

¿ES RELEVANTE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO? UN ANÁLISIS DE SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS EMPRESARIALES PARA EL CONTEXTO ESPAÑOL

Esther de Quevedo Puento

Profesora Titular de la Universidad de Burgos

Juan Bautista Delgado García

Profesor Contratado Doctor de la Universidad de Burgos

Virginia Blanco Mazagatos

Profesora Contratada Doctora de la Universidad de Burgos

Este trabajo ha obtenido el **Accésit Premio Estudios Financieros 2015** en la modalidad de **Contabilidad y Administración de Empresas**.

El Jurado ha estado compuesto por: doña Ana María MARTÍNEZ PINA, don Hilario ALBARRACÍN SANTA CRUZ, don Manuel GAGO ARECES, doña Susana GAGO RODRÍGUEZ y don Manuel VILLASALERO DÍAZ.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

EXTRACTO

En la literatura no hay consenso sobre la influencia de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de las empresas. Nuestra investigación avanza en este debate, y analiza dicha influencia en la reputación y la rentabilidad de la empresa, así como el posible efecto mediador de la reputación corporativa en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y la rentabilidad. Para contrastar nuestras hipótesis analizamos una muestra de 83 empresas españolas para el periodo 2000-2012. Para controlar la posible endogeneidad, empleamos un análisis de datos de panel dinámico con el Método Generalizado de Momentos (GMM). Nuestros resultados muestran que la reputación del Consejero Delegado está positivamente relacionada con la reputación corporativa tanto en periodos de crecimiento económico como de crisis. Los resultados también evidencian que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a la rentabilidad, pero únicamente en el periodo de crisis económica. Finalmente, encontramos que la relación entre la reputación del Consejero Delegado y la rentabilidad no está mediada por la reputación corporativa. Nuestra investigación contribuye a explicar los resultados contradictorios de la literatura previa, y también tiene implicaciones en la selección y el control de los Consejeros Delegados.

Palabras claves: reputación del CEO, reputación corporativa, rendimiento empresarial, datos panel y GMM.

Fecha de entrada: 30-04-2015 / Fecha de aceptación: 30-06-2015

CEO'S REPUTATION IS RELEVANT? AN ANALYSIS OF THEIR INFLUENCE ON BUSINESS RESULTS FOR THE SPANISH CONTEXT

Esther de Quevedo Puente
Juan Bautista Delgado García
Virginia Blanco Mazagatos

ABSTRACT

Previous literature has not still reached to a consensus on the influence of CEO's reputation on firm performance. Our research advances in this debate/discussion, and analyzes that influence on corporate reputation and firm performance. Moreover, we analyze the possible mediating effect of corporate reputation in the relationship of the CEO's reputation and firm performance. To test our hypothesis, we analyze a sample of 83 Spanish companies for the period 2000-2012. We use an analysis of dynamic panel data with the Generalized Method of Moments (GMM) to control the potential endogeneity. Our results show that CEO's reputation is positively related to the corporate reputation in periods of economic growth as crisis one. The results also show that CEO's reputation positively affects firm performance, but only in the period of economic crisis. Finally, we found that the relationship between CEO reputation and firm performance is not mediated by the corporate reputation. Our researchs help to explain the conflicting results of previous literature, and it has also implications for the selection and control of the Chief Executives.

Keywords: CEO's reputation, corporate reputation, business performance, panel data and GMM.

Sumario

1. Introducción
2. La influencia de la reputación del Consejero Delegado en los resultados empresariales
3. La influencia de la reputación del Consejero Delegado en la reputación corporativa
4. El efecto mediador de la reputación corporativa en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y el resultado de la empresa
5. Metodología
 - 5.1. Variable independiente
 - 5.2. Variables dependientes
6. Resultados
7. Resumen y conclusiones

Bibliografía

1. INTRODUCCIÓN

La investigación académica ha mostrado un creciente interés por comprender cuándo, dónde y cómo los altos ejecutivos y, de forma particular, el Consejero Delegado (*Chief Executive Officer* –CEO–)¹, influyen en los resultados empresariales (HAMBRICK y MASON, 1984; FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996). Los estudios empíricos han evidenciado efectos significativos de ciertas características observables, como la edad o la formación del Consejero Delegado, en la estrategia y el resultado de las empresas (FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996). Por otra parte, la investigación empírica también ha relacionado determinados rasgos de personalidad de los directivos, como la aversión al riesgo, el alcance de control, la flexibilidad, el narcisismo o la necesidad de logro, con la estrategia y resultados de las empresas (FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996).

Entre académicos y profesionales, especialmente consultores, también se ha argumentado que la reputación del Consejero Delegado afecta al resultado y a la reputación de la empresa (CRAVENS, GOAD OLIVER y RAMAMOORTI, 2003; GAINES-ROSS, 2000 y 2003; GRAFFIN, PFARRER y HILL, 2012; RANFT, ZINKO, FERRIS, y BUCKLEY, 2006; TREADWAY, ADAMS, RANFT y FERRIS, 2009; WEBER SHANDWICK, 2011). Sin embargo, la literatura previa sobre la influencia de la reputación del Consejero Delegado en los resultados empresariales ha mostrado resultados contradictorios (GRAFFIN et ál., 2012). En concreto, se ha encontrado evidencia de efectos positivos (JIAN y LEE, 2011; KOH, 2011), negativos (MALMENDIER y TATE, 2009; LEE, 2006) e, incluso, no significativos (LI y MAKSMOVIC, 2010; WADE, PORAC, POLLOCK y GRAFFIN, 2006). La reputación del Consejero Delegado, al igual que otras características observables de los ejecutivos, es una señal que los distintos participantes utilizan para anticipar el potencial de la empresa que gestiona (CERTO, DAILY y DALTON, 2001). En este sentido, la reputación del Consejero Delegado también puede afectar a la reputación de la compañía. Esta función de la reputación del Consejero Delegado como señal es independiente del efecto directo de las decisiones estratégicas que toma el Consejero Delegado y que también afectan al resultado de la empresa. Este doble efecto de la reputación del Consejero Delegado nos lleva a plantearnos dos preguntas interesantes; si ambos efectos son relevantes y si existen interrelaciones entre ambos efectos.

¹ La literatura anglosajona utiliza el término *Chief Executive Officer* (CEO) para referirse al principal ejecutivo de una empresa. En el caso español, este cargo se puede asimilar al de Consejero Delegado, Director General o Presidente Ejecutivo, dependiendo de la empresa. Por razones de simplicidad, a lo largo de este trabajo hemos empleado el primer término, aunque con él pretendemos hacer referencia al principal ejecutivo de la compañía.

Aunque nos centramos en el análisis de la influencia de la reputación del Consejero Delegado en la reputación corporativa y en el rendimiento de la empresa, la literatura ha puesto de manifiesto que el rendimiento y la reputación de la empresa también pueden influir en la reputación del Consejero Delegado (HAYWARD y HAMBRICK, 1997; HAYWARD, RINDOVA y POLLOCK, 2004; JOHNSON, YOUNG y WELKER, 1993; NORBURN, 1989; WIESENFELD, WURTHMANN y HAMBRICK, 2008). Esto sugiere que la relación entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación y el rendimiento de la empresa puede ser endógena (WADE et ál., 2006), por lo que nuestra investigación emplea una metodología que permite controlar esta endogeneidad.

Las contribuciones más relevantes de nuestro trabajo son las siguientes. En primer lugar, contribuimos a la investigación sobre reputación del Consejero Delegado al analizar su efecto en la reputación de las empresas que gestionan. En segundo lugar, si bien es cierto que investigaciones previas ya han analizado la influencia de la reputación del Consejero Delegado sobre los resultados empresariales, la evidencia se ha centrado en el contexto estadounidense. Como sugieren GRAFFIN, PFARRER y HILL (2012), estos resultados pueden estar condicionados por la idiosincrasia particular de los EE. UU. dado que sus Consejeros Delegados habitualmente reciben una retribución y una atención de los medios de comunicación mayor en comparación con los directivos en otras partes del mundo. Por lo tanto, las evidencias obtenidas hasta el momento pueden no ser extrapolables al caso español, lo que justifica el interés de nuestro estudio. Por último, nuestro trabajo es el primero que controla los efectos endógenos entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación corporativa y los resultados empresariales.

2. LA INFLUENCIA DE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO EN LOS RESULTADOS EMPRESARIALES

La reputación del Consejero Delegado es un factor clave en el resultado de la empresa (GAINES-ROSS, 2000). Esta afirmación es compartida por múltiples participantes de la empresa, tal y como muestra el estudio de BURSON-MARSTELLER. En concreto, este estudio revela que el 94% de los analistas financieros hacen sus recomendaciones de inversión basándose en la reputación del Consejero Delegado. El estudio también revela que el 81% de los encuestados respondió que la reputación del Consejero Delegado puede influir en su opinión sobre una empresa que se encuentre en una situación de crisis. Finalmente, la reputación del Consejero Delegado influye a la hora de recomendar una empresa como un buen lugar para trabajar (80%) o como un buen socio para una potencial *joint-venture* (80%) (GAINES ROSS, 2000).

Los Consejeros Delegados ponen su capital humano al servicio de las empresas que los contratan para tomar decisiones estratégicas, lo que a su vez tiene reflejo en la estrategia y el rendimiento empresarial (FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996; HAMBRICK y MASON, 1984). Aunque las capacidades de gestión del Consejero Delegado no son observables sí lo son las consecuencias de sus decisiones estratégicas. Por lo tanto, el resultado de las decisiones estratégicas adoptadas por un Consejero Delegado es un determinante importante de su reputación (HAYWARD y HAMBRICK,

Aunque nos centramos en el análisis de la influencia de la reputación del Consejero Delegado en la reputación corporativa y en el rendimiento de la empresa, la literatura ha puesto de manifiesto que el rendimiento y la reputación de la empresa también pueden influir en la reputación del Consejero Delegado (HAYWARD y HAMBRICK, 1997; HAYWARD, RINDOVA y POLLOCK, 2004; JOHNSON, YOUNG y WELKER, 1993; NORBURN, 1989; WIESENFELD, WURTHMANN y HAMBRICK, 2008). Esto sugiere que la relación entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación y el rendimiento de la empresa puede ser endógena (WADE et ál., 2006), por lo que nuestra investigación emplea una metodología que permite controlar esta endogeneidad.

Las contribuciones más relevantes de nuestro trabajo son las siguientes. En primer lugar, contribuimos a la investigación sobre reputación del Consejero Delegado al analizar su efecto en la reputación de las empresas que gestionan. En segundo lugar, si bien es cierto que investigaciones previas ya han analizado la influencia de la reputación del Consejero Delegado sobre los resultados empresariales, la evidencia se ha centrado en el contexto estadounidense. Como sugieren GRAFFIN, PFARRER y HILL (2012), estos resultados pueden estar condicionados por la idiosincrasia particular de los EE. UU. dado que sus Consejeros Delegados habitualmente reciben una retribución y una atención de los medios de comunicación mayor en comparación con los directivos en otras partes del mundo. Por lo tanto, las evidencias obtenidas hasta el momento pueden no ser extrapolables al caso español, lo que justifica el interés de nuestro estudio. Por último, nuestro trabajo es el primero que controla los efectos endógenos entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación corporativa y los resultados empresariales.

2. LA INFLUENCIA DE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO EN LOS RESULTADOS EMPRESARIALES

La reputación del Consejero Delegado es un factor clave en el resultado de la empresa (GAINES-ROSS, 2000). Esta afirmación es compartida por múltiples participantes de la empresa, tal y como muestra el estudio de BURSON-MARSTELLER. En concreto, este estudio revela que el 94% de los analistas financieros hacen sus recomendaciones de inversión basándose en la reputación del Consejero Delegado. El estudio también revela que el 81% de los encuestados respondió que la reputación del Consejero Delegado puede influir en su opinión sobre una empresa que se encuentre en una situación de crisis. Finalmente, la reputación del Consejero Delegado influye a la hora de recomendar una empresa como un buen lugar para trabajar (80%) o como un buen socio para una potencial *joint-venture* (80%) (GAINES ROSS, 2000).

Los Consejeros Delegados ponen su capital humano al servicio de las empresas que los contratan para tomar decisiones estratégicas, lo que a su vez tiene reflejo en la estrategia y el rendimiento empresarial (FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996; HAMBRICK y MASON, 1984). Aunque las capacidades de gestión del Consejero Delegado no son observables sí lo son las consecuencias de sus decisiones estratégicas. Por lo tanto, el resultado de las decisiones estratégicas adoptadas por un Consejero Delegado es un determinante importante de su reputación (HAYWARD y HAMBRICK,

1997; HAYWARD et ál., 2004; JOHNSON et ál., 1993; NORBURN 1989; WIESENFELD et ál., 2007). La literatura recoge diversos argumentos teóricos para explicar la influencia de la reputación del Consejero Delegado sobre los resultados empresariales. En todo caso, estos argumentos no han sido siempre convergentes sobre el efecto positivo de la reputación del Consejero Delegado. En particular, el argumento de contratación eficiente y los argumentos basados en señales sugieren un efecto positivo. Por el contrario, las explicaciones de extracción de rentas, la perspectiva de la imagen simbólica y los argumentos de exceso de confianza o soberbia sugieren una relación negativa.

De acuerdo con el argumento de contratación eficiente, (JIAN y LEE, 2011; KOH, 2011), la reputación del Consejero Delegado señala sus capacidades como directivo (MILBOURN, 2003). Para preservar y aumentar su reputación en el mercado laboral, los Consejeros Delegados tienen incentivos para emplear sus capacidades de gestión de la forma más adecuada para obtener unos resultados empresariales elevados. Es decir, los Consejeros Delegados tienen incentivos para esforzarse en la toma de decisiones estratégicas más adecuadas con el fin de mantener o incrementar su reputación. Efectivamente, aunque los Consejeros Delegados habitualmente no sufren ninguna alteración inmediata en sus salarios como consecuencia del rendimiento actual de la empresa que gestionan, el éxito o fracaso de la empresa condiciona la probabilidad de permanecer en la empresa y afecta a su compensación futura (MILBOURN, 2003). Este primer argumento se ve reforzado por la fragilidad de la reputación del Consejero Delegado.

Una característica esencial de la reputación es su «fragilidad», es decir, el desequilibrio entre la lentitud de su proceso de acumulación y la rapidez con la que se puede destruir. Este argumento, que se ha empleado en la literatura en reputación corporativa, se puede extender a la reputación del Consejero Delegado. De hecho, la reputación del Consejero Delegado es aún más frágil que la reputación corporativa. Cada información sobre la calidad de las decisiones estratégicas de un directivo tiene una mayor ponderación debido a que el horizonte temporal en el que se acumula es mucho más corto. Efectivamente, la vida laboral media de los Consejeros Delegados es más corta que la edad media de una empresa (GRAFFIN et ál., 2012). De este modo, cada nueva información incoherente con la reputación que tiene un directivo es más relevante de lo que puede ser para una organización que ha construido su reputación durante décadas. Esta fragilidad de la reputación del Consejero Delegado refuerza el argumento de contratación eficiente. Una vez que los directores generales han logrado consolidar una buena reputación, tienen fuertes incentivos para tomar decisiones estratégicas adecuadas.

El segundo argumento, que permite establecer una influencia positiva de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de la empresa que gestiona, viene derivado de su papel como señal. Efectivamente, además del efecto de las habilidades del ejecutivo sobre los resultados empresariales –que se reflejan en su reputación–, la reputación del Consejero Delegado también es una señal que utilizan los *stakeholders* para anticipar el potencial de la empresa. Por lo tanto, la reputación del Consejero Delegado juega un papel importante en cómo los participantes internos y externos evalúan la empresa. Este efecto de señal, a su vez, puede influir en la actitud de cooperación de los distintos *stakeholders* (FOMBRUN, 1996; GAINES-ROSS, 2003; RANFT et ál., 2006; SINHA, INKSON y BARKER, 2012; TREADWAY et ál., 2009; WADE et ál., 2006). En concreto, los

stakeholders estarán dispuestos a cooperar en condiciones ventajosas en aquellas empresas que cuentan con una dirección que goza de buena reputación. Por ejemplo, CERTO et ál. (2001) encuentra evidencia de que el prestigio del consejo de administración influye en la valoración de mercado de las empresas en su salida a bolsa. Estos resultados son consistentes con los hallazgos de la encuesta de BURSONS MARSTELLER (GAINESS ROSS, 2000), y, por tanto, son extensibles a otros participantes de la empresa. En suma, los argumentos de contratación eficiente y señales nos permiten establecer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1a: *La reputación del Consejero Delegado influye positivamente en los resultados de las empresas que gestionan.*

En todo caso, como se ha indicado previamente, dentro de la literatura también se han desarrollado argumentos que permiten justificar una influencia negativa de la reputación del Consejero Delegado. El argumento de imagen simbólica sugiere que los medios de comunicación tienden a atribuir los resultados positivos de las empresas a la capacidad de sus Consejeros Delegados, ignorando la influencia de factores externos. Esto se traduce generalmente en una reputación del Consejero Delegado que refleja principalmente una imagen simbólica, creada artificialmente, en lugar de su capacidad real como directivo. Por lo tanto, los defensores de este argumento sugieren que un Consejero Delegado con buena reputación no va a mantener o mejorar necesariamente el rendimiento de la empresa en la que presta sus servicios. Si los medios de comunicación han creado artificiosamente su reputación, la reputación del directivo elevará las expectativas de los *stakeholders* de la empresa, pero no su rendimiento futuro. Por lo tanto, solo aumentará la brecha entre las expectativas y el potencial real de rendimiento futuro. Esto puede cambiar las actitudes de los participantes hacia la empresa, dado que no verán sus expectativas satisfechas (FOMBRUN, 1996; WADE et ál., 2006). En este sentido, la mejora de las expectativas derivadas de la reputación del Consejero Delegado pueden suponer una «carga derivada de la fama» (FOMBRUN, 1996; WADE et ál., 2006), ya que los Consejeros Delegados con buena reputación pueden tener una mayor dificultad para satisfacer las expectativas de las partes interesadas. Esto puede cambiar las actitudes de los participantes hacia la empresa al no ver satisfechas sus expectativas (FOMBRUN, 1996). Como consecuencia, los directivos también se pueden ver forzados a adoptar estrategias de mayor riesgo con la intención de obtener resultados superiores y proteger, de esta forma, su reputación (FOMBRUN, 1996; GRAFFIN et ál., 2012). Ambas consecuencias pueden erosionar el rendimiento de la empresa que gestionan. En este sentido, algunos estudios (HIRSHLEIFER, 1993) argumentan que los directivos pueden manipular las decisiones de inversión para consolidar o construir su reputación. Un argumento relacionado hace referencia a las distracciones a las que pueden verse tentados los Consejeros Delegados con una elevada reputación. De acuerdo con este argumento, estos Consejeros Delegados pueden dedicar más tiempo a actividades públicas y privadas fuera de sus empresas –por ejemplo, asumir cargos en otros consejos de administración, escribir libros o dar conferencias–, que les proporcionan beneficios privados a costa del rendimiento a la empresa (MALMENDIER y TATE, 2009).

Como último argumento, la investigación ha encontrado que la reputación del Consejero Delegado también puede afectar negativamente al desempeño futuro de la empresa, dado que

la reputación puede generar en el Consejero Delegado un exceso de confianza, incluso soberbia (HAYWARD y HAMBRICK, 1997: 106). Cuando un Consejero Delegado con buena reputación tiene un exceso de confianza en sus capacidades y acciones, puede creer que es infalible y perseguir iniciativas arriesgadas lo que, en última instancia, perjudicará a la empresa que dirige (HAYWARD y HAMBRICK, 1997; MALMENDIER y TATE, 2005; SINHA et ál., 2012; WADE et ál., 2008).

Por tanto, los argumentos de la perspectiva de la imagen simbólica, de extracción de rentas, y los argumentos de exceso de confianza o soberbia nos llevan a sugerir que:

Hipótesis 1b: *La reputación del Consejero Delegado influye negativamente en los resultados de la empresa que gestiona.*

Los argumentos y resultados contradictorios de investigaciones previas, recogidos en la **tabla 1**, que avalan tanto una relación positiva (JIAN y LEE, 2011; KOH, 2011) como negativa (MALMENTIER y TATE, 2009; LEE, 2006), han llevado a GRAFFIN, PFARRER y HILL (2012) a plantear la hipótesis de una relación no lineal entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa (GRAFFIN et ál., 2012). La reputación es una señal de las capacidades que tiene el Consejero Delegado y que puede, hasta cierto punto, incentivarle a tomar decisiones estratégicas adecuadas para la empresa que dirija. Por otra parte, la reputación del Consejero Delegado es una señal que mejora las expectativas de los participantes y su actitud hacia la empresa. Sin embargo, a partir de un cierto nivel de reputación, los Consejeros Delegados pueden ser víctimas de su propia soberbia o de la «carga derivada de la fama», obligándolos a adoptar decisiones cada vez más arriesgadas. Además, los Consejeros Delegados con una elevada reputación tienen una mayor probabilidad de distraerse con actividades no relacionadas con la actividad de su empresa, tales como la pertenencia a consejos de administración de otras empresas. Estos argumentos nos llevan a plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1c: *La reputación de Consejero Delegado influye positivamente en el resultado de la empresa hasta un nivel de reputación, y negativamente en niveles altos.*

Tabla 1. Principales resultados de la investigación previa

Fuente	Tipo	Muestra	Medida de reputación del Consejero Delegado	Principales resultados
JIAN y LEE (2011)	Impacto positivo	Anuncios de inversión de capital por parte de las empresas cotizadas en New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) o el NASDAQ desde 1988 a 2007.	(i) Antigüedad del Consejero Delegado. (ii) Ser nombrado Consejero Delegado por contratación externa. (iii) El número de artículos con temática de negocios que contengan el nombre del Consejero Delegado. (iv) Los resultados de la empresa ajustados por industria durante el período que ha gestionado el Consejero Delegado.	Las empresas gestionadas por Consejeros Delegados con buena reputación muestran un resultado posterior a la inversión significativamente superior al de aquellas empresas dirigidas por Consejeros Delegados peor reputados, especialmente en empresas con alto <i>free cash flow</i> y escasas oportunidades de crecimiento.
MALMENDIER y TATE (2009)	Impacto negativo	Lista de los Consejeros Delegados que han recibido el reconocimiento a los mejores Consejeros Delegados entre 1975 y 2002.	Premios Nacionales: Business Week, Financial World, Chief Executive, Forbes, Industry Week, Morningstar.com, Time, Time/CNN, Electronic Business Magazine and Ernst&Young.	Las empresas gestionadas por los Consejeros Delegados galardonados tienen un menor resultado posterior, tanto en relación con sus resultados previos como en comparación con una muestra ajustada de empresas gestionadas por Consejeros Delegados no galardonados.
WADE, PORAC, POLLOCK y GRAFFIN (2006)	Efecto neutro	Empresas incluidas en el Standard&Poor's (S&P) 500 en 1992.	Certificación del Consejero Delegado a través de los resultados de los galardones otorgados por el Financial World al mejor Consejero Delegado del año.	El reconocimiento del Consejero Delegado no tiene efectos significativos en el resultado contable de la empresa.
				.../...

Fuente	Tipo	Muestra	Medida de reputación del Consejero Delegado	Principales resultados
.../...	Carga de la fama			Las empresas cuyos Consejeros Delegados reciben el reconocimiento tienen una rentabilidad anormal positiva en el mercado en el momento en que se produce la noticia, sin embargo el impacto a largo plazo del reconocimiento recibido por el Consejero Delegado es negativo.
KOH (2011)	Impacto positivo	269 reconocimientos o galardones entregados a 189 Consejeros Delegados en el periodo de 1987 a 2003.	La primera vez que se le concede al Consejero Delegado el galardón de alguno de los siguientes periódicos Business Week, Financial World, Chief Executive, Forbes, Fortune and Time o también el Entrepreneur of the Year (concurso organizado por Ernst&Young).	Las empresas gestionadas por un Consejero Delegado galardonado mejoran el resultado después de su primer galardón.
LEE (2006)	Impacto negativo	Una muestra de Consejeros Delegados extraída de la base de datos ExecuComp para el periodo 1992-2004.	Galardones a los Consejeros Delegados de la prensa económica más prestigiosa (Business Week, Financial World, Forbes, Industry Week, Chief Executive and Electronic Business). Presencia en los medios. El número de artículos en las noticias en las que aparece el nombre del Consejero Delegado y la compañía en los tres últimos años.	Los Consejeros Delegados reputados pueden mantener un buen resultado en la empresa pero no revertir malos resultados.
				.../...

Fuente	Tipo	Muestra	Medida de reputación del Consejero Delegado	Principales resultados
Li y MAKMOVIC (2010)	Efecto neutro	3.488 cambios de Consejeros Delegados durante el periodo de 1990 a 2008.	<p>Presencia positiva en los medios. Metodología compuesta por tres pasos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Número de artículos de noticias en el Wall Street Journal asociados con cada directivo durante los cinco años previos a la sucesión del Consejero Delegado. • Análisis del tono de una submuestra de los artículos. • Clasificación del directivo como reputado o no reputado. 	<p>El bajo rendimiento de los Consejeros Delegados reputados no es debido a que tengan menores capacidades. Más bien, es atribuible a que los consejos de administración que los contratan están muy ocupados y con escasa experiencia en el sector. En particular, cuando controlamos por las características del consejo de administración que contrata al Consejero Delegado, los resultados muestran que los Consejeros Delegados reputados mantienen similares resultados que los Consejeros Delegados no reputados. Sin embargo, los Consejeros Delegados reputados seleccionados por consejos de administración muy ocupados y con escasa experiencia en el sector muestran peor desempeño que los Consejeros Delegados no reputados.</p>

3. LA INFLUENCIA DE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO EN LA REPUTACIÓN CORPORATIVA

Numerosos académicos han desarrollado argumentos sobre el efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación corporativa (CRAVENS et ál., 2003; GAINES-ROSS, 2003; RANFT et ál., 2006; TREADWAY et ál., 2009). TREADWAY et ál. (2009) recogen algunos de los papeles del directivo planteados por MINTZBERG –cabeza visible, difusor, portavoz, negociador y enlace– y sostiene que el Consejero Delegado, en el cumplimiento de esas funciones, actúa como el principal representante de la empresa en sus interacciones con los participantes internos y externos. En consecuencia, los aspectos positivos y negativos de la reputación del Consejero Delegado influyen en la reputación de la empresa (FOMBRUN, 1996; RANFT et ál., 2006; SINHA et ál., 2012; TREADWAY et ál., 2009; WADE et ál., 2006; MEN, 2012).

Informes de diversas consultoras también han señalado que la reputación del Consejero Delegado es la fuente más importante de reputación corporativa. El estudio «Corporate Reputation Watch» –realizado por HARRIS INTERACTIVE para HILL y KNOWLTON– (HARRIS INTERACTIVE, 2002) en el que se encuesta a una muestra de 800 Consejeros Delegados y directivos en EE. UU., Canadá, Bélgica, Italia, Alemania, Reino Unido y Países Bajos, muestra que la reputación del Consejero Delegado representa entre un 30 y 65 % de la reputación corporativa (PHAROAH, 2003). BURSON-MARSTELLER (2003) emplea una muestra de 102 participantes actuales y futuros en Bélgica y encuentra que el 48 % de la reputación de la compañía es debida a la del Consejero Delegado. BURSON-MARSTELLER (2005) emplea una encuesta a 500 líderes de opinión (Consejeros Delegados, periodistas, altos directivos, analistas financieros y políticos) en Suiza y concluye que el 70 % de los encuestados opina que la reputación corporativa depende en más del 50 % de la forma en que se percibe a su Consejero Delegado. WEBER SHANDWICK (2011) analiza a consumidores y altos ejecutivos de empresas en dos países desarrollados (Estados Unidos y Reino Unido) y dos emergentes (China y Brasil). En promedio, encuentran que los ejecutivos atribuyen el 49 % de la reputación de sus empresas a la reputación de sus directores ejecutivos. Para el caso español, el informe «La Gestión Empresarial en los años 2005/06», realizado por BURSON-MARSTELLER y el IESE, muestra que el 38,4 % de los gerentes encuestados consideran que entre el 50 y el 90 % de la reputación corporativa corresponde a la de su principal ejecutivo. Estos argumentos teóricos y evidencias tanto académicas como de consultoría nos llevan a plantearnos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: *La reputación del Consejero Delegado influye positivamente en la reputación de la empresa.*

4. EL EFECTO MEDIADOR DE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA EN LA RELACIÓN ENTRE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO Y EL RESULTADO DE LA EMPRESA

La hipótesis 1 sugiere una relación directa entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa. Sin embargo, la reputación corporativa puede mediar, total o par-

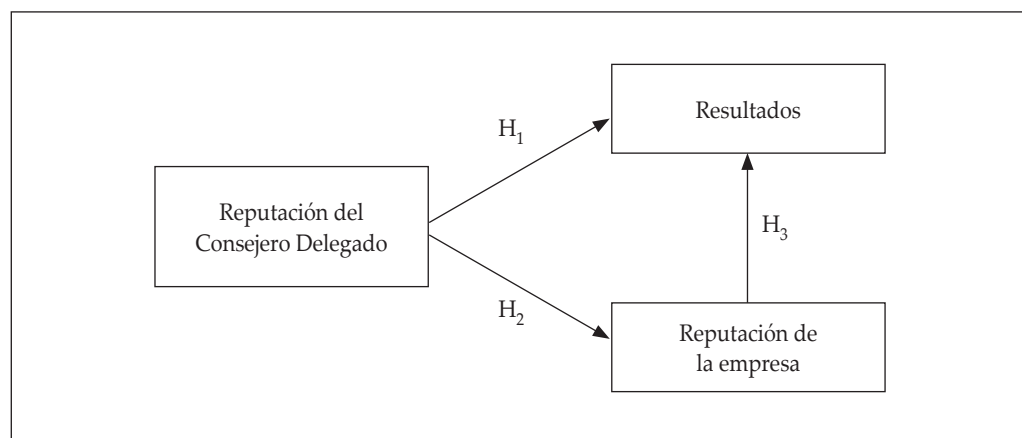
cialmente, la relación entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa. Este efecto de mediación de la reputación sobre los resultados empresariales también ha sido sugerido por consultores (por ejemplo, WEBER SHANDWICK, 2011) y académicos (GAINES-ROSS, 2000; GRAFFIN et ál., 2012).

Investigaciones previas han evidenciado que la reputación corporativa es una señal de la calidad subyacente de los productos y, por lo tanto, afecta a la elección del cliente entre los distintos productos de la competencia (FOMBRUN, 1996). Esto se traduce en un aumento de las ventas, una mayor retención de clientes e incluso un precio superior. La reputación corporativa afecta no solo vía los ingresos sino también vía costes operativos y financieros. Una reputación positiva convierte a la empresa en un empleador de elección que puede captar a los empleados con una mayor productividad. La reputación corporativa también permite disfrutar de unos menores costes de contratación y seguimiento porque los proveedores y socios están menos preocupados por los posibles comportamientos oportunistas de la empresa (FOMBRUN, 1996). Por otra parte, la reputación corporativa también es compatible con presentaciones de nuevos productos y estrategias de recuperación en caso de crisis (FOMBRUN, 1996). Todas estas ventajas de la reputación corporativa en las relaciones con los distintos participantes afectan al rendimiento futuro de una empresa (ROBERTS y DOWLING, 2002) y, por lo tanto, la reputación del Consejero Delegado puede aumentar la reputación corporativa, pudiendo dicho aumento favorecer el resultado de la empresa. Este argumento nos lleva a plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3: *La reputación corporativa media en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa.*

El modelo final de la investigación en el que se incorporan las hipótesis planteadas se recoge en la **figura 1**.

Figura 1. Modelo e hipótesis.



5. METODOLOGÍA

Las hipótesis planteadas se contrastaron en una muestra de empresas cotizadas españolas durante el periodo 2000-2012. Para evitar las consecuencias de la posible relación endógena entre las variables analizadas, empleamos un análisis de datos de panel con el estimador generalizado de momentos (GMM) desarrollado por ARELLANO y BOVER (1995). Este estimador, al emplear variables instrumentales, puede controlar los efectos de la endogeneidad. Además, el estimador generalizado de momentos tiene otras ventajas. Por un lado, evita los problemas de heterogeneidad inobservable constante que surge de aspectos particulares de cada empresa permanentes a lo largo del tiempo y, por otra parte, al tratarse de un enfoque dinámico, también tiene en cuenta la inercia de las variables dependientes a lo largo del tiempo, es decir, el hecho de que los niveles de reputación corporativa y los resultados en un momento dado del tiempo puedan estar condicionados por sus valores previos.

La validez de los estimadores GMM depende de la ausencia de autocorrelación serial de segundo orden y de la validez de los instrumentos empleados. La **tabla 2** recoge los test de autocorrelación serial de segundo orden y el test de Hansen de restricciones sobreidentificadas que comprueba la validez de los instrumentos empleados. Estos requisitos metodológicos se cumplen en todos nuestros análisis. La muestra final está compuesta por un panel no balanceado que comprende 83 empresas durante el periodo de trece años. El número total de observaciones es de 539 dado que el número de empresas varía durante el periodo analizado.

5.1. VARIABLE INDEPENDIENTE

5.1.1. Reputación del Consejero Delegado

Los estudios empíricos previos relativos a la reputación del Consejero Delegado han empleado tradicionalmente dos tipos de medidas: de certificación –generalmente medidas como el número de reconocimientos obtenidos–, o de notoriedad –generalmente medidas a través del número de noticias– que mencionan el nombre del Consejero Delegado, generalmente con independencia de si recogen una valoración positiva o negativa del mismo (e. g., FRANCIS, HUANG, RAJGOPAL y ZANG, 2008; MILBOURN, 2003). Las medidas de certificación son particularmente útiles porque condensan valoraciones de múltiples individuos a partir de criterios uniformes, lo que permite la comparación entre los agentes evaluados (e. g., FOMBRUN, 1996). Para medir la reputación del Consejero Delegado empleamos una medida de este tipo; el *ranking* MERCO líderes. Este índice proporciona una puntuación separada para los 100 Consejeros Delegados más reputados en España. Es un índice muy similar al publicado por la revista *Financial World*, una medida habitual en investigaciones previas (e. g. KOH, 2011; JOHNSON et ál., 1993; MALMENDIER y TATE, 2009; WADE et ál., 2006). El *ranking* MERCO evalúa a los directivos a través de siete dimensiones (visión estratégica y resultados, visión comercial, gestión de equipos, liderazgo responsable, presencia internacional, innovación, y comunicación). El *ranking* se construye

en dos etapas². En la primera, se administra una encuesta a los principales directivos en España. En concreto, la encuesta se envía por correo postal a 12.000 altos ejecutivos de empresas con una facturación superior a los 50 millones de euros. Esta etapa permite proponer a los 100 directivos con mayor reputación. En una segunda etapa, cada uno de estos ejecutivos es evaluado por un grupo de analistas financieros, ONG, directivos, sindicatos, asociaciones de consumidores y líderes de opinión. Con esta información, se construye y publica el *ranking* definitivo.

5.2. VARIABLES DEPENDIENTES

5.2.1. Reputación corporativa

Para medir la reputación corporativa empleamos el *ranking* MERCO. Este índice, que identifica las 100 empresas más reputadas en España, ha sido empleado en investigaciones previas y es muy similar al *ranking Most Admired American Companies* publicado por la revista *Fortune*, una de las medidas más habituales en la literatura (ROBERT y DOWLING, 2002)³. La encuesta empleada para la elaboración del *ranking* MERCO evalúa a las empresas en seis dimensiones (resultados económico-financieros, calidad del producto-servicio, cultura corporativa y calidad laboral, ética y responsabilidad social corporativa, dimensión global y presencia internacional e innovación), cada una de las cuales está a su vez compuesta por tres ítems. El *ranking* se construye en dos etapas similares a la del MERCO líderes⁴. En la primera, se proporciona la encuesta a los principales directivos españoles. Esta etapa permite identificar provisionalmente a las 100 empresas más reputadas. En la segunda etapa, cada una de estas empresas es evaluada por diversos analistas; analistas financieros, ONG, directivos, sindicatos y asociaciones de consumidores. Estas evaluaciones se verifican a través del estudio de los propios informes de cada compañía y a través de un cuestionario de méritos creado por los analistas de MERCO. El *ranking* definitivo se publica una vez que ambas evaluaciones han concluido.

5.2.2. Resultados de la empresa

Para la medición de los resultados empleamos dos medidas, Rentabilidad Económica (ROA) y Rentabilidad Financiera (ROE) que se han empleado de forma habitual en investigaciones previas sobre reputación del Consejero Delegado y reputación corporativa (KOH, 2011; WADE et ál., 2006).

² Una descripción exhaustiva de la metodología MERCO líderes se puede consultar en la siguiente página web: <http://www.merco.info/en/countries/4/rankings/4>

³ Medidas parecidas se han desarrollado en otros países. «Asia's Most Admired Companies», publicado en *Far East Economic Review*, «Britain's Most Admired Companies», actualmente publicado en *Management Today*, «Most Respected Companies», publicado en *Financial Times*, los resultados de la encuesta de *Manager Magazin* para las empresas industriales y de servicios más grandes de Alemania, y el *ranking* publicado por *Børsens Nyhedsmagasin* para Dinamarca también han sido utilizadas en la investigación académica.

⁴ Una descripción exhaustiva de la metodología MERCO empresas se puede consultar en la siguiente página web: <http://www.merco.info/es/countries/4/rankings/2>

5.2.3. Variables de control

En la investigación empleamos cuatro variables de control: tamaño, nivel de endeudamiento, edad de la empresa y experiencia del Consejero Delegado en el puesto.

La experiencia del Consejero Delegado en el puesto se ha relacionado habitualmente con los resultados de la organización (*e. g.*, HAMBRICK y MASON, 1984; FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996) y también puede intervenir en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación corporativa.

El tamaño de la empresa se midió a través del logaritmo neperiano del activo total. Existe una amplia literatura empírica sobre el efecto del tamaño de la empresa en la reputación corporativa (ROBERTS y DOWLING, 2002). El tamaño de la empresa influye positivamente en la visibilidad en los mercados, por lo que se espera que las empresas de mayor tamaño sean vigiladas con mayor detenimiento por diferentes colectivos y, por lo tanto, que tengan menores niveles de expropiación, lo que contribuye positivamente a su reputación corporativa. Las empresas de menor tamaño pueden no ser tan visibles en el mercado, lo que puede generar expectativas de estar menos vigiladas por el mercado y, por lo tanto, distribuir el valor creado de forma menos equilibrada, lo que afectará negativamente a la reputación corporativa. Por otra parte, el tamaño es una variable de control habitual en investigaciones que toman como variable dependiente los resultados empresariales (*e. g.*, FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996).

La edad de la empresa también es una variable de control habitual en la investigación en reputación corporativa. A pesar de que la evidencia sobre la relación entre la edad y la reputación corporativa no es unánime, hemos incorporado esta variable de control porque la reputación corporativa es un activo de lenta acumulación (FOMBRUN, 1996). En este sentido, aquellas empresas que han permanecido en el negocio durante un largo periodo de tiempo, habrán experimentado un mayor proceso de supervisión por parte de los mercados. Por lo tanto, habrán satisfecho a sus participantes en el pasado, y este comportamiento se extrapolará, generando expectativas de un comportamiento similar en el futuro.

Finalmente, empleamos *dummies* anuales como variables de control para controlar el efecto del contexto macroeconómico. El empleo de *dummies* temporales es habitual en los análisis de datos de panel.

Para concluir, también controlamos el efecto del contexto macroeconómico repitiendo los análisis en dos submuestras. La primera recoge el periodo 2000-2007, de crecimiento económico, la segunda recoge el periodo 2008-2012, caracterizado por la crisis económica.

6. RESULTADOS

La **tabla 2** recoge la estadística descriptiva y la matriz de correlaciones de todas las variables empleadas en los análisis. Los resultados de los análisis GMM para la muestra total se recogen en la **tabla 3**. Las **tablas 4 y 5** recogen los resultados de las dos submuestras mencionadas previamente.

Tabla 2. Descriptivos y matriz de correlación.

	Media	Desv. Std.	Reputación del CEO	Antigüedad del CEO	Tamaño de la empresa	Apalancamiento	Edad de la empresa	Reputación corporativa	ROE	ROA
Reputación del Consejero Delegado	3557.19	1967.10	1							
Experiencia del Consejero Delegado	12.19	13.37	-0.01	1						
Tamaño de la empresa	42.800.000	140.000.000	0.40	0.01	1					
Apalancamiento	0.67	0.24	0.00	0.04	0.37	1				
Edad de la empresa	52.16	39.21	0.17	-0.03	0.48	0.36	1			
Reputación Corporativa	4552.03	2107.35	0.86	-0.04	0.41	-0.03	0.13	1		
ROE	0.15	1.18	0.03	0.03	-0.02	-0.10	0.00	0.02	1	
ROA	0.09	.30	0.00	-0.01	-0.21	-0.35	-0.16	-0.03	0.25	1

Tabla 3. Estimación del efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación y resultados de la empresa.

	Modelo 1 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 2 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 3 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 4 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 5 ROA Coeficiente (Error Std.)
Reputación corporativa (t-1)	0.489 *** (0.060)				.../...

	Modelo 1 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 2 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 3 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 4 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 5 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
ROE (t-1)		-0.071 (0.109)		-0.056 (0.055)	
ROA (t-1)			0.042 (0.044)		0.056 (0.041)
Reputación corporativa (t)	0.523*** (0.057)	0.023 (0.019)	0.000 (0.000)	-0.014 (0.013)	-0.001 (0.002)
Reputación del Consejero Delegado				0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Reputación del Consejero Delegado cuadrática				0.703+ (0.405)	0.067 (0.090)
Experiencia del Consejero Delegado	-0.980 (2.251)	0.723 (0.544)	0.068 (0.079)		
Tamaño	0.150 (0.681)	-0.127 (0.106)	0.000 (0.000)	.0177 (0.139)	0.005 (0.014)
Apalancamiento	-411.628 (523.129)	-52.773 (100.628)	-39.492 (18.865)	-73.484 (63.230)	-36.800* (22.530)
					.../...

	Modelo 1 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 2 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 3 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 4 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 5 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
Edad de la empresa	-2.774 (4.163)	-0.095 (0.314)	-0.025 (0.086)	0.340 (0.454)	-0.023 (0.096)
Dummies anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	726.529 + (436.804)	-33.472 (84.147)	31.536 * (13.642)	25.143 (38.463)	31.168 * (14.666)
Wald	2661.33***	76.48***	35.17**	36.76**	32.61 *
g.l.	17	17	17	18	18
AR(1)	-3.69***	0.16	-1.05	0.02	-1.08
AR(2)	-1.30	-1.60	-1.05	-1.48	-1.04
Hansen	65.69	70.44	64.85	63.67	64.54
g.l.	123	123	123	122	122
	539	539	539	539	539

Coeficientes no estandarizados. Errores estándar en paréntesis.
p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001.

Los resultados del modelo 1, que toma como variable dependiente la reputación corporativa, muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable reputación del Consejero Delegado ($p < 0,001$). Este resultado permite aceptar la hipótesis 2 y muestra que los Consejeros Delegados con una elevada reputación influyen positivamente en la reputación corporativa, incluso cuando se controla por el efecto endógeno de las variables. Los modelos 2 y 3 muestran una relación no significativa entre la reputación del Consejero Delegado y la rentabilidad económica y financiera de la empresa. Estos resultados sugieren que la reputación del Consejero Delegado no afecta a los resultados empresariales. En los modelos 4 y 5 se analiza el efecto no lineal de la reputación del Consejero Delegado en los resultados, y vuelven a mostrar coeficientes no significativos. Siguiendo el procedimiento planteado por BARON y KENNY (1986), dado que los resultados no muestran una relación directa entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados, tampoco se puede establecer un efecto de mediación de la reputación corporativa entre ambas variables.

El periodo considerado en nuestro análisis (2000-2012) recoge dos contextos económicos muy diferentes, lo que puede afectar a nuestros resultados. Para analizar esta posible influencia, dividimos la muestra inicial en dos submuestras que abarcan los periodos 2000-2007 y 2008-2012. Los resultados de los análisis para estas submuestras se recogen en las **tablas 4 y 5**.

Tabla 4. Estimación del efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación y resultados de la empresa en un contexto de crecimiento económico (2000-2007)

	Modelo 6 Corporate reputation Coeficiente (Error Std.)	Modelo 7 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 8 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 9 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 10 ROA Coeficiente (Error Std.)
Reputación corporativa (t-1)	0.539 *** (0.105)				
ROE (t-1)		-0.140 + (0.084)		-0.217 *** (0.040)	
ROA (t-1)			0.343 *** (0.077)		0.361 *** (0.053)
Reputación corporativa (t)				-0.015 (0.012)	0.001 (0.001)
Reputación del Consejero Delegado	0.376 *** (0.113)	0.028 (0.028)	-0.001 (0.001)	0.020 (0.017)	-0.003 (0.002)
Experiencia del Consejero Delegado	-2.149 (3.757)	1.428 (1.318)	0.014 (0.030)	1.068 (0.687)	-0.026 (0.027)
Tamaño	1.920 + (1.010)	-0.073 (0.110)	0.011 (0.013)	0.030 (0.060)	0.004 (0.006)
					.../...

	Modelo 6 Corporate reputation Coeficiente (Error Std.)	Modelo 7 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 8 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 9 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 10 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
Apalancamiento	-1952.055 * (899.898)	-127.096 (147.095)	-20.648 * (10.040)	-175.632 (147.988)	1.612 (13.455)
Edad de la empresa	1.986 (5.557)	-0.169 (0.675)	-0.029 (0.064)	0.244 (0.507)	-0.033 (0.068)
Dummies anuales	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constante	1847.153 ** (586.006)	-10.689 (70.674)	22.791 * (11.265)	100.579 (89.637)	10.789 + (6.188)
Wald	468.54 ***	19.24 +	159.95 ***	69.51 ***	143.39 ***
g.l.	12	12	12	13	13
AR(1)	-3.13 ***	0.56	-1.01	0.89	-1.02
AR(2)	-0.94	-1.39	1.09	-1.35	0.08
Hansen	50.68	45.31	58.97	23.48	44.97
g.l.	52	52	52	78	78
Número de observaciones	282	282	282	282	282

Coeficientes no estandarizados. Errores estándar en paréntesis.
 p < 0.10, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

Tabla 5. Estimación del efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación y resultados de la empresa en un contexto de crisis (2008-2012).

	Modelo 11 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 12 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 13 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 14 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 15 ROA Coeficiente (Error Std.)
Reputación corporativa (t-1)	0.308 *** (0.092)				
ROE (t-1)		0.044 (0.235)		0.031 (0.201)	
ROA (t-1)			-0.112 (0.150)		-0.032 (0.181)
Reputación corporativa (t)				0.002 (0.004)	-0.003 (0.003)
Reputación del Consejero Delegado	0.777 *** (0.104)	0.008 * (0.003)	0.003 ** (0.001)	0.003 + (0.004)	0.006 + (0.003)
Experiencia del Consejero Delegado	13.107 ** (4.602)	-0.075 (0.119)	-0.009 (0.040)	0.099 (0.164)	0.170+ (0.100)
Tamaño	-0.936 (1.490)	-0.037 (0.045)	-0.013 (0.011)	0.013 (0.051)	-0.006 (0.093)
					.../...

	Modelo 11 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 12 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 13 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 14 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 15 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
Apalancamiento	1192.195 (743.593)	-25.815 (39.766)	-24.070* (11.263)	-52.647 (57.121)	-28.277 (71.689)
Edad de la empresa	-12.799+ (7.622)	-0.023 (0.171)	0.027 (0.085)	-0.198 (0.302)	-0.209 (1.035)
Dummies anuales	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constante	463.413 (809.029)	8.565 (34.669)	13.204 (11.370)	47.330 (42.923)	30.412 (72.595)
Wald	311.12 ***	35.12 ***	14.87 +	95.65 ***	405.46 ***
g.l.	9	9	9	10	10
AR(1)	-1.69 *	-1.11	-0.96	-1.07	-1.02
AR(2)	-2.14	-0.68	-0.94	-0.81	-1.01
Hansen	27.25	18.52	21.18	26.04	30.26
g.l.	23	23	23	31	31
Número de observaciones	202	202	202	202	202

Coeficientes no estandarizados. Errores estándar en paréntesis.
 p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001.

En ambas submuestras, los resultados de los modelos que toman como variable dependiente la reputación corporativa muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable reputación del Consejero Delegado (modelos 6 y 11). Estos resultados son consistentes con la muestra total, e indican que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a la reputación corporativa. En el caso de los modelos que toman como variable dependiente la rentabilidad económica y financiera de la empresa, los resultados muestran un coeficiente no significativo de la variable reputación del Consejero Delegado para la primera submuestra (periodo 2000-2007) ($p > 0,10$) (véanse modelos 7 y 8). Sin embargo, en el caso de la segunda submuestra (periodo 2008-2012), los resultados muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable reputación del Consejero Delegado ($p < 0,05$ y $p < 0,01$) (véanse modelos 12 y 13). Estos resultados muestran que, en un contexto de crisis, la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a los resultados de las empresas. Esta segunda submuestra permite testar el efecto mediador de la reputación corporativa. Los resultados de los análisis (véanse modelos 14 y 15) muestran un coeficiente positivo y significativo de la variable reputación del Consejero Delegado y un coeficiente no significativo para la variable reputación corporativa en ambos modelos. De forma conjunta, estos resultados muestran que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a los resultados de la empresa y que esta relación no está mediada por la reputación corporativa (BARON y KENNY, 1986).

7. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Nuestro estudio contribuye al debate sobre la importancia de la reputación del Consejero Delegado. Los resultados obtenidos evidencian que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a la reputación corporativa, lo que sugiere que la reputación del Consejero Delegado genera expectativas sobre el comportamiento de las empresas que consolidan la reputación de la compañía. Nuestros resultados también muestran que la reputación del Consejero Delegado no influye en los resultados empresariales en un contexto de crecimiento económico, pero sí que tiene influencia positiva en un contexto de crisis.

Estos últimos resultados de nuestro trabajo pueden explicar las evidencias contradictorias de investigaciones previas. En efecto, los efectos positivos (contratación eficiente, y el efecto de señal en las expectativas de los participantes, que generan actitudes positivas hacia la empresa) y los efectos negativos (imagen simbólica, carga de la fama, extracción de rentas y exceso de confianza y soberbia del Consejero Delegado) de la reputación del Consejero Delegado pueden estar condicionados por el contexto económico. De hecho, un escenario de crecimiento económico puede favorecer el aumento de las expectativas de los *stakeholders* que pueden verse satisfechas por los Consejeros Delegados a través de la adopción de decisiones estratégicas arriesgadas, pero exitosas. Esto favorecerá el exceso de confianza del Consejero Delegado. En estos contextos, los Consejeros Delegados pueden tener también más riesgo de distraerse en actividades ajenas a su cargo, como formar parte de otros consejos de administración, autoría de libros o conferencias para explicar sus estrategias de éxito. Estas consecuencias negativas de la reputación del Consejero Delegado pueden contrarrestar los efectos positivos. Sin embargo, un contexto de crisis no favorece estas consecuencias negativas de la reputación del Consejero Delegado. Por lo tanto, la calidad de las decisiones y el efecto señal que se derivan de la reputación del Consejero Delegado

prevalecen, favorecen al resultado de las empresas. En primer lugar, los resultados de la empresa se verán afectados por las decisiones estratégicas del Consejero Delegado de forma más directa en un contexto de crisis que en uno de crecimiento. Además, el contexto de crisis implica una mayor incertidumbre. En circunstancias inciertas, la reputación del Consejero Delegado puede ser utilizada por los *stakeholders* a la hora de tomar decisiones de participación en la empresa.

El análisis se ha completado con la estimación de una relación no lineal de la reputación del Consejero Delegado con la rentabilidad de la empresa, que ha sido sugerida en la literatura previa (GRAFFIN et ál., 2012) como una posible explicación de los resultados contradictorios en los estudios anteriores. Sin embargo, no se encontraron efectos significativos que avalen esta argumentación.

En general, nuestros resultados sugieren que las evidencias contradictorias obtenidas en investigaciones previas no se explican por una relación no lineal entre la reputación del Consejero Delegado y resultados de la empresa, sino que se pueden justificar por la influencia de otras variables, no analizadas hasta ahora, como el contexto económico. En este sentido, la divergencia de resultados en los estudios sobre los efectos de la reputación del Consejero Delegado en el desempeño de las empresas señala la necesidad de analizar con mayor detalle los efectos de la reputación del Consejero Delegado sobre el rendimiento en diferentes contextos –empresas jóvenes frente a otras de mayor antigüedad, empresas con estructuras de propiedad fragmentada frente a otras de propiedad concentrada, contexto de alta discrecionalidad frente a baja discrecionalidad; empresas con mala reputación frente a empresas con buena reputación– para aclarar el efecto de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de las empresas que gestionan.

Desde nuestro punto de vista, la mayor contribución de nuestra investigación reside en el análisis empírico de la influencia de la reputación del Consejero Delegado sobre la reputación corporativa y los resultados para una muestra de ejecutivos españoles. Nuestros resultados señalan que variables que no han sido tenidas en cuenta en análisis previos pueden tener un papel relevante en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa. Estas variables pueden contribuir a explicar la evidencia aparentemente contradictoria sobre los efectos de la reputación del Consejero Delegado. Además, hemos controlado los posibles sesgos derivados de la posible endogeneidad de las variables analizadas. Si no se controla la endogeneidad de estas variables, se pueden encontrar relaciones potencialmente espurias entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación de la empresa y el rendimiento. El empleo de la metodología de datos de panel con el enfoque GMM nos ha permitido controlar estos posibles sesgos.

Por último, nuestra investigación también tiene implicaciones para los profesionales, en particular para los consejos de administración encargados de la selección y el control de los Consejeros Delegados. Los resultados obtenidos sugieren que la reputación de los Consejeros Delegados se debe tener en cuenta en los procesos de selección, fundamentalmente cuando la empresa necesita aumentar su reputación. Sin embargo, el efecto neto de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de las empresas, no siempre es positivo, sino que puede estar condicionado por el contexto económico. Esto puede afectar a los criterios de selección de los Consejeros Delegados y al grado de control por parte del consejo de administración de sus actividades. La contratación de un Consejero Delegado con buena reputación influye positivamente en el resultado de las empresas en contextos de crisis debido a su calidad como directivo y al efecto de señal que ejercen. Sin

embargo, en un escenario de crecimiento económico, el consejo de administración debería controlar al Consejero Delegado reputado para evitar ciertos comportamientos que erosionen los efectos positivos de su reputación. En particular, nuestros resultados sugieren que los consejos de administración deben prestar especial atención al nivel de riesgo asumido por estos Consejeros Delegados en sus decisiones estratégicas. Por otra parte, los consejos de administración también deben hacer un esfuerzo para comunicar e informar a los distintos participantes de las empresas para controlar el incremento de expectativas derivado de la reputación del Consejero Delegado. Por último, los consejos de administración deben velar por restringir las actividades externas del Consejero Delegado que no repercutan en el beneficio de la empresa.

Bibliografía

- ARELLANO, M. y BOVER, O. [1995]: «Another look at the instrumental variable estimation of error-components models», *Journal of econometrics*, 68 (1), págs. 29-51.
- BARON, R. M. y KENNY, D. A. [1986]: «The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic and statistical considerations», *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, págs. 1.173-1.182.
- BURSON-MARSTELLER [2003]: *CEO Reputation Study*, <http://issuu.com/burson-marsteller-emea/docs/ceoreport/3?e=0>. Burson-Marsteller.
- [2005]: *CEO Reputation*, http://issuu.com/burson-marsteller-emea/docs/b-m_info_ceo_study_engl_final. Burson-Marsteller.
- BURSON-MARSTELLER e IESE [2006]: *La Gestión Empresarial en los años 2005/06*. Burson-Marsteller.
- CERTO, S. T.; DAILY, C. M. y DALTON, D. R. [2001]: «Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26 (2), págs. 33-50.
- CRAVENS, K.; GOAD OLIVER, E. y RAMAMOORTI, S. [2003]: «The Reputation Index: Measuring and Managing Corporate Reputation», *European Management Journal*, 21 (2), págs. 201-212.
- FINKELSTEIN, S. y HAMBRICK, D. C. [1996]: *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West Publishing: St. Paul, MN.
- FOMBRUN, C. J. [1996]: *Reputation. Realizing Value from Corporate Image*. Boston: Harvard Business School Press.
- FRANCIS, J.; HUANG, A. H.; RAJGOPAL, S. y ZANG, A. Y. [2008]: «CEO Reputation and Earnings Quality», *Contemporary Accounting Research*, 25 (1), págs. 109-147.
- GAINES-ROSS, L. [2000]: «CEO reputation: A key factor in shareholder value», *Corporate Reputation Review*, 3 (4), págs. 366-370.
- [2003]: *CEO capital: A guide to building CEO reputation and company success*, Hoboken: John Wiley & Sons.
- GRAFFIN, S. D.; PFARRER, M. D. y HILL, M. W. [2012]: «Untangling executive reputation and corporate reputation: who made who?», en BARNETT, M. L. y POLLOCK, T. G. (eds.) (2012), *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, Oxford University Press.
- HAMBRICK, D. C. y MASON, P. A. [1984]: «Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers», *Academy of Management Review*, 9 (2), págs. 193-206.

- HARRIS INTERACTIVE [2002]: *IV Annual Corporate Reputation Report: CEOs on Corporate Reputation Influencers, Corporate Social Responsibility, and Board Level Involvement*, Hill&Knowlton.
- HAYWARD, M. L. y HAMBRICK, D. C. [1997]: «Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris», *Administrative Science Quarterly*, 42, págs. 103-127.
- HAYWARD, M. L.; RINDOVA, V. P. y POLLOCK, T. G. [2004]: «Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity», *Strategic Management Journal*, 25 (7), págs. 637-653.
- HIRSHLEIFER, D. [1993]: «Managerial reputation and corporate investment decisions», *Financial Management*, 22, pág. 145.
- JIAN, M. y LEE, K. W. [2011]: «Does CEO reputation matter for capital investments?», *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), págs. 929-946.
- JOHNSON, W. B.; YOUNG, S., y WELKER, M. [1993]: «Managerial Reputation and the Informativeness of Accounting and Market Measures of Performance», *Contemporary Accounting Research*, 10, págs. 305-332.
- KOH, K. [2011]: «Value or Glamour? An empirical investigation of the effect of celebrity CEOs on financial reporting practices and firm performance», *Accounting & Finance*, 51 (2), págs. 517-547.
- LEE, S. [2006]: *CEO reputation: who benefits—the firm or the CEO?*, Working paper, University of Southern California.
- LI, M. y MAKSMOVIC, V. [2010]: *Selection of Star CEOs and Firm Performance*. Working Paper, University of Maryland.
- MALMENDIER, U. y TATE, G. [2005]: «Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited», *European Financial Management*, 11 (5), págs. 649-659.
- [2009]: «Superstar CEOs», *The Quarterly Journal of Economics*, 124 (4), págs. 1.593-1.638.
- MEN, L. R. [2012]: «CEO credibility, perceived organizational reputation, and employee engagement», *Public Relations Review*, 38 (1), págs. 171-173.
- MILBOURN, T. T. [2003]: «CEO reputation and stock-based compensation», *Journal of Financial Economics*, 68 (2), págs. 233-262.
- NORBURN, D. [1989]: «The chief executive: A breed apart», *Strategic Management Journal*, 10 (1), págs. 1-15.
- RANFT, A. L.; ZINKO, R.; FERRIS, G. R., y RONALD BUCKLEY, M. [2006]: «Marketing the Image of Management: The Costs and Benefits of CEO Reputation», *Organizational Dynamics*, 35 (3), págs. 279-290.
- ROBERTS, P. W. y DOWLING, G. R. [2002]: «Corporate reputation and sustained superior financial performance», *Strategic Management Journal*, 23, págs. 1.077-1.093.
- SINHA, P. N.; INKSON, K. y BARKER, J. R. [2012]: «Committed to a failing strategy: celebrity CEO, intermediaries, media and stakeholders in a co-created drama», *Organization Studies*, 33 (2), págs. 223-245.
- TREADWAY, D. C.; ADAMS, G. L.; RANFT, A. L. y FERRIS, G. R. [2009]: «A meso-level conceptualization of CEO celebrity effectiveness», *The Leadership Quarterly*, 20 (4), págs. 554-570.
- WADE, J.; PORAC, J. F.; POLLOCK, T. G. y GRAFFIN, S. D. [2006]: «The burden of celebrity: The impact of CEO certification contests on CEO pay and performance», *Academy of Management Journal*, 49, págs. 643-660.
- WEBER SHANDWICK [2011]: *The Company Behind the Brand: In Reputation we Trust*.
- WIESENFELD, B. M., WURTHMANN, K. y HAMBRICK, D. C. [2008]: «The stigmatization and devaluation of elites associated with corporate failures: A process model», *Academy of Management Review*, 33, págs. 231-251.

1997; HAYWARD et ál., 2004; JOHNSON et ál., 1993; NORBURN 1989; WIESENFELD et ál., 2007). La literatura recoge diversos argumentos teóricos para explicar la influencia de la reputación del Consejero Delegado sobre los resultados empresariales. En todo caso, estos argumentos no han sido siempre convergentes sobre el efecto positivo de la reputación del Consejero Delegado. En particular, el argumento de contratación eficiente y los argumentos basados en señales sugieren un efecto positivo. Por el contrario, las explicaciones de extracción de rentas, la perspectiva de la imagen simbólica y los argumentos de exceso de confianza o soberbia sugieren una relación negativa.

De acuerdo con el argumento de contratación eficiente, (JIAN y LEE, 2011; KOH, 2011), la reputación del Consejero Delegado señala sus capacidades como directivo (MILBOURN, 2003). Para preservar y aumentar su reputación en el mercado laboral, los Consejeros Delegados tienen incentivos para emplear sus capacidades de gestión de la forma más adecuada para obtener unos resultados empresariales elevados. Es decir, los Consejeros Delegados tienen incentivos para esforzarse en la toma de decisiones estratégicas más adecuadas con el fin de mantener o incrementar su reputación. Efectivamente, aunque los Consejeros Delegados habitualmente no sufren ninguna alteración inmediata en sus salarios como consecuencia del rendimiento actual de la empresa que gestionan, el éxito o fracaso de la empresa condiciona la probabilidad de permanecer en la empresa y afecta a su compensación futura (MILBOURN, 2003). Este primer argumento se ve reforzado por la fragilidad de la reputación del Consejero Delegado.

Una característica esencial de la reputación es su «fragilidad», es decir, el desequilibrio entre la lentitud de su proceso de acumulación y la rapidez con la que se puede destruir. Este argumento, que se ha empleado en la literatura en reputación corporativa, se puede extender a la reputación del Consejero Delegado. De hecho, la reputación del Consejero Delegado es aún más frágil que la reputación corporativa. Cada información sobre la calidad de las decisiones estratégicas de un directivo tiene una mayor ponderación debido a que el horizonte temporal en el que se acumula es mucho más corto. Efectivamente, la vida laboral media de los Consejeros Delegados es más corta que la edad media de una empresa (GRAFFIN et ál., 2012). De este modo, cada nueva información incoherente con la reputación que tiene un directivo es más relevante de lo que puede ser para una organización que ha construido su reputación durante décadas. Esta fragilidad de la reputación del Consejero Delegado refuerza el argumento de contratación eficiente. Una vez que los directores generales han logrado consolidar una buena reputación, tienen fuertes incentivos para tomar decisiones estratégicas adecuadas.

El segundo argumento, que permite establecer una influencia positiva de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de la empresa que gestiona, viene derivado de su papel como señal. Efectivamente, además del efecto de las habilidades del ejecutivo sobre los resultados empresariales –que se reflejan en su reputación–, la reputación del Consejero Delegado también es una señal que utilizan los *stakeholders* para anticipar el potencial de la empresa. Por lo tanto, la reputación del Consejero Delegado juega un papel importante en cómo los participantes internos y externos evalúan la empresa. Este efecto de señal, a su vez, puede influir en la actitud de cooperación de los distintos *stakeholders* (FOMBRUN, 1996; GAINES-ROSS, 2003; RANFT et ál., 2006; SINHA, INKSON y BARKER, 2012; TREADWAY et ál., 2009; WADE et ál., 2006). En concreto, los

stakeholders estarán dispuestos a cooperar en condiciones ventajosas en aquellas empresas que cuentan con una dirección que goza de buena reputación. Por ejemplo, CERTO et ál. (2001) encuentra evidencia de que el prestigio del consejo de administración influye en la valoración de mercado de las empresas en su salida a bolsa. Estos resultados son consistentes con los hallazgos de la encuesta de BURSONS MARSTELLER (GAINESS ROSS, 2000), y, por tanto, son extensibles a otros participantes de la empresa. En suma, los argumentos de contratación eficiente y señales nos permiten establecer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1a: *La reputación del Consejero Delegado influye positivamente en los resultados de las empresas que gestionan.*

En todo caso, como se ha indicado previamente, dentro de la literatura también se han desarrollado argumentos que permiten justificar una influencia negativa de la reputación del Consejero Delegado. El argumento de imagen simbólica sugiere que los medios de comunicación tienden a atribuir los resultados positivos de las empresas a la capacidad de sus Consejeros Delegados, ignorando la influencia de factores externos. Esto se traduce generalmente en una reputación del Consejero Delegado que refleja principalmente una imagen simbólica, creada artificialmente, en lugar de su capacidad real como directivo. Por lo tanto, los defensores de este argumento sugieren que un Consejero Delegado con buena reputación no va a mantener o mejorar necesariamente el rendimiento de la empresa en la que presta sus servicios. Si los medios de comunicación han creado artificiosamente su reputación, la reputación del directivo elevará las expectativas de los *stakeholders* de la empresa, pero no su rendimiento futuro. Por lo tanto, solo aumentará la brecha entre las expectativas y el potencial real de rendimiento futuro. Esto puede cambiar las actitudes de los participantes hacia la empresa, dado que no verán sus expectativas satisfechas (FOMBRUN, 1996; WADE et ál., 2006). En este sentido, la mejora de las expectativas derivadas de la reputación del Consejero Delegado pueden suponer una «carga derivada de la fama» (FOMBRUN, 1996; WADE et ál., 2006), ya que los Consejeros Delegados con buena reputación pueden tener una mayor dificultad para satisfacer las expectativas de las partes interesadas. Esto puede cambiar las actitudes de los participantes hacia la empresa al no ver satisfechas sus expectativas (FOMBRUN, 1996). Como consecuencia, los directivos también se pueden ver forzados a adoptar estrategias de mayor riesgo con la intención de obtener resultados superiores y proteger, de esta forma, su reputación (FOMBRUN, 1996; GRAFFIN et ál., 2012). Ambas consecuencias pueden erosionar el rendimiento de la empresa que gestionan. En este sentido, algunos estudios (HIRSHLEIFER, 1993) argumentan que los directivos pueden manipular las decisiones de inversión para consolidar o construir su reputación. Un argumento relacionado hace referencia a las distracciones a las que pueden verse tentados los Consejeros Delegados con una elevada reputación. De acuerdo con este argumento, estos Consejeros Delegados pueden dedicar más tiempo a actividades públicas y privadas fuera de sus empresas –por ejemplo, asumir cargos en otros consejos de administración, escribir libros o dar conferencias–, que les proporcionan beneficios privados a costa del rendimiento a la empresa (MALMENDIER y TATE, 2009).

Como último argumento, la investigación ha encontrado que la reputación del Consejero Delegado también puede afectar negativamente al desempeño futuro de la empresa, dado que

la reputación puede generar en el Consejero Delegado un exceso de confianza, incluso soberbia (HAYWARD y HAMBRICK, 1997: 106). Cuando un Consejero Delegado con buena reputación tiene un exceso de confianza en sus capacidades y acciones, puede creer que es infalible y perseguir iniciativas arriesgadas lo que, en última instancia, perjudicará a la empresa que dirige (HAYWARD y HAMBRICK, 1997; MALMENDIER y TATE, 2005; SINHA et ál., 2012; WADE et ál., 2008).

Por tanto, los argumentos de la perspectiva de la imagen simbólica, de extracción de rentas, y los argumentos de exceso de confianza o soberbia nos llevan a sugerir que:

Hipótesis 1b: *La reputación del Consejero Delegado influye negativamente en los resultados de la empresa que gestiona.*

Los argumentos y resultados contradictorios de investigaciones previas, recogidos en la **tabla 1**, que avalan tanto una relación positiva (JIAN y LEE, 2011; KOH, 2011) como negativa (MALMENTIER y TATE, 2009; LEE, 2006), han llevado a GRAFFIN, PFARRER y HILL (2012) a plantear la hipótesis de una relación no lineal entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa (GRAFFIN et ál., 2012). La reputación es una señal de las capacidades que tiene el Consejero Delegado y que puede, hasta cierto punto, incentivarle a tomar decisiones estratégicas adecuadas para la empresa que dirija. Por otra parte, la reputación del Consejero Delegado es una señal que mejora las expectativas de los participantes y su actitud hacia la empresa. Sin embargo, a partir de un cierto nivel de reputación, los Consejeros Delegados pueden ser víctimas de su propia soberbia o de la «carga derivada de la fama», obligándolos a adoptar decisiones cada vez más arriesgadas. Además, los Consejeros Delegados con una elevada reputación tienen una mayor probabilidad de distraerse con actividades no relacionadas con la actividad de su empresa, tales como la pertenencia a consejos de administración de otras empresas. Estos argumentos nos llevan a plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 1c: *La reputación de Consejero Delegado influye positivamente en el resultado de la empresa hasta un nivel de reputación, y negativamente en niveles altos.*

Tabla 1. Principales resultados de la investigación previa

Fuente	Tipo	Muestra	Medida de reputación del Consejero Delegado	Principales resultados
JIAN y LEE (2011)	Impacto positivo	Anuncios de inversión de capital por parte de las empresas cotizadas en New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) o el NASDAQ desde 1988 a 2007.	(i) Antigüedad del Consejero Delegado. (ii) Ser nombrado Consejero Delegado por contratación externa. (iii) El número de artículos con temática de negocios que contengan el nombre del Consejero Delegado. (iv) Los resultados de la empresa ajustados por industria durante el período que ha gestionado el Consejero Delegado.	Las empresas gestionadas por Consejeros Delegados con buena reputación muestran un resultado posterior a la inversión significativamente superior al de aquellas empresas dirigidas por Consejeros Delegados peor reputados, especialmente en empresas con alto <i>free cash flow</i> y escasas oportunidades de crecimiento.
MALMENDIER y TATE (2009)	Impacto negativo	Lista de los Consejeros Delegados que han recibido el reconocimiento a los mejores Consejeros Delegados entre 1975 y 2002.	Premios Nacionales: Business Week, Financial World, Chief Executive, Forbes, Industry Week, Morningstar.com, Time, Time/CNN, Electronic Business Magazine and Ernst&Young.	Las empresas gestionadas por los Consejeros Delegados galardonados tienen un menor resultado posterior, tanto en relación con sus resultados previos como en comparación con una muestra ajustada de empresas gestionadas por Consejeros Delegados no galardonados.
WADE, PORAC, POLLOCK y GRAFFIN (2006)	Efecto neutro	Empresas incluidas en el Standard&Poor's (S&P) 500 en 1992.	Certificación del Consejero Delegado a través de los resultados de los galardones otorgados por el Financial World al mejor Consejero Delegado del año.	El reconocimiento del Consejero Delegado no tiene efectos significativos en el resultado contable de la empresa.
				.../...

Fuente	Tipo	Muestra	Medida de reputación del Consejero Delegado	Principales resultados
.../...	Carga de la fama			Las empresas cuyos Consejeros Delegados reciben el reconocimiento tienen una rentabilidad anormal positiva en el mercado en el momento en que se produce la noticia, sin embargo el impacto a largo plazo del reconocimiento recibido por el Consejero Delegado es negativo.
KOH (2011)	Impacto positivo	269 reconocimientos o galardones entregados a 189 Consejeros Delegados en el periodo de 1987 a 2003.	La primera vez que se le concede al Consejero Delegado el galardón de alguno de los siguientes periódicos Business Week, Financial World, Chief Executive, Forbes, Fortune and Time o también el Entrepreneur of the Year (concurso organizado por Ernst&Young).	Las empresas gestionadas por un Consejero Delegado galardonado mejoran el resultado después de su primer galardón.
LEE (2006)	Impacto negativo	Una muestra de Consejeros Delegados extraída de la base de datos ExecuComp para el periodo 1992-2004.	Galardones a los Consejeros Delegados de la prensa económica más prestigiosa (Business Week, Financial World, Forbes, Industry Week, Chief Executive and Electronic Business). Presencia en los medios. El número de artículos en las noticias en las que aparece el nombre del Consejero Delegado y la compañía en los tres últimos años.	Los Consejeros Delegados reputados pueden mantener un buen resultado en la empresa pero no revertir malos resultados.
				.../...

Fuente	Tipo	Muestra	Medida de reputación del Consejero Delegado	Principales resultados
Li y MAKMOVIC (2010)	Efecto neutro	3.488 cambios de Consejeros Delegados durante el periodo de 1990 a 2008.	<p>Presencia positiva en los medios. Metodología compuesta por tres pasos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Número de artículos de noticias en el Wall Street Journal asociados con cada directivo durante los cinco años previos a la sucesión del Consejero Delegado. • Análisis del tono de una submuestra de los artículos. • Clasificación del directivo como reputado o no reputado. 	<p>El bajo rendimiento de los Consejeros Delegados reputados no es debido a que tengan menores capacidades. Más bien, es atribuible a que los consejos de administración que los contratan están muy ocupados y con escasa experiencia en el sector. En particular, cuando controlamos por las características del consejo de administración que contrata al Consejero Delegado, los resultados muestran que los Consejeros Delegados reputados mantienen similares resultados que los Consejeros Delegados no reputados. Sin embargo, los Consejeros Delegados reputados seleccionados por consejos de administración muy ocupados y con escasa experiencia en el sector muestran peor desempeño que los Consejeros Delegados no reputados.</p>

3. LA INFLUENCIA DE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO EN LA REPUTACIÓN CORPORATIVA

Numerosos académicos han desarrollado argumentos sobre el efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación corporativa (CRAVENS et ál., 2003; GAINES-ROSS, 2003; RANFT et ál., 2006; TREADWAY et ál., 2009). TREADWAY et ál. (2009) recogen algunos de los papeles del directivo planteados por MINTZBERG –cabeza visible, difusor, portavoz, negociador y enlace– y sostiene que el Consejero Delegado, en el cumplimiento de esas funciones, actúa como el principal representante de la empresa en sus interacciones con los participantes internos y externos. En consecuencia, los aspectos positivos y negativos de la reputación del Consejero Delegado influyen en la reputación de la empresa (FOMBRUN, 1996; RANFT et ál., 2006; SINHA et ál., 2012; TREADWAY et ál., 2009; WADE et ál., 2006; MEN, 2012).

Informes de diversas consultoras también han señalado que la reputación del Consejero Delegado es la fuente más importante de reputación corporativa. El estudio «Corporate Reputation Watch» –realizado por HARRIS INTERACTIVE para HILL y KNOWLTON– (HARRIS INTERACTIVE, 2002) en el que se encuesta a una muestra de 800 Consejeros Delegados y directivos en EE. UU., Canadá, Bélgica, Italia, Alemania, Reino Unido y Países Bajos, muestra que la reputación del Consejero Delegado representa entre un 30 y 65 % de la reputación corporativa (PHAROAH, 2003). BURSON-MARSTELLER (2003) emplea una muestra de 102 participantes actuales y futuros en Bélgica y encuentra que el 48 % de la reputación de la compañía es debida a la del Consejero Delegado. BURSON-MARSTELLER (2005) emplea una encuesta a 500 líderes de opinión (Consejeros Delegados, periodistas, altos directivos, analistas financieros y políticos) en Suiza y concluye que el 70 % de los encuestados opina que la reputación corporativa depende en más del 50 % de la forma en que se percibe a su Consejero Delegado. WEBER SHANDWICK (2011) analiza a consumidores y altos ejecutivos de empresas en dos países desarrollados (Estados Unidos y Reino Unido) y dos emergentes (China y Brasil). En promedio, encuentran que los ejecutivos atribuyen el 49 % de la reputación de sus empresas a la reputación de sus directores ejecutivos. Para el caso español, el informe «La Gestión Empresarial en los años 2005/06», realizado por BURSON-MARSTELLER y el IESE, muestra que el 38,4 % de los gerentes encuestados consideran que entre el 50 y el 90 % de la reputación corporativa corresponde a la de su principal ejecutivo. Estos argumentos teóricos y evidencias tanto académicas como de consultoría nos llevan a plantearnos la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: *La reputación del Consejero Delegado influye positivamente en la reputación de la empresa.*

4. EL EFECTO MEDIADOR DE LA REPUTACIÓN CORPORATIVA EN LA RELACIÓN ENTRE LA REPUTACIÓN DEL CONSEJERO DELEGADO Y EL RESULTADO DE LA EMPRESA

La hipótesis 1 sugiere una relación directa entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa. Sin embargo, la reputación corporativa puede mediar, total o par-

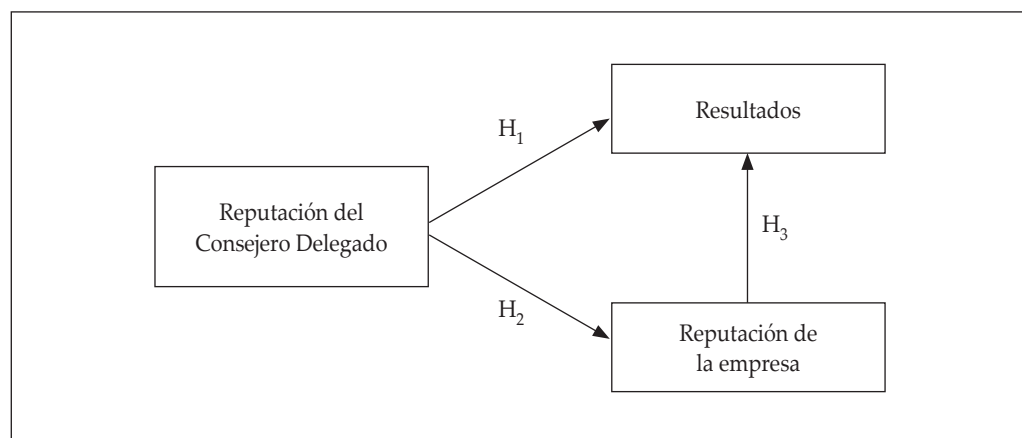
cialmente, la relación entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa. Este efecto de mediación de la reputación sobre los resultados empresariales también ha sido sugerido por consultores (por ejemplo, WEBER SHANDWICK, 2011) y académicos (GAINES-ROSS, 2000; GRAFFIN et ál., 2012).

Investigaciones previas han evidenciado que la reputación corporativa es una señal de la calidad subyacente de los productos y, por lo tanto, afecta a la elección del cliente entre los distintos productos de la competencia (FOMBRUN, 1996). Esto se traduce en un aumento de las ventas, una mayor retención de clientes e incluso un precio superior. La reputación corporativa afecta no solo vía los ingresos sino también vía costes operativos y financieros. Una reputación positiva convierte a la empresa en un empleador de elección que puede captar a los empleados con una mayor productividad. La reputación corporativa también permite disfrutar de unos menores costes de contratación y seguimiento porque los proveedores y socios están menos preocupados por los posibles comportamientos oportunistas de la empresa (FOMBRUN, 1996). Por otra parte, la reputación corporativa también es compatible con presentaciones de nuevos productos y estrategias de recuperación en caso de crisis (FOMBRUN, 1996). Todas estas ventajas de la reputación corporativa en las relaciones con los distintos participantes afectan al rendimiento futuro de una empresa (ROBERTS y DOWLING, 2002) y, por lo tanto, la reputación del Consejero Delegado puede aumentar la reputación corporativa, pudiendo dicho aumento favorecer el resultado de la empresa. Este argumento nos lleva a plantear la siguiente hipótesis:

Hipótesis 3: *La reputación corporativa media en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa.*

El modelo final de la investigación en el que se incorporan las hipótesis planteadas se recoge en la **figura 1**.

Figura 1. Modelo e hipótesis.



5. METODOLOGÍA

Las hipótesis planteadas se contrastaron en una muestra de empresas cotizadas españolas durante el periodo 2000-2012. Para evitar las consecuencias de la posible relación endógena entre las variables analizadas, empleamos un análisis de datos de panel con el estimador generalizado de momentos (GMM) desarrollado por ARELLANO y BOVER (1995). Este estimador, al emplear variables instrumentales, puede controlar los efectos de la endogeneidad. Además, el estimador generalizado de momentos tiene otras ventajas. Por un lado, evita los problemas de heterogeneidad inobservable constante que surge de aspectos particulares de cada empresa permanentes a lo largo del tiempo y, por otra parte, al tratarse de un enfoque dinámico, también tiene en cuenta la inercia de las variables dependientes a lo largo del tiempo, es decir, el hecho de que los niveles de reputación corporativa y los resultados en un momento dado del tiempo puedan estar condicionados por sus valores previos.

La validez de los estimadores GMM depende de la ausencia de autocorrelación serial de segundo orden y de la validez de los instrumentos empleados. La **tabla 2** recoge los test de autocorrelación serial de segundo orden y el test de Hansen de restricciones sobreidentificadas que comprueba la validez de los instrumentos empleados. Estos requisitos metodológicos se cumplen en todos nuestros análisis. La muestra final está compuesta por un panel no balanceado que comprende 83 empresas durante el periodo de trece años. El número total de observaciones es de 539 dado que el número de empresas varía durante el periodo analizado.

5.1. VARIABLE INDEPENDIENTE

5.1.1. Reputación del Consejero Delegado

Los estudios empíricos previos relativos a la reputación del Consejero Delegado han empleado tradicionalmente dos tipos de medidas: de certificación –generalmente medidas como el número de reconocimientos obtenidos–, o de notoriedad –generalmente medidas a través del número de noticias– que mencionan el nombre del Consejero Delegado, generalmente con independencia de si recogen una valoración positiva o negativa del mismo (e. g., FRANCIS, HUANG, RAJGOPAL y ZANG, 2008; MILBOURN, 2003). Las medidas de certificación son particularmente útiles porque condensan valoraciones de múltiples individuos a partir de criterios uniformes, lo que permite la comparación entre los agentes evaluados (e. g., FOMBRUN, 1996). Para medir la reputación del Consejero Delegado empleamos una medida de este tipo; el *ranking* MERCO líderes. Este índice proporciona una puntuación separada para los 100 Consejeros Delegados más reputados en España. Es un índice muy similar al publicado por la revista *Financial World*, una medida habitual en investigaciones previas (e. g. KOH, 2011; JOHNSON et ál., 1993; MALMENDIER y TATE, 2009; WADE et ál., 2006). El *ranking* MERCO evalúa a los directivos a través de siete dimensiones (visión estratégica y resultados, visión comercial, gestión de equipos, liderazgo responsable, presencia internacional, innovación, y comunicación). El *ranking* se construye

en dos etapas². En la primera, se administra una encuesta a los principales directivos en España. En concreto, la encuesta se envía por correo postal a 12.000 altos ejecutivos de empresas con una facturación superior a los 50 millones de euros. Esta etapa permite proponer a los 100 directivos con mayor reputación. En una segunda etapa, cada uno de estos ejecutivos es evaluado por un grupo de analistas financieros, ONG, directivos, sindicatos, asociaciones de consumidores y líderes de opinión. Con esta información, se construye y publica el *ranking* definitivo.

5.2. VARIABLES DEPENDIENTES

5.2.1. Reputación corporativa

Para medir la reputación corporativa empleamos el *ranking* MERCO. Este índice, que identifica las 100 empresas más reputadas en España, ha sido empleado en investigaciones previas y es muy similar al *ranking Most Admired American Companies* publicado por la revista *Fortune*, una de las medidas más habituales en la literatura (ROBERT y DOWLING, 2002)³. La encuesta empleada para la elaboración del *ranking* MERCO evalúa a las empresas en seis dimensiones (resultados económico-financieros, calidad del producto-servicio, cultura corporativa y calidad laboral, ética y responsabilidad social corporativa, dimensión global y presencia internacional e innovación), cada una de las cuales está a su vez compuesta por tres ítems. El *ranking* se construye en dos etapas similares a la del MERCO líderes⁴. En la primera, se proporciona la encuesta a los principales directivos españoles. Esta etapa permite identificar provisionalmente a las 100 empresas más reputadas. En la segunda etapa, cada una de estas empresas es evaluada por diversos analistas; analistas financieros, ONG, directivos, sindicatos y asociaciones de consumidores. Estas evaluaciones se verifican a través del estudio de los propios informes de cada compañía y a través de un cuestionario de méritos creado por los analistas de MERCO. El *ranking* definitivo se publica una vez que ambas evaluaciones han concluido.

5.2.2. Resultados de la empresa

Para la medición de los resultados empleamos dos medidas, Rentabilidad Económica (ROA) y Rentabilidad Financiera (ROE) que se han empleado de forma habitual en investigaciones previas sobre reputación del Consejero Delegado y reputación corporativa (KOH, 2011; WADE et ál., 2006).

² Una descripción exhaustiva de la metodología MERCO líderes se puede consultar en la siguiente página web: <http://www.merco.info/en/countries/4/rankings/4>

³ Medidas parecidas se han desarrollado en otros países. «Asia's Most Admired Companies», publicado en *Far East Economic Review*, «Britain's Most Admired Companies», actualmente publicado en *Management Today*, «Most Respected Companies», publicado en *Financial Times*, los resultados de la encuesta de *Manager Magazin* para las empresas industriales y de servicios más grandes de Alemania, y el *ranking* publicado por *Børsens Nyhedsmagasin* para Dinamarca también han sido utilizadas en la investigación académica.

⁴ Una descripción exhaustiva de la metodología MERCO empresas se puede consultar en la siguiente página web: <http://www.merco.info/es/countries/4/rankings/2>

5.2.3. Variables de control

En la investigación empleamos cuatro variables de control: tamaño, nivel de endeudamiento, edad de la empresa y experiencia del Consejero Delegado en el puesto.

La experiencia del Consejero Delegado en el puesto se ha relacionado habitualmente con los resultados de la organización (e. g., HAMBRICK y MASON, 1984; FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996) y también puede intervenir en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación corporativa.

El tamaño de la empresa se midió a través del logaritmo neperiano del activo total. Existe una amplia literatura empírica sobre el efecto del tamaño de la empresa en la reputación corporativa (ROBERTS y DOWLING, 2002). El tamaño de la empresa influye positivamente en la visibilidad en los mercados, por lo que se espera que las empresas de mayor tamaño sean vigiladas con mayor detenimiento por diferentes colectivos y, por lo tanto, que tengan menores niveles de expropiación, lo que contribuye positivamente a su reputación corporativa. Las empresas de menor tamaño pueden no ser tan visibles en el mercado, lo que puede generar expectativas de estar menos vigiladas por el mercado y, por lo tanto, distribuir el valor creado de forma menos equilibrada, lo que afectará negativamente a la reputación corporativa. Por otra parte, el tamaño es una variable de control habitual en investigaciones que toman como variable dependiente los resultados empresariales (e. g., FINKELSTEIN y HAMBRICK, 1996).

La edad de la empresa también es una variable de control habitual en la investigación en reputación corporativa. A pesar de que la evidencia sobre la relación entre la edad y la reputación corporativa no es unánime, hemos incorporado esta variable de control porque la reputación corporativa es un activo de lenta acumulación (FOMBRUN, 1996). En este sentido, aquellas empresas que han permanecido en el negocio durante un largo periodo de tiempo, habrán experimentado un mayor proceso de supervisión por parte de los mercados. Por lo tanto, habrán satisfecho a sus participantes en el pasado, y este comportamiento se extrapolará, generando expectativas de un comportamiento similar en el futuro.

Finalmente, empleamos *dummies* anuales como variables de control para controlar el efecto del contexto macroeconómico. El empleo de *dummies* temporales es habitual en los análisis de datos de panel.

Para concluir, también controlamos el efecto del contexto macroeconómico repitiendo los análisis en dos submuestras. La primera recoge el periodo 2000-2007, de crecimiento económico, la segunda recoge el periodo 2008-2012, caracterizado por la crisis económica.

6. RESULTADOS

La **tabla 2** recoge la estadística descriptiva y la matriz de correlaciones de todas las variables empleadas en los análisis. Los resultados de los análisis GMM para la muestra total se recogen en la **tabla 3**. Las **tablas 4 y 5** recogen los resultados de las dos submuestras mencionadas previamente.

Tabla 2. Descriptivos y matriz de correlación.

	Media	Desv. Std.	Reputación del CEO	Antigüedad del CEO	Tamaño de la empresa	Apalancamiento	Edad de la empresa	Reputación corporativa	ROE	ROA
Reputación del Consejero Delegado	3557.19	1967.10	1							
Experiencia del Consejero Delegado	12.19	13.37	-0.01	1						
Tamaño de la empresa	42.800.000	140.000.000	0.40	0.01	1					
Apalancamiento	0.67	0.24	0.00	0.04	0.37	1				
Edad de la empresa	52.16	39.21	0.17	-0.03	0.48	0.36	1			
Reputación Corporativa	4552.03	2107.35	0.86	-0.04	0.41	-0.03	0.13	1		
ROE	0.15	1.18	0.03	0.03	-0.02	-0.10	0.00	0.02	1	
ROA	0.09	.30	0.00	-0.01	-0.21	-0.35	-0.16	-0.03	0.25	1

Tabla 3. Estimación del efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación y resultados de la empresa.

	Modelo 1 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 2 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 3 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 4 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 5 ROA Coeficiente (Error Std.)
Reputación corporativa (t-1)	0.489 *** (0.060)				.../...

	Modelo 1 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 2 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 3 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 4 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 5 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
ROE (t-1)		-0.071 (0.109)		-0.056 (0.055)	
ROA (t-1)			0.042 (0.044)		0.056 (0.041)
Reputación corporativa (t)	0.523*** (0.057)	0.023 (0.019)	0.000 (0.000)	-0.014 (0.013)	-0.001 (0.002)
Reputación del Consejero Delegado				0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Reputación del Consejero Delegado cuadrática				0.703+ (0.405)	0.067 (0.090)
Experiencia del Consejero Delegado	-0.980 (2.251)	0.723 (0.544)	0.068 (0.079)		
Tamaño	0.150 (0.681)	-0.127 (0.106)	0.000 (0.000)	.0177 (0.139)	0.005 (0.014)
Apalancamiento	-411.628 (523.129)	-52.773 (100.628)	-39.492 (18.865)	-73.484 (63.230)	-36.800* (22.530)
					.../...

	Modelo 1 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 2 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 3 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 4 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 5 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
Edad de la empresa	-2.774 (4.163)	-0.095 (0.314)	-0.025 (0.086)	0.340 (0.454)	-0.023 (0.096)
Dummies anuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Constante	726.529 + (436.804)	-33.472 (84.147)	31.536 * (13.642)	25.143 (38.463)	31.168 * (14.666)
Wald	2661.33***	76.48***	35.17**	36.76**	32.61 *
g.l.	17	17	17	18	18
AR(1)	-3.69***	0.16	-1.05	0.02	-1.08
AR(2)	-1.30	-1.60	-1.05	-1.48	-1.04
Hansen	65.69	70.44	64.85	63.67	64.54
g.l.	123	123	123	122	122
	539	539	539	539	539

Coeficientes no estandarizados. Errores estándar en paréntesis.
p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001.

Los resultados del modelo 1, que toma como variable dependiente la reputación corporativa, muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable reputación del Consejero Delegado ($p < 0,001$). Este resultado permite aceptar la hipótesis 2 y muestra que los Consejeros Delegados con una elevada reputación influyen positivamente en la reputación corporativa, incluso cuando se controla por el efecto endógeno de las variables. Los modelos 2 y 3 muestran una relación no significativa entre la reputación del Consejero Delegado y la rentabilidad económica y financiera de la empresa. Estos resultados sugieren que la reputación del Consejero Delegado no afecta a los resultados empresariales. En los modelos 4 y 5 se analiza el efecto no lineal de la reputación del Consejero Delegado en los resultados, y vuelven a mostrar coeficientes no significativos. Siguiendo el procedimiento planteado por BARON y KENNY (1986), dado que los resultados no muestran una relación directa entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados, tampoco se puede establecer un efecto de mediación de la reputación corporativa entre ambas variables.

El periodo considerado en nuestro análisis (2000-2012) recoge dos contextos económicos muy diferentes, lo que puede afectar a nuestros resultados. Para analizar esta posible influencia, dividimos la muestra inicial en dos submuestras que abarcan los periodos 2000-2007 y 2008-2012. Los resultados de los análisis para estas submuestras se recogen en las **tablas 4 y 5**.

Tabla 4. Estimación del efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación y resultados de la empresa en un contexto de crecimiento económico (2000-2007)

	Modelo 6 Corporate reputation Coeficiente (Error Std.)	Modelo 7 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 8 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 9 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 10 ROA Coeficiente (Error Std.)
Reputación corporativa (t-1)	0.539 *** (0.105)				
ROE (t-1)		-0.140 + (0.084)		-0.217 *** (0.040)	
ROA (t-1)			0.343 *** (0.077)		0.361 *** (0.053)
Reputación corporativa (t)				-0.015 (0.012)	0.001 (0.001)
Reputación del Consejero Delegado	0.376 *** (0.113)	0.028 (0.028)	-0.001 (0.001)	0.020 (0.017)	-0.003 (0.002)
Experiencia del Consejero Delegado	-2.149 (3.757)	1.428 (1.318)	0.014 (0.030)	1.068 (0.687)	-0.026 (0.027)
Tamaño	1.920 + (1.010)	-0.073 (0.110)	0.011 (0.013)	0.030 (0.060)	0.004 (0.006)
					.../...

	Modelo 6 Corporate reputation Coeficiente (Error Std.)	Modelo 7 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 8 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 9 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 10 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
Apalancamiento	-1952.055 * (899.898)	-127.096 (147.095)	-20.648 * (10.040)	-175.632 (147.988)	1.612 (13.455)
Edad de la empresa	1.986 (5.557)	-0.169 (0.675)	-0.029 (0.064)	0.244 (0.507)	-0.033 (0.068)
Dummies anuales	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constante	1847.153 ** (586.006)	-10.689 (70.674)	22.791 * (11.265)	100.579 (89.637)	10.789 + (6.188)
Wald	468.54 ***	19.24 +	159.95 ***	69.51 ***	143.39 ***
g.l.	12	12	12	13	13
AR(1)	-3.13 ***	0.56	-1.01	0.89	-1.02
AR(2)	-0.94	-1.39	1.09	-1.35	0.08
Hansen	50.68	45.31	58.97	23.48	44.97
g.l.	52	52	52	78	78
Número de observaciones	282	282	282	282	282

Coeficientes no estandarizados. Errores estándar en paréntesis.
 p < 0.10, * p < 0.05, ** p < 0.01, *** p < 0.001.

Tabla 5. Estimación del efecto de la reputación del Consejero Delegado en la reputación y resultados de la empresa en un contexto de crisis (2008-2012).

	Modelo 11 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 12 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 13 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 14 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 15 ROA Coeficiente (Error Std.)
Reputación corporativa (t-1)	0.308 *** (0.092)				
ROE (t-1)		0.044 (0.235)		0.031 (0.201)	
ROA (t-1)			-0.112 (0.150)		-0.032 (0.181)
Reputación corporativa (t)				0.002 (0.004)	-0.003 (0.003)
Reputación del Consejero Delegado	0.777 *** (0.104)	0.008 * (0.003)	0.003 ** (0.001)	0.003 + (0.004)	0.006 + (0.003)
Experiencia del Consejero Delegado	13.107 ** (4.602)	-0.075 (0.119)	-0.009 (0.040)	0.099 (0.164)	0.170+ (0.100)
Tamaño	-0.936 (1.490)	-0.037 (0.045)	-0.013 (0.011)	0.013 (0.051)	-0.006 (0.093)
					.../...

	Modelo 11 Reputación corporativa Coeficiente (Error Std.)	Modelo 12 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 13 ROA Coeficiente (Error Std.)	Modelo 14 ROE Coeficiente (Error Std.)	Modelo 15 ROA Coeficiente (Error Std.)
.../...					
Apalancamiento	1192.195 (743.593)	-25.815 (39.766)	-24.070* (11.263)	-52.647 (57.121)	-28.277 (71.689)
Edad de la empresa	-12.799+ (7.622)	-0.023 (0.171)	0.027 (0.085)	-0.198 (0.302)	-0.209 (1.035)
Dummies anuales	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Constante	463.413 (809.029)	8.565 (34.669)	13.204 (11.370)	47.330 (42.923)	30.412 (72.595)
Wald	311.12 ***	35.12 ***	14.87 +	95.65 ***	405.46 ***
g.l.	9	9	9	10	10
AR(1)	-1.69 *	-1.11	-0.96	-1.07	-1.02
AR(2)	-2.14	-0.68	-0.94	-0.81	-1.01
Hansen	27.25	18.52	21.18	26.04	30.26
g.l.	23	23	23	31	31
Número de observaciones	202	202	202	202	202

Coeficientes no estandarizados. Errores estándar en paréntesis.
 p < 0.10; * p < 0.05; ** p < 0.01; *** p < 0.001.

En ambas submuestras, los resultados de los modelos que toman como variable dependiente la reputación corporativa muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable reputación del Consejero Delegado (modelos 6 y 11). Estos resultados son consistentes con la muestra total, e indican que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a la reputación corporativa. En el caso de los modelos que toman como variable dependiente la rentabilidad económica y financiera de la empresa, los resultados muestran un coeficiente no significativo de la variable reputación del Consejero Delegado para la primera submuestra (periodo 2000-2007) ($p > 0,10$) (véanse modelos 7 y 8). Sin embargo, en el caso de la segunda submuestra (periodo 2008-2012), los resultados muestran un coeficiente positivo y significativo para la variable reputación del Consejero Delegado ($p < 0,05$ y $p < 0,01$) (véanse modelos 12 y 13). Estos resultados muestran que, en un contexto de crisis, la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a los resultados de las empresas. Esta segunda submuestra permite testar el efecto mediador de la reputación corporativa. Los resultados de los análisis (véanse modelos 14 y 15) muestran un coeficiente positivo y significativo de la variable reputación del Consejero Delegado y un coeficiente no significativo para la variable reputación corporativa en ambos modelos. De forma conjunta, estos resultados muestran que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a los resultados de la empresa y que esta relación no está mediada por la reputación corporativa (BARON y KENNY, 1986).

7. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Nuestro estudio contribuye al debate sobre la importancia de la reputación del Consejero Delegado. Los resultados obtenidos evidencian que la reputación del Consejero Delegado afecta positivamente a la reputación corporativa, lo que sugiere que la reputación del Consejero Delegado genera expectativas sobre el comportamiento de las empresas que consolidan la reputación de la compañía. Nuestros resultados también muestran que la reputación del Consejero Delegado no influye en los resultados empresariales en un contexto de crecimiento económico, pero sí que tiene influencia positiva en un contexto de crisis.

Estos últimos resultados de nuestro trabajo pueden explicar las evidencias contradictorias de investigaciones previas. En efecto, los efectos positivos (contratación eficiente, y el efecto de señal en las expectativas de los participantes, que generan actitudes positivas hacia la empresa) y los efectos negativos (imagen simbólica, carga de la fama, extracción de rentas y exceso de confianza y soberbia del Consejero Delegado) de la reputación del Consejero Delegado pueden estar condicionados por el contexto económico. De hecho, un escenario de crecimiento económico puede favorecer el aumento de las expectativas de los *stakeholders* que pueden verse satisfechas por los Consejeros Delegados a través de la adopción de decisiones estratégicas arriesgadas, pero exitosas. Esto favorecerá el exceso de confianza del Consejero Delegado. En estos contextos, los Consejeros Delegados pueden tener también más riesgo de distraerse en actividades ajenas a su cargo, como formar parte de otros consejos de administración, autoría de libros o conferencias para explicar sus estrategias de éxito. Estas consecuencias negativas de la reputación del Consejero Delegado pueden contrarrestar los efectos positivos. Sin embargo, un contexto de crisis no favorece estas consecuencias negativas de la reputación del Consejero Delegado. Por lo tanto, la calidad de las decisiones y el efecto señal que se derivan de la reputación del Consejero Delegado

prevalecen, favorecen al resultado de las empresas. En primer lugar, los resultados de la empresa se verán afectados por las decisiones estratégicas del Consejero Delegado de forma más directa en un contexto de crisis que en uno de crecimiento. Además, el contexto de crisis implica una mayor incertidumbre. En circunstancias inciertas, la reputación del Consejero Delegado puede ser utilizada por los *stakeholders* a la hora de tomar decisiones de participación en la empresa.

El análisis se ha completado con la estimación de una relación no lineal de la reputación del Consejero Delegado con la rentabilidad de la empresa, que ha sido sugerida en la literatura previa (GRAFFIN et ál., 2012) como una posible explicación de los resultados contradictorios en los estudios anteriores. Sin embargo, no se encontraron efectos significativos que avalen esta argumentación.

En general, nuestros resultados sugieren que las evidencias contradictorias obtenidas en investigaciones previas no se explican por una relación no lineal entre la reputación del Consejero Delegado y resultados de la empresa, sino que se pueden justificar por la influencia de otras variables, no analizadas hasta ahora, como el contexto económico. En este sentido, la divergencia de resultados en los estudios sobre los efectos de la reputación del Consejero Delegado en el desempeño de las empresas señala la necesidad de analizar con mayor detalle los efectos de la reputación del Consejero Delegado sobre el rendimiento en diferentes contextos –empresas jóvenes frente a otras de mayor antigüedad, empresas con estructuras de propiedad fragmentada frente a otras de propiedad concentrada, contexto de alta discrecionalidad frente a baja discrecionalidad; empresas con mala reputación frente a empresas con buena reputación– para aclarar el efecto de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de las empresas que gestionan.

Desde nuestro punto de vista, la mayor contribución de nuestra investigación reside en el análisis empírico de la influencia de la reputación del Consejero Delegado sobre la reputación corporativa y los resultados para una muestra de ejecutivos españoles. Nuestros resultados señalan que variables que no han sido tenidas en cuenta en análisis previos pueden tener un papel relevante en la relación entre la reputación del Consejero Delegado y los resultados de la empresa. Estas variables pueden contribuir a explicar la evidencia aparentemente contradictoria sobre los efectos de la reputación del Consejero Delegado. Además, hemos controlado los posibles sesgos derivados de la posible endogeneidad de las variables analizadas. Si no se controla la endogeneidad de estas variables, se pueden encontrar relaciones potencialmente espurias entre la reputación del Consejero Delegado y la reputación de la empresa y el rendimiento. El empleo de la metodología de datos de panel con el enfoque GMM nos ha permitido controlar estos posibles sesgos.

Por último, nuestra investigación también tiene implicaciones para los profesionales, en particular para los consejos de administración encargados de la selección y el control de los Consejeros Delegados. Los resultados obtenidos sugieren que la reputación de los Consejeros Delegados se debe tener en cuenta en los procesos de selección, fundamentalmente cuando la empresa necesita aumentar su reputación. Sin embargo, el efecto neto de la reputación del Consejero Delegado en el resultado de las empresas, no siempre es positivo, sino que puede estar condicionado por el contexto económico. Esto puede afectar a los criterios de selección de los Consejeros Delegados y al grado de control por parte del consejo de administración de sus actividades. La contratación de un Consejero Delegado con buena reputación influye positivamente en el resultado de las empresas en contextos de crisis debido a su calidad como directivo y al efecto de señal que ejercen. Sin

embargo, en un escenario de crecimiento económico, el consejo de administración debería controlar al Consejero Delegado reputado para evitar ciertos comportamientos que erosionen los efectos positivos de su reputación. En particular, nuestros resultados sugieren que los consejos de administración deben prestar especial atención al nivel de riesgo asumido por estos Consejeros Delegados en sus decisiones estratégicas. Por otra parte, los consejos de administración también deben hacer un esfuerzo para comunicar e informar a los distintos participantes de las empresas para controlar el incremento de expectativas derivado de la reputación del Consejero Delegado. Por último, los consejos de administración deben velar por restringir las actividades externas del Consejero Delegado que no repercutan en el beneficio de la empresa.

Bibliografía

- ARELLANO, M. y BOVER, O. [1995]: «Another look at the instrumental variable estimation of error-components models», *Journal of econometrics*, 68 (1), págs. 29-51.
- BARON, R. M. y KENNY, D. A. [1986]: «The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic and statistical considerations», *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, págs. 1.173-1.182.
- BURSON-MARSTELLER [2003]: *CEO Reputation Study*, <http://issuu.com/burson-marsteller-emea/docs/ceoreport/3?e=0>. Burson-Marsteller.
- [2005]: *CEO Reputation*, http://issuu.com/burson-marsteller-emea/docs/b-m_info_ceo_study_engl_final. Burson-Marsteller.
- BURSON-MARSTELLER e IESE [2006]: *La Gestión Empresarial en los años 2005/06*. Burson-Marsteller.
- CERTO, S. T.; DAILY, C. M. y DALTON, D. R. [2001]: «Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26 (2), págs. 33-50.
- CRAVENS, K.; GOAD OLIVER, E. y RAMAMOORTI, S. [2003]: «The Reputation Index: Measuring and Managing Corporate Reputation», *European Management Journal*, 21 (2), págs. 201-212.
- FINKELSTEIN, S. y HAMBRICK, D. C. [1996]: *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West Publishing: St. Paul, MN.
- FOMBRUN, C. J. [1996]: *Reputation. Realizing Value from Corporate Image*. Boston: Harvard Business School Press.
- FRANCIS, J.; HUANG, A. H.; RAJGOPAL, S. y ZANG, A. Y. [2008]: «CEO Reputation and Earnings Quality», *Contemporary Accounting Research*, 25 (1), págs. 109-147.
- GAINES-ROSS, L. [2000]: «CEO reputation: A key factor in shareholder value», *Corporate Reputation Review*, 3 (4), págs. 366-370.
- [2003]: *CEO capital: A guide to building CEO reputation and company success*, Hoboken: John Wiley & Sons.
- GRAFFIN, S. D.; PFARRER, M. D. y HILL, M. W. [2012]: «Untangling executive reputation and corporate reputation: who made who?», en BARNETT, M. L. y POLLOCK, T. G. (eds.) (2012), *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, Oxford University Press.
- HAMBRICK, D. C. y MASON, P. A. [1984]: «Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers», *Academy of Management Review*, 9 (2), págs. 193-206.

- HARRIS INTERACTIVE [2002]: *IV Annual Corporate Reputation Report: CEOs on Corporate Reputation Influencers, Corporate Social Responsibility, and Board Level Involvement*, Hill&Knowlton.
- HAYWARD, M. L. y HAMBRICK, D. C. [1997]: «Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris», *Administrative Science Quarterly*, 42, págs. 103-127.
- HAYWARD, M. L.; RINDOVA, V. P. y POLLOCK, T. G. [2004]: «Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity», *Strategic Management Journal*, 25 (7), págs. 637-653.
- HIRSHLEIFER, D. [1993]: «Managerial reputation and corporate investment decisions», *Financial Management*, 22, pág. 145.
- JIAN, M. y LEE, K. W. [2011]: «Does CEO reputation matter for capital investments?», *Journal of Corporate Finance*, 17 (4), págs. 929-946.
- JOHNSON, W. B.; YOUNG, S., y WELKER, M. [1993]: «Managerial Reputation and the Informativeness of Accounting and Market Measures of Performance», *Contemporary Accounting Research*, 10, págs. 305-332.
- KOH, K. [2011]: «Value or Glamour? An empirical investigation of the effect of celebrity CEOs on financial reporting practices and firm performance», *Accounting & Finance*, 51 (2), págs. 517-547.
- LEE, S. [2006]: *CEO reputation: who benefits—the firm or the CEO?*, Working paper, University of Southern California.
- LI, M. y MAKSMOVIC, V. [2010]: *Selection of Star CEOs and Firm Performance*. Working Paper, University of Maryland.
- MALMENDIER, U. y TATE, G. [2005]: «Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited», *European Financial Management*, 11 (5), págs. 649-659.
- [2009]: «Superstar CEOs», *The Quarterly Journal of Economics*, 124 (4), págs. 1.593-1.638.
- MEN, L. R. [2012]: «CEO credibility, perceived organizational reputation, and employee engagement», *Public Relations Review*, 38 (1), págs. 171-173.
- MILBOURN, T. T. [2003]: «CEO reputation and stock-based compensation», *Journal of Financial Economics*, 68 (2), págs. 233-262.
- NORBURN, D. [1989]: «The chief executive: A breed apart», *Strategic Management Journal*, 10 (1), págs. 1-15.
- RANFT, A. L.; ZINKO, R.; FERRIS, G. R., y RONALD BUCKLEY, M. [2006]: «Marketing the Image of Management: The Costs and Benefits of CEO Reputation», *Organizational Dynamics*, 35 (3), págs. 279-290.
- ROBERTS, P. W. y DOWLING, G. R. [2002]: «Corporate reputation and sustained superior financial performance», *Strategic Management Journal*, 23, págs. 1.077-1.093.
- SINHA, P. N.; INKSON, K. y BARKER, J. R. [2012]: «Committed to a failing strategy: celebrity CEO, intermediaries, media and stakeholders in a co-created drama», *Organization Studies*, 33 (2), págs. 223-245.
- TREADWAY, D. C.; ADAMS, G. L.; RANFT, A. L. y FERRIS, G. R. [2009]: «A meso-level conceptualization of CEO celebrity effectiveness», *The Leadership Quarterly*, 20 (4), págs. 554-570.
- WADE, J.; PORAC, J. F.; POLLOCK, T. G. y GRAFFIN, S. D. [2006]: «The burden of celebrity: The impact of CEO certification contests on CEO pay and performance», *Academy of Management Journal*, 49, págs. 643-660.
- WEBER SHANDWICK [2011]: *The Company Behind the Brand: In Reputation we Trust*.
- WIESENFELD, B. M., WURTHMANN, K. y HAMBRICK, D. C. [2008]: «The stigmatization and devaluation of elites associated with corporate failures: A process model», *Academy of Management Review*, 33, págs. 231-251.