

ESTRUCTURAS DE PROPIEDAD Y RENTABILIDAD FINANCIERA EN EL FÚTBOL EUROPEO

Ownership structure and profitability in the European football

Luis Carlos Sánchez ¹, Patricio Sánchez-Fernández ¹, Ángel Barajas ^{1,2}

¹ Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Vigo, Spain; ² National Research University Higher School of Economics, Russian Federation

RESUMEN: El presente trabajo estudia la influencia de las estructuras de propiedad de los principales equipos de fútbol europeos en su rentabilidad. Los resultados obtenidos muestran que la propiedad dispersa y nacional de un equipo tiene una relación positiva con su rentabilidad financiera. Por otra parte, el hecho de que los equipos se organicen como clubes o como sociedades mercantiles no parece influir en su desempeño económico.

PALABRAS CLAVE: Finanzas del deporte, propietarios extranjeros, propiedad concentrada, teoría de la agencia, clubs.

ABSTRACT: *The present paper attempts to study the influence of the ownership structures of the major European football teams in their own profitability. The results show that the dispersed and national ownership of a club has a positive relationship with their financial profitability. However, the fact that the teams are organized as corporations or clubs does not influence their economic performance.*

KEY WORDS: *Sports finance, foreign owners, concentrated ownership, agency theory, clubs*

Recibido/Received: 06-04-2016; Aceptado/Accepted: 03-06-2016; Publicado/Published: 13-07-2016

Información de contacto:

Autor de correspondencia

Luis Carlos Sánchez
correo@luiscarlos.es
Programa de Doctorado en
Economía
Campus Universitario As Lagoas
s/n, 32004 Ourense, Spain

Patricio Sánchez-Fernández
patricio@uvigo.es
GEN
Campus Universitario As Lagoas s/n
32004 Ourense, Spain

Ángel Barajas
abarajas@uvigo.es
Campus Universitario As Lagoas s/n
32004 Ourense, Spain
Perm Campus, 614070, Perm, Lebedeva
st., 27, Russia

Introducción

En los últimos años se han producido importantes cambios en la estructura de propiedad de los equipos con la transformación de muchos clubes en sociedades mercantiles y en la eclosión de inversores extranjeros interesados en adquirir equipos europeos. Estos cambios han coincidido con un fuerte incremento de los ingresos obtenidos por los equipos punteros, aunque eso no ha mejorado su situación financiera. Esta evolución hace que resulte de interés estudiar los efectos que esos cambios en la propiedad han supuesto para el fútbol. Para tratar de contestarlo, este artículo tiene como objetivo proporcionar evidencia empírica acerca de la influencia de la estructura de propiedad de los equipos de fútbol en su rentabilidad. Las estructuras de propiedad analizadas recogen todo un abanico de posibilidades: si un equipo se organiza como club o como sociedad mercantil, si su propiedad es dispersa o concentrada o cuál es la nacionalidad de los propietarios.

El artículo se compone de una primera parte donde se presenta el marco teórico de la investigación incluyendo los principales trabajos de la literatura académica sobre la materia. El análisis de los datos se realizará sobre una muestra coherente y homogénea de los equipos con un mayor potencial del continente aplicando las principales metodologías utilizadas en la literatura: el análisis de regresión lineal y de datos de panel. Por último se presentarán los resultados empíricos y se detallarán las conclusiones extraídas del estudio.

La principal contribución de este análisis es aportar nuevas evidencias a la influencia de las estructuras de propiedad en la gestión de equipos, elemento escasamente tratado en la literatura hasta ahora. Además, la academia se ha centrado solo en la cotización de las acciones de los equipos en bolsa y en la participación de inversores foráneos, mientras que en nuestro trabajo estudiamos además su fórmula jurídica (club o sociedad mercantil) y la concentración de su propiedad. Una contribución adicional del presente trabajo reside en el ámbito europeo de la muestra. Los trabajos anteriores se han centrado en la liga inglesa mientras nuestra muestra recoge los principales equipos del continente.

Marco teórico

La influencia de las características de la propiedad en el desempeño de las compañías es un tema que ha despertado el interés de la literatura económica desde que Berle y Means (1932) advirtieron del conflicto de intereses que suponía la separación entre propiedad y gestión en las compañías podía provocar un conflicto de intereses entre ambos.

En las sociedades no capitalistas, la inexistencia de un título de propiedad hace que los socios 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). Todo esto afecta a la viabilidad de la sociedad.

Viswanathan y Cummins (2003) y Erhemjants y Leverty (2010) estudiaron el diferente desempeño financiero de las compañías de seguros organizadas como sociedades de capital frente a las mutualidades. Ambos detectaron que la forma jurídica de sociedad de capital tenía una influencia positiva en la creación de valor de las compañías. Esa misma relación fue encontrada en el trabajo de Garcia-del-Barrio y Szymanski (2009), donde aquellos equipos organizados como sociedades mercantiles estaban más enfocados hacia la maximización de beneficios que los organizados como clubes aunque dicha relación no resultó estadísticamente significativa.

Con referencia a la concentración de la propiedad, la literatura académica ha tratado ampliamente su influencia en el rendimiento de las empresas. Es el caso de los trabajos de Cubbin y Leech (1983), Short (1994), Holderness (2003), Gross (2007), Agrawal y Knoeber (1996), Shleifer y Vishny (1986), La Porta *et al.* (2002) y Bathula y Singh (2015). La teoría de la agencia plantea los problemas que pueden surgir entre unos gestores que pueden tomar decisiones a su favor en contra de los intereses de los propietarios dada la asimetría en la información de ambos (Jensen & Meckling, 1976). Ante esta situación, una propiedad más concentrada puede suponer un mayor control de los directivos, que a su vez redundará en un mejor desempeño de la empresa (Demsetz, *et al.*, 1985). Pero, por otro lado, se pueden producir comportamientos oportunistas de los grandes accionistas a costa de los pequeños (La Porta, *et al.*, 1999).

Respecto a la propiedad foránea de una empresa, la literatura académica ha encontrado numerosas evidencias de una relación positiva sobre su desempeño financiero (Smith, *et al.*, 1997; Lam, 1997; Ferris y Park, 2005; Wei, *et al.*, 2005; Ferreira y Matos, 2008; Mishra, 2014; Goethals & Ooghe, 1997; Alan & Steve, 2005; Piscitello & Rabbiosi, 2005). La principal explicación a este fenómeno es 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 que les ha hecho crecer en su mercado local (Borensztein, *et al.*, 1998; Aydin, *et al.*, 2007). Este efecto de transferencia es más acusado en la transición de los antiguos países comunistas a una economía de mercado (Yasar & Paul, 2007) (Djankov & Murrell, 2002) y menos en países desarrollados (Barbosa & Louri, 2005).

A pesar de que la influencia de las estructuras de propiedad en la gestión de las empresas es un tema ampliamente tratado en la literatura en todo tipo de sectores, no ha sido hasta recientemente cuando se han elaborado algunos trabajos que realicen aportaciones al estudio de su influencia en el desempeño de los equipos de fútbol. Ese es el caso de Walters y Hamil (2010) que hicieron un repaso divulgativo de los diferentes modelos de propiedad en el fútbol europeo. Franck (2010) realizó un análisis teórico institucional sobre tres estructuras de propiedad de los equipos: propiedad concentrada, sociedad mercantil diversificada y club. Esta última situación también ha sido tratada por trabajos teóricos como los de Nauright y Ramfjord (2010) y Williams y Hopkins (2011). Más recientemente Goig (2014) ha estudiado como los cambios en las estructuras de propiedad de los equipos ha cambiado la visión que de ellos tienen los aficionados.

García del Barrio y Szymanski (2009) hallaron en una muestra de equipos españoles que aquellos equipos organizados como sociedades mercantiles estaban más enfocados a la

obtención de resultados financieros que aquellos organizados como clubes, aunque con una débil significación estadística. Dimitropoulos y Tsagkanos (2012) estudiaron cómo influía el gobierno corporativo de los equipos europeos de fútbol en su rentabilidad y sostenibilidad financiera. Su estudio incluía una característica de propiedad concentrada que encontraron influía positivamente en la rentabilidad financiera. Respecto a la participación de capital extranjero destacan dos trabajos sobre su influencia en los equipos ingleses. Wilson *et al.* (2013) no encontraron relación entre los beneficios del equipo y que el propietario fuera inglés o que fuera extranjero. Por el contrario Rohde y Breuer (2016) sí hallaron que la propiedad foránea tenía una relación negativa con la rentabilidad del equipo. Así, resulta de interés plantear como objetivo de este trabajo estudiar como las estructuras de propiedad de los equipos de fútbol influyen en su desempeño financiero.

Metodología

Las características de la propiedad cuya influencia en el rendimiento de la empresa estudiaremos serán las siguientes:

- 1) Organización jurídica como club o sociedad de capital.
- 2) Propiedad dispersa o concentrada. Se considera que la propiedad de un equipo es concentrada cuando menos de cuatro accionistas controlan la mayoría del capital y los derechos de voto. Dado que los derechos de voto en un club siempre están dispersos en un elevado número de socios, los equipos organizados como clubes se considerarán como de propiedad dispersa junto a aquellos equipos organizados como sociedades de capital donde un club tiene la mayoría del capital o donde las acciones están repartidas entre un número elevado de inversores.
- 3) Propiedad nacional o foránea. Se considerará que un equipo es de propiedad nacional cuando la mayoría de su capital esté en manos de inversores del mismo país en el que se encuentra el equipo. Dado que la mayoría de socios de los clubes residen en el mismo país que el equipo, se consideran que son de propiedad nacional.

Para la cuantificación del desempeño financiero es habitual el uso de ratios como el ROCE como el ROA. El ratio más común a la hora de evaluar la rentabilidad financiera de una empresa es el ROE. Pero en el caso de los equipos de fútbol nos encontramos con la dificultad de que varios tienen un patrimonio neto negativo, lo que desvirtúa la comparación entre diferentes sociedades y hace que ese ratio pierda parte de su significado. Por esa razón se escoge el ROCE, dado que el denominador pasa a ser el importe del activo total de los equipos que nunca asume valores negativos mientras en el numerador es el beneficio neto. Como elemento de robustez también se utiliza el ROA que igualmente tiene el activo total en el denominador pero en el numerador tiene el Beneficio de Explotación. La literatura ha usado ambas indistintamente. Así, Wilson *et al.* (2013) eligieron el ROCE mientras Dimitropoulos y Tsagkanos (2012) o Sakinc(2014) prefirieron el ROA.

Como variables de control se han incorporado las variables *dummy* temporales con el objetivo de capturar potenciales efectos macroeconómicos que afecten al conjunto de empresas analizadas. También se ha incorporado como variable de control el tamaño de los equipos que forman la muestra medido por su Activo total. Dado que se trata de una muestra preseleccionada por su similar tamaño no se ha utilizado su logaritmo.

Se ha incluido también como variable de control adicional una *dummy* que refleje si el equipo tiene sus acciones cotizando en un mercado de valores organizado. La participación de los equipos de fútbol en los mercados de valores ha sido profusamente estudiada en la literatura académica. 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 base a resultados financieros, los estudios empíricos han mostrado que no existe relación entre el hecho de cotizar y una mayor rentabilidad como muestran Zuber *et al.* (2005) y Leah y Szymanski (2015).

Por todo esto, la investigación se llevará a cabo aplicando el siguiente modelo de regresión:

$$\text{Rentabilidad} = \alpha + \beta_1 * \text{Característica de propiedad} + \beta_2 * \text{Tamaño} + \beta_3 * \text{Bolsa} + \beta_4 * \text{Dummy Temporales} + e$$

El ámbito de la muestra del estudio son los equipos de fútbol más importantes de Europa. Esto es relevante dado que las, cada vez más importantes, competiciones europeas parecen augurar una futura liga continental ya fue referida en Hoehn y Szymanski (1999). Además una muestra transnacional permite una segunda contribución, aumentar las estructuras de propiedad estudiadas al incluir la figura de los clubes que no existe en Inglaterra.

La muestra estudiada consiste en los equipos hayan estado presentes en la lista “*Football Money League*” en más de una ocasión desde 2008. 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 como es el caso de Wilson, *et al.* (2013) y los equipos de la Premier League. Halkos y Tzeremes (2013) utilizaron un número similar, 25, en su estudio que incluyó también una muestra paneuropea.

Para que el análisis empírico de la influencia de la propiedad en la gestión de los equipos de fútbol ofrezca resultados estadísticamente robustos, se utilizarán dos procedimientos econométricos. En primer lugar, se aplicará un estimador de mínimos cuadros ordinarios (MCO-OLS) que mide si hay una relación lineal entre la variable dependiente y las variables independientes. En segundo lugar utilizaremos un análisis por datos de panel, esta técnica nos permitirá controlar los posibles efectos inobservados y es adecuada en casos en las muestras desbalanceadas (Greene, 2003). De las técnicas de análisis por datos de panel existentes, el presente trabajo se realiza mediante estimaciones mediante efectos aleatorios. Baltagi (1995) y Cameron y Trivedi (2010)

indican que cuando existen variables explicativas que no varían con el tiempo, la estimación mediante efectos fijos las obvia por lo que se pierde información relevante. De esta manera el test de Hausman tiene una utilidad limitada y la estimación mediante efectos fijos puede presentar unos resultados incongruentes (Serlenga & Shin, 2007). Zhou (2001) detectó que esa situación se producía en los estudios sobre la influencia de la estructura de propiedad de las empresas dado que se trata de una característica que varía muy poco o nada a lo largo del tiempo como muestra La Porta *et al.* (1999).

Resultados

En la Tabla 1 se muestran los resultados para todos los modelos de la influencia de la estructura de propiedad en la rentabilidad económica (ROA). Todas las estimaciones, tanto mediante mínimos cuadrados como con efectos aleatorios, presentan una significación estadística global. La estimación de los modelos mediante efectos aleatorios arroja un coeficiente de determinación similar al calculado mediante mínimos cuadrados y el test de Wald muestra una alta significación estadística en todos ellos. Los resultados del test de Breusch y Pagan nos indican la preferencia de la estimación por datos de panel frente a la regresión por mínimos cuadrados.

Tabla 1. Relación entre el ROA y las estructuras de propiedad

ROA	MCO			EF. ALEATORIOS		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CLUB	0,050 (1,37)			0,052 (1,33)		
PROPIEDAD DISPERSA		0,088*** (3,55)			0,088*** (3,52)	
PROPIEDAD NACIONAL			0,117*** (3,88)			0,116*** (3,85)
TAMAÑO	0,036 (0,78)	0,052 (1,17)	0,076* (1,68)	0,042 (0,86)	0,053 (1,18)	0,076* (1,68)
BOLSA	0,046 (1,63)	0,030 (1,16)	0,023 (0,91)	0,045 (1,47)	0,029 (1,15)	0,023 (0,90)
DUMMIES TEMPORALES	Sí	Sí	Si	Si	Si	Si
R2 Total				0,2385	0,289	0,2995
Wald Test				48,53***	61,22***	64,39***
Breusch&Pagan				21,21***	10,24***	9,04***
R2	0,239	0,289	0,300			
R2 Ajustado	0,153	0,209	0,221			
Test F	2,79***	3,61***	3,80***			
Observaciones	169	169	169	169	169	169

El valor del estadístico T se presenta entre paréntesis.

***, ** y * indican niveles de significatividad estadística del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Fuente: Elaboración propia

Las estimaciones realizadas no encontraron una influencia entre el equipo tuviera una forma jurídica de club o de sociedad mercantil en su rentabilidad económica. Por el contrario la dispersión de la propiedad y su nacionalidad sí han resultado tener una relación positiva con la rentabilidad de los equipos de fútbol estudiados.

Tabla 2. Relación entre el ROCE y las estructuras de propiedad

ROCE	MCO			EF. ALEATORIOS		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CLUB	0,059* (1,71)			0,064 -1,47		
PROPIEDAD DISPERSA		0,084*** (3,65)			0,080*** -2,92	
PROPIEDAD NACIONAL			0,104*** (3,60)			0,094*** (2,91)
TAMAÑO	0,051 (1,18)	0,070 (1,65)	0,087** (2,01)	0,076 -1,48	0,084* -1,76	0,101** (2,04)
BOLSA	0,046* (1,74)	0,026 (1,08)	0,022 (0,89)	0,043 -1,29	0,024 -0,84	0,023 (0,76)
DUMMIES TEMPORALES	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
R2	0,163	0,213	0,212			
R2 Ajustado	0,075	0,130	0,128			
Test F	1,85**	2,57***	2,54***			
R2 Total				0,1590	0,2113	0,2079
Wald Test				34,43***	40,73***	41,21***
Breusch&Pagan				37,87***	19,41***	23,80***
Observaciones	179	179	179	179	179	179

El valor del estadístico T se presenta entre paréntesis.

***, ** y * indican niveles de significatividad estadística del 1%, 5% y 10%, respectivamente

Fuente: Elaboración propia

Los resultados coinciden con las dos metodologías utilizadas y en ambas con una alta significación estadística, lo que viene a reforzar la robustez de las conclusiones. Respecto a las variables de control solo el tamaño presenta una significación estadística, aunque moderada, en el modelo que incluye la variable de nacionalidad.

Si en vez de tomar la rentabilidad económica (ROA) pasamos a utilizar la rentabilidad financiera (ROCE) como medida del desempeño, los resultados son similares como se recoge en la Tabla 2. La dispersión de la propiedad y su nacionalidad siguen teniendo una influencia positiva en la rentabilidad con una alta significación estadística usando las dos metodologías, mínimos cuadrados y efectos aleatorios. Lo mismo vuelve a ocurrir con la variable de control que recoge el tamaño de los equipos que también muestra una relación positiva con la rentabilidad en los modelos que incluyen la variable de la nacionalidad de los propietarios.

Menos concluyente resulta la relación positiva de la estructura de club de los equipos y el hecho que coticen en bolsa con la rentabilidad financiera. Esto no solo es debido a que en ambos casos encontramos una reducida significatividad estadística sino que solo la encontramos cuando usamos el método de mínimos cuadrados. Cuando utilizamos el método de los efectos aleatorios, dichas variables no resultan estadísticamente significativas. La relación positiva entre cotizan en bolsa y la rentabilidad financiera de los equipos solo es estadísticamente significativa en el primero de los modelos y de una manera débil. Este resultado viene a confirmar la falta de relación entre la cotización en los mercados de valores y el desempeño financiero de los equipos de fútbol hallado en trabajos anteriores (Leah & Szymanski, 2015; Zuber, *et al.*, 2005).

Conclusiones

Los principales resultados del análisis empírico realizado son tres. El primero es que no se ha encontrado una relación estadísticamente significativa entre el desempeño financiero de los equipos y que estos se organicen jurídicamente como club o sociedad mercantil. Por tanto no hemos podido confirmar la posible preferencia de los clubes en satisfacer los intereses de sus miembros, los éxitos deportivos, en perjuicio de los resultados económicos como la literatura académica muestra que existe en otros sectores donde conviven sociedades de capital y mutualidades.

El segundo resultado destacado es que la dispersión de la propiedad de los equipos en un elevado número de accionistas o socios tiene una influencia positiva estadísticamente significativa en los resultados financieros de los equipos. Esta conclusión cuenta con la robustez de haberse utilizado dos metodologías distintas, mínimos cuadrados y datos de panel, y dos medidas de desempeño económico, los ratios ROA y ROCE.

Este resultado contradice los supuestos beneficios de que un capital concentrado permite controlar mejor a los directivos y disminuir los problemas de agencia que promulga la literatura académica de gestión empresarial. También contradice los resultados que Dimitropoulos y Tsagkanos (2012) encontraron. En este caso, no se cumple el razonamiento de Franck (2010) de que los equipos organizados como sociedades de capital con una propiedad concentrada obtuvieran unos mayores beneficios porque ese fuese el objetivo de sus propietarios y dirigieran la gestión hacia ese resultado. Un interés en los beneficios que estaría más diluido en los clubes y en las sociedades con un capital disperso.

Este resultado puede ser motivado porque ante una propiedad dispersa, el interés de los gestores de seguir en sus puestos está más ligada a no incurrir en pérdidas excesivas que amenacen la viabilidad del equipo y su actual statu quo que en obtener una alta rentabilidad financiera. Otra posible causa de esta relación positiva entre dispersión de la propiedad de los equipos y rentabilidad financiera se puede encontrar en la idea expuesta en La Porta *et al.* (1999) de que en situaciones de propiedad concentrada, los grandes accionistas podían tener comportamientos oportunistas a costa de los pequeños accionistas. En el caso del fútbol, estos comportamientos podrían no solo perjudicar a los pequeños accionistas sino también a los *stakeholders* del sector tanto privados, como

por ejemplo en el caso de los aficionados, como de públicos, dadas las elevadas ayudas que recibe en el sector por ejemplo mediante patrocinios, subvenciones o mantenimiento de estadios municipales.

Un tercer resultado destacado es el que se ha hallado, de una forma estadísticamente significativa, que la presencia de propietarios extranjeros tiene una influencia negativa en la rentabilidad financiera de los equipos. Este resultado contradice los hallazgos de la literatura académica para otros sectores económicos donde se produce el efecto contrario, las empresas con capital foráneo son más rentables que aquellas con capital nacional. Pero sí resulta compatible con los trabajos que detectan que la influencia positiva de la inversión extranjera es mayor en mercados vírgenes o con poca competencia como el caso de los países excomunistas dado que está relacionada con la aportación de *know-how* y menor en los mercados más maduros (Yasar & Paul, 2007; Djankow & Murrell, 2002; Barbosa & Louri, 2005). Este debe ser el caso del fútbol, dado que el resultado del presente trabajo viene a confirmar lo hallado por Rohde y Breuer (2016) de una relación negativa entre propiedad foránea y rentabilidad.

Los resultados expuestos anteriormente tienen implicaciones teóricas y prácticas. En el aspecto teórico, los resultados muestran la necesidad de replantear algunas de las conclusiones de la teoría de agencia para el caso de empresas donde cohabiten distintos objetivos. Como muestra el presente trabajo, pueden darse situaciones que la existencia de una propiedad concentrada puede ser contraproducente con un mejor resultado financiero cuando se trata de sectores donde cohabitan empresas con diferentes estructuras de propiedad. En algunos casos una propiedad dispersa puede resultar una ventaja competitiva precisamente por permitir una mayor discrecionalidad a los gestores, lo que repercute en una gestión financiera más conservadora y una mayor rentabilidad.

Otra aportación teórica del trabajo se circunscribe a la literatura sobre la inversión extranjera en las empresas. Aunque la mayoría de trabajos hasta ahora coincidían en el valor añadido que aportaba la participación foránea que implicaba una mayor rentabilidad que sus análogas de capital nacional, el caso del fútbol presenta el caso en el que la inversión se pueda producir no para aportar *know-how* sino para precisamente adquirirlo. De esta manera la compra de una empresa en un mercado competitivo, como es el fútbol europeo, puede permitir adquirir un conocimiento que de otra forma no sería posible. Sería algo similar a lo que las ligas con menos potenciales hicieron mediante la contratación de entrenadores extranjeros para incorporar sus conocimientos al fútbol local. Asimismo el caso del fútbol europeo muestra las dificultades que a veces se encuentran los inversores extranjeros en lograr los éxitos de su mercado de origen, especialmente en casos como el fútbol donde tienen que competir con otras empresas con estructuras de propiedad diferentes y que pueden perseguir objetivos diversos.

En el aspecto práctico, la propensión normativa sobre el fútbol europeo debería ser muy cauta en influir en la estructura de propiedad como cuando obligó a la conversión en sociedades mercantiles a numerosos clubes. Ya que el presente trabajo muestra que no se ha encontrado que la tipología de personalidad jurídica tenga una influencia en el

desempeño financiero de los equipos. Por el contrario, las normas existentes en algunos países europeos que limitan la aparición de inversores extranjeros y la concentración de la propiedad de los equipos pueden llegar a estar justificada a la luz de los resultados del presente trabajo.

Referencias

- Agrawal, A. & Knoeber, C., 1996. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), pp. 377-397.
- Alan, G. & Steve, M., 2005. Foreign acquisitions by UK limited companies short and long-run performance. *Journal of Empirical Finance*, 12(1), pp. 99-125.
- Aydin, N., Sayim, M. & Yalama, A., 2007. Foreign ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*, Volumen 11, pp. 103-111.
- Baltagi, B., 1995. *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester: John Wiley and Sons.
- Barbosa, N. & Louri, H., 2005. Corporate performance: Does ownership matter? A comparison of foreign-and domestic-owned firms in Greece and Portugal. *Review of Industrial Organization*, 27(1), pp. 73-102.
- Bathula, H. & Singh, D., 2015. Ownership concentration, board characteristics and firm performance. *Management Decision*, 53(5), pp. 911-931.
- Berle, A. & Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Borensztein, E., De Gregorio, J. & Lee, J. W., 1998. How does foreign direct investment affect economic growth?. *Journal of International Economics*, 45(1), pp. 115-135.
- Cameron, A. & Trivedi, P., 2010. *Microeconometrics using Stata*. College Station TX: Stata Press.
- Cubbin, J. & Leech, D., 1983. The effect of shareholding dispersion on the degree of control in British companies: theory and measurement. *The Economic Journal*, Volumen 93, pp. 351-369.
- Demsertz, H & Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Volumen 93, pp. 1155-1177.
- Dimitropoulos, P. & Tsagkanos, A., 2012. Financial performance and corporate governance in the European football industry. *International Journal of Sport Finance*, 7(4), pp. 280-308.
- Djankov, S. & Murrell, P., 2002. Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of Economic Literature*, Volumen 45, pp. 739-792.
- Erhemjamts, O. & Leverty, J., 2010. The demise of the mutual organization form: An investigation of the life insurance industry. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(6), pp. 1011-1036.
- Ferreira, M. & Matos, P., 2008. The color of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, Volumen 88, pp. 499-533.
- Ferris, S. & Park, K., 2005. Foreign ownership and firm value: Evidence from Japan. En: *Corporate Governance. Advances in financial economics*. London: Emerald Group, pp. 1-29.

- Sánchez Luis, C., Sánchez-Fernández, P. & Barajas A. (2016) Estructuras de propiedad y rentabilidad financiera en el fútbol europeo. *Journal of Sports Economics & Management*, 6(1), 5-17.
- Franck, E., 2010. Private firm, public corporation or member's association governance structures in European football. *International Journal of Sport Finance*, Volumen 5, pp. 108-127.
- García-del-Barrio, P. & Szymanski, S., 2009. Goal! Profit maximization versus win maximization in soccer. *Review of Industrial Organization*, 34(1), pp. 45-68.
- Goethals, J. & Ooghe, H., 1997. The performance of foreign and national take-overs in Belgium. *European Business Review*, 97(1), pp. 24-37.
- Goig, R. L., 2014. Propiedad y gestión de los clubes de fútbol: la perspectiva de los aficionados. *RICYDE. Revista Internacional de Ciencias del Deporte*, 10(35), pp. 16-33.
- Greene, W., 2003. *Econometric Analysis*. New Jersey: Prentice Hall.
- Gross, K., 2007. *Equity ownership and performance: An empirical study of German*. Heidelberg: Physica Verlag.
- Halkos, G. E. & Tzeremes, N. G., 2013. A Two-Stage double bootstrap DEA: The case of the top 25 European football clubs' efficiency levels. *Managerial and Decision Economics*, 34(2), 108-115.
- Hoehn, T. & Szymanski, S., 1999. The americanization of European football. *Economic Policy*, 28, 205-240.
- Holderness, C., 2003. A survey of blockholders and corporate control. *Economic policy review*, 9(1), 51-63.
- Jensen, M. & Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Financial Economics*, 54 (2), 471-517.
- Lam, S. S., 1997. Control versus firm value: The impact of restrictions on foreign share ownership. *Financial Management*, 26(1), 48-61.
- Leah, S. & Szymanski, S., 2015. Making money out of football. *Scottish Journal of Political Economy*, 62(1), pp. 25-50.
- Mishra, A., 2014. Foreign ownership and firm value: Evidence from Australian firms. *Asia-Pacific Financial Markets*, 21, 69-96.
- Nauright, J. & Ramfjord, J., 2010. Who owns England's game? American professional sporting influences and foreign ownership in the Premier League. *Soccer & Society*, 10(4), 428-441.
- Nilsson, J., 2001. Organisational Principles for Co-operative firms. *Scandinavian Journal of Management*, 17, 329-356.
- Piscitello, L. & Rabbiosi, L., 2005. The impact of inward FDI on local companies' labour productivity: evidence from the Italian case. *International Journal of the Economics of Business*, 12(1), 35-51.
- Rohde, M. & Breuer, C., 2016. The Financial Impact of (Foreign) Private Investors on Team Investments and Profits in Professional Football: Empirical Evidence from the Premier League. *Applied Economics and Finance*, 3(2), 243-256.
- Sakinc, I., 2014. Using grey relational analysis to determine the financial performance of Turkish football clubs. *Journal of Economics Library*, 1(1), 22-33.
- Sánchez, J. & García, E., 2007. A meta-analytic vision of the effect of ownership structure on firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 879-893.

- Sánchez Luis, C., Sánchez-Fernández, P. & Barajas A. (2016) Estructuras de propiedad y rentabilidad financiera en el fútbol europeo. *Journal of Sports Economics & Management*, 6(1), 5-17.
- Serlenga, L. & Shin, Y., 2007. Gravity models of intra-EU trade: application of the CCEP-HT estimation in heterogeneous panels with unobserved common time-specific factors. *Journal of applied econometrics*, 22(2), 361-381.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1986. Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Short, H., 1994. Ownership, control, financial structure and the performance of the firms. *Journal of Economic Surveys*, 8(3), 203-249.
- Smith, S., Cin, B. & Vodopivec, M., 1997. Privatization incidence, ownership forms and firm performance: Evidence from Slovenia. *Journal of Comparative Economics*, 25, 158-179.
- Thomsen, S. & Pedersen, T., 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Viswanathan, K. & Cummins, J., 2003. Ownership structure changes in the insurance industry: An analysis of desmutualization. *Journal of Risk and Insurance*, 70, 401-437.
- Vitaliano, P., 1983. Cooperative enterprise: An alternative conceptual basis for analyzing a complex institution. *American Journal of Agricultural Economics*, 65, 1078-1083.
- Walters, G. & Hamil, S., 2010. Ownership and Governance. En: *Managing Football: An international perspective*. Oxford: Elsevier, pp. 17-36.
- Wei, Z., Xie, F. & Zhang, S., 2005. Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991-2001. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 87-108.
- Williams, J. & Hopkins, S., 2011. Over here: 'Americanization' and the new politics of football club ownership—the case of Liverpool FC. *Sport in Society*, 14(2), 160-174.
- Wilson, R., Plumley, D. & 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.
- Yasar, M. & Paul, C. J. M., 2007. International linkages and productivity at the plant level: Foreign direct investment, exports, imports and licensing. *Journal of International Economics*, 71(2), 373-388.
- Zhou, X., 2001. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment. *Journal of financial economics*, 62(3), 559-571.
- Zuber, R., Yiu, P., Lamb, R. P. & 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.



Los autores conservan los derechos de autor y garantizan a *Journal of Sports Economics & Management* el derecho de ser la primera publicación del trabajo al igual que licenciado bajo una [Creative Commons Attribution License 3.0](http://creativecommons.org/licenses/by/3.0) que permite a otros compartir el trabajo con un reconocimiento de la autoría del trabajo y la publicación inicial en esta revista.

Los autores pueden establecer por separado acuerdos adicionales para la distribución no exclusiva de la versión de la obra publicada en la revista (por ejemplo, situarlo en un repositorio institucional o publicarlo en un libro), con un reconocimiento de su publicación inicial en esta revista.



Authors retain copyright and guaranteeing the Journal of Sports Economics & Management the right to be the first publication of the work as licensed under a [Creative Commons Attribution License 3.0](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/) that allows others to share the work with an acknowledgment of the work's authorship and initial publication in this magazine.

Authors can set separate additional agreements for non-exclusive distribution of the version of the work published in the journal (eg, place it in an institutional repository or publish it in a book), with an acknowledgment of its initial publication in this journal