



Luis Carlos Sánchez
Universidad de Vigo
✉ correo@luiscarlos.es

Does the Agency Theory play football?¹

¿Juega al fútbol la Teoría de la Agencia?

I. INTRODUCTION

Turnovers in professional football have grown exponentially in recent years thanks to a greater competition for television rights and the achievement of increasingly large advertising contracts. European football has stopped targeting a local market and now focuses on a global audience following their matches on television and buying their products from anywhere on the planet.

The greater professionalization of football has changed it from a hobby to a part of the leisure industry, a change that has attracted new investors and modified the ownership structures of the teams. Many clubs have started to organize as capital companies, listed companies, or they have fallen into the hands of foreign investors. This has sparked debate on team ownership structure and its impact on both sporting and financial performance. The owners of football teams pursue two different objectives: a monetary return linked to financial results and an emotional return that will depend on sporting success.

This paper aims to look at how the legal form of football teams, the concentration of their property and the nationality of their owners affect performance. The three characteristics of the property under study respond to three issues abundantly dealt with in the literature across different sectors. However, in the case of football it is a loophole that we attempt to address. The interest of this study is that this issue can be made extensive to other sectors sharing the characteristics of this sport. This would be the case of businesses in which the owners pursuing multiple objectives and a heterogeneous property structure coexist.

Interestingly, several European countries have implemented regulatory changes in opposite directions concerning the characteristics of team ownership. So while some countries have legislated to restrict or eliminate the existence of clubs, thus

18



Ángel Barajas²
Universidad de Vigo
National Research
University Higher School
of Economics, Russian
Federation
✉ abarajas@uvigo.es



Patricio Sánchez-Fernández
Universidad de Vigo
✉ patricio@uvigo.es



EXECUTIVE SUMMARY

This paper aims to analyze how ownership influences the performance of European football teams. The study of efficiency allows us to identify relative performance in the achievement of several objectives, as is the case of football teams pursuing both financial performance and sports success. The analysis shows that football teams organized as members clubs, with dispersed ownership and uncontrolled by foreign investors perform better. Thus, property structures facilitating less control over managers relate positively to performance.

RESUMEN DEL ARTÍCULO

El objetivo del presente trabajo es analizar la influencia de la propiedad en el desempeño de los equipos de fútbol europeos. El estudio de la eficiencia nos permite conocer el desempeño relativo en la consecución de varios objetivos como es el caso de los equipos de fútbol donde se persiguen el rendimiento financiero y los éxitos deportivos. El análisis muestra que aquellos equipos de fútbol organizados como clubes, con una propiedad dispersa y no controlados por inversores foráneos tienen un mejor desempeño. Así las estructuras de propiedad que facilitan un menor control sobre los directivos, tienen una relación positiva con el desempeño.

favouring the concentration of capital and the appearance of foreign investors, other countries have legislated to preserve dispersed team ownership by making it difficult for these teams to fall into foreign hands. This paper aims to provide empirical evidence on what may be the right direction.

2. PROPERTY AND PERFORMANCE STRUCTURES

2.1. Literature Review

Companies are constituted as entities with their own legal personality that develop a commercial activity assuming rights and obligations regardless of the rights and obligations of their owners. The limitation of this equity responsibility to the assets of the company itself is one of the advantages that explains the success of this figure. Companies have other advantages under certain legal forms such as their unlimited life, reaching a duration beyond the life of their owners. This allows them to maintain at least a part of their intellectual and physical capital even if their owners change. All this has facilitated the growth of companies constituted as corporations and their market domination over individual entrepreneurs.

Business development has given rise to a very heterogeneous scenario with corporations of very diverse characteristics. The first difference is the very legal figure under which they are constituted, since trade legislation offers a wide range of possibilities. Legal figures can be divided roughly between capital companies, where voting rights are distributed according to invested capital; and members owned firms, where the vote is distributed personally and each owner has one vote. The latter is the case of clubs, consumers cooperatives or mutualities. According to the agency theory, different types of organizations arise from the different incentives of the contracting parties and the different costs of controlling these incentives (Jensen and Meckling, 1976). Hansmann (1988) analyzed why capitalists do not control firms in certain situations as they do in most businesses. He concluded that in most cases, capital providers were in a better position to exercise effective control over managers than other stakeholders. This reduced agency problems. On the other hand, Mayers and Smith (1988) show that organized companies like mutualities or user cooperatives appeared in sectors where resolving the conflict between owners and customers represented a competitive advantage.

This paper aims to look at how the legal form of football teams, the concentration of their property and the nationality of their owners affect performance.

On the other hand, the non-existence of title deeds in non-capitalist societies means owners are not motivated to think long-term and they merely take advantage of the rights currently associated to it (Nilsson, 2001). This triggers a disincentive to investment, especially to investments with longer recovery periods (Vitaliano, 1983).

In addition to legal form, other company property characteristics collected in the literature are the degree of concentration of the property – whether a limited number of shareholders control it.

In large companies, where property is scattered among a large number of people, decisions are taken by managers who relegate shareholders to supervisory role. But carrying out such supervision entails a cost in time and resources that gives small shareholders less incentive to control managers who are better informed than they are (Grossman and Hart, 1980). Control over managers is a public good that would benefit all shareholders, regardless of whether they assume the cost of this control (Stiglitz, 1982). Shleifer and Vishny (1986) argue that large shareholders have incentives to supervise managers because of the economic importance of their investment.

Given this situation, a more concentrated ownership may imply greater control over the managers, which would ultimately lead to better company performance. On the other hand, large shareholders may behave opportunistically at the expense of small shareholders (La Porta et al., 1999). For example, large shareholders may impose their own companies as providers at the expense of better options. This is detrimental to the value of the company they share with minority shareholders.

Another aspect under study is owner nationality. Greater capital market globalization entails a more frequent corporate presence of foreign business investors. Academic literature has found a great deal of evidence concerning the positive relation between foreign ownership and the financial performance of a company.

Better control over managers may explain this phenomenon, especially when it comes to investments in countries with low shareholder protection and weak corporate law structures (*civil law countries*). The participation of foreign capital mitigates the problems of agency by facilitating financial transparency and limiting the discretion of managers.

Borensztein et al. (1998) found that foreign investors also provide local firms with *know-how* through the transfer of knowledge, technology and better management techniques.

KEY WORDS

Agency Theory, Sport finance, foreign ownership, concentrated ownership, football clubs.

PALABRAS CLAVE

Teoría de la Agencia, Finanzas del deporte, propietarios extranjeros, propiedad concentrada, clubs de fútbol.

The literature has addressed other property characteristics that have enriched the development of the agency theory. The creation of shares with different voting power and pyramid ownership structures affect the relationship between principal and agent in corporate governance as shown by Faccio et al. (2001), Claessens et al. (2002) and Lins (2003). Although these structures have long been present in the business fabric, they have only been used by Manchester United when in 2012 it issued shares with fewer rights. Thomsen and Pedersen (2000) pointed out the importance of the nature of the majority shareholder: family groups, investment funds, credit institutions, etc. Another relevant aspect in the literature of agency theory is the influence of the degree of protection of minority shareholder rights. Literature has used the differentiation between Anglo-Saxon countries - with a legal system based on *common law* - and continental countries -with a civil law system- to explain this degree of protection as in LaPorta et al. (1999) and Maury and Pajuste (2005).

2.2. Property in Football

2.2.1. Football Clubs and Sports Corporations

Football was born as a recreational activity, so the first teams were organized as clubs, a type of partnership in which each member has a vote. At the end of the 19th century, Professionalism led English teams to become commercial companies, a legal personality where the number of votes of each member depends on the capital contributed.

This process continued in other countries when the idea that club members had no incentive to control managers spread and football clubs were observed to spend beyond their means to obtain short-term sports results. In view of this, as of the 80s many countries (among them Spain) passed legislation to convert football clubs into corporations and thus obtain shareholders with an incentive to financially balance their teams. Notwithstanding, Sánchez et al. (2016a) found no empirical evidence of the existence of a relationship between the legal form of the teams and their financial performance.

2.2.2. Concentration of ownership

When they were constituted as companies with capital, some football teams were controlled by a broad base of investors and fans. However, many of them fell into the hands of a small number of sharehol-

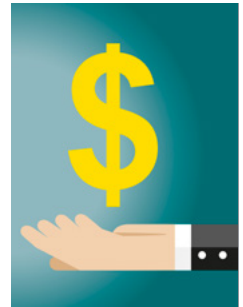


ders; this ended the relationship between ownership and the social base of the teams. Empirical evidence on the impact of this concentration of ownership on the financial profitability of the team presents different results. Dimitropoulos and Tsagkanos (2012) analyzed a heterogeneous set of European teams and found a positive relationship between the concentrated ownership of the teams and their financial profitability. In contrast, Sánchez et al. (2016a) focused their study on the largest teams on the continent and found the opposite relationship: a greater concentration in ownership had a negative effect on financial profitability.

Apart from the exceptional presence of the Italian dynasty Agnelli in Juventus Turin, the presence of family groups has not characterized football team ownership. Moreover, the presence of investment funds and credit institutions in football teams is residual and limited to small holdings in those listed on the stock exchange.

Anglo-Saxon companies are often characterized as having a much more dispersed ownership structure than companies in continental Europe, where it is more common to find shareholders controlling large corporate shareholdings. In the case of football, this situation is reverse. While in the English league an abundance of teams have controlling shareholders who dominate large shareholdings, in continental leagues it is easier to find teams with scattered ownership distributed among numerous club members or small shareholders.

Likewise, while in other sectors North American and British companies share the same institutional scope, in sports the American and British institutional context differs significantly. This is why the results of the literature in these sectors is not transferable to the sports sector. In the United States and Canada, teams participating in closed leagues without promotions or relegations are the ones that organize sports competitions and they usually share part of the income. By contrary, in Europe (including the UK) teams do not own competitions and sports federations supervise them. The participation in the leagues varies according to sports results that trigger promotion or relegation. This is why a hypothetical global classification of sports companies by institutional criteria should differ among North American and European companies.



2.2.3. Nationality of the property

In football, foreign investors only participate as controlling shareholders in teams with a concentrated ownership. The structure of football ownership is unique as compared to other sectors; the three characteristics cannot be studied simultaneously within the same model because they are strongly interrelated. All teams with foreign ownership are capital companies with concentrated ownership. Likewise, all teams with concentrated ownership are capital companies.

The participation of foreign capital in football teams is a relatively recent phenomenon. After becoming capital companies, nothing prevented them from falling into foreign hands. At first, however, the nationality of the owners coincided with that of the team. The growing revenue generated by teams in the form of television rights and sponsorships, and their impact on the media across and beyond national borders, has attracted foreign capital to the major European leagues.

The empirical evidence is non-conclusive concerning the influence of the internationalization of team ownership. Wilson et al. (2013) found no relationship between the nationality of the owners of an English Premier League team and their financial profitability. On the other hand, Sanchez et al. (2016a) did find a statistically significant relationship in a sample of European teams. In this case, the presence of foreign owners negatively affected the profitability of the team.

Wilson et al. (2013) found that foreign ownership of a team influenced their sporting results in the English league. However, this research did not consider the size of the teams, a feature Hoehn and Szymanski (1999) found to greatly influence sports results. This is why there could have been a bias error. If foreign investors invest in larger teams, these teams may obtain better sports results.

2.2.4. Stock market listing

Most academic literature on the influence of business ownership focuses on listed companies. Yet in the football sector, a minority of teams are listed on the stock market. This is an important point because the degree of minority shareholder protection depends notably on whether or not the team is listed in the stock market. Minority shareholders of unlisted teams face greater difficulties in exercising control over managers. Our work incorporates this degree of protection using a variable indicating whether or not the team is listed to analyze its impact on the quality of team management.



Although a priori it may be argued that the main objective of a listed team would be to maximize the value of its shareholders based on financial results, empirical studies have revealed a different trend. Zuber et al. (2005) found that the contribution of the team did not respond to its financial situation as was the case in other sectors. The academic literature has so far shown that the influence of stock exchange listing is nil both in terms of financial performance (Leah and Szymanski, 2015) and sports performance (Baur and McKeating, 2011).

3. EFFICIENCY AS A MEASURE OF MULTI-OBJECTIVE PERFORMANCE

Norh (1990) defined firms as groups of individuals united to achieve certain purposes that are more easily attainable collectively than they are individually thanks to the existence of a hierarchical structure and stable contractual relationships with other agents. Following this definition, the objective of the companies is no other than to achieve the objectives pursued by their owners.

In the classic company theory, this objective is linked to the maximization of the capital owners have invested. However, in the business world we can find a more complex situation. The investment decision, like any other human decision, aims to obtain increased satisfaction. Higher monetary yield means increased investor satisfaction; but other rewards or emotional dividends may increase the profit obtained. Sánchez (2012) specifies some cases, such as the satisfaction of participating in a family business, that involve maintaining a legacy received from previous generations or participating in media companies that involve satisfaction for the capacity to influence public opinion and political decisions. These satisfactions will increase the utility obtained by the monetary yield of the investment (**Figure 1**).

Football is one of the sectors where you can find this emotional dividend. The first professional English teams were constituted as capital companies. The legislation itself stated that its objective was two-fold: “*profit and glory*” or the pursuit of profit and sports success. In the 80s, legislation equated the commercial figure of football teams to the rest of the companies to allow them to be listed on the stock market. What is more, it also eliminated restrictions concerning profit distribution.

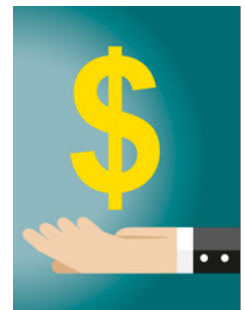


Figure 1. **Football team investment utility**

By no means has this eliminated the debate in the literature about the purpose of football teams. Some studies, such as El-Hodiri and Quirk (1971), Fort and Quirk (1995) and Szymanski and Késenne (2004) assume that sports teams aim to maximize profit just like any other business. While other authors, such as Sloane (1971) or Morrow (2003), argue that in Europe clubs seek to maximize utility through sporting results by considering some financial constraints.

The debate in itself could be unapproachable and made extensive to other sectors. Kang and Sorensen (1999) argue that shareholders are not homogeneous and may have different behaviours and different objectives or incentives. Studies often tend to implicitly assume shareholders are monolithic and all of them pursue the same objectives. Yet it really does not have to be that way; investors with different motivations can coexist within the same sector.

In the case of football, the investment of Volkswagen in VfL Wolfsburg or the Agnelli family in Juventus Turin can be motivated by achieving a close relationship with the community. This is something that cannot be extended to the motivations of the Glazer brothers when acquiring Manchester United. Given a multiplicity of objectives, the estimates of efficiency coefficients allow us to measure and compare the performance of the managers in different teams. The study of efficiency allows us to evaluate the scope of the objectives subjected to limited resource restrictions.

The ratios allow only us to compare two variables, so output must be unitary. By contrast, the study of efficiency allows us to consider several outputs. By means of boundaries defined by the relative efficiency of homogeneous units called *Decision Making Units* (DMU) - which in this case are football teams - we identify the 'best behaviour' performed by efficient DMUs that will define the consistent good practice frontier to maximize shareholder objectives (outputs) with given factor endowments (inputs). The rest of teams not located at the border will

be more inefficient the further they are from the border; this distance varies in function of the increase they must apply to their outputs with the available inputs.

This behaviour will be better, the better each of the outputs are. If we consider that increased profitability and sports success satisfy the owners of football teams, none of the owners diminish profitability. In the case of an investor investing only for the sake of emotional satisfaction, increasing the economic value of the team to obtain a greater financial profitability will not represent less satisfaction or utility. Conversely, even if the investors only seek to make their investment profitable, obtaining sports successes will not be detrimental to satisfaction or utility. Thus we can compare team management without being subject to a single output.

Previous literature on the influence of ownership on football team management has scarcely focused on financial profitability as a measure of the quality of management common to studies in other sectors. But this involves ignoring the multi-objective nature of football teams as companies. A large number of owners in football do not seek monetary compensation for their investment, so it makes no sense to use financial profitability as a proxy for investment utility.

Changing that objective to obtaining sports success is an oversimplification given that many investors also have financial objectives. That is why studying the quality of the management of football teams requires taking this singularity into account and looking for another measure of the utility obtained by the owners in management. This is why we use the coefficient of efficiency obtained in reaching the different owner objectives as a measure of investment utility.



4. A STUDY FOR THE MAIN EUROPEAN FOOTBALL TEAMS

4.1. Sample

For this study we have taken a sample that includes the main European football teams. Unlike the United States, where professional sport takes place in closed leagues, the main European competitions, the UEFA Champions League and the UEFA Europa League, have not pre-determined a priori and their participants will be classified in their competitions according to the results of the previous season. In spite of this theoretically open nature, in practice a number of teams regularly participate in competition and form a

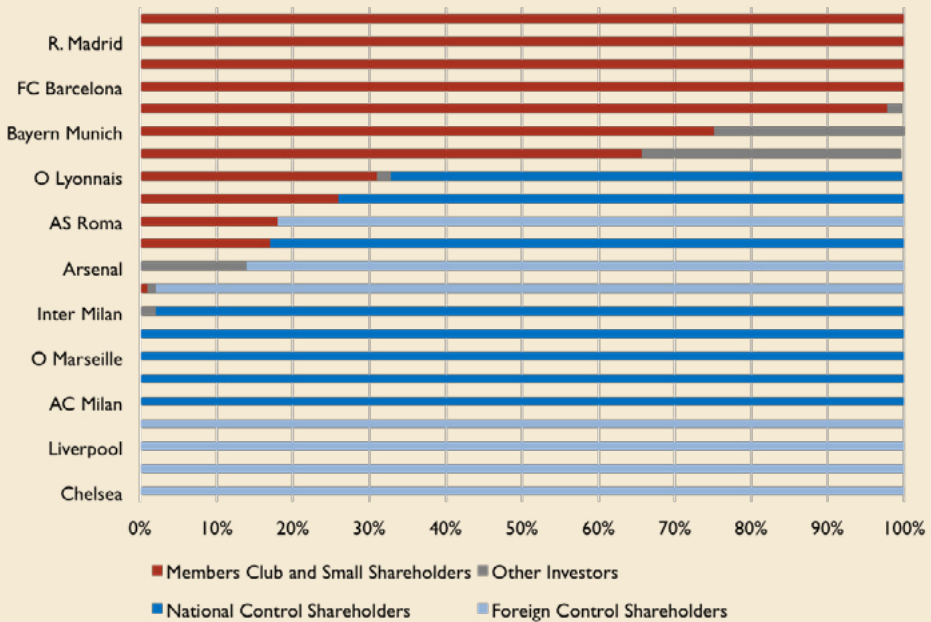
group that dominates the sport across the continent thanks to their higher economic resources.

Seeking teams with the greatest potential, Deloitte elaborates and publishes a list called the “Football Money League”, which includes the 20 teams with the highest-income on the continent each year. Given that working with efficiency coefficient requires balanced samples, the study covers the period for which we have all the sample data, 2010 to 2013. We have chosen those teams that have been present on the Deloitte list the greatest number of times. The resulting sample consists of 22 teams, a number akin to that of many national league championships, so the sample is comparable to most of the work on the sector based on the competitions of a specific country.

The sample chosen not only represents the most economically powerful teams but also those that are the most powerful from a sports point of view. The teams in the sample (presented in table 1) have played the UEFA Champions League finals over the last 10 years. Although the revenues provided by UEFA competitions are increasingly important, the leagues of the largest countries are the ones obtaining a higher income from television and competition rights. Six teams belong to the most financially powerful league, the English Premier. Five of the rest of the teams come from the Italian league, four from the German, three from the Spanish and three from the French league. The Turkish Galatasary completes the list. **Figure 2** shows the teams under study indicating the ones that are controlled by club members or by minority shareholders versus those having controlling shareholders. It should be noted that the teams with a club legal form have all voting rights in the hands of minorities. Likewise, only teams with foreign control shareholders are in foreign hands. The owners, dispersed or concentrated, of the rest are of the same nationality as the team,



Figure 2. Teams forming part of the sample and their ownership structure



4.2. Methodology and Variables

To study the relationship between the different property structures of football teams and their efficiency coefficients, we will use panel data Tobit regression method with panel data, which is also called censored regression because it delimits the possible values of the dependent variable between a maximum and a minimum limit. This method has been widely used in the second-stage efficiency analysis because the DEA coefficients have values ranging from 0 to 1, as detailed by Hoff (2007). In this case, the obtained coefficients are easily interpreted and akin to those obtained using an Ordinary Least Squares (OLS) method.

The effect of each of the three property characteristics on financial and sports performance (see figure 1), measured by the coefficient obtained in the DEA, is studied in three different models.

As previously detailed, the study of efficiency allows us to identify the degree to which the owner objectives have been achieved; in football, this includes financial and emotional sport aspects. As a proxy of the financial objective, we have taken accounting profit as output and losses as input. We used the weighted UEFA coefficient to

approximate the sport objective. This coefficient reflects the sporting success of each team in continental competitions, calculated by UEFA itself, and we have weighed the results of the Champions League as being twice that of the Europa League given the greater importance of this competition. We use total assets as input. It is not possible to use their own funds because of their negative value for several teams; this would distort the results. The estimation is done with input orientation, given the importance of assuming losses in the diminution of the equity value of the team. The output-oriented results, however, are virtually identical. Studies about football efficiency such as Sánchez (2006) and Sánchez et al. (2016b) have used similar inputs and outputs. We used constant returns to scale for the estimates given the difficulty of football teams to significantly change in the short term. **Table 1** shows the estimated efficiency coefficients and **Table 2** shows a summary of the variables used.

Table 1. Efficiency coefficients for the teams in the sample

TEAM	2010	2011	2012	2013
AC Milan	47.60	29.74	38.59	48.51
Arsenal	38.15	25.20	38.84	19.61
Atlético	24.80	5.71	19.13	8.78
F.C. Barcelona	77.91	100.00	75.33	49.33
Bayern	100.00	44.15	44.74	62.38
Borussia	64.76	62.23	100.00	71.52
Chelsea	59.25	35.71	38.69	24.94
City Manchester	0.00	7.33	6.23	9.27
Galatasaray	31.40	11.57	0.00	100.00
Hamburgo	100.00	0.00	0.00	0.00
Inter	77.26	28.52	17.45	22.35
Juventus	29.17	6.11	0.00	55.46
Liverpool	44.36	12.85	0.00	18.65
Napoli	99.89	93.88	100.00	22.21
O Lyonnais	100.00	46.33	38.66	28.17
O Marseille	84.60	100.00	100.00	29.04
PSG	0.00	94.37	9.91	4.85
R. Madrid	100.00	45.10	50.01	30.86
Roma	42.15	100.00	2.77	0.00
Schalke 04	57.70	100.00	21.50	73.56
Tottenham	0.00	68.04	7.65	25.23
United Manchester	28.76	32.70	21.49	13.83

One of these characteristics is the explanatory variable in each of the three models:

1. Legal figure: the explanatory variable is a dummy indicating whether the team is constituted as a club, value 1, rather than a capital company, value 0.
2. Concentration of ownership: in this case the explanatory variable is the percentage of voting rights controlled by the two largest shareholders. In most cases, the control of the team is exercised by a sole large shareholder. For the cases with two large shareholders, such as Atlético Madrid, management is shared by both with no incentive to control as discussed by Maury and Pajuste (2005) and Lopez-de-Foronda, et al. (2007). The use of this percentage allows us to identify the influence of a majority shareholder and incorporate the incentives to behave opportunistically that vary according to a greater or lesser degree of participation in capital, as indicated by Miguel et al. (2004). The lowest level of concentration corresponds to clubs where the voting rights are widely distributed, while teams with one or two shareholders controlling all of the capital are at the other end of the spectrum.
3. Ownership nationality: this is a dummy variable indicating whether the majority of the team owners are the same nationality as the team itself, value 1. This difference is very clear given that owners of teams having a majority of foreign investor ownership always control over 80% of the capital.

The three models also incorporate control variables. On the one hand, we introduce temporal dummies to capture potential macroeconomic effects affecting the group of companies under study. On the other hand, we have also included a dummy reflecting whether the team shares are listed in an organized securities market and, therefore, whether the rights of minority shareholders are protected. Likewise, the model already includes information regarding size and financial and sport results in the previous calculation of the efficiency coefficients.



Table 2. Summary of the variables used

VARIABLE	OBS.	AVERAGE	STANDARD DEV	MINIMUM	MAXIMUM	
Coefficient UEFA	88	13.17	10.50	0.00	34.00	Output
Profit	88	9,494.08	287,413.53	0,00	172,444.00	Output
Loss	88	22,029.90	23,158.99	0.00	227,636.00	Input
Asset	88	413,321.29	36,494.97	36,087.00	1,317,081.00	Input
Coeff. Efficiency	88	0.70	0.46	0.00	1.00	Approved Dependent
Club	88	0.18	0.69	0.00	1.00	Approved Independent
Concentration	88	0.66	0.39	0.01	1.00	Approved Independent
National	88	0.70	0.46	0.00	1.00	Approved Independent
Stock	88	0.27	0.45	0.00	1.00	Approved Independent

4.3. Results

Table 3 shows the results of the analysis. The three models detect a globally statistical significant influence of property structure on team performance. On the contrary, being or not being listed in the stock market seems to have no affect on team performance. The effect of ownership shows that team performance is better in the structures where management control is more difficult. Thus, the results of the analysis indicate that the performance of a team organized as a club is better than that of a team organized as a partnership. Similarly, the results show that the degree of property concentration is negatively related to performance. This relationship also appears when we replace that degree of concentration with a dummy establishing whether or not reference shareholders hold more than half of the voting rights. The nationality of the owners shows a statistically significant relationship with the coefficients obtained. Therefore, the teams whose owners are from the same country as the team perform better than those controlled by foreign investors.

Table 3. Estimation results

MODELS	(1) LEGAL PERSONALITY	(2) CONCENTRATION OF PROPERTY	(3) NATIONALITY OF PROPERTY
Club	0.195** (0.116)		
Concentration of property		-0.251** (0.104)	
National Owners			0.226*** (0.084)
Listed in the stock market	0.031 (0.094)	-0.023 (0.086)	-0.038 (0.084)
Temporal Dummies	Yes	Yes	Yes
Constant	0.505*** (0.076)	0.719*** (0.097)	0.385*** (0.092)
Wald Chi2	12.65**	15.69***	16.79***
Observations	88	88	88

Standard errors are in parentheses.

***, ** and * indicate levels of statistical significance of 1%, 5% and 10%, respectively.

5. CONCLUSIONS AND PRACTICAL IMPLICATIONS

The development of the agency theory has spurred concern on the effect of property on corporate performance. The separation between ownership and control of large companies causes management inefficiencies, so a priori it seems reasonable to consider that the greater the ability of owners to supervise, the better.

The classic assumption that objectives of investor decisions are homogeneous does not correspond to reality. Increased profitability always implies greater utility, but other company outputs can provide greater satisfaction to investors. Despite the fact that investments have converted football teams into capital companies and triggered their participation in the stock markets, football team investment provides an additional satisfaction through the emotional dividend associated to sporting success.

In terms of achieving different objectives, the measure of the efficiency coefficients gives us information on the performance of the company as compared to those of its sector. Likewise, efficiency

enables us to simultaneously and complementarily take into account the pursuit of several outputs. This is why we use estimated efficiency coefficients that take financial and sports objectives into account as a proxy for team performance.

Our work on the influence of European football property structures shows interesting results that may contribute to the development of the agency theory given their uniqueness with respect to the work done in other sectors. A positive relationship has been detected between teams organized as clubs and their performance. The members of a football club have little capacity and few incentives to control the managers. They do not receive any monetary benefit from their club participation and may, at any time, decide not to renew their commitment to the club by failing to pay their annual membership fee. Likewise, their capacity to influence is insignificant given their high number and the fact that each of them hardly counts as an individual vote. Although this situation is ideal for managers pursuing their own objectives at the expense of the interests of their team owners, organizing the team as a club is positively related with efficiency in achieving organizational objectives.

The results also show that a greater concentration of ownership impacts negatively on team performance. This is so despite the fact that it is more difficult for a dispersed property to supervise managers than it is for one controlled by large shareholders.

Why does this happen in football? The fact that the club character has a positive impact could come a likely better resolution of conflicts between owner-clients who converge into a more mature market that can give it a competitive advantage if these conflicts are more relevant than those between owners-contributors. However, we also find positive relationship with performance in all the teams having dispersed ownership, clubs and capital companies with a broad base of shareholders alike.

Political science has already defended the benefits of keeping a greater distance between decision-making and those affected by these decisions when it postulated on the advantages of representative or indirect democracy over assembly or direct democracy. Distancing was reaffirmed at the beginning of the XIX century when the British camera rejected that their members had to fulfil the promises they had made. Proponents of representative democracy justify that this greater discretion is the way to balance different interests and make more consistent long-term decisions.



Sometimes this managerial discretion is interpreted as the ability of managers to extract extra income. In the case of football, this distance leads to better performance. The need for more immediate accountability by having more direct owner supervision may be contradictory in the professional football sector. However, ability to make decisions evaluated over a longer period is more difficult to substitute in a more dispersed property; thus direct owner supervision provides a competitive advantage that translates into better team performance.

Nonetheless, the agency theory also warns us that large shareholders either take advantage of their situation to extract extra income or they undertake less professionalized management. According to our study, this would represent worse team performance and a loss for minority shareholders. In teams with dispersed ownership these minority shareholders can also be fans. But they would also be adversely affected as important stakeholders in the case they do not participate in capital. Other stakeholders who may be at a disadvantage are the public administrations that usually benefit the teams by granting them significant financial aid such as sponsorships, subsidies or maintaining municipal stadiums.

In the case of nationality, academic literature explains that this relationship happens because foreign owners not only contribute capital to the companies they participate in but they also incorporate the know-how that has reportedly been successful in their home markets; and they implement it in the companies where they participate. In the case of European football, some of the foreign investors had no experience in the sector while others did; but this was in the North American market, a much more developed one than the European but very different in terms of characteristics (closed leagues, salary caps, etc.).

These conclusions have practical implications in the existing debate on the role of property ownership regulation in European football. Some countries have encouraged or forced teams to become capital companies; this has made it easier for them to fall into the hands of a small number of owners. Other countries, however, have impeded concentration, thereby hindering the arrival of foreign investors. Grounded on the agency theory, the former countries were seeking better management thanks to the greater control of shareholders based on agency theory but this does not correspond to the results of our work.



Likewise the wish of many fans for their teams to become controlled by foreign potentates proves to be the wrong solution given that the best results are those obtained precisely by teams having national owners controlled by a broad base of owners.

Our results may contribute to developing the agency theory in companies where different objectives co-exist, making their management more complex and making them more difficult to evaluate. Future research should confirm or refute other types of companies in which this happens and identify an element common to them.



REFERENCES

- Baur, D. G., y McKeating, C. (2011). Do Football Clubs Benefit from Initial Public Offerings? *International Journal of Sport Finance*, 6(1), 40-59.
- Borensztein, E., De Gregorio, J., y Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of international Economics*, 45(1), 115-135.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., y Lang, L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*(57), 2741-2771.
- De Miguel, A., Pindado, J., y de la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Dimitropoulos, P., y Tsagkanos, A. (2012). Financial performance and corporate governance in the European football industry. *International Journal of Sport Finance*, 7(4), 280-308.
- El-Hodiri, M. y Quirk, J. (1971). An economic model of a professional sports league. *The Journal of Political Economy*, 1302-1319
- Faccio, L., Lang, L., y Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*(91), 54-78.
- Fort, R. y Quirk, J. (1995). Cross-subsidization, incentives, and outcomes in professional team sports leagues. *Journal of Economic Literature*, 33(3), 1265-1299.
- Grossman, S. J., y Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Hansmann, H. (1988). Ownership of the Firm. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4(2), 267-304.
- Hoff, A. (2007). Second stage DEA: Comparison of approaches for modelling the DEA score. *European Journal of Operational Research*, 181(1), 425-435.
- Hoehn, T., y Szymanski, S. (1999). The Americanization of European football. *Economic Policy*, 28, 205-240.
- Jensen, M., y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kang, D. L., y Sorensen, A. B. (1999). Ownership organization and firm performance. *Annual review of sociology*, v.25, 121-144
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Financial Economics*(54 (2)), 471-517.
- Leah, S., y Szymanski, S. (2015). Making money out of football. *Scottish Journal of Politica*

Economy, 62(1), 25-50.

Lins, K. V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*(38), 159-184.

López-de-Foronda, Ó., López-Iturriaga, F. J. and Santamaría-Mariscal, M. (2007). Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6): 1130–1143.

Maury, B., y Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1813-1834.

Mayers, D., y Smith, C. (1988). Ownership structure across lines of poverty casualty insurance. *Journal of Law and Economics*(31), 357-378.

Morrow, S. (2003). *The people's game?: football, finance and society*. London: Palgrave Macmillan.

Nilsson, J. (2001). Organisational Principles for Co-operative firms. *Scandinavian Journal of Management*(17), 329-356.

North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge : Cambridge university press.

Sanchez, L. C. (2006). ¿ Son compatibles el" bolsillo" y el" corazón"? El caso de las sociedades anónimas deportivas españolas. *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación*, 283, 131-164.

Sánchez, L.C. (2012). Dividendo emocional: el papel de los accionistas en la responsabilidad empresarial. *Revista de responsabilidad social de la empresa*, 12, 15-45.

Sánchez, L. C., Sánchez-Fernández, P., y Barajas, Á. (2016a). Estructuras de propiedad y rentabilidad financiera en el fútbol europeo. *Journal of Sports Economics and Management*, 6(1), 5-17.

Sánchez, L.C.; Sánchez-Fernández, P. y Barajas, A. (2016b). Objetivos financieros y deportivos en la eficiencia del fútbol europeo, *Revista de Psicología del Deporte*, 25 (3), 47-50

Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Sloane, P. (1971). The Economics of Professional Football: the football club as a utility maximizer. *Scottish Journal of Political Economy*, 17(2), 121-145.

Stiglitz, J. (1982). Ownership, Control and Efficient Markets: Some Paradoxes in the Theory of Capital Markets. En K. Boyer, y W. Shepherd, *Economic Regulation: Essays in honor of James R. Nelson* (págs. 311-321). Ann Arbor: Michigan University Press.

Szymanski, S y Késenne, S. (2004). Competitive balance and gate revenue sharing in team sports. *The Journal of Industrial Economics*, 52(1), 165-177. Thomsen, S., y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.

Vitaliano, P. (1983). Cooperative enterprise: An alternative conceptual basis for analyzing a complex institution. *American Journal of Agricultural Economics*(65), 1078-1083.

Wilson, R., Plumley, D., y Ramchandani, G. (2013). The relationship between ownership and club performance in the English Premier League. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 3(1), 19-36.

Zuber, R., Yiu, P., Lamb, R. P., y Gandar, J. M. (2005). Investor-fans? An examination of the performance of publicly traded English Premier League teams. *Applied Financial Economics*, 15(5), 305-313.

NOTES

1. Acknowledgements: We thank the anonymous reviewers for their detailed and rich comments that greatly improved the manuscript. We also appreciate the work done by the two editors that have handle this paper. The authors. Angel Barajas thanks the financial support from the National Research University Higher School of Economics' Basic Research Program.

2. Contact author: Facultad de Ciencias Empresariales y Turismo; Universidad de Vigo; Campus Universitario; 32004-Ourense; SPAIN





Luis Carlos Sánchez
Universidad de Vigo
✉ correo@luiscarlos.es

¿Juega al fútbol la Teoría de la Agencia?¹

Does the Agency Theory play football?

I. INTRODUCCIÓN

La facturación del fútbol profesional ha experimentado un crecimiento exponencial en los últimos años gracias a la mayor competencia por sus derechos de televisión y la consecución de contratos publicitarios cada vez más cuantiosos. El fútbol europeo ha dejado de dirigirse a un mercado local para enfocarse a un público global que sigue sus partidos por televisión y adquiere sus productos en cualquier lugar del planeta.

La mayor profesionalización del fútbol ha implicado su transformación de ser solo un pasatiempo a formar parte de la industria del ocio. Este cambio ha atraído a nuevos inversores y ha modificado las estructuras de propiedad de los equipos. Muchos clubes pasaron a organizarse como sociedades de capital, a cotizar en bolsa o a caer en manos de inversores foráneos. Esta situación ha despertado un debate sobre los efectos de la estructura de propiedad de un equipo en su desempeño tanto deportivo como financiero. Los propietarios de los equipos de fútbol persiguen dos fines diferentes: el retorno monetario ligado a los resultados financieros y el retorno emocional que dependerá de los éxitos deportivos.

El objetivo de este trabajo es conocer como la forma jurídica de los equipos de fútbol, la concentración de su propiedad y la nacionalidad de sus propietarios afectan a su desempeño. Las tres características de la propiedad estudiadas responden a tres cuestiones tratadas abundantemente en la literatura en diferentes sectores. Sin embargo, en el caso del fútbol existe una laguna que tratamos de resolver. El interés no solo radica en la importancia del fútbol sino en que podría ser extrapolado a otros sectores que compartan algunas características con este deporte. Sería el caso de negocios en los que los propietarios persiguen varios objetivos y donde convivan empresas con estructura de propiedad heterogénea.

Además, el hecho de que en varios países europeos se hayan

38



Ángel Barajas²
Universidad de Vigo
National Research
University Higher School
of Economics, Russian
Federation
✉ abarajas@uvigo.es



Patricio Sánchez-Fernández
Universidad de Vigo
✉ patricio@uvigo.es



RESUMEN DEL ARTÍCULO

El objetivo del presente trabajo es analizar la influencia de la propiedad en el desempeño de los equipos de fútbol europeos. El estudio de la eficiencia nos permite conocer el desempeño relativo en la consecución de varios objetivos como es el caso de los equipos de fútbol donde se persiguen el rendimiento financiero y los éxitos deportivos. El análisis muestra que aquellos equipos de fútbol organizados como clubes, con una propiedad dispersa y no controlados por inversores foráneos tienen un mejor desempeño. Así las estructuras de propiedad que facilitan un menor control sobre los directivos, tienen una relación positiva con el desempeño.

EXECUTIVE SUMMARY

This paper aims to analyze how ownership influences the performance of European football teams. The study of efficiency allows us to identify relative performance in the achievement of several objectives, as is the case of football teams pursuing both financial performance and sports success. The analysis shows that football teams organized as members clubs, with dispersed ownership and uncontrolled by foreign investors perform better. Thus, property structures facilitating less control over managers relate positively to performance.

implementado cambios normativos en sentidos opuestos con respecto a las características de la propiedad de los equipos también resulta de interés. Así, mientras unos países han legislado para restringir o eliminar la existencia de clubes favoreciendo la concentración del capital y la aparición de inversores extranjeros, otros países han legislado preservando la dispersión de la propiedad de los equipos y dificultando que caigan en manos foráneas. El presente trabajo pretende aportar una evidencia empírica sobre cuál puede ser la dirección correcta.

2. ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD Y DESEMPEÑO

2.1. Revisión de la literatura

Las empresas se constituyen como entidades con su propia personalidad jurídica para desarrollar una actividad mercantil asumiendo derechos y obligaciones independientes de los de sus propietarios. La limitación de esa responsabilidad patrimonial a los activos de la propia empresa es una de las ventajas que explican el éxito de dicha figura. Las empresas, bajo ciertas formas jurídicas, cuentan con otras ventajas como tener una vida ilimitada, alcanzando una duración más allá de la vida de sus propietarios. Esto permite mantener, al menos, parte de su capital intelectual y físico aunque cambien sus propietarios. Todo ello ha facilitado el crecimiento de las empresas constituidas como sociedades y su dominio del mercado frente a los empresarios individuales.

El desarrollo empresarial ha originado un panorama muy heterogéneo con sociedades de características muy diversas. La primera diferencia es la propia figura jurídica bajo la que se constituyen dado que la normativa mercantil ofrece un amplio abanico de posibilidades. Las figuras jurídicas se pueden dividir, *grosso modo*, entre sociedades de capital, donde los derechos de voto se distribuyen en función del capital invertido, y las sociedades personales, donde el voto se distribuye personalmente y cada propietario tiene un voto. Este último es el caso de los clubes, las cooperativas de usuarios o las mutualidades.

Según la teoría de la agencia, los diferentes tipos de organizaciones surgen por los diferentes incentivos de las partes contratantes y los diferentes costes de controlar esos incentivos (Jensen y Meckling, 1976). Hansmann (1988) analizó por qué en determinadas situacio-

El objetivo de este trabajo es conocer como la forma jurídica de los equipos de fútbol, la concentración de su propiedad y la nacionalidad de sus propietarios afectan a su desempeño.

nes las empresas no eran controladas por capitalistas como ocurre en la mayoría del tejido empresarial. Así, concluyó que en la mayoría de ocasiones los proveedores de capital estaban en mejor situación para ejercer un control efectivo sobre los directivos que el resto de *stakeholders* con lo que se minoraban los problemas de agencia. Por el contrario, Mayers y Smith (1988), exponen que en aquellos sectores donde resolver el conflicto entre dueños y clientes supone una ventaja competitiva, aparecen empresas organizadas como mutualidades o cooperativas de usuarios.

Por otro lado, la inexistencia de título de propiedad en las sociedades no capitalistas, hace que los propietarios no estén motivados en pensar a largo plazo y se limiten a aprovechar los derechos que le reporta en el presente su condición de socio (Nilsson, 2001). Esto provoca que exista un desincentivo a la inversión y en especial a aquellas inversiones cuyos plazos de recuperación sea mayor (Vitaliano, 1983). Además de su forma jurídica, otras características de la propiedad de la empresa recogidas en la literatura son el grado de concentración de la propiedad -si existen un reducido número de accionistas que lo controlan.

En las grandes empresas, donde la propiedad está diseminada entre un amplio número de personas, las decisiones son tomadas por directivos relegando a los accionistas a una labor de supervisión. Pero llevar a cabo esa supervisión tiene un coste en tiempo y recursos que hace que los pequeños accionistas tengan pocos incentivos para controlar a unos directivos que cuentan con más información que ellos (Grossman y Hart, 1980). El control sobre los directivos es un bien público que beneficiaría a todos los accionistas, independientemente de que hubieran asumido el coste de ese control (Stiglitz, 1982). Shleifer y Vishny (1986) afirman que los grandes accionistas tienen incentivos para supervisar a los directivos por la importancia económica de su inversión.

Ante esta situación, una propiedad más concentrada puede suponer un mayor control sobre los directivos, que a su vez redundara en un mejor desempeño de la empresa. Pero por otro lado se pueden producir comportamientos oportunistas de los grandes accionistas a costa de los pequeños (La Porta et al., 1999). Por ejemplo, los grandes accionistas pueden imponer como proveedores a sus empresas a costa de mejores opciones, lo que va en detrimento del valor de la empresa que comparten con los minoritarios.

PALABRAS CLAVE

Teoría de la Agencia, Finanzas del deporte, propietarios extranjeros, propiedad concentrada, clubs de fútbol.

KEY WORDS

Agency Theory, Sport finance, foreign ownership, concentrated ownership, football clubs.

Otro aspecto estudiado, es la nacionalidad de los propietarios. En un proceso de una mayor globalización en los mercados capitales, cada vez es más frecuente la presencia de inversores en compañías fuera de sus países de origen. La literatura académica ha encontrado numerosas evidencias de una relación positiva entre la propiedad foránea de una empresa y su desempeño financiero.

Este fenómeno puede explicarse por un mejor control sobre los directivos, especialmente cuando se trata de inversiones en países con escasa protección a los accionistas y débiles estructuras de gobierno corporativo (*civil law countries*). De esta manera la participación de capital foráneo mitiga los problemas de agencia facilitando la transparencia financiera y limitando la discrecionalidad de los directivos.

Otra explicación proviene del hecho de que junto al capital, los inversores foráneos también aportan a las empresas locales el *know-how* mediante la transferencia de conocimiento, tecnología y mejores técnicas de gestión (Borensztein et al., 1998).

La literatura ha tratado otras características de la propiedad que han enriquecido el desarrollo de la teoría de la agencia. La creación de acciones con distinto poder de voto y de estructuras de propiedad piramidales afectan a la relación entre principal y agente en el gobierno de las empresas como muestran Faccio et al. (2001), Claessens et al. (2002) y Lins (2003). A pesar de que dichas estructuras llevan mucho tiempo presentes en el tejido empresarial, únicamente ha sido utilizado por el Manchester United cuando en 2012 emitió acciones con menos derechos. Thomsen y Pedersen (2000) señalaron la importancia de la naturaleza del accionista mayoritario: grupos familiares, fondos de inversión, entidades de crédito, etc.

Otro de los aspectos relevantes en la literatura de la teoría de la agencia es la influencia del grado de protección de los derechos de los accionistas minoritarios. La diferenciación entre países anglosajones -con un sistema jurídico basado en la *common law*- frente a países continentales -con sistema basado en la *civil law*- ha sido utilizado en la literatura para explicar ese grado de protección como hicieron LaPorta et al. (1999) y Maury y Pajuste (2005).



2.2. La propiedad en el fútbol

2.2.1. Clubes de fútbol y Sociedades Anónimas Deportivas

El fútbol nació como una actividad recreativa por lo que los primeros equipos se organizaron como clubes, un tipo de sociedad personal donde cada miembro tiene un voto. El profesionalismo llevó a los equipos ingleses a convertirse a finales del siglo XIX en sociedades mercantiles, una personalidad jurídica donde el número de votos de cada miembro va en función del capital aportado.

Un proceso que continuó en el resto de países cuando se extendió la idea de que los socios no tenían incentivos para controlar a los directivos parecía confirmarse al ver como los clubes de fútbol gastaban por encima de sus posibilidades para obtener resultados deportivos a corto plazo. Esto motivó que, desde la década de los 80, muchos países, entre ellos España, legislaran para convertir los clubes de fútbol en sociedades anónimas y así lograr unos accionistas que tuvieran un incentivo para equilibrar financieramente sus equipos. Sin embargo, Sánchez et al. (2016a) no encontraron evidencia empírica de la existencia de una relación entre la forma jurídica de los equipos y su rendimiento financiero.



2.2.2. Concentración de la propiedad

Cuando pasaron a constituirse como sociedades de capital, algunos equipos de fútbol fueron controlados por una amplia base de inversores y aficionados. Pero otros muchos de ellos cayeron en manos de un reducido número de accionistas acabando con la relación existente entre la propiedad y la base social de los equipos. La evidencia empírica sobre la influencia de esa concentración de la propiedad en la rentabilidad financiera de los equipos presenta resultados dispares. Dimitropoulos y Tsagkanos (2012) analizaron un conjunto heterogéneo de equipos europeos y encontraron una relación positiva entre la propiedad concentrada de los equipos y su rentabilidad financiera. Por el contrario, Sánchez et al. (2016a) centraron su estudio en los mayores equipos del continente y encontraron la relación opuesta: una mayor concentración en la propiedad influía negativamente en la rentabilidad financiera.

La propiedad de los equipos de fútbol no se ha caracterizado por la presencia de grupos familiares, siendo la presencia de la dinastía italiana Agnelli en el Juventus de Turín una excepción. Asimismo la presencia de fondos de inversión y entidades de crédito en los equi-

pos de fútbol es residual limitándose a pequeñas participaciones en aquellos que coticen en bolsa.

Las empresas anglosajonas suelen caracterizarse por tener una estructura de propiedad mucho más dispersa que las empresas de la Europa continental, donde es más habitual encontrar accionistas que controlen amplios paquetes accionariales de las compañías. En el caso del fútbol esa situación es inversa. Mientras en la liga inglesa abundan los equipos con accionistas de control que dominan amplios paquetes accionariales, en las ligas continentales es más fácil encontrar casos de equipos con una propiedad dispersa en numerosos socios o pequeños accionistas.

Asimismo mientras en otros sectores las empresas norteamericanas y británicas comparten un mismo ámbito institucional, en el ámbito deportivo el contexto institucional norteamericano y británico difiere notablemente. Por eso los resultados de la literatura en esos sectores no es trasladable al sector del deporte. En Estados Unidos y Canadá las competiciones deportivas son organizadas por los propios equipos que participan en ligas cerradas sin ascensos ni descensos y suelen compartir parte de los ingresos. Por el contrario en Europa, Reino Unido incluido, las competiciones están supervisadas por federaciones deportivas y no son propiedad de los equipos. La participación en las ligas varía en función de resultados deportivos que provocan ascensos y descensos de categoría. Por esa razón, una hipotética clasificación mundial de empresas deportivas considerando criterios institucionales debería diferenciar entre norteamericanas y europeas.

2.2.3. Nacionalidad de la propiedad

En el fútbol se da el caso de que los inversores extranjeros solo participen como accionistas de control de una propiedad concentrada. Por esa estructura particular de la propiedad del fútbol respecto a otros sectores, no se puede estudiar simultáneamente en un mismo modelo las tres características debido a su fuerte interrelación. Todos los equipos con una propiedad extranjera son a su vez sociedades de capital y tienen propiedad concentrada. Asimismo todos los equipos con propiedad concentrada son sociedades de capital.

La participación de capital extranjero en los equipos de fútbol es un fenómeno relativamente reciente. Tras su conversión en sociedades de capital, nada impedía que los equipos pudieran pasar a manos foráneas. No obstante, en un primer momento la nacionalidad de los propietarios coincidió con la del equipo. La creciente generación de



ingresos de los equipos, tanto en derechos de televisión como en patrocinios, y que su repercusión mediática desbordará las fronteras nacionales ha atraído capital extranjero a las principales ligas europeas.

La evidencia empírica no es concluyente respecto a la influencia de la internacionalización de la propiedad de los equipos. Wilson et al. (2013) no encontraron relación entre la nacionalidad de los propietarios de un equipo de la English Premier League y su rentabilidad financiera. Por otro lado, Sánchez et al. (2016a) sí encontraron una relación estadísticamente significativa en una muestra de equipos europeos. En su caso, la presencia de propietarios extranjeros afectaba negativamente a la rentabilidad de los equipos.

Wilson et al. (2013) hallaron que la propiedad extranjera de un equipo influía en sus resultados deportivos en la liga inglesa. Sin embargo, su investigación no consideró el tamaño de los equipos, característica que influye enormemente en los resultados deportivos como habían detectado Hoehn y Szymanski (1999). Por esa razón se pudo haber producido un error de sesgo ya que si los inversores extranjeros invierten en los equipos de mayor tamaño estos, de por sí, obtendrán mejores resultados deportivos.



2.2.4. Cotización en mercados de valores

La mayoría de literatura académica sobre la influencia de la propiedad de las empresas se ha centrado en empresas cotizadas. Pero en el sector del fútbol, una minoría de equipos cotizan en los mercados de valores. Este es un aspecto importante porque el grado de protección de los accionistas minoritarios depende notablemente del hecho de que el equipo cotice o no en un mercado de valores, dada la protección jurídica de la que disfrutaban los accionistas minoritarios en ese caso. Los accionistas minoritarios de equipos no cotizados sufren mayores dificultades para poder ejercer un control sobre los gestores. Por esa razón, ese grado de protección se incorpora al presente trabajo mediante la variable que indica si el equipo cotiza o no en el mercado de valores para estudiar su influencia en la calidad de la gestión de los equipos.

Aunque a priori se pueda plantear que el principal objetivo de los equipos cotizados en bolsa sería la maximización del valor de sus accionistas en función de sus resultados financieros, los estudios empíricos han mostrado una tendencia diferente. Zuber et al. (2005) hallaron que la cotización de los equipos no respondía a su situación

financiera como ocurría en otros sectores. La literatura académica ha mostrado, hasta ahora, que la influencia del hecho de cotizar en bolsa se ha mostrado nula tanto sobre el rendimiento financiero (Leah y Szymanski, 2015) como en el rendimiento deportivo (Baur y McKeating, 2011) de los equipos.

3. LA EFICIENCIA COMO MEDIDA DEL DESEMPEÑO MULTIOBJETIVO

Norh (1990) definió las empresas como agrupaciones de individuos que se unían para lograr determinados propósitos, que resultarían más fácilmente alcanzables de manera colectiva que individual gracias a la existencia de una estructura jerárquica y unas relaciones contractuales estables en el tiempo con el resto de agentes. Siguiendo esta definición, el objetivo de las empresas no es otro que lograr los objetivos perseguidos por sus propietarios.

En la teoría clásica de la empresa se identifica ese objetivo con la maximización del capital invertido por los propietarios. Pero en el ámbito empresarial podemos encontrarnos con una situación más compleja. La decisión de inversión, como cualquier otra decisión humana, está dirigida a obtener un incremento de la satisfacción. Un mayor rendimiento monetario supone un incremento de la satisfacción del inversor pero también pueden existir otras recompensas o dividendos emocionales que hagan incrementar la utilidad obtenida. Sánchez (2012) detalla algunos casos como la satisfacción por participar en una empresa familiar que suponga mantener un legado recibido de generaciones anteriores o la de participar en empresas de medios de comunicación que supongan una satisfacción por su capacidad de influencia en la opinión pública y en las decisiones políticas. Estas satisfacciones incrementarán la utilidad obtenida por el rendimiento monetario de la inversión (**Gráfico 1**).

El fútbol es uno de los sectores donde se puede encontrar ese dividendo emocional. Los primeros equipos ingleses profesionales se constituyeron como sociedades de capital. La propia legislación recogía que su objetivo era doble “*profit and glory*”, la búsqueda de beneficios y éxitos deportivos. Fue en la década de los ochenta cuando se equiparó la figura mercantil de los equipos de fútbol al resto de empresas para permitirles cotizar en bolsa y se eliminaron las restricciones al reparto de beneficios.



Gráfico I. Utilidad de la inversión en un equipo de fútbol



Esto no ha eliminado el debate en la literatura sobre cuál es el objetivo de los equipos de fútbol. Mientras algunos trabajos, como los de El-Hodiri y Quirk (1971), Fort y Quirk (1995) y Szymanski y Késenne (2004), asumen que el objetivo de los equipos deportivos es la maximización del beneficio al igual que en cualquier otro negocio. Otros autores, como Sloane (1971) o Morrow (2003), sostienen que en Europa los clubes buscan la maximización de la utilidad a través de los resultados deportivos considerando unas restricciones financieras.

El debate en sí podría resultar inabordable e incluso se podría trasladar al resto de sectores. Kang y Sorensen (1999) argumentan que los accionistas no son homogéneos y pueden tener comportamientos diferentes y distintos objetivos o incentivos. Muchas veces se tiende a asumir implícitamente que los accionistas son monolíticos y todos persiguen los mismos objetivos. Pero en realidad no tiene por qué ser así. En un mismo sector pueden coincidir inversores con distintas motivaciones.

En el caso del fútbol cuando Volkswagen invierte en el VfL Wolfsburgo o la familia Agnelli en el Juventus de Turín, les puede motivar lograr una relación de cercanía con la comunidad. Algo que no se puede trasladar a las motivaciones que los hermanos Glazer tuvieron al adquirir el Manchester United. Ante una multiplicidad de objetivos, la estimación de los coeficientes de eficiencia nos permite medir el desempeño de los gestores y poder comparar distintos equipos. El estudio de la eficiencia permite evaluar el grado de alcance de los objetivos planteados sujetos a la restricción de unos recursos limitados. Los ratios solo permiten comparar dos variables, con lo que el output debe ser unitario. Por el contrario, el estudio de la eficiencia permite considerar varios outputs. Mediante fronteras definidas por la eficiencia relativa de unidades homogéneas denominadas *Decision Making Units* (DMU) -que en este caso son los equipos de fútbol- se identifica cual es 'el mejor comportamiento' realizado por las DMUs eficientes

que definirá la frontera de buenas prácticas consistente en maximizar los objetivos de los accionistas (outputs) con unas dotaciones dadas de factores (inputs). El resto de equipos no situados en la frontera serán tanto más ineficientes cuanto más alejados estén de la frontera marcando esa distancia el aumento que deben aplicar a sus outputs con los inputs disponibles.

Ese comportamiento será mejor cuanto mejores sean cada uno de los outputs. Si consideramos que los propietarios de los equipos de fútbol ven aumentada su satisfacción por la rentabilidad y por los éxitos deportivos, ninguno de ellos hacen disminuir la utilidad. En el caso de un inversor que invierta solo por su satisfacción emocional, el incremento del valor económico de su equipo por obtener una mayor rentabilidad financiera no le supondrá una menor satisfacción o utilidad. Y a la inversa, aunque solo busque rentabilizar su inversión, la obtención de éxitos deportivos no le supondrá perjuicio. Así podemos comparar la gestión de los equipos sin estar sujetos a un solo output. La escasa literatura previa sobre la influencia de la propiedad en la gestión de los equipos de fútbol se ha centrado en la rentabilidad financiera como medida de la calidad de la gestión como es habitual en los estudios de otros sectores. Pero eso supone obviar la naturaleza de los equipos de fútbol como empresas multiobjetivo. Existen un elevado número de propietarios en el fútbol que no buscan una retribución monetaria a su inversión por lo que no tiene sentido el uso de la rentabilidad financiera como proxy de la utilidad de la inversión. Cambiar ese objetivo por la obtención de éxitos deportivos supone una excesiva simplificación cuando también existen numerosos inversores con objetivos financieros. Por eso si deseamos estudiar la calidad de la gestión de los equipos de fútbol tenemos que tener en cuenta esa singularidad y buscar otra medida de la utilidad obtenida por los propietarios de la gestión de los directivos. Es por esta razón que el presente trabajo utiliza el coeficiente de eficiencia obtenido en alcanzar los distintos objetivos de los propietarios como medida de utilidad de la inversión como detallaremos en el siguiente apartado.



4. UN ESTUDIO PARA LOS PRINCIPALES EQUIPOS DE FÚTBOL EUROPEOS

4.1. Muestra

Para el presente estudio se ha tomado una muestra que incluye a los principales equipos de fútbol europeos. A diferencia de Estados Unidos donde el deporte profesional se desarrolla en ligas cerradas, las principales competiciones europeas, la Champions y Europa League de la UEFA, no tiene preestablecidos a priori sus participantes que se clasificarán en función de los resultados en la temporada previa en sus competiciones nacionales. A pesar de ese carácter teóricamente abierto, en la práctica una serie de equipos participan regularmente en la competición y configuran un grupo que domina el deporte en el continente gracias a contar con unos recursos económicos superiores al resto.

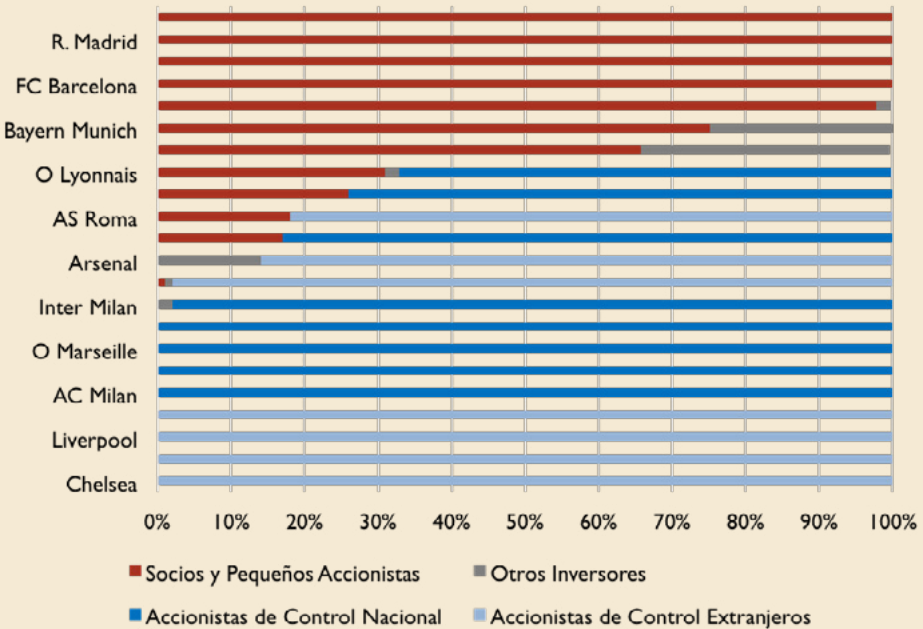
Para hallar los equipos con mayor potencial se ha partido de la lista que cada año elabora la consultora Deloitte denominada “*Football Money League*” que incluye los 20 equipos con más ingresos del continente de cada año. El período estudiado comprende desde el año 2010 hasta el año 2013 en los que contamos con todos los datos de la muestra dado que al trabajar con coeficientes de eficiencia las muestras deben estar balanceadas. Se han escogido aquellos equipos que más veces han estado presentes en la lista de Deloitte. La muestra resultante está compuesta por 22 equipos, un número similar al de muchas competiciones ligueras nacionales por lo que se trata de una muestra comparable a la mayoría de trabajos sobre el sector que se basan en las competiciones de un país concreto.

La muestra escogida no solo es representativa de los equipos de los equipos más poderosos económicamente sino también deportivamente. Las finales de la Champions League de los últimos diez años han sido protagonizados por equipos de la muestra (presentados en la **tabla 1**) Aunque los ingresos que proporcionan las competiciones de la UEFA cada vez son más importantes, las ligas de los mayores países son las que obtienen unos mayores ingresos por derechos de televisión y competición. Seis equipos pertenecen a la liga más potente financieramente, la Premier inglesa. Cinco del resto de los equipos provienen de la liga italiana, cuatro de la alemana, tres por la española y otros tres por la francesa. Completa la lista el Galatasary turco. Los equipos estudiados se pueden encontrar en el **gráfico 2** donde se pueden apreciar aquellos



controlados por socios o por accionistas minoritarios frente a los que cuentan con accionistas de control. Cabe indicar que aquellos equipos donde la totalidad de los derechos de voto están en manos de minoritarios corresponden a los organizados como clubes. Asimismo solo los equipos con accionistas de control extranjeros están en manos foráneas. En el resto, sus propietarios, de control o dispersos, son de la misma nacionalidad que el equipo,

Gráfico 2. Equipos que forman parte de la muestra estudiada y su estructura de propiedad



4.2. Metodología y variables

Para estudiar la relación entre las diferentes estructuras de propiedad de los equipos de fútbol y sus coeficientes de eficiencia utilizaremos el método de la regresión Tobit mediante datos de panel, también denominado regresión censurada porque delimita los posibles valores de la variable dependiente entre un límite máximo y otro mínimo. Este método ha sido ampliamente utilizado en el análisis de segunda etapa de eficiencia debido a que los coeficientes DEA presentan unos valores acotados entre 0 y 1 como detalla Hoff (2007). En este caso, los coeficientes obtenidos se interpretan

fácilmente y son similares a los obtenidos con Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO).

Se estudia el efecto de cada una de las tres características de la propiedad en el desempeño financiero y deportivo (ver gráfico 1), medido por el coeficiente obtenido en el DEA, en tres modelos diferentes.

Como se detalló en el punto anterior, el estudio de la eficiencia permite conocer el grado de consecución de los objetivos de los propietarios que en el caso del fútbol puede incluir aspectos financieros y emocionales-deportivos. Como proxy del objetivo financiero se ha tomado el beneficio contable como output y las pérdidas como input, Para aproximar el objetivo deportivo se ha empleado el coeficiente UEFA ponderado. Dicho coeficiente refleja el éxito deportivo de cada equipo en las competiciones continentales calculado por la propia UEFA y se ha ponderado los resultados de la Champions League el doble que los de la Europa League por la mayor importancia de la competición. Como input utilizaremos el activo total dado que no se puede utilizar los fondos propios pues varios equipos los tienen negativos y esto desvirtuaría los resultados. La estimación se realiza con orientación input, dado su importancia al suponer las pérdidas una pérdida del valor patrimonial de los equipos. Aunque los resultados con orientación output son prácticamente idénticos. Similares inputs y outputs han sido utilizados en estudios sobre eficiencia en el fútbol como Sánchez (2006) y Sánchez et al. (2016b). La estimación se ha realizado mediante la técnica de rendimientos constantes a escala dado que a los equipos de fútbol les resulta complejo cambiar significativamente de tamaño en el corto plazo. Los coeficientes de eficiencia estimados se pueden encontrar en la **Tabla 1** y un resumen de las variables utilizadas aparece en la **Tabla 2**.

Cada modelo tendrá como variable explicativa una de esas características. Así, estos serán los tres modelos considerados:

1. Figura jurídica: la variable explicativa será una dummy que nos indicará si un equipo está constituido como club con valor 1, en vez de como sociedad de capital que tomaría un valor 0.
2. Concentración de la propiedad: en este caso la variable explicativa será el porcentaje de derechos de voto controlados por los dos mayores accionistas. En la mayoría de casos el control del equipo es ejercido por un único gran accionista y en aquellos casos en los que existen dos grandes accionistas,



Tabla I. Coeficientes de eficiencia de los equipos que forman parte de la muestra

EQUIPO	2010	2011	2012	2013
AC Milan	47.60	29.74	38.59	48.51
Arsenal	38.15	25.20	38.84	19.61
Atlético	24.80	5.71	19.13	8.78
F.C. Barcelona	77.91	100.00	75.33	49.33
Bayern	100.00	44.15	44.74	62.38
Borussia	64.76	62.23	100.00	71.52
Chelsea	59.25	35.71	38.69	24.94
City Manchester	0.00	7.33	6.23	9.27
Galatasaray	31.40	11.57	0.00	100.00
Hamburgo	100.00	0.00	0.00	0.00
Inter	77.26	28.52	17.45	22.35
Juventus	29.17	6.11	0.00	55.46
Liverpool	44.36	12.85	0.00	18.65
Napoli	99.89	93.88	100.00	22.21
O Lyonnais	100.00	46.33	38.66	28.17
O Marseille	84.60	100.00	100.00	29.04
PSG	0.00	94.37	9.91	4.85
R. Madrid	100.00	45.10	50.01	30.86
Roma	42.15	100.00	2.77	0.00
Schalke 04	57.70	100.00	21.50	73.56
Tottenham	0.00	68.04	7.65	25.23
United Manchester	28.76	32.70	21.49	13.83

como por ejemplo el Atlético de Madrid, la gestión es compartida por ambos no dándose el caso del incentivo al control expuesto por Maury y Pajuste (2005) y López-de-Foronda. et al. (2007). El uso de ese porcentaje nos permite conocer no solo la influencia de la existencia de un accionista mayoritario sino también incorporar los incentivos a comportarse oportunamente que varían en función del mayor o menor grado participación en el capital como indican De Miguel et al. (2004) . El menor grado de concentración corresponderá a los clubes donde los derechos de voto están muy repartidos mientras en el otro extremo aparecen los equipos donde uno o dos accionistas controlan la totalidad del capital.

3. Nacionalidad de la propiedad: la variable será una dummy nos indicará si la mayoría de propietarios de los equipos son de la

misma nacionalidad que el propio equipo con un valor 1. Esta diferencia es muy nítida dado que aquellos que cuentan con una mayoría de la propiedad en manos de inversores foráneos, estos siempre controlan más del 80% del capital.

Además los tres modelos incorporan variables de control. Por una parte, se introducen variables dummies temporales con el objetivo de capturar potenciales efectos macroeconómicos que afecten al conjunto de empresas analizadas. Por otro lado, se ha incluido también una dummy que refleje si el equipo tiene sus acciones cotizando en un mercado de valores organizado y, por tanto, existe una mayor protección en los derechos de los accionistas minoritarios. Asimismo la información relativa al tamaño y a los resultados financieros y deportivos ya está incorporado al modelo en el cálculo previo de los coeficientes de eficiencia.

Tabla 2. Resumen de las variables utilizadas

VARIABLE	OBS.	MEDIA	DESV. TÍPICA	MÍNIMO	MÁXIMO	
Coficiente UEFA	88	13.17	10.50	0.00	34.00	Output
Beneficio	88	9,494.08	287,413.53	0,00	172,444.00	Output
Pérdidas	88	22,029.90	23,158.99	0.00	227,636.00	Input
Activo	88	413,321.29	36,494.97	36,087.00	1,317,081.00	Input
Coef. Eficiencia	88	0.70	0.46	0.00	1.00	Vb. Dependiente
Club	88	0.18	0.69	0.00	1.00	Vb. Independiente
Concentración	88	0.66	0.39	0.01	1.00	Vb. Independiente
Nacional	88	0.70	0.46	0.00	1.00	Vb. Independiente
Bolsa	88	0.27	0.45	0.00	1.00	Vb. Independiente

4.3. Resultados

En la **tabla 3** se muestran los resultados obtenidos en el análisis. Los tres modelos detectan una influencia de la estructura de propiedad en el desempeño de los equipos con una significación estadística global. Por el contrario la cotización o no en bolsa parece no afectar

al desempeño de los equipos. El efecto de la propiedad muestra que en aquellas estructuras donde resulta más difícil el control de los directivos, el desempeño de los equipos es mejor. Así los resultados del análisis nos indican que el desempeño de un equipo organizado como club es mejor que aquellos que son sociedades de capital. De manera similar los resultados muestran que el grado de concentración de la propiedad tiene una relación negativa con el desempeño. Esta relación también aparece cuando sustituimos ese grado de concentración por una dummy que establezca si hay o no accionistas de referencia con más de la mitad de los derechos de voto. La nacionalidad de los propietarios muestra tener una relación estadísticamente significativa con los coeficientes obtenidos. Así aquellos equipos cuyos propietarios son del mismo país que el equipo logran un mejor desempeño que aquellos controlados por inversores foráneos.

Tabla 3. Resultados de la Estimación

MODELOS	(1) PERSONALIDAD JURÍDICA	(2) CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD	(3) NACIONALIDAD DE LA PROPIEDAD
Club	0.195** (0.116)		
Concentración de la propiedad		-0.251** (0.104)	
Propietarios nacionales			0.226*** (0.084)
Cotiza en bolsa	0.031 (0.094)	-0.023 (0.086)	-0.038 (0.084)
Dummies temporales	Sí	Sí	Sí
Constante	0.505*** (0.076)	0.719*** (0.097)	0.385*** (0.092)
Wald Chi2	12.65**	15.69***	16.79***
Observaciones	88	88	88

El error estándar se presenta entre paréntesis.
***, ** y * indican niveles de significatividad estadística del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

5. CONCLUSIONES E IMPLICACIONES PRÁCTICAS

Desde el desarrollo de la teoría de la agencia, existe una preocupación sobre el efecto que pueden tener la propiedad en el rendimiento de las empresas. La separación entre propiedad y control de las grandes empresas hace que puedan surgir ineficiencias en la gestión por lo que a priori podría considerarse que cuanto mayor capacidad tengan los propietarios de supervisar a los directivos mejor.

La asunción clásica de que las decisiones de los inversores tiene objetivos homogéneos no corresponde en ocasiones a la realidad. Una mayor rentabilidad siempre supone una mayor utilidad, pero los inversores pueden obtener una mayor satisfacción también por otros outputs de la empresa. A pesar de que su conversión en sociedades de capital y su participación en los mercados de valores, la inversión en equipos de fútbol proporciona una satisfacción adicional por el dividendo emocional de verse ligado en los éxitos deportivos.

Cuando nos encontramos ante la consecución de diferentes objetivos, la medida de los coeficientes de eficiencia nos proporciona información sobre el desempeño de la empresa respecto a las de su sector. Asimismo la eficiencia nos permite poder tener en cuenta la persecución de varios outputs de manera simultánea y complementaria. Por esa razón hemos utilizado los coeficientes de eficiencia estimados teniendo en cuenta objetivos financieros y deportivos como proxy del desempeño de los equipos.

El presente estudio de la influencia de las estructuras de propiedad del fútbol europeo muestran unos resultados que pueden resultar una aportación interesante al desarrollo de la teoría de la agencia por su singularidad respecto a trabajos realizados en otros sectores. Se ha detectado una relación positiva entre equipos organizados como clubes y su desempeño. Los socios de un club de fútbol apenas tienen capacidad e incentivos para controlar a los directivos. No reciben ningún beneficio monetario de su participación del club y en cualquier momento pueden decidir no renovar su compromiso con el club dejando de pagar su cuota anual. Asimismo su capacidad de influir es ínfima dado su elevado número y que cada uno de ellos apenas cuenta con un voto individual. A pesar de que esa es una situación perfecta para que los directivos se dedicaran a perseguir sus propios objetivos a costa de los intereses de los propietarios de los equipos que dirigen, organizarse como club tiene una relación positiva con la eficiencia en la consecución de los objetivos de la organización.



De manera similar, los resultados muestran que una mayor concentración de la propiedad tiene una influencia negativa en el desempeño de los equipos. Eso a pesar de que una propiedad más dispersa tiene una mayor dificultad para supervisar a los directivos que cuando el equipo está controlado por grandes accionistas.

¿Por qué se puede producir este efecto en el fútbol? El hecho del carácter de club tenga una influencia positiva podría provenir de la posible mejor resolución del conflicto entre dueños-clientes, al confluir ambos en un mercado más maduro que puede ser una ventaja competitiva si ese conflicto es más relevante que el existente entre dueños-aportantes de capital. Pero esa relación positiva con el desempeño también se encuentra cuando consideramos todos los equipos con propiedad dispersa, tanto los clubes como las sociedades de capital con amplia base accionarial.

Los beneficios de una mayor distancia entre la toma de decisiones y los afectados/beneficiados por esas decisiones ya fue defendido en la ciencia política que ha postulado las ventajas de la democracia representativa o indirecta sobre la asamblearia o directa. Una distancia que fue reafirmada a principios del siglo XIX cuando la cámara británica rechazó que las promesas realizadas por los diputados fueran de obligado cumplimiento. Los defensores de la democracia representativa defienden esa mayor discrecionalidad como la fórmula para equilibrar los diferentes intereses y lograr decisiones más consistentes a largo plazo.

En ocasiones esa discrecionalidad de los directivos se interpreta como capacidad de los directivos para extraer rentas extras. En el caso del fútbol esa distancia resulta adecuada para obtener un mejor desempeño. La necesidad de tener que rendir cuentas más inmediatas al tener una supervisión más directa de los propietarios puede resultar contradictoria en el sector del fútbol profesional. La capacidad de tomar decisiones que vayan a ser evaluadas a un mayor plazo, por ser más difícil su sustitución por una propiedad más dispersa, proporciona una ventaja competitiva que se traslada en un mejor desempeño.

Pero la teoría de la agencia también nos indica que existe el peligro de que los grandes accionistas aprovechen su situación para extraer rentas extraordinarias o llevar a cabo una gestión menos profesionalizada. Esto supondría un peor desempeño del equipo y un perjuicio para los accionistas minoritarios como indican los resultados del presente trabajo. En los equipos con una propiedad dispersa esos



accionistas minoritarios pueden coincidir con los aficionados. Así, estos también se verían perjudicados en el caso de los equipos en que no participaran en el capital. Otros stakeholders que pueden verse perjudicados son las administraciones públicas que acostumbran a beneficiar a los equipos con elevadas ayudas como patrocinios, subvenciones o mantenimiento de estadios municipales.

En el caso de la nacionalidad, la explicación de la literatura académica para esa relación proviene de que los propietarios extranjeros no solo aportan capital a las empresas que participan sino también incorporan el know-how que les ha reportado éxito en su mercado de origen y lo implantan en sus participadas. En el caso del fútbol europeo algunos de los inversores extranjeros no tenían experiencia en el sector mientras otros lo tenían pero en el mercado norteamericano, mucho más desarrollado que el europeo pero unas características muy diferentes (ligas cerradas, topes salariales, etc.).

Estas conclusiones tienen implicaciones prácticas en el debate existente sobre el papel de las normativas sobre estructuras de propiedad en el fútbol europeo. Unos países han incentivado u obligado a los equipos a convertirse en sociedades de capital y facilitado que cayeran en manos de un reducido número de propietarios. Por el contrario, otros países han puesto impedimentos a la concentración con lo que a su vez dificultan la llegada de inversores foráneos. Los primeros buscaban una mejor gestión gracias al mayor control que realizarían los accionistas en base a la teoría de agencia, algo que no se ve correspondido con el resultado del presente trabajo.

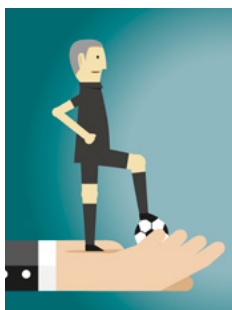
Asimismo los deseos que expresan muchos aficionados de que sus equipos pasen a estar controlados por potentados extranjeros se muestra como una solución incorrecta, dado los mejores resultados obtenidos precisamente por los equipos con propietarios nacionales y controlados por una amplia base de propietarios.

Los resultados obtenidos pueden suponer una aportación al desarrollo de la teoría de la agencia en el ámbito de empresas donde cohabiten distintos objetivos, haciendo su gestión más compleja y difícil de evaluar. Futuras investigaciones deberán confirmar o rebatir en qué otros tipo de empresa se producen efectos similares y cuál puede ser el elemento común.



REFERENCIAS

- Baur, D. G., y McKeating, C. (2011). Do Football Clubs Benefit from Initial Public Offerings? *International Journal of Sport Finance*, 6(1), 40-59.
- Borensztein, E., De Gregorio, J., y Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 45(1), 115-135.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., y Lang, L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*(57), 2741-2771.
- De Miguel, A., Pindado, J., y de la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1199-1207.
- Dimitropoulos, P., y Tsaganos, A. (2012). Financial performance and corporate governance in the European football industry. *International Journal of Sport Finance*, 7(4), 280-308.
- El-Hodiri, M. y Quirk, J. (1971). An economic model of a professional sports league. *The Journal of Political Economy*, 1302-1319
- Faccio, L., Lang, L., y Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review*(91), 54-78.
- Fort, R. y Quirk, J. (1995). Cross-subsidization, incentives, and outcomes in professional team sports leagues. *Journal of Economic Literature*, 33(3), 1265-1299.
- Grossman, S. J., y Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Hansmann, H. (1988). Ownership of the Firm. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4(2), 267-304.
- Hoff, A. (2007). Second stage DEA: Comparison of approaches for modelling the DEA score. *European Journal of Operational Research*, 181(1), 425-435.
- Hoehn, T., y Szymanski, S. (1999). The Americanization of European football. *Economic Policy*, 28, 205-240.
- Jensen, M., y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kang, D. L., y Sorensen, A. B. (1999). Ownership organization and firm performance. *Annual review of sociology*, v.25, 121-144
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., y Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Financial Economics*(54 (2)), 471-517.
- Leah, S., y Szymanski, S. (2015). Making money out of football. *Scottish Journal of Political Economy*, 62(1), 25-50.
- Lins, K. V. (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*(38), 159-184.
- López-de-Foronda, Ó., López-Iturriaga, F. J. and Santamaría-Mariscal, M. (2007), Ownership Structure, Sharing of Control and Legal Framework: international evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6): 1130–1143.
- Maury, B., y Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking y Finance*, 29(7), 1813-1834.
- Mayers, D., y Smith, C. (1988). Ownership structure across lines of poverty casualty insurance. *Journal of Law and Economics*(31), 357-378.
- Morrow, S. (2003). *The people's game?: football, finance and society*. London: Palgrave Macmillan.
- Nilsson, J. (2001). Organisational Principles for Co-operative firms. *Scandinavian Journal of Management*(17), 329-356.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge : Cambridge university press.
- Sanchez, L. C. (2006). ¿ Son compatibles el" bolsillo" y el" corazón"? El caso de las sociedades anónimas deportivas españolas. *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación*, 283, 131-164.
- Sánchez, L.C. (2012). Dividendo emocional: el papel de los accionistas en la responsabilidad empresarial. *Revista de responsabilidad social de la empresa*, 12, 15-45.
- Sánchez, L. C., Sánchez-Fernández, P., y Barajas, Á. (2016a). Estructuras de propiedad y rentabilidad financiera en el fútbol europeo. *Journal of Sports Economics y Management*, 6(1), 5-17.
- Sánchez, L.C.; Sánchez-Fernández, P. y Barajas, A. (2016b). Objetivos financieros y deportivos en la eficiencia del fútbol europeo, *Revista de Psicología del Deporte*, 25 (3), 47-50



- Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Sloane, P. (1971). The Economics of Professional Football: the football club as a utility maximizer. *Scottish Journal of Political Economy*, 17(2), 121-145.
- Stiglitz, J. (1982). Ownership, Control and Efficient Markets: Some Paradoxes in the Theory of Capital Markets. En K. Boyer, y W. Shepherd, *Economic Regulation: Essays in honor of James R. Nelson* (págs. 311-321). Ann Arbor: Michigan University Press.
- Szymanski, S y Késenne, S. (2004). Competitive balance and gate revenue sharing in team sports. *The Journal of Industrial Economics*, 52(1), 165-177.
- Thomsen, S., y Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Vitaliano, P. (1983). Cooperative enterprise: An alternative conceptual basis for analyzing a complex institution. *American Journal of Agricultural Economics*(65), 1078-1083.
- Wilson, R., Plumley, D., y Ramchandani, G. (2013). The relationship between ownership and club performance in the English Premier League. *Sport, Business and Management: An International Journal*, 3(1), 19-36.
- Zuber, R., Yiu, P., Lamb, R. P., y Gandar, J. M. (2005). Investor-fans? An examination of the performance of publicly traded English Premier League teams. *Applied Financial Economics*, 15(5), 305-313.

NOTAS

1. Agradecimientos: Los autores quieren agradecer los comentarios detallados y enriquecedores de los revisores anónimos así como el trabajo de los dos editores que han intervenido en el proceso. Angel Barajas agradece la financiación recibida de la National Research University Higher School of Economics en su Basic Research Program.
2. Autor de contacto: Facultad de Ciencias Empresariales y Turismo; Universidad de Vigo; Campus Universitario; 32004-Ourense; SPAIN

