



Universidad
Zaragoza

1 5 4 2

Trabajo Fin de Máster

GOBIERNO CORPORATIVO Y PERFORMANCE EN LA INDUSTRIA DEL FÚTBOL EUROPEO

Autor

IVÁN ANDRÉS MARTÍNEZ

Directores

ISABEL ACERO FRAILE

RAÚL SERRANO LÁZARO

FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

2014

INFORMACIÓN Y RESUMEN

Autor del trabajo: Iván Andrés Martínez.

Directores del trabajo: Isabel Acero Fraile y Raúl Serrano Lázaro.

Título del trabajo: Gobierno corporativo y performance en la industria del fútbol europeo.

Titulación: Máster Universitario en Economía.

Resumen

La crítica situación financiera en la industria del fútbol, y el alto riesgo de quiebra de buena parte de las empresas que la componen, ha llevado a los diferentes organismos reguladores a la puesta en marcha de normas de control financiero con el objetivo de introducir más disciplina y racionalidad en los clubes de fútbol. Algunos autores desde el área de la Economía del Deporte han apuntado la necesidad de considerar otras soluciones incluyendo la introducción de buenas prácticas de gobierno corporativo, especialmente con el establecimiento de formas alternativas de propiedad que mejoren la viabilidad de la industria. En este contexto, este trabajo analiza la relación existente entre el gobierno corporativo y la performance de las empresas de la industria del fútbol europeo. Para ello se ha recopilado información financiera, indicadores de rendimiento e indicadores de gobierno corporativo para los clubes de las cinco grandes ligas europeas para la temporada 2011-12 que después se analizan mediante técnicas econométricas de corte transversal en el trabajo empírico. Nuestros resultados, confirman la existencia de un efecto negativo en la performance de estructuras de capital muy concentradas asociado a un posible riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios.

ÍNDICE

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN	4
CAPÍTULO 2. LA SITUACIÓN FINANCIERA, SU REGULACIÓN Y EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA INDUSTRIA DEL FÚTBOL EUROPEO.	6
CAPÍTULO 3. GOBIERNO CORPORATIVO: ESPECIAL ÉNFASIS EN LA SITUACIÓN DE LA INDUSTRIA DE FÚTBOL EUROPEO.....	15
CAPÍTULO 4. MODELO, MUESTRA Y VARIABLES	20
CAPÍTULO 5. RESULTADOS.....	24
CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES	29
BIBLIOGRAFÍA.....	32
ANEXOS	36

CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN

El alto nivel de endeudamiento de los clubes de fútbol europeos se ha convertido en una importante y creciente fuente de preocupación para las autoridades futbolísticas, especialmente tras el estallido de la crisis financiera mundial (Drut y Raballand, 2012). La deuda agregada del fútbol europeo se encuentra ya en cifras multimillonarias y muchos de sus clubes están al borde de la quiebra. La inestabilidad financiera está repercutiendo negativamente en las condiciones de la industria, impactando en la generación de ingresos y condicionando la viabilidad a largo plazo del fútbol (Dalmacio y Facure, 2010 y Dimitropoulus, 2009 y 2010).

Con el objetivo de introducir más disciplina y racionalidad en las finanzas de los clubes de fútbol, la UEFA (Unión de Federaciones de Fútbol Europeas) ha puesto en marcha normas de “Fair Play Financiero”, normas que solamente se aplican a los participantes de las competiciones continentales organizadas por ésta. No obstante, las diferentes ligas y autoridades nacionales de las competiciones domésticas europeas más importantes (ver ejemplos en ligas de Inglaterra, España, Italia) han puesto en marcha recientemente sus propias reglamentaciones siguiendo el ejemplo de la UEFA y de otras competiciones domésticas que ya venían controlando la salud financiera de sus clubes, como la Bundesliga alemana o la League 1 francesa.

En este contexto, desde la Economía del Deporte, ha crecido el interés en torno al gobierno corporativo como mecanismo adicional para la mejora de la viabilidad de la industria (Farquhar et al. 2005). Así, Michie (2000) y Michie y Oughton (2005) señalan que existe una urgente necesidad a la hora de analizar formas alternativas de propiedad y gobernanza para los clubes de fútbol, dado que el comportamiento de sus dirigentes en numerosas ocasiones indica que están más interesados en beneficios financieros de carácter personal o de conseguir cierto estatus social, y menos en los intereses de sus stakeholders (Farquhar et al. 2005). Además, tal y como ha señalado el Football Governance Research Centre (2005), los clubes de fútbol no son tan efectivos a la hora de alinear los intereses de accionistas y stakeholders con los de la organización, por lo que ampliar el estudio del gobierno corporativo a esta industria es algo necesario. Los aficionados carecen de la opción

“salida” como sí ocurre en otras industrias (Dietl y Franck, 2007). De acuerdo con Hirschman (1970), las organizaciones que sirven a consumidores sin opción de “salida” probablemente exhibirán una pobre gestión empresarial.

En consecuencia, como ya han apuntado algunos autores (ver como ejemplo Dimitropoulus, 2011), la investigación en gobernanza deportiva es todavía un área de la Economía del Deporte por explorar. Este trabajo se suma a su estudio a través del análisis de la influencia que los diferentes mecanismos de Gobierno Corporativo ejercen sobre la performance de los clubes de fútbol participantes en las cinco grandes ligas europeas: Bundesliga en Alemania, League 1 en Francia, la Liga Española, Premier League en Inglaterra y Serie A en Italia con datos de la temporada 2011-12. Como objetivos más específicos se encontrarían analizar si los diferentes modelos de estructura de propiedad existentes y la composición en independencia de los órganos de gobierno tienen influencia en los resultados de los clubes.

Por todo ello, en el siguiente apartado realizaremos un análisis de la situación financiera del fútbol europeo, la regulación financiera aplicada y las normativas aplicadas de gobernanza existentes en la industria del fútbol. Posteriormente se describen buenas prácticas de gobierno corporativo y su adecuación a las particularidades existentes en la industria de fútbol. Se determinan asimismo las hipótesis que serán objeto de contraste posteriormente. En el apartado 4, se desarrolla el trabajo empírico, se presentan los datos, las técnicas econométricas y los modelos empleados. Después se presentan los principales resultados empíricos obtenidos. El trabajo concluye con un resumen de los principales resultados obtenidos, junto con las conclusiones y algunas recomendaciones para la mejora de la sostenibilidad de la industria.

CAPÍTULO 2. LA SITUACIÓN FINANCIERA, SU REGULACIÓN Y EL GOBIERNO CORPORATIVO DE LA INDUSTRIA DEL FÚTBOL EUROPEO.

La situación financiera de la industria del fútbol europeo puede ser consecuencia de los objetivos que persiguen los clubes y que en muchos casos se alejan de ser objetivos económicos. En un escenario en el que los clubes de fútbol se comportasen como maximizadores del beneficio no sería necesario establecer este tipo de reglamentaciones financieras. Sin embargo, diversos autores cuestionan que los clubes se comporten de tal manera (Hassan y Hamil, 2010) y apuntan que son maximizadores de la utilidad (Sloane, 1971) o del resultado deportivo (Késenne, 1996, 2000 y 2006, García del Barro y Szymanski, 2009). Si a ello le añadimos el incentivo que tienen los clubes a realizar inversiones para lograr mejores resultados deportivos (Kuypers y Szymanski, 1999, Michie y Oughton, 2005 y Drut, 2011), a través de la contratación de jugadores y el pago de altas remuneraciones para atraer y retener a los mejores jugadores, no es de extrañar que lleguen a situaciones en las que la viabilidad de los clubes, y por extensión de la industria, sea más que cuestionable.

Por otra parte, la relación existente entre aficionados y sus clubes difieren en un importante número de aspectos respecto a la relación cliente-proveedor estándar (Michie y Oughton, 2005, Hassan y Hamil, 2010). Por una parte los clubes de fútbol disfrutan de un grado de lealtad del “cliente” que es inédita respecto a otras líneas de negocio existentes. Por otro lado, cuando los clubes experimentan dificultades económicas a menudo son los aficionados los que invierten en la entidad para asegurar su viabilidad. Es lo que se ha descrito por algunos autores como “fan equity” (Hassan y Hamil, 2010). Además, los aficionados carecen de la opción “salida” como sí ocurre en otras industrias (Dietl y Franck, 2007). De acuerdo con Hirschman (1970), las organizaciones que sirven a consumidores sin opción de “salida” probablemente exhibirán una pobre gestión empresarial.

Todas las peculiaridades anteriormente expuestas apuntan a una industria deficitaria, característica que comparten todas o casi todas las grandes

competiciones futbolísticas europeas, tal y como señalan Drut y Raballand (2012). Además, la gran acumulación de deuda por parte de los diferentes clubes que en ellas participan, en algunos casos les sitúan en riesgo de quiebra.

La situación financiera del fútbol profesional europeo

En Dimitras et al. (1999), Morrow (1999) y Barajas y Rodríguez (2010) se encuentra una buena muestra de trabajos que han analizado la situación financiera del fútbol. Siguiendo el trabajo de Barajas y Rodríguez (2010) se presenta en el siguiente cuadro la evolución de cuatro indicadores relacionados con las recomendaciones de “Fair Play” Financiero para cada una de las cinco grandes ligas del fútbol europeo. Desde el punto de vista de la estabilidad presupuestaria se presenta el margen operativo (ROS). También se muestra el gasto en personal sobre ingresos de explotación (Salarios/Ingresos), un ratio en el que se ha puesto especial atención, por ser ésta la principal partida de gasto de los clubes de fútbol. Además, se presenta el ratio de endeudamiento (Deuda) que se aproxima como el cociente entre los fondos ajenos sobre total de activo. Y por último, relacionado con la capacidad de devolución de deuda de las empresas del sector, se presenta el ratio entre fondos ajenos sobre ingresos de explotación (Deuda/Ingresos).

CUADRO 1. Indicadores financieros en las 5 grandes ligas del fútbol europeo (Promedio temporadas 2009/10, 2010/11, y 2011/12)

	ROS	Salarios/ Ingresos	Deuda	Deuda/ Ingresos
España	-10.18	67.55	1.09	3.48
Alemania	-1.12	46.82	0.86	0.74
Francia	-22.39	73.05	0.86	0.67
Italia	-16.63	57.61	0.91	1.58
Inglaterra	-16.73	68.77	1.36	1.67
Media 5 Ligas	-14.62	64.18	1.03	1.71

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos AMADEUS

Como se puede observar en el cuadro anterior, el margen operativo en el fútbol es negativo, tomando promedios. Se observa que la liga alemana presenta los mejores datos, los menos negativos. España se encontraría en una situación intermedia respecto al total de las 5 ligas con un margen operativo sobre ingresos de -10.8. La

liga inglesa, italiana y francesa presentan los peores márgenes de la industria, especialmente negativos en el caso francés.

La función de producción de fútbol está muy vinculada a la plantilla de los equipos. Los jugadores son elementos esenciales en la consecución de buenos resultados deportivos. Representan una de las principales partidas de gasto. Késenne (2009) argumenta que la proporción (incluidas amortizaciones) no debía superar el 67% del presupuesto de los clubes. La UEFA ha recomendado que el gasto en plantilla no supere el 50% del presupuesto. Este parámetro puede ser una buena referencia, al menos para los clubes que aspiran a no acumular pérdidas. Cabe destacar la gran diferencia en el ratio que recoge la relación entre salarios sobre ingresos que existe entre Alemania y Francia. Finalmente se puede observar que solamente los clubes alemanes, cumplen con la recomendación UEFA. Mientras que en la industria en Francia, Inglaterra y España se presenta el indicador más alto, superando en todos los casos el 67% de los ingresos.

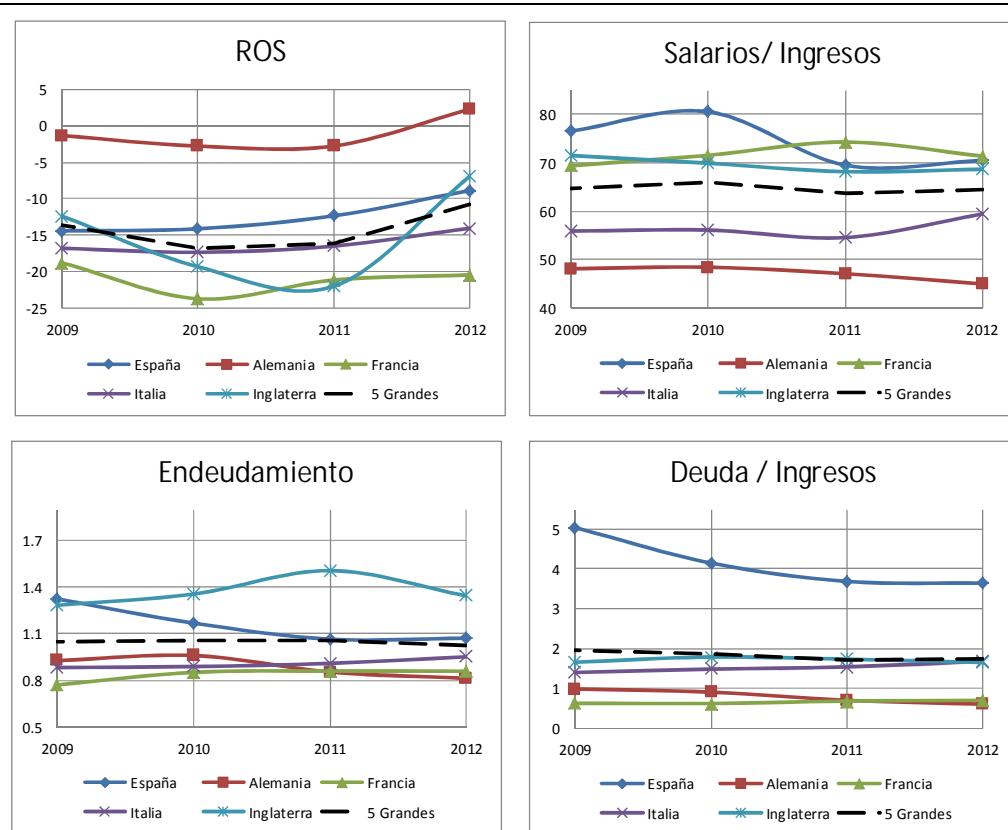
Desde la viabilidad de largo plazo, se presenta el ratio de endeudamiento, calculado como el total de fondos ajenos sobre el total de pasivo en balance (análogamente total de activo). En el caso conjunto de las cinco grandes ligas del fútbol europeo, el ratio supera en media el nivel de 1, situación alejada de una situación más equilibrada entre fondos ajenos y propios. La liga alemana, francesa e Italia se sitúan en la mejor situación, por debajo de la media. Mientras que la industria en España y especialmente en Inglaterra muestran niveles muy elevados de endeudamiento.

Consideramos que es interesante también medir la relación existente entre el ingreso total de la empresa y su endeudamiento total. De alguna manera, esta relación nos da una idea de cuánto tiempo le llevaría a la empresa amortizar la deuda si se utiliza el total de la cifra de negocios. Obviamente, desde un punto de vista teórico. En el caso del estudio solamente dos ligas de las cinco más grandes de Europa pueden hacer frente a su deuda con los ingresos obtenidos en un año (Francia y Alemania). Sin embargo, las otras tres ligas necesitarían varios años para poder recuperarse. El caso de España es el más crítico ya que necesitaría tres años y

medio aproximadamente para poder hacer frente a sus fondos ajenos, presentando sistemas de riesgo de quiebra.

Como resumen, se presenta en el gráfico 1 la evolución de los indicadores analizados en este apartado. El diagnóstico se puede hacer de forma agregada o individual. Desde la visión agregada de las cinco ligas, si el panorama descrito anteriormente es considerado como crítico, no parece haber mejorado considerando los últimos cuatro ejercicios de los que se puede obtener información financiera, por lo que la situación puede calificarse de crítica y estacionaria.

Gráfico 1. Indicadores financieros en las cinco grandes ligas del fútbol europeo
(temporadas 2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10, 2010/11 y 2011/12)



Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos AMADEUS

En cuanto a la evolución que han seguido las cinco grandes ligas europeas por separado, se puede observar cierta mejora en algunos casos, aunque no con grandes avances. En el caso del ROS se ha producido una relativa mejoría, en el caso de la liga

alemana y la liga española. No obstante, las cifras de la mayoría de los clubes continúan mostrando pérdidas recurrentes. Por otro lado, en el gráfico que relaciona los salarios con los ingresos, se observa que a pesar de la mejoría producida en la liga española, en términos globales ha habido cierto empeoramiento debido a que el resto de ligas han presentado peores ratios, como por ejemplo, la liga italiana.

Respecto al endeudamiento y la deuda sobre ingresos, se aprecia una pequeña mejora a lo largo de las últimas temporadas en el caso de las ligas que se encontraban en una peor situación, a saber liga inglesa y liga española. En todo caso, la situación continua siendo crítica.

Regulación financiera y gobierno corporativo en el fútbol profesional europeo

El fútbol profesional, como en general cualquier actividad deportiva de carácter profesional, es un sector que, contrariamente a lo que a simple vista podría parecer, se encuentra fuertemente regulado, tanto por instituciones de carácter internacional (FIFA¹ y UEFA fundamentalmente) como nacionales (Federaciones nacionales, asociaciones de clubes para gestionar una competición concreta, etc.). La regulación de esta actividad es amplia, incluyendo aspectos tan variopintos como por ejemplo la estructura de propiedad y la forma jurídica de las organizaciones.

La posibilidad de mantener déficits sostenidos depende en parte de la regulación financiera que ese establecen en cada una de las diferentes ligas, a lo que ahora hay que añadir además, en el caso de clubes que participen en competiciones continentales, los requisitos incluidos en la normativa de "Fair Play Financiero" establecida por la UEFA.

En este apartado pretendemos reflejar el estado de la situación actual de las grandes ligas del fútbol europeo, especialmente en lo relativo a prácticas de gobierno corporativo y estructura de propiedad existente entre los diferentes clubes y/o empresas que participan en las citadas competiciones.

¹ FIFA: Fédération Internationale de Football Association

Bundesliga (Alemania)

Tal y como señalan Drut y Raballand (2012) el proceso regulatorio de las finanzas de los clubes alemanes se remonta al establecimiento en los años 60 de un proceso de concesión de la preceptiva licencia para poder participar en la competición (“Lizenzierungsordnung”), proceso que ha pasado a ser más exigente con el paso de los años. Este proceso supone regular las finanzas de los clubes, controlar sus niveles de deuda e imponer restricciones en las cuantías que los mismos pueden destinar al pago de sus plantillas. Según señalan estos autores, atendiendo a los datos existentes, este proceso ha impedido que los clubes alemanes hayan registrado déficits recurrentes y generado deudas de importancia.

Sin embargo la industria futbolística alemana vivió su particular crisis en el 2002 cuando quebró la empresa Kirch Media, propietaria por aquel entonces de los derechos televisivos de la competición, los cuales proporcionaban el 31% de los ingresos de los clubes de la Bundesliga, poniendo en grave peligro el futuro económico de la competición. De entre los innumerables cambios puestos en marcha por la DFL (Deutsche Fußball Liga) destaca el establecimiento de la llamada regla del “50+1”, por la cual todos los clubes alemanes que compiten en la Bundesliga (en sus dos formaciones) deben estar mayoritariamente en manos de sus socios/aficionados a no ser que el club haya estado en manos de empresas que hayan demostrado un compromiso estable y duradero con el club durante un mínimo de 20 años, como ha sucedido con la farmacéutica Bayer y el Bayer Leverkusen o la empresa automovilística Volkswagen y el Wolfsburgo.

Así, podemos decir que el fútbol profesional alemán se caracteriza actualmente por el importante papel jugado por los aficionados en el fútbol profesional y la aversión de los clubes germanos a los procesos de compra realizados por grandes capitales o empresas. Las asociaciones (Verein en alemán) mantienen el 50% más uno de los derechos de voto de cualquier compañía del club de fútbol (Kapitalgesellschaft) (Dietl y Franck, 2007). Cabe señalar que, de todos los clubes que compiten en la Bundesliga, solamente el Borussia Dortmund cotiza en el mercado bursátil.

League 1 (Francia)

De acuerdo con Andreff (2007) la crisis financiera de la industria futbolística francesa está profundamente enraizada en cuestiones de gobernanza que no han sido resueltas a pesar de la supervisión de los clubes realizada por una autoridad encargada de auditar a dichos clubes como la DNCG (Direction Nationale de Contrôle de Gestion). Según Drut y Raballand, (2012) la liga francesa presenta el mayor control financiero de las cinco grandes competiciones que aquí se comparan. Así, señalan en su artículo que existe un gran consenso en Francia sobre los beneficios de contar con una regulación financiera (al igual que se negocien de manera colectiva los derechos de retransmisión y una importante redistribución de los mismos hacia clubes pequeños o instituciones de carácter amateur). La importancia del papel jugado por la DNCG se ve reforzado por la histórica aversión existente en Francia contra el profesionalismo en el ámbito deportivo, que lleva a otorgar a aficionados y sindicatos el control del órgano de gobierno de la propia Liga, limitando por tanto el poder de los propietarios de los clubes profesionales.

Sin embargo la League 1 francesa no ha sido ajena a la moderna tendencia de que los clubes pasasen a estar en manos de inversores extranjeros. El hecho de que los clubes franceses se encuentren en una mejor situación financiera, ha provocado que algunos de estos clubes hayan pasado a manos de acaudalados extranjeros. Los casos más conocidos son el del Paris Saint-Germain FC, adquirido por Qatar Sports Investments en 2011 y el del AS Monaco FC, propiedad del multimillonario ruso Dmitry Rybolovlev desde diciembre del mismo año. Así, actualmente en Francia, conviven clubes dominados por inversores locales como el Olympique Lyonnais, Olympique de Marseille o FC Girondins de Bordeaux, clubes como los mencionados anteriormente en manos de grandes capitales extranjeros y clubes que se encuentran en manos de sus aficionados.

Primera División (España)

Cuando en los años 80 los clubes españoles se enfrentaron a graves dificultades económicas, el Gobierno español acordó la reconversión de los anteriores clubes profesionales a Sociedades Anónimas Deportivas (SADs) a excepción de los casos del

Real Madrid, FC Barcelona, Athletic Club y CA Osasuna. Sin embargo no se estableció ningún marco regulatorio en cuanto a la gestión financiera se refiere (Drut y Raballand, 2012). Este gran cambio regulatorio ha supuesto que, en lo relativo a la estructura de propiedad de los clubes españoles, se observe una creciente concentración del capital en un pequeño número de accionistas, muchos de ellos por una sola persona, familia o empresa.

Sin embargo, la transformación de los clubes en SADs a principios de los años 90 no ha tenido el efecto deseado, esto es, una mayor disciplina y mejor performance a nivel económico y financiero. Bien al contrario, la situación de endeudamiento de un buen número de clubes españoles puede calificarse como de crítica. Esta situación llevó a que, la Liga de Fútbol Profesional (LFP), con el apoyo del Consejo Superior de Deportes (CSD), aprobase en enero de 2013 un reglamento de control para contribuir a la sostenibilidad económica-financiera del fútbol profesional.

Premier League (Inglaterra)

Con la creación de la Premier League en 1992 los clubes británicos dan el salto a la bolsa de valores como mecanismo de obtención de financiación. La salida a bolsa tuvo además como consecuencia la aplicación el llamado Combined Code (CC), elaborado por el Committee on Corporate Governance, que establece una serie de principios de buen gobierno y un código de buenas prácticas para las empresas cotizadas (Michie y Oughton, 2005).

Sin embargo, la Premier League, es una competición que genera altos ingresos y ha atraído considerables inversiones externas que ha supuesto una creciente concentración del capital y abandono de la utilización de los códigos de buen gobierno (Wilson et al, 2013). En los 90 las inversiones provenían de capital doméstico, de la propia City londinense, posteriormente, de importantes empresas de los medios de comunicación y, más recientemente, de inversores extranjeros, siendo los casos más conocidos los de Roman Abramovich, propietario del Chelsea FC, la familia Glazer, propietarios del Manchester United o la familia gobernante de Abu Dhabi, propietaria del Manchester City.

Como en la liga Española los niveles de desequilibrio financiero han condicionado la puesta en marcha en 2013 de su propia regulación de “Fair Play Financiero”. En la línea de lo avanzado por otras ligas profesionales, en esta regulación se procede a imponer una serie de límites al gasto realizado por los clubes, especialmente en el coste de sus plantillas, a las pérdidas en las que pueden incurrir en un periodo de tres años, y prever una serie de sanciones a los clubes incumplidores, incluyendo la pérdida de puntos obtenidos en la competición.

Serie A (Italia)

De acuerdo con Hamil et al. (2010) las estructuras de gobernanza y propiedad de los clubes de fútbol italianos están controlados bien directamente por individuos o familias o indirectamente a través de grupos corporativos. Predomina por tanto una gestión de tipo familiar.

La industria del fútbol en Italia adolece de debilidad en los aspectos de gobernanza, así como de malas prácticas financieras. Así, en este tipo de estructura de propiedad existe una ausencia de separación entre propiedad y control, de forma que el resultado es una menor presión de fiscalización externa de la marcha de las entidades, lo cual puede tener implicaciones sobre el comportamiento financiero de los clubes (Hamil et al., 2010).

Ante el problema de fondo por el que atraviesa la industria futbolística italiana, al igual que en otros países europeos, la respuesta de las autoridades italianas (Ley “Salva Calcio”) se ha centrado únicamente en introducir cambios legislativos con el único fin de, a través de técnicas de ingeniería financiera, mejorar sus balances y resultados económicos, no introduciendo cambio relevante alguno en la gobernanza económica de dicha industria.

CAPÍTULO 3. GOBIERNO CORPORATIVO: ESPECIAL ÉNFASIS EN LA SITUACIÓN DE LA INDUSTRIA DE FÚTBOL EUROPEO.

El concepto de gobierno corporativo es muy amplio y, además, difiere según las prácticas de gobierno corporativo aplicadas en los diferentes contextos institucionales (Aguilera y Jackson, 2003), por lo que no existe una definición única al respecto. En este sentido, y tal y como define la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) en sus principios de gobierno corporativo de 1999, "Gobierno corporativo es el sistema por el cual las organizaciones son dirigidas y controladas. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de los derechos y las responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, tales como el consejo, gestores, accionistas y otros stakeholders, y detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre los asuntos de la organización. Haciendo esto, también proporciona la estructura a través de la cual se establecen los objetivos de la compañía así como los medios para alcanzarlos y supervisar la performance." Asimismo, como precisa Cadbury (2004) "el objetivo es alinear, tanto como sea posible, los intereses de los individuos, las corporaciones y la sociedad".

En las últimas décadas, ha crecido el interés en torno al gobierno corporativo, fruto de los escándalos financieros registrados a nivel mundial. Estos escándalos no sólo han afectado a compañías como Enron y WorldCom sino que al mismo tiempo, se han producido crecientes situaciones de aprietos financieros en un buen número de clubes de fútbol. Todo ello ha provocado un creciente interés en el gobierno corporativo dentro de la industria del fútbol, tal y como señala Farquhar et al. (2005). A pesar de que las aproximaciones tradicionales al gobierno corporativo se han centrado inicialmente en las sociedades anónimas, es necesario ampliar y adaptar el campo de estudio a otras industrias como puede ser la industria del deporte y concretamente la industria futbolística. Así, Michie (2000) y Michie y Oughton (2005) señalan que existe una urgente necesidad a la hora de analizar formas alternativas de propiedad y gobernanza para los clubes de fútbol, dado que el comportamiento de sus dirigentes en numerosas ocasiones indica que están más interesados en beneficios financieros de carácter personal o de conseguir cierto estatus social, y menos en los intereses de sus stakeholders (Farquhar et al. 2005). Además, tal y

como ha señalado el Football Governance Research Centre (2005), los clubes de fútbol no son tan efectivos a la hora de alinear los intereses de accionistas y stakeholders con los de la organización, por lo que ampliar el estudio del gobierno corporativo a esta industria es algo necesario. Asimismo, como apunta Dimitropoulus (2011), la investigación en gobernanza deportiva es bastante limitada, por lo que ampliar su estudio puede resultar interesante ya que además presenta la peculiaridad de que los objetivos empresariales incluyen aspectos financieros junto con éxito “en el terreno de juego” (Wilson et al. 2013).

En relación a los instrumentos de gobierno corporativo, existen diversos mecanismos de buen gobierno, tal y como recogen en su trabajo Biswas y Bhuiyan (2008). No obstante, como apuntan Demb y Neubauer (1992), quizás los más utilizados sean la estructura de los consejos de administración, la estructura de propiedad, las regulaciones o códigos y la presión social directa. Teniendo esto en cuenta, el presente trabajo se centra en analizar el efecto que la estructura de propiedad y la configuración de los consejos ejercen sobre diversas medidas de performance de los clubs de fútbol.

Por un lado, respecto a la estructura de propiedad, la literatura sobre gobierno corporativo considera que la propiedad en manos de los accionistas puede actuar como mecanismo de control como consecuencia del monitoring effect. Teniendo en cuenta que la dispersión en la propiedad genera problemas del tipo “pasajero sin billete” o free-rider y provoca que sea más difícil supervisar la gestión, es esperable que exista una relación positiva entre el grado de concentración de la propiedad y la performance de la empresa (De Miguel et al. 2004). Sin embargo, una propiedad muy concentrada puede llevar también a una peor performance, tal y como pone de manifiesto la hipótesis de expropiación (expropriation effect). En ocasiones, el problema de agencia surge del conflicto de intereses existente entre los propios accionistas (propietarios con posiciones de control y accionistas minoritarios), en vez de entre accionistas y directivos. En estos casos, altas concentraciones de propiedad generan costes, dado que los propietarios con posiciones mayoritarias pueden redistribuir la riqueza – tanto eficiente como ineficientemente – de otros accionistas minoritarios, cuyos intereses no tienen por qué ser necesariamente coincidentes con

aquellos (Shleifer y Vishny, 1997). Además, los grandes accionistas pueden perseguir la búsqueda de sus intereses personales en detrimento de los intereses de los accionistas minoritarios.

Como ya se ha indicado anteriormente, en el mundo deportivo es muy habitual que se persigan otros intereses más allá de la maximización del beneficio como, por ejemplo, maximización de la utilidad o simplemente conseguir cierto status en la sociedad (Hassan y Hamil, 2010). Por tanto, en este contexto, los accionistas de control no tienen por qué perseguir los intereses del resto de accionistas sino que pueden buscar su propio interés. En este sentido, y como ejemplo de lo anterior, cabe destacar el caso de la liga italiana donde como indican Hamil et al. (2010) “en el fútbol se generan redes formadas por poderosos individuos conectados con los clubes, administraciones, partidos políticos, medios de comunicación ...” por lo que los accionistas de control pueden tratar de aprovechar la posición privilegiada que ocupan como cabezas visibles del club y dejar de lado los intereses del resto de propietarios o del club en general. Por ello, una de las consecuencias de la ausencia de separación entre propiedad y control es que se reduce la presión para la supervisión externa, al recaer esta función en los mismos propietarios. De este modo, las decisiones empresariales pueden ser tomadas con el objetivo de maximizar la utilidad del propietario o del accionista dominante y no con el de la búsqueda del beneficio económico (Hamil et al. 2010).

Así, teniendo en cuenta los argumentos anteriores, se define la siguiente hipótesis de estudio donde se considera que el efecto predominante es el efecto expropiación, de modo que altos niveles de concentración de la propiedad resultan perjudiciales y conllevan peores resultados.

H1: Altos niveles de concentración de la propiedad ejercen un efecto negativo en la performance (expropriation hypothesis)

Por otro lado, la configuración de los consejos de administración también actúa como mecanismo de control en el gobierno corporativo de las organizaciones. Así, el tamaño del consejo puede influir en la performance de la organización. En este sentido, se considera que un consejo más grande tiene probablemente más

capacidad de evitar los problemas de agencia, dado que un mayor número de personas estarán revisando las decisiones de dirección (Farquhar et al. 2005). Además, la literatura de gobierno corporativo también señala que consejos más grandes desarrollan de una manera más eficiente su labor consultiva o de asesoramiento, dado que a mayor número de miembros en el mismo, mayor variedad de opiniones y puntos de vista se pueden ofrecer. En este sentido, autores como Adams y Mehran (2005), Beiner et al. (2006) o Choi et al. (2007), entre otros, señalan que existe una relación positiva entre el tamaño del consejo y la performance de la empresa. De la misma forma, según Boone et al. (2007), cuando las necesidades de información crecen, se hace necesario contar con consejos más grandes.

Por tanto, teniendo en cuenta los argumentos anteriores, se define la siguiente hipótesis de estudio:

H2: Consejos más grandes ejercen un efecto positivo en la performance

Por otro lado, la necesidad de supervisión y control puede variar además con la estructura de liderazgo del consejo de administración, dependiendo de si el Chairman o Presidente y el CEO (Chief Executive Officer) o Director General son la misma persona o personas diferentes.

Tal y como apuntan Fama y Jensen (1983), cuando los cargos de CEO y Presidente recaen en la misma persona (CEO duality), se debilita la capacidad del Consejo para llevar a cabo correctamente su función de supervisión, como consecuencia de que dicha dualidad en los cargos viola el principio de la separación entre la gestión y el control de las decisiones.

Asimismo, Jensen (1993, p. 866) argumenta que la separación de las dos posiciones es esencial para la eficacia del Consejo, ya que si el Presidente y el CEO son el mismo individuo no podrá realizar las funciones de control "más allá de su interés personal". En este sentido, la Teoría de Agencia sostienen que la misma persona no debería reunir los cargos de CEO y Presidente simultáneamente, ya que esta situación reduce la efectividad del Consejo como órgano de supervisión y control (Farquhar et al.,

2005). Además, tal y como señalan Finkelstein y D'Aveni (1994), la dualidad del CEO puede atrincherar al CEO en lo más alto de la organización proporcionando menor independencia en el Consejo.

En esta línea se posicionan también las diversas recomendaciones sobre buen gobierno como las utilizadas en el caso del fútbol inglés para los clubs que cotizan en bolsa. Así, por ejemplo, en el caso inglés, el Combined Code exige una separación de poderes entre los cargos de Presidente y CEO, mientras que en el caso español, el Código Conthe de 2006, que afecta a las sociedades españolas cotizadas, indica que en el caso de que el Presidente del Consejo sea también el Primer Ejecutivo de la compañía será necesario establecer algunas medidas complementarias de control como, por ejemplo, que alguno de los consejeros independientes coordine al resto de consejeros externos (Michie y Oughton, 2005).

Sin embargo, no existe evidencia empírica concluyente respecto al efecto de la dualidad del CEO, es más, en la literatura sobre gobierno corporativo ha resultado ser una cuestión controvertida. En este sentido, en contra de los argumentos de la teoría de agencia señalados anteriormente, algunos autores han señalado que es beneficioso que ambos cargos recaigan en la misma persona (ver como ejemplos Anderson y Anthony, 1986 y Stoeberl y Sherony, 1985). La coincidencia de ambos cargos en una misma persona con capacidad de liderazgo y con información clave de las operaciones y la estrategia de la empresa puede ser beneficiosa (Finkelstein y D'Aveni, 1994).

No obstante, a pesar de la ambigüedad existente respecto al efecto de la dualidad del CEO, se define esta última hipótesis de estudio fijando nuestra posición inicial a favor de la separación de poderes siguiendo a los teóricos de agencia.

H3: CEO dual (CEO y Presidente del consejo son la misma persona) tiene un impacto negativo en la performance.

CAPÍTULO 4. MODELO, MUESTRA Y VARIABLES

En la primera etapa de este proyecto de investigación, se ha recopilado con mucha dificultad por la falta de transferencia de las empresas que conforman la industria, las principales partidas de los estados financieros. Asimismo, se ha obtenido información sobre la estructura de propiedad y el tamaño del consejo de administración (información del número de participantes). Por último, se ha recopilado información sobre la estructura de liderazgo de la compañía (dualidad en el cargo de Presidente y CEO). La gran mayoría de datos proceden de la base de datos AMADEUS y la muestra que se utilizará en el trabajo empírico está compuesta por 95 equipos que participaron en las temporadas 2011-12 y 2010-11 en las principales competiciones europeas: Bundesliga alemana, League 1 francesa, Liga española, Premier League inglesa y Serie A italiana.

El principal objetivo del trabajo es presentar evidencia empírica sobre la influencia positiva de buenas prácticas de gobierno corporativo sobre la performance empresarial. Para ello, el modelo plantea, en primer lugar, una estimación que utiliza la rentabilidad como variable dependiente y un conjunto de indicadores de gobierno corporativo (estructura de propiedad y del Consejo), así como un grupo de variables de control. La especificación genérica de los modelos utilizados en la regresión es la siguiente y la definición detallada de las variables utilizadas se presenta a continuación:

$$\begin{aligned} \text{Performance} = & \beta_1 + \beta_2 \text{ Estructura} + \beta_3 \text{ Consejo} + \beta_4 \text{ Ceo_dual} + \\ & + \beta_5 \text{ L_tamaño} + \beta_6 \text{ L_edad} + \beta_7 \text{ Crecimiento} + \beta_8 \text{ Deuda} + \varepsilon \quad (1) \end{aligned}$$

Variable dependiente

Para la medición de la performance se presentan dos medidas que tradicionalmente han sido utilizadas en la literatura. Por un lado, el rendimiento se mide a partir del Margen sobre Ventas (ROS), utilizándose también el ratio de beneficios sobre los activos (ROA). En este estudio, el beneficio respecto al patrimonio (ROE) no se ha analizado puesto que hay un gran número de equipos con pérdidas acumuladas que han deparado en un valor patrimonial negativo. Los datos proceden de la base de

datos AMADEUS y por razones de su alta volatilidad se introducen los ratios en promedio de los ejercicios 2010-11 y 2011-12.

Las variables independientes

Con el objetivo de analizar el efecto que la estructura de propiedad, y concretamente el grado de concentración de la propiedad, ejerce sobre las medidas de performance, se incluye la variable Estructura (de propiedad) que es una variable ficticia que toma valor 1 cuando el accionista mayoritario posee más del 50% de la propiedad directa o total (Amadeus ejercicio 2012-2011). La base de datos AMADEUS ha creado el Indicador de Independencia BvD que recoge el grado de independencia de una empresa en relación a sus accionistas. Hay que tener en cuenta que la Base de Datos Amadeus sigue todas las relaciones de control, teniendo incluso en cuenta el vínculo entre dos entidades con un porcentaje muy pequeño (menos de 1%). En nuestro caso, de los cuatro intervalos posibles (A, B, C y D)² se ha optado por el indicador con mayor grado de control posible en la sociedad, de modo que aquellas empresas con indicador de independencia Bvd con la calificación de D obtienen la puntuación de 1 en nuestra variable de Estructura de capital. Estas empresas son organizaciones con un accionista conocido con una propiedad directa superior al 50% lo que representa un elevado grado de concentración de la propiedad. Tal y como se ha apuntado en el apartado anterior se espera un efecto negativo sobre la performance en estos casos en los que existe una excesiva concentración de capital.

Por otro lado se incluye también, como medida de gobierno corporativo, el número de consejeros que participaban en el consejo de administración de la sociedad (Consejo). Esta característica figura en los códigos de buen gobierno como un mecanismo que mejora la transparencia de la información y el control de la gestión. La información sobre esta variable procede de Amadeus para el ejercicio 2012-2011 y también ha sido validada con información pública de las empresas.

Por otro lado, también se trató de analizar el número de consejeros independientes que participan en los consejos como un ejemplo de buen gobierno. Sin embargo, la

² Ver anexo 2 para información detallada de cada grupo.

falta de información y la falta de transparencia de la industria han impedido la obtención de esta variable y, por tanto, su inclusión en el modelo.

Por último, la estructura de liderazgo de la compañía se recoge a través de la variable ficticia CEO_dual que toma el valor de 1 cuando los cargos de Presidente y CEO recaen en la misma persona. Para la obtención de esta variable se ha utilizado la base de datos Amadeus así como varios informes de clubes de fútbol para el ejercicio 2012-2011.

Las variables de control

Siguiendo la literatura previa (ver como ejemplos los trabajos de Dimitropoulus, 2011 y Willson, 2013) se incluyen en la especificación del modelo las variables de control que se detallan a continuación:

El tamaño de la empresa, aproximado por el logaritmo del Activo total con datos procedentes de la base de datos AMADEUS en el balance del ejercicio 2011-12.

La Antigüedad (Edad) de la institución deportiva desde su fundación, con cifras que proceden de la web especializada en estadística deportiva transfermarket.

El Crecimiento de las ventas, que se ha calculado como la tasa de crecimiento medio anual de los ingresos de explotación desde la temporada 2009/10 a la 2011/12. La información procede de la base de datos Amadeus.

Finalmente la variable Deuda es el ratio de los fondos ajenos respecto al pasivo total. Este ratio de endeudamiento también se ha calculado tomando el promedio de los ejercicios 2010-11 y 2011-12, utilizando cifras de AMADEUS.

En el cuadro siguiente (cuadro 2) se recoge un resumen de las variables y su descripción así como el efecto que se espera que ejerzan sobre la performance.

CUADRO 2. Variables, medidas y efecto esperado en el rendimiento

Variable	Medidas	Efecto esperado
Variable Dependiente		
ROA	Rentabilidad económica	
ROS	Margen sobre ventas	
Variables Independientes		
Estructura (de propiedad)	Variable ficticia =1 alta concentración del capital	Negativo
Consejo	Número de consejeros	Positivo
Ceo_dual	Variable ficticia = 1 cuando existe coincidencia entre CEO y presidente del consejo	Negativo
VARIABLES DE CONTROL		
I_Tamaño	Logaritmo del volumen de Activo total	Positivo
I_Edad	Logaritmo del número de años +1	Ambiguo
Crecimiento de ventas	Tasa de crecimiento medio anual de ingresos	Positivo
Deuda	Fondos Ajenos / Pasivo total	Negativo

Como se puede comprobar el fútbol europeo es un negocio con pérdidas recurrentes y rentabilidades negativas (ver cuadro 3 en el que se presenta un análisis descriptivo de las variables de los modelos de regresión, en el Anexo 3 se encuentra el detalle de las 5 ligas). El margen sobre ventas se sitúa en media en -10.71 y el ROA recoge también el signo negativo -4.42 en el ejercicio 2011-12. Como ya se ha apuntado anteriormente, los clubes alemanes son los que mejores datos ofrecen.

En relación con la estructura de la propiedad, se puede observar que el 65% de los equipos tiene estructuras de capital muy concentradas. Especialmente éste es el caso de la industria italiana (95%), inglesa (92%) y francesa (71%). Por su parte, en el caso de la liga española, el número de equipos con capital muy concentrado se reduce hasta un 56% asociado a la presencia de clubes deportivos o SAD que mantienen un capital muy fraccionado. Por último, el caso alemán es el que muestra los niveles más bajos en cuanto a concentración de capital se refiere, como consecuencia de la regulación del 50+1 comentada anteriormente.

CUADRO 3. Descriptivo de las variables utilizadas en los modelos de regresión

	Número de Equipos	Media	Desviación Estándar	Mínimo	Maximo
Estructura de propiedad	120	0.65	0.47	0.00	1.00
Consejo	120	8.23	4.69	2.00	29.00
Ceo_dual	121	0.74	0.44	0.00	1.00
Tamaño (millones €)	99	145.30	183.47	68.85	100.00
Edad	123	102	27	11	151
Crecimiento ventas	102	6.49	29.98	-20.00	104.73
Deuda	102	1.04	0.49	0.11	3.18
ROS	100	-14.27	21.80	-83.45	19.28
ROA	101	-6.04	14.16	-62.13	17.46

En cuanto al número medio de consejeros que participan en el consejo de administración, en cifras globales de las cinco ligas, éste se sitúa por encima de los 8 consejeros. En España, se observa el mayor número medio de consejeros, con un tamaño que asciende a 13 miembros, mientras que en Italia y Francia el tamaño del consejo se sitúa en torno a la media. Por último, en Alemania e Inglaterra el número de consejeros es muy bajo, situándose en cifras de 6.64 y 5.44 consejeros respectivamente.

Finalmente indicar que en el 74% de los equipos de fútbol de las grandes ligas europeas existe coincidencia entre el CEO y el presidente del consejo. La dualidad en la representación en los órganos gobierno es muy alta en la liga Alemana (100%), en la liga Inglesa (92%) y en la liga Española (80%). Mientras que la separación de poderes es más frecuente en la liga Italiana y la francesa, donde en un 35% y 62% de los casos respectivamente, el CEO es distinto del presidente del consejo de administración.

CAPÍTULO 5. RESULTADOS

En primer lugar, se realizó un análisis preliminar para determinar las relaciones entre cada una de las variables explicativas utilizadas en la regresión. En el siguiente cuadro, se presenta la matriz de correlaciones Spearman calculada para cada par de variables. Como se puede observar, la estructura de propiedad y el tamaño de consejo presentan una correlación negativa y significativa. Por otro lado, la edad de la empresa está relacionada con el tamaño de consejo, con la dualidad de representación del CEO y el

tamaño de la empresa. No obstante, en ninguno de los casos se presenta una correlación superior al 0.50 por lo que podríamos concluir que las estimaciones del modelo parecen no presentar sesgo de multicolinealidad.

CUADRO 4. Matriz de correlación por pares Spearman

	Estructura	Consejo	CEO_dual	Tamaño	Edad	Crecimiento	Deuda
Estructura	1.0000						
Consejo	-0.2112*	1.0000					
CEO_dual	-0.1754	-0.0177	1.0000				
Tamaño	0.1552	0.1492	0.1644	1.0000			
Edad	-0.0418	-0.2855**	0.2403*	0.2670*	1.0000		
Crecimiento	-0.0311	-0.0788	-0.0349	-0.1647	-0.1552	1.0000	
Deuda	0.0880	-0.0895	-0.0034	-0.0334	0.0782	-0.1442	1.0000
Media	0.7075	8.567	0.7307	1405568	101.74	6.4915	1.0259
Desviación estándar	0.4570	4.894	0.4457	183444	27.19	29.9874	0.4636

** p<0.01 * p<0.05 *

En el cuadro 5, se presentan los resultados de los dos modelos de resultados planteados con estimación de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) y errores estándar consistentes. De sus resultados, en primer lugar, destaca el efecto negativo de niveles elevados de concentración de capital, de modo que tanto para la rentabilidad económica (ROA) como para el margen sobre ventas (ROS), el coeficiente de la variable relativa a la Estructura del capital toma signo negativo y significativo estadísticamente. Por lo tanto se puede concluir que la hipótesis 1 se cumple, es decir, un grado de concentración de capital muy alto influye negativamente en la performance de los clubes de fútbol europeos.

En cuanto a los otros dos indicadores que exploran la influencia de prácticas de buen gobierno sobre la performance, los resultados no muestran el resultado esperado. Por un lado, en el caso del tamaño de los consejos de administración, el coeficiente se muestra no significativo, lo que nos llevaría a concluir que el tamaño del consejo no ejerce ningún efecto sobre los resultados del club de fútbol (ni sobre ROA ni sobre ROS) no pudiendo confirmar la hipótesis 2. Este resultado puede deberse a que el papel desempeñado por los consejos de administración en las instituciones deportivas no sea equiparable al rol de supervisión y control que ejercen los consejos

en otras organizaciones, y esté más orientado a ser un rol institucional, en el que el interés por ser consejero resida en las posibles relaciones y contactos que puedan surgir como consecuencia de la posición ocupada en el consejo de administración. En este sentido, McMaster (1997) señala que la función objetivo de los consejeros contiene un elemento de poder, de modo que existe cierto deseo por parte de los consejeros en ejercer una influencia considerable en los asuntos del club. Todo ello podría justificar la ausencia de relación entre el tamaño del consejo y las medidas de performance analizadas.

CUADRO 5. Regresión MCO y errores estándar robustos

Variable	(1) ROA		(2) ROS	
	Coeficiente	Error-Std Robusto	Coeficiente	Error-Std Robusto
Estructura	-6.363***	2.409	-15.256***	3.938
Consejo	-0.291	0.240	-0.190	0.395
CEO_dual	2.997	2.447	8.328*	4.671
I_tamaño	1.265	1.222	2.027	2.436
I_edad	-1.319	2.356	-2.904	4.409
Crecimiento	0.190**	0.067	0.172*	0.102
Deuda	-10.269***	2.213	-7.600	5.265
Constante	-0.243	13.674	-11.686	28.370
R ²	0.36		0.22	
nº total	95		94	

Nota: Se muestran coeficiente, significatividad estadística * al 1%, ** al 5% y *** al 10% y errores estándar robustos.

Por otro lado, se observa que la coincidencia entre CEO y presidente del consejo ejerce un efecto positivo y significativo estadísticamente sobre la variable ROS. Este resultado indica, por tanto, que la unificación de los cargos de Presidente y CEO resulta favorable para los clubs deportivos si tenemos en cuenta su efecto positivo sobre el margen sobre ventas, lo que nos conllevaría a rechazar la hipótesis 3 del estudio. No obstante, a pesar de que parte de la literatura y las recomendaciones sobre buen gobierno abogan por la separación de cargos, autores como Anderson y Anthony (1986) o Stoeberl y Sherony (1985) señalan que la unificación de los dos cargos (Presidente y CEO) en un mismo individuo proporciona un claro liderazgo en

la entidad. De esta manera, la consolidación de ambos puestos de dirección representa una mayor unidad en los escalones superiores de gestión de la organización, de modo que un claro liderazgo clarifica quién es la autoridad que toma las decisiones y envía señales tranquilizadoras a los diferentes grupos de interés (Finkelstein y D'Aveni, 1994). Estos argumentos justificarían, por tanto, la relación positiva observada sobre la variable ROS.

En relación con el resto de variables de control, destaca la influencia negativa que altos niveles de endeudamiento ejercen sobre la performance medida a través del ROA, así como la influencia positiva que la capacidad creciente de generar ingresos de explotación genera tanto en el ratio ROA como en ROS.

Con el objetivo de contrastar la robustez de los resultados anteriores (análisis de robustez), se han llevado a cabo estimaciones alternativas en las que se han utilizado otras variables dependientes (Ver cuadro 6).

En primer lugar, se ha considerado interesante analizar otra medida, más allá del carácter económico-financiero de las utilizadas. Para ello, se ha tomado como variable dependiente el resultado deportivo aproximado a través de la puntuación promedio en las temporadas 2010/11 y 2011/12 en el Ranking mundial de clubes de fútbol (Football Club World Ranking). El sistema utilizado permite la comparativa entre equipos de diferentes ligas, como las que este trabajo utiliza. El ranking que se presenta tiene en cuenta la importancia de la competición y del partido, si el partido se disputó en liga doméstica o en competición europea, la heterogeneidad del sistema de puntuación y el número de jornadas, incluso la importancia de la fase y del oponente en competiciones europeas³. El hecho de que las empresas de la industria, en este caso los clubes de fútbol, tengan un comportamiento de maximización del resultado deportivo más allá de la maximización de beneficios, nos hace plantearnos si los indicadores de gobierno corporativo también serían capaces de influir en su evolución.

³ Más información sobre el sistema de puntuación se recoge en el anexo 4 y en <http://www.clubworldranking.com/faq/how-is-the-football-club-world-ranking-calculated.aspx>

Tal y como se observa en el cuadro 6, existe un impacto negativo de la concentración del capital en el ranking deportivo ya que dicha variable muestra signo negativo y significatividad estadística. Este resultado indica que una excesiva concentración del capital hace que los equipos obtengan un menor resultado deportivo, lo cual se encuentra en línea con las evidencias obtenidas anteriormente, llevándonos a confirmar la hipótesis 1 nuevamente. En cuanto a las variables de control destacar la influencia positiva de la dimensión del club, medido por el volumen de activos, y el crecimiento del presupuesto (crecimiento) sobre el ranking deportivo, no evidenciándose efecto alguno del tamaño del consejo y de la estructura de liderazgo.

CUADRO 6. Regresión MCO y errores estándar robustos

Variable	(1) Ranking		(2) Endeudamiento	
	Coeficiente	Error-Std Robusto	Coeficiente	Error-Std Robusto
Estructura	-0.307**	0.155	0.235*	0.120
Consejo	-0.011	0.012	-0.004	0.009
CEO_dual	0.038	0.176	0.201**	0.099
I_tamaño	0.523***	0.066	-0.083	0.064
I_edad	-0.154	0.140	0.224*	0.114
Crecimiento	0.005*	0.003	0.001	0.002
Deuda	-0.131	0.097
Constante	3.132***	0.713	-0.671	0.508
R ²	0.43		0.10	
nº total	95		95	

Nota: Se muestran coeficiente, significatividad estadística * at 1%, ** at 5% and *** at 10% y errores estándar robustos.

En segundo lugar, se ha re-estimado el modelo incorporando el nivel de endeudamiento como variable dependiente. Para ello, y tomando una visión de supervivencia de viabilidad en el largo plazo de las organizaciones, se incluye como variable dependiente Deuda que representa el ratio promedio de Fondos Ajenos sobre Total de pasivos en los ejercicios 2010-11 y 2011-12.

De los resultados de esta estimación destaca, en primer lugar, el signo positivo y significativo de la variable estructura de propiedad, lo cual implica que niveles muy elevados de concentración de capital propician endeudamientos altos. Por

consiguiente, y por lo elevado de los ratios que se han descrito en apartados anteriores, las empresas con una estructura de capital más concentrada son entidades con menor viabilidad y con mayor riesgo de quiebra.

Respecto a las variables de gobierno corporativo, el tamaño del consejo continúa siendo no significativo, mientras que en este caso, la dualidad en los cargos de CEO y presidente del consejo ejerce un efecto positivo y significativo sobre el nivel de endeudamiento. Así, la unificación de los cargos de Presidente y CEO supondría por lo tanto un mayor riesgo financiero en la entidad, lo que nos llevaría a apoyar la hipótesis 3 del estudio.

CAPÍTULO 6. CONCLUSIONES

El presente trabajo de investigación se ha centrado en analizar la relación existente entre diferentes mecanismos de Gobierno Corporativo y la performance de los clubes de fútbol participantes en las cinco grandes ligas europeas: Bundesliga en Alemania, League 1 en Francia, la Liga Española, Premier League en Inglaterra y Serie A en Italia. A partir del análisis de regresión MCO se estudia la relación entre performance (ROA y ROS) y una relación de indicadores de gobierno corporativo (variables de estructura de propiedad, tamaño del consejo y estructura de liderazgo de la entidad), teniendo en cuenta un grupo de variables de control. Nuestros resultados confirman la existencia de un efecto negativo en la performance de estructuras de capital muy concentradas. Este resultado implica el posible efecto de atrincheramiento del accionista que concentra un alto porcentaje de acciones y el posible riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios.

Por otro lado indicar que el trabajo no encuentra evidencia de efectos positivos de otras prácticas de buen gobierno (tamaño del Consejo y dualidad del CEO) en los resultados de las empresas de la industria del fútbol. Este resultado podría deberse a que el papel que desempeñan los consejos de administración en la industria futbolística no es equiparable al rol de control y supervisión que ejercen los consejos en otro tipo de industrias, ya que en el sector del fútbol los consejos de

administración pueden desempeñar más un papel institucional y relacional que una función supervisora.

En este contexto consideramos que los organismos reguladores, además del control financiero, deberían tener en cuenta los posibles efectos positivos de normativas que permitan mecanismos de control en sociedades donde el nivel de concentración del capital es muy alto. Los códigos de buen gobierno, por ejemplo, recomiendan la participación en los órganos de gobierno de consejeros independientes que salvaguarden los intereses del accionista minoritario, lo cual podría hacerse también extensible a la industria futbolística. En este sentido, además, la industria debería prestar atención a la influencia de la regla del “50+1” de la Bundesliga alemana, donde los equipos no sólo presentan los mejores resultados económicos y recientemente deportivos, sino también los mejores datos en cuanto a asistencia a los estadios. El modelo de estructura de capital fijado en la Bundesliga alemana u otras iniciativas que pretenden no sólo dar voz, sino también poder para el control a los stakeholders deberían ser, por tanto, tenidos en cuenta.

La realización de este trabajo se ha enfrentado a no pocas dificultades, todas ellas derivadas de la falta de transparencia de una industria en la que la opacidad es la norma y no la excepción. En concreto, ha sido especialmente difícil obtener datos sobre el tamaño de los Consejos de Administración de los diferentes clubes, y más aún conocer el grado de independencia de sus componentes en relación a quién ostenta la propiedad de los mismos, que fue también uno de los objetivos planteados en este proyecto de investigación. También es importante destacar como limitación del trabajo la ausencia de datos para medir la performance económica de algunos clubes de la Bundesliga alemana, que ha supuesto reducir el tamaño muestral de nuestro modelo.

Por todo ello, como implicaciones del trabajo destacar que una de las primeras cuestiones que deberían abordar las diferentes autoridades reguladoras de la industria, tanto a nivel europeo como doméstico, es la de introducir códigos que mejoren la transparencia de los clubes participantes de las ligas profesionales, no sólo en aspectos económicos y financieros, como pudiera ser una mejor información

salarial de directivos, staff técnico y plantilla, sino también societarios, como información sobre el número de consejeros, su grado de independencia o su rotación, con el objetivo de que un mayor control pueda ser ejercido por los diferentes stakeholders que participan en esta singular industria.

BIBLIOGRAFÍA

- Adams, R., y Mehran, H. (2005). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry, Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Aguilera, R.V. y Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants, *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 447–465.
- Anderson, C. A. y Anthony, R. N. (1986). *The new corporate directors: Insights for board members and executives*. New York: Whiley.
- Andreff, W. (2007). French Football: A Financial Crisis Rooted in Weak Governance, *Journal of Sport Economics*, Vol. 8 No. 6, December 2007, pp 652-661
- Barajas, A. (2004). Modelo de valoración de clubes de fútbol basado en los factores clave de su negocio, MPRA Paper 13158, University Library of Munich, Germany
- Barajas, A. y Rodríguez, P. (2010). Spanish Football Club's Finances: Crisis and Players Salaries, *International Journal of Sport Finance*, Vol. 5, No. 1, pp.52–66
- Beiner, S.; Drobetz, W.; Schmid, M., y Zimmermann, H. (2006). An integrated framework of corporate governance and firm valuation. *European Financial Management* 12: pp. 249-283.
- Biswas, P. y Bhuiyan, Md. (2008). Agency Problem and the Role of Corporate Governance Revisited. Working Paper.
- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J. M., y Raheja, Ch.G. (2007). The Determinants of Corporate Board Size and Independence: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), pp. 66-101.
- Cadbury, A. (2004). Corporate Governance and Development, prefacio, Washington: Global Corporate Governance Forum, Focus 1, 2004.

Choi, J.; Park, S., y Yoo, S. (2007). The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42: pp. 941-962.

De Miguel, A., Pindado, J. y De la Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25, pp. 1199-1207.

Demb, A. y Neubauer, F. (1992). The Corporate Board: Confronting the Paradoxes. *Long Range Planning*, 25 (3), pp. 9-20.

Dietl, H. y Franck, E. (2007). Governance failure and financial crisis in German football, *Journal of Sports Economics*, Vol. 8, No. 6, pp.662–669

Dietl, H. y Franck, E. (2007). How Do the Peculiarities of German Football Governance Affect the Abilities of Clubs to Create and Capture Value?, *Governance and Competition in Professional Sports Leagues*, pp. 87–107, Universidad de Oviedo

Dimitropoulos, P. (2011). Corporate Governance and Earnings Management in the European Football Industry, *European Sport Management Quarterly*, 11:5, pp 495-523

Drut, B. y Raballand, G. (2012). Why does financial regulation matter for European professional football clubs?, *International Journal of Sport Management and Marketing*, Vol. 11, Nos 1/2, pp 73-88

Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), pp.301-325.

Farquhar, S., Machold, S. y Ahmed, P.K. (2005). Governance and football: and examination of the relevance of corporate governance regulations for the sports sector. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(4), pp. 329-349.

Finkelstein, S. y D'Aveni, R. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), pp. 1079-1108.

Football Governance Research Centre (2005). The state of the game: The corporate governance of football clubs 2005 (Research paper nº 3). Birkbeck, University of London.

Franck, E. (2010). Private firm, public corporation or member's association governance structures in European football, International Journal of Sports Finance, Vol. 5, No. 2, pp.108–127

Hamil, S., Morrow, S., Idle, C, Rossi, G y Faccendini, S (2010). The governance and regulation of Italian football, Soccer & Society, Vol. 11, No. 4, July 2010, pp 373–413

Hassan, D. y hamil, S. (2010). Models of football governance and management in international sport. Soccer & Society, Vol. 11, No. 4, pp. 343-353.

Hirschman, A. (1970). *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*. Cambridge: Harvard University Press

Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, pp. 831–880.

McMaster, R. (1997). The market for corporate control in professional football: is there an agency problem?. Institute of Economic Affairs (IEA).

Michie, J. (2000). The governance and regulation of professional football. *The Political Quarterly*, 71, pp. 184-191.

Michie, J y Oughton, C. (2005). The Corporate Governance of Professional Football Clubs in England, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, No. 4, pp 517–531, July 2005

OCDE (1999): *Principios de Gobierno Corporativo*, París: OCDE.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, pp. 737–783.

Stoeberl, P. A. y Sherony, B. C. (1985). Board efficiency and effectiveness. In E. Mattar & M. Balls (Eds.), *Handbook for corporate directors* (pp. 12.1–12.10). New York: McGraw-Hill

Ward, S., Scanlon, T. y Hines, T. (2013). Mutuality Ownership Form and Professional Sports: Football, Nonprofit and Voluntary Sector Quaterly 42(4), pp 763–780

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

ANEXOS

ANEXO I: Indicadores financieros de las 5 grandes ligas del fútbol europeo, temporadas 2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10, 2010/11, y 2011/12.

	Spain	Alemania	Francia	Italia	Inglaterra	5 Grandes
2012	-3.73	1.26	-5.05	-7.74	-4.08	-4.42
2011	-1.69	-2.12	-5.28	-7.31	-13.88	-6.53
2010	-4.01	-4.41	-15.28	-8.50	-11.52	-9.38
2009	1.94	-2.55	-4.13	-7.05	-12.81	-5.49
2008	-1.08	-0.28	1.54	-9.60	-6.58	-3.52
2007	-2.25	15.39	5.21	-14.54	-14.54	-3.21
ROS	Spain	Alemania	Francia	Italia	Inglaterra	5 Grandes
2012	-8.85	2.23	-20.40	-14.02	-6.91	-10.71
2011	-12.33	-2.79	-21.11	-16.46	-21.94	-16.11
2010	-14.10	-2.80	-23.66	-17.31	-19.28	-16.69
2009	-14.40	-1.37	-18.74	-16.77	-12.36	-13.60
2008	-4.18	1.41	-8.15	-5.62	-12.31	-6.90
2007	-37.98	9.87	-1.91	-19.12	-20.88	-14.49
DEUDA	España	Alemania	Francia	Italia	Inglaterra	5 Grandes
2012	1.07	0.81	0.86	0.95	1.34	1.03
2011	1.07	0.85	0.86	0.91	1.51	1.05
2010	1.17	0.96	0.85	0.89	1.36	1.05
2009	1.32	0.93	0.77	0.88	1.28	1.05
2008	2.00	0.88	0.74	0.84	1.16	1.12
2007	1.76	0.86	0.76	1.25	1.24	1.19
DEUDA/INGRESOS	España	Alemania	Francia	Italia	Inglaterra	5 Grandes
2012	3.65	0.61	0.70	1.68	1.65	1.73
2011	3.69	0.70	0.68	1.54	1.74	1.73
2010	4.15	0.91	0.62	1.49	1.79	1.87
2009	5.04	0.99	0.63	1.40	1.66	1.96
2008	3.30	1.09	0.57	1.31	1.63	1.57
2007	4.63	1.24	0.58	1.91	1.65	1.99
PLANTILLA/INGRESOS	España	Alemania	Francia	Italia	Inglaterra	5 Grandes
2012	70.47	44.96	71.38	59.45	68.67	64.36
2011	69.50	47.08	74.29	54.57	68.17	63.72
2010	80.54	48.42	71.56	56.10	69.92	66.02
2009	76.57	48.12	69.40	55.90	71.50	64.72
2008	66.06	44.18	63.97	51.02	66.13	59.70
2007	67.58	39.48	61.42	58.13	67.63	60.78

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos AMADEUS

ANEXO II: Indicador de Independencia BvD (base de datos AMADEUS)

Para ayudar a los usuarios a identificar a las empresas independientes, BvD ha creado un Indicador de Independencia para expresar el grado de independencia de una empresa en relación a sus accionistas. El Indicador de Independencia BvD se asigna a cada empresa en función de la lógica que se define a continuación.

En primer lugar hay que tener en cuenta que las categorías de accionistas etiquetados colectivamente por las fuentes no se tomarán en cuenta en las siguientes consideraciones (ya que son considerados como incapaces de ejercer un poder de control sobre una empresa). Incluye:

- Público (utilizado solo para empresas que cotizan en bolsa)
- Accionistas privados no identificados, agregados (Una o más personas físicas o familias, etiquetados como "Accionistas privados", "Inversores privados", "Otras personas privadas", etc.)
- Otros accionistas no identificados, agregados (más de un accionista no identificado con una mezcla de empresas o de empresas y propietarios privados).

Los Indicadores de Independencia de BvD se designan como A, B, C, D y U con las siguientes características:

Indicador A

Definición: Se aplica a las empresas sin accionistas registrados (con exclusión de los 3 tipos "colectivos" indicados arriba) que no tienen más del 25% de propiedad directa o total.

Se califican a su vez como A+, A o A-:

- A+: Empresas con 6 ó más accionistas identificados (de cualquier categoría) de porcentaje de propiedad conocido.
- A: Como lo anterior, pero tratándose de las empresas con 4 ó 5 accionistas identificados.
- A-: Como lo anterior, pero tratándose de las empresas con 1 ó 3 accionistas identificados.

En los últimos tres casos, la lógica que subyace a estas calificaciones estriba en que la probabilidad de no contar con un porcentaje de propiedad superior al 25,00% es menor cuanto mayor es el número de accionistas conocidos, siendo de esta forma más seguro el grado de independencia de la sociedad.

La calificación A+ también se atribuye a empresas A donde la suma de los vínculos de propiedad Directa (incluidas todas las categorías de accionistas) es superior al 75%. Lo cual significa que esas empresas no pueden tener un accionista no identificado con un 25% o superior y por esa razón solamente puede ser calificado con un Indicador de Independencia A.

Cabe reseñar que BvD también asigna una calificación A- a las empresas que han sido mencionadas por una fuente (Informe Anual, Comunicación Privada o Proveedor de Información) como siendo la Matriz de otra sociedad, incluso aunque no se indica los accionistas.

Como se puede ver de las definiciones anteriores, las calificaciones "+" o "-" no se refieren a un grado mayor o menor de independencia, sino al grado de fiabilidad que se haya atribuido.

En la terminología de BvD las empresas "A" se denominan "Empresas independientes"

Indicador B

Definición: Se aplica a las sociedades que tienen accionistas conocidos registrados (con exclusión de los 3 tipos de "colectivos" indicados arriba) sin un porcentaje de propiedad (directo, total o total calculado) de más del 50%, pero con uno o más accionistas con un porcentaje de propiedad de más del 25%.

Se califican a su vez como B+, B y B-, de acuerdo a los mismos criterios relacionados con el numero de accionistas registrados como para el Indicador A.

La calificación B+ también se atribuye a empresas B donde la suma de los porcentajes de la propiedad Directa (incluidas todas las categorías de accionistas) es del 50.01% o superior. Lo cual significaría que la sociedad no podría ser incluida en el Indicador de Independencia C (Ya que no puede tener un accionista no identificado con un 50.01% o superior).

Indicador C

Definición: Se aplica a las sociedades con un accionista registrado (con exclusión de los 3 tipos de “colectivos” indicados arriba) con un porcentaje total o porcentaje total calculado de la propiedad superior al 50%.

La calificación C+ se atribuye a empresas C donde la suma de los porcentajes de la propiedad directa (incluidas todas las categorías de accionistas) es del 50.01% o superior. Lo cual significaría que la sociedad no podría ser incluida en el Indicador de Independencia D (Ya que no puede tener un accionista no identificado con un 50.01% o superior).

El Indicador C también se atribuye a una empresa cuando una fuente indica que la empresa tiene una matriz, aunque su porcentaje de propiedad es desconocido.

Indicador D

Definición: Se atribuye a cualquier empresa con un accionista conocido (con exclusión de los 3 tipos “colectivos” indicados arriba) con una propiedad directa superior al 50%.

ANEXO III: Resumen de las variables del modelo empírico

Fútbol europeo	Equipos	Media	Std. Dev.	Min	Max
Estructura capital	120	0.65	0.47	0.00	1.00
Consejo	120	8.23	4.69	2.00	29.00
ceo_dual	121	0.74	0.44	0.00	1.00
Tamaño (millones €)	99	145.30	183.47	68.85	100.00
Edad	123	102	27	11	151
Crecimiento ventas	102	6.49	29.98	-20.00	104.73
Endeudamiento	102	1.04	0.49	0.11	3.18
ROS	100	-14.27	21.80	-83.45	19.28
ROA	101	-6.04	14.16	-62.13	17.46
España	Equipos	Media	Std. Dev.	Min	Max
Estructura capital		0.56	0.51	0.00	1.00
tamaño_consejo	25	13.00	6.49	4.00	29.00
ceo_dual	25	0.80	0.41	0.00	1.00
Total Activo (millones €)	20	187.47	226.16	23.77	864.80
Edad	25	94	23	25	116
Crecimiento ventas	23	-2.72	25	-20.00	104.73
Endeudamiento	22	1.07	0.43	0.59	2.33
ROS	19	-13.61	24.38	-62.10	18.12
ROA	22	-3.79	17.90	-62.13	14.20
Alemania	Equipos	Media	Std. Dev.	Min	Max
Estructura capital	22	0.09	0.29	0.00	1.00
tamaño_consejo	22	6.64	2.74	2.00	12.00
ceo_dual	22	1.00	0.00	1.00	1.00
Total Activo (millones €)	12	131.56	138.11	24.37	509.19
Edad	22	109.50	14.67	66.00	127.00
Crecimiento ventas	12	6.02	11.40	-8.88	25.70
Endeudamiento	12	0.83	0.36	0.11	1.43
ROS	12	-0.35	7.26	-11.54	11.26
ROA	12	-0.54	7.47	-15.94	13.75
Inglaterra	Equipos	Media	Std. Dev.	Min	Max
Estructura capital	25	0.92	0.28	0.00	1.00
tamaño_consejo	25	5.44	1.92	2.00	10.00
ceo_dual	25	0.92	0.28	0.00	1.00
Total Activo (millones €)	22	199.72	259.13	29.83	1010.00
Edad	25	129	15	82	151
Crecimiento ventas	22	15.23	26.29	-11.81	89.70
Endeudamiento	22	1.42	0.80	0.46	3.18
ROS	21	-14.74	26.29	-83.45	19.28
ROA	22	-9.38	15.44	-34.98	17.46
Italia	Equipos	Media	Std. Dev.	Min	Max
Estructura capital	24	0.95	0.20	0.00	1.00
tamaño_consejo	23	8.48	3.58	3.00	18.00
ceo_dual	23	0.65	0.49	0.00	1.00
Total Activo (millones €)	24	153.80	120.98	15.20	478.20
Edad	25	100	16	68	121
Crecimiento ventas	23	5.87	20.32	-36.22	59.52
Endeudamiento	24	0.93	0.17	0.61	1.28
ROS	24	-17.53	22.88	-59.46	15.53
ROA	24	-8.58	14.37	-50.70	7.23

Francia	Equipos	Media	Std. Dev.	Min	Max
Estructura capital	24	0.71	0.46	0.00	1.00
tamaño_consejo	25	7.40	3.19	3.00	16.00
ceo_dual	26	0.38	0.50	0.00	1.00
Total Activo (milones €)	21	47.15	58.60	6.89	262.77
Edad	26	81	34	11	133
Crecimiento ventas	22	8.28	33.42	-20.00	71.84
Endeudamiento	22	0.86	0.18	0.44	1.31
ROS	21	-19.98	15.56	-45.84	3.18
ROA	21	-5.20	10.18	-27.58	10.64

ANEXO 4: Indicador de ranking deportivo (Football Club World Ranking)

Siguiendo la clasificación Football Club World Ranking, los puntos del Ranking se calculan teniendo en cuenta la importancia del partido, si es nacional o internacional, la importancia de la competición y la importancia del oponente⁴.



Fuente: Football Club World Ranking.

MR - Match Result (puntos por partido) Otorga 3 puntos por victoria, 1 por el empate y 0 puntos por la derrota.

IM - Importance of match (La importancia del partido) Multiplica la liga Nacional por 1.0, la copa nacional a partir de octavos de final por 1.5, la Champion League -UEFA (1.5 fase preliminar, 2 fase de grupos y 2.5 etapas finales), la Europa League -UEFA (1.0 fase preliminar, 1.5 fase de grupos y 2.0 etapas finales)

DCS – Domestic Competition Strength (Importancia de la competición doméstica) Valora la importancia de cada competición nacional teniendo en cuenta el ranking UEFA de un país en los torneos coperos internacionales en los últimos 5 años. Por ejemplo a España con 88.02 puntos UEFA en 2013 se le asigna un multiplicador de 1.00, mientras a Italia con 64.174 puntos UEFA 0.729.

MEQ - Match Equalizer (Valorador de partido) Todas las competiciones se homogenizan al número de jornadas de la competición. España, Francia, Inglaterra e Italia, se multiplican por 1.00, todos tienen 38 jornadas. Mientras el partido en Alemania se multiplica por 1.118, al jugarse menos jornadas.

OTS – Opponent Strength (Importancia del equipo oponente en partidos internacionales) Valora la importancia de equipos de ligas inferiores en competiciones europeas. Para su cálculo se tiene en cuenta la posición en el ranking UEFA del país de procedencia del equipo. Por ejemplo los equipos españoles se le asignan un multiplicador de 1.00, mientras a los Italianos por 0.943.

CFS- FIFA Confederation Strength (Importancia de la confederación) En nuestro caso al pertenecer a la UEFA, Se multiplica por 1.00.

⁴ Más información sobre el sistema de puntuación <http://www.clubworldranking.com/faq/how-is-the-football-club-world-ranking-calculated.aspx>