Data*. New York: John Wiley and Sons.
- [35] LEFEBVRE, L. A.; MASON, R. y LEFEBVRE, E. (1997). The influence primis in SMEs: The power of CEO's perceptions on technology policy and its organizational impacts. *Management Science*, 43 (6): 856-878.
- [36] LYNN, G. S.; JOSEPH G. MORONE, J. G. y. PAULSON, A. S. (1996). Marketing and Discontinuous Innovation: The Probe and Learn Process. *California Management Review*, 38 (3): 8-37.
- [37] McGRATH, R. G. y MACMILLAN, I. C. (1995). Discovery-driven Planning. *Harvard Business Review*, 73 (4): 44-53.
- [38] MENSCH, G. (1979). *Stalemate in technology: Innovations overcome the depression*. Cambridge, MA: Ballinger.
- [39] MINER, A. S.; AMBURGEY, T. L. y STEARNS, T. M. (1990). Interorganizational Linkages and Population Dynamics: Buffering and Transformational Shields. *Administrative Science Quarterly*; 35: 689-713.
- [40] MINTZBERG, H. (1973). *The Nature of Managerial Work*. New York: Harper & Row.
- [41] NIETO, A. e IGLESIAS, F. (1993). *Empresa informativa*. Barcelona: Ariel Comunicacion.

- [42] NUÑEZ-NICKEL, M.; GUTIÉRREZ, I. y CARMONA, S. (2006). «Governmental Context Determines Institutional Value: Independently Certified Performance and Failure in the Spanish Newspaper Industry» (2006). *Organization Studies*, vol. 27 (10): 1513-1531.
- [43] PARRINO, R. (1997). CEO turnover and outside succession. A cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, 46: 165-197.
- [44] PORAC, J. F.; WADE, J. F. y POLLOCK, T. G. (1999). Industry categorizations and the politics of the comparable firm in CEO compensation. *Administrative Science Quarterly*, 44: 112-144.
- [45] ROSENBERG, N. (1972). *Technology and American economic growth*. Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- [46] SHEN, W. (2003). The dynamics of the CEO-Board Relationship: An evolutionary Perspective. *Academy of Management Journal*, 28 (3): 466-476.
- [47] SHEN, W. y CANNELLA, A. A. jr. (2002). Power dynamics within top management and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession. *Academy of Management Journal*, 45 (6): 1195-1206.
- [47] SMITH, A. (1983). *Goodbye Gutenberg*. Barcelona: Editorial Gustavo Gili.
- [48] SUAREZ, F. F. y UTTERBARCK, J. M. (1995). Dominant Designs and the Survival of Firms'. *Strategic Management Journal*, 16: 415-430.
- [49] TUSHMAN, M. L. y ANDERSON, PH. (1986). Technological Discontinuities and Organizational Environments. *Administrative Science Quarterly*, 31: 439-465
- [50] TUSHMAN, M. y O'REILLY, CH. (1997). *Winning through Innovation*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- [51] UTTERBACK, J. M. y ABERNATHY (1975). A Dynamic Model of Process and Product Innovation. *Omega*, 33: 639-656.
- [52] WALSH, J. P. y SEWARD, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15: 421-458.
- [53] WEISBACH, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20: 431-60.
- [54] YERMACK, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40: 185-211.