

# EFICIENCIA DE LAS EMPRESAS VINÍCOLAS DE LA RIOJA: COMPARACIÓN CON LAS DEL RESTO DE ESPAÑA

Acedo Ramírez, Miguel Ángel  
Ayala Calvo, Juan Carlos  
Rodríguez Osés, José Eduardo

## RESUMEN

En base a los datos de una muestra de 551 empresas españolas dedicadas a la elaboración de vino, en la que abundan principalmente pymes, los autores analizan las posibles relaciones entre el entorno macroeconómico, el territorio de pertenencia (La Rioja y resto de España) y el tamaño de la empresa con el nivel de endeudamiento, el endeudamiento a medio y largo plazo, el coste de la deuda y las rentabilidades económicas y financieras obtenidas, para el periodo 1999-2003.

Los resultados han puesto de manifiesto que el entorno macroeconómico se muestra relevante en la determinación del nivel de endeudamiento, el coste de la deuda y las rentabilidades empresariales. La pertenencia a un territorio influye tanto sobre la estructura financiera como en los beneficios brutos obtenidos. Por su parte, el tamaño empresarial se muestra como un factor relevante por su influencia sobre el volumen de endeudamiento, su coste y las rentabilidades económicas obtenidas.

Palabras clave: Endeudamiento, coste de la deuda, rentabilidad económica, rentabilidad financiera, tamaño empresarial, pymes.

## 1.- MARCO TEÓRICO

El nivel de eficiencia logrado en la gestión de las empresas es un tema recurrente en la literatura financiera, pero no por ello carente de interés en nuestros días. La revisión de la literatura<sup>1</sup> sobre la materia sugiere que son escasos los avances que se han producido tanto en su medición, a partir de índices simplificados (las ratios que permiten determinar la rentabilidad económica y financiera siguen siendo las más profusamente utilizadas), como en el diseño de modelos económicos explicativos que recojan, lo más sencillamente posible, las principales variables que influyen en su comportamiento. En este sentido, las relaciones observadas entre las rentabilidades de las empresas y las variables por las que podrían estar influenciadas (entorno económico, sector al que pertenece la empresa, dimensión de la compañía, características tangibles e intangibles que definen a la empresa, etc.) no han sido en absoluto concluyentes, no existiendo un consenso en el sentido de dichas relaciones.

Por otra parte, tampoco ha habido importantes avances en el conocimiento sobre la influencia que ejerce la estructura financiera de la empresa sobre la eficiencia empresarial. La mayoría de los estudios que analizan la política financiera, su eficiencia en la gestión y las relaciones que se establecen con distintas variables económico-financieras se han realizado sobre muestras de grandes empresas (algunas de ellas cotizadas en bolsa), pertenecientes a sectores muy diferentes entre sí, existiendo relativamente pocos trabajos que se hayan centrado en muestras de empresas fundamentalmente pequeñas y medianas.

---

<sup>1</sup> Véase los trabajos de Baumol (1959), García Durán (1976), Soler (1977), Suárez (1977), Donsimoni y Leoz-Argüelles (1980), Maravall (1981), Bueno y Lamothe (1983, 1986), Lafuente y Salas (1983), Arraiga y Lafuente (1984), Lafuente et al. (1985), Bueno y Lamothe (1986), Berges y Soria (1987), Lafuente y Yagüe (1989), Rodríguez Romero (1989), Antón et al. (1990), Fariñas et al. (1992), Huergo Orejas (1992), Llorens Urrutia (1992), Galvé y Salas (1993), Ferruz y González (1994), Ocaña et al. (1994), Salas (1994), Fernández Gámez y Gil (1995), Fernández et al. (1996), Illuesca y Pastor (1996), Maravall (1976), Galán y Vecino (1997), González Pérez (1997), Calvo-Flores et al. (2000), De Andrés Suárez (2000), González et al. (2000), Sánchez y Bernabé (2000, 2002), Camisón (2001), Sánchez (2001), Aeca (2002), Acedo (2005).

La industria agroalimentaria, y más concretamente, el sector vitivinícola, es una de las actividades empresariales más relevantes en La Rioja, determinando de manera importante la evolución socio-económica de esta Comunidad Autónoma. Su importancia en el desarrollo de la región se refleja en el reconocido prestigio del vino de Rioja, tanto a nivel nacional como internacional. Su alta calidad se debe a las favorables condiciones climáticas y de terreno, y a una depurada técnica de elaboración, fruto de la experiencia y saber hacer acumulado durante muchos años. Además, es preciso tener presente la fuerte influencia del sector vitivinícola como motor de dinamización y desarrollo de otra serie de actividades auxiliares como pueden ser la industria del vidrio, madera, maquinaria, artes gráficas, turismo, etc. (Acedo y Rodríguez, 2005; Larreina, 2005).

El valor de la política de endeudamiento y la eficiencia en la gestión empresarial del sector vinícola, por su relevancia sobre el entorno socio-económico de la C.A. de La Rioja, es la razón que nos lleva al estudio de la estructura financiera (nivel de endeudamiento, endeudamiento a medio y largo), el coste de la deuda y rentabilidades obtenidas por el sector en los últimos años. Analizaremos la influencia de factores tales como el entorno macroeconómico, el territorio en el que la empresa se ubique y desarrolle su actividad (La Rioja respecto al resto de España) y el tamaño empresarial en la explicación de las fuentes de financiación utilizadas por las empresas vitivinícolas y en sus rentabilidades.

La relación entre la dimensión empresarial y su rentabilidad es un tema frecuentemente tratado tanto en la Economía Industrial, y sin embargo no existe un consenso básico sobre cómo el tamaño influye en la rentabilidad. Argumentos que relacionan un mayor tamaño con unas mejores rentabilidades se basan en la posibilidad de acudir a proyectos de gran escala por parte de las grandes empresas (Hambrick *et al.*, 1982; Woo y Cooper, 1981, 1982; Sánchez y García, 2003), la eficiencia derivada de la existencia de economías de escala (Sánchez y García, 2003), en el mayor poder de mercado y capacidad de negociación (Dean *et al.* 1998), o en su mayor facilidad para acudir a los mercados internacionales (Sánchez, 2001). En este sentido, y dada la importancia que representa la exportación del vino en la economía riojana (alrededor del 25% de las exportaciones regionales), son las medianas y grandes empresas las que reúnen las características necesarias en cuanto a personal especializado, conocimientos, introducción de innovaciones y recursos financieros para afrontar con éxito la exportación. Además, dichos recursos y capacidades con los que cuentan las grandes empresas también pueden ser empleados para desarrollar distintas políticas comerciales y de comunicación que le permitan mejorar su imagen de marca como distintivo diferenciador, aportando valor añadido a su producto.

Argumentos en contra de la relación directa entre la dimensión de las organizaciones y su rentabilidad también han aparecido (Lafuente, *et al* 1985.), apoyados en las ventajas específicas de las pymes (Sánchez y García, 2003). Entre las ventajas que disfrutaban las pequeñas empresas vinícolas, que pueden reflejarse en su rentabilidad, tenemos: una mayor flexibilidad, dinamismo y capacidad de adaptación a los cambios del sector del vino; mayor motivación para la consecución de resultados, al ser la mayoría empresas familiares y, por tanto, con menor conflicto de intereses; sistemas informales de comunicación internos; menor burocracia; mayor proximidad y conocimiento de las necesidades del consumidor, etc. Además, el tamaño puede generar ineficiencias, lo que haría disminuir la rentabilidad conforme aumenta su dimensión. Estas ventajas competitivas específicas de las pymes les permitirá la obtención de unas mayores rentabilidades, en comparación con las de mayor dimensión.

Entre los factores económicos que pueden ayudarnos comprender la relaciones de la dimensión empresarial con la estructura financiera (nivel de endeudamiento, endeudamiento a medio y largo plazo) y su coste, y que permiten explicar un mejor acceso de la empresa a la financiación externa, y a un menor coste (Acedo, 2005), tenemos: a) la menor probabilidad de quiebra y costes directos de las grandes empresas bodegueras; b) el mayor grado de diversificación de las bodegas cuanto mayor es su dimensión, tanto empresarial -suelen invertir en otras ramas de actividad- como espacial -con

presencia en varias regiones y países- y c) el mayor conocimiento de las bodegas grandes por parte del público en general y de los mercados financieros; lo que reduce el nivel de asimetría informativa existente entre la empresa y el mercado de capitales, además de dotarles de mayor poder de negociación.

Mato (1990a), Fariñas *et al.* (1992), Boedo e Iglesias (2004) y Otero y Fernández (2004) ponen de manifiesto que a mayor tamaño mayor endeudamiento a medio y largo. Otero y Fernández (2004), utilizando una muestra de empresas de la CBBE, determinan que la proporción de recursos ajenos a corto plazo en las pymes (15,6 %) es mayor que el de las grandes empresas (11%).

Por el contrario, Fariñas y Suárez (1996), Fariñas y Jaumandreu (1999) y Segura y Toledo (2003) encontraron evidencia de una relación inversa entre tamaño y deudas a medio y largo plazo. Por su parte, Calvo y Lorenzo (1993) y Ocaña *et al.* (1994) no concluyen que exista evidencia significativa de dicha relación.

Así pues, la relación entre tamaño y distribución de la deuda en el tiempo no está nada clara. El peso de las deudas a corto plazo debería ser mayor en las PYMES ya que, además de todo lo comentado anteriormente, el corto plazo supone una mayor capacidad de vigilancia sobre la empresa por parte de la entidad financiera. Ahora bien, las grandes empresas cuentan con más vías internas para la financiación a largo plazo, por lo que cabría esperar que recurran más a la financiación externa para el corto.

El coste de los recursos ajenos no sólo depende de la prima de riesgo, más alta cuanto menor es la dimensión de la bodega, o del hecho de que las empresas de menor dimensión utilicen en general en mayor proporción la financiación a corto, sino también de su menor poder de negociación con los intermediarios financieros, de su inferior esperanza de vida, de la práctica de los intermediarios financieros de evaluar los proyectos de inversión no en función de su rentabilidad y capacidad de generar recursos, sino en función de la situación patrimonial y garantías anexas que aporte la bodega y de la existencia de asimetrías informativas entre la entidad financiera y la bodega. El problema del riesgo moral explica el hecho de que el prestamista cargue una prima a la empresa cuanto mayor sea la dificultad de su seguimiento y control de la inversión.

El diferente nivel de información entre los participantes en los distintos mercados (financieros, de bienes y servicios) es mayor cuando en ellos participan mayoritariamente pymes que cuando lo hacen empresas de gran dimensión. Las menores exigencias legales e institucionales de información a los mercados; la dificultad en valorar y transmitir la importancia de los activos intangibles - normalmente capital humano, experiencia, reputación, etc.- presentes en las empresas de menor dimensión bodegueras; o la propia reticencia de los propietarios de dichas empresas a suministrar información (Boedo, 2004), son algunas de las causas de la existencia de una mayor asimetría informativa en los mercados dominados por las pymes; y también podrían ser la causa de que las relaciones entre las variables objeto de estudio (nivel de endeudamiento, endeudamiento a medio y largo plazo, coste de la deuda y rentabilidades) y el tamaño empresarial, obtenidas para muestras en las que predominan las pymes no tengan por que ser coincidentes con las descritas para las muestras en las que hay mayoritariamente empresas de mayor dimensión.

Por otro lado, en las grandes empresas bodegueras, tanto el capital como la deuda, generalmente empréstitos, están en manos de numerosos inversores- accionistas y obligacionistas-. Esta alta dispersión del capital y de la deuda es el origen de los conocidos problemas de sustitución de activos y de subinversión (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977), problemas que afectarían no sólo a la estructura financiera de las empresas y el coste de su financiación, sino también a sus proyectos de inversión y rentabilidades futuras (Acedo, 2005).

Además de la dimensión de la empresa bodeguera, como señalamos anteriormente, el entorno macroeconómico y el desarrollo de la actividad en una ubicación concreta (La Rioja, resto de España) pueden ser factores relevantes en la explicación de la política de endeudamiento y la eficiencia empresarial.

El entorno general y la coyuntura económica existente en un determinado periodo de tiempo influyen en la explicación de la estructura financiera y rentabilidades obtenidas por las empresas. Bajo el fenómeno de la globalización, la eficiencia de las empresas depende en buena medida de factores externos fuera de su control como son la evolución del ciclo económico existente, la posición de la competencia y las oscilaciones de la demanda, entre otros. No olvidemos que en los últimos años la economía española ha experimentado una fase de fuerte expansión económica, lo que puede haber influido de manera decisiva sobre la estructura financiera y los resultados de las bodegas. Factores económicos como el nivel de precios de las materias primas, de los salarios, los tipos de interés, la legislación en materia laboral, mercantil, fiscal, los tipos de cambio, etc., indudablemente se van a reflejar en los beneficios presentados por las bodegas. La política monetaria seguida por la autoridad sea expansiva o restrictiva, provocará que la financiación se abarate o encarece, lo que repercute en la estructura financiera de las empresas y en sus beneficios. Además, las autoridades económicas competentes, por razones de interés general, han establecido determinadas políticas agrarias europeas encaminadas a proteger y defender el sector vitivinícola e incentivar la internacionalización de las bodegas y, además, pueden conceder líneas especiales de crédito o beneficios fiscales a determinados sectores o empresas que pertenezcan a sectores básicos, estratégicos, etc.

El desarrollo de la actividad y la localización geográfica de la empresa en un determinado territorio, en este caso La Rioja y con unos caldos bajo la denominación de origen calificada, también puede ser otro factor relevante. Es preciso tener presente que la mayoría del tejido empresarial riojano está compuesto por empresas de reducida dimensión (Ayala, 2002), estando gran parte de los recursos, tanto propios como ajenos, concentrados en unos pocos inversores: los fondos propios en manos familiares y grupos empresariales, y los ajenos en unas pocas entidades financieras. Indudablemente esta mayor concentración, tanto de la propiedad como de la deuda, pueden reducir los problemas de agencia. Por otro lado, es conveniente tener en cuenta que existen un buen número de bodegas pertenecientes a grupos empresariales y con fuerte participación accionarial del sector financiero. Además, la Denominación de Origen Calificada Rioja impone una serie de regulaciones y normativas en cuanto a la crianza, elaboración, embotellamiento y distribución del vino de Rioja, garantizando una calidad y amparando, bajo una de las denominaciones más conocidas y prestigiosas, sus caldos. Todas estas características regionales, sin lugar a dudas condicionan la actividad empresarial y, por tanto, su estructura financiera y resultados.

De acuerdo con el marco teórico y algunas de las reflexiones planteadas en las páginas precedentes, las hipótesis a contrastar en nuestro estudio son:

- $H_1$  = El nivel medio de endeudamiento de las empresas vinícolas es idéntico independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999,..., 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño empresarial (micro, ..., grande).
- $H_2$  = El endeudamiento a medio y largo plazo de las empresas vinícolas es idéntico independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999,..., 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño empresarial (micro, ..., grande).
- $H_3$  = El coste medio de la deuda de las empresas vinícolas es idéntico independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999,..., 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño empresarial (micro, ..., grande).

$H_4$  = La rentabilidad económica media de las empresas vinícolas es idéntica independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999,..., 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño empresarial (micro, ..., grande).

$H_5$  = La rentabilidad financiera media de las empresas vinícolas es idéntica independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999,..., 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño empresarial (micro, ..., grande).

Nuestro trabajo, en lo que resta, se ha estructurado del siguiente modo: en el segundo apartado se presenta la muestra utilizada, la definición de las variables y las pruebas estadísticas empleadas. En el tercer y cuarto apartado se exponen los resultados del trabajo y las principales conclusiones del mismo. En los apartados quinto y sexto se recogen la bibliografía y anexos del estudio, respectivamente.

## 2.- METODO

### 2.1.- DESCRIPCIÓN DE LA BASE DE DATOS

Hemos partido de la información contable pública individualizada (balance y cuenta de resultados normalizados), recogida en la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) que depositan obligatoriamente las empresas españolas (industriales, comerciales y de servicios) en los Registros Mercantiles, para una serie histórica que comprende desde 1999 al 2003.

La base de datos original contenía la información de 2.013 empresas, para el periodo 1999-2003, cuyo CNAE 93 indica que la actividad principal es la elaboración de vinos (Código 1593). Si bien, para que pasasen a formar parte de la muestra estudiada se les ha exigido que estuviesen activas en el año 2003, que no fueran sociedades patrimoniales y que no estén afectadas por un proceso de quiebra (es decir, que presenten en balance fondos propios positivos) o de suspensión de pagos. Además, con el fin de garantizar que la información contable utilizada sea suficientemente representativa debíamos disponer de una serie de datos histórica lo suficientemente completa. Tras este proceso la base de datos ha quedado reducida a 725 empresas.

Con el fin de eliminar todas aquellas empresas “atípicas” (empresas que presentaban observaciones anormales, es decir, valores extremos e irracionales de las variables), y una vez definidas las variables a considerar en nuestro estudio, utilizamos la  $D^2$  de Mahalanobis, medida de distancia de cada observación en un espacio multidimensional respecto al centro medio de las observaciones, a un nivel de significación del 0,001. Como resultado de este proceso de depuración, la base de datos ha quedado integrada por un total de 551 empresas (cuadro nº. 1).

**Cuadro nº. 1. Ficha técnica**

CARACTERÍSTICAS	Muestra
Universo	Sociedades mercantiles que elaboran vino
Ámbito geográfico	España
Tamaño muestral	551 empresas de un total de 2013.
Error muestral*	$\pm 2,52$ %
Nivel de confianza	95,5 % ( $k = 2$ )
Diseño muestral	Muestreo por criterio o juicio.

\* Nota: Error orientativo, puesto que el muestreo no es probabilístico

Como se observa en el cuadro nº. 2, podemos afirmar que la representatividad de la muestra en relación con la población objeto de estudio es bastante alta. Las 551 empresas que forman parte de la muestra (27,37% de las empresas que registran sus estados contables en el Registro Mercantil) han invertido en el año 2003 en activos por importe de 5.409.883,9 miles de euros (42,94% del total), generando un importe de ventas netas de 3.106.544,6 miles de euros (47,94 % del total) y emplean en su conjunto 12.866 trabajadores (41,06%).

**Cuadro nº. 2. Representatividad de la muestra de empresas en el 2003 en relación a la población**

<b>Año 2003</b>	<b>Representatividad de la muestra</b>	<b>Muestra</b>	<b>Población</b>
<b>Activos</b>	42,94 %	5.409.883,9*	12.599.213*
<b>Volumen de facturación</b>	47,94 %	3.106.544,6*	6.480.507*
<b>Número de empleos</b>	41,06 %	12.866	31.334
<b>Número de empresas</b>	27,37 %	551	2.013

\* En miles de €

La clasificación por tamaños se ha establecido a partir de tres variables: volumen de negocios, total de activos y número de empleados. Así se conjuga la utilización de una medida basada tanto en el output empresarial como en los inputs empleados. Ello permite, utilizando los límites de la clasificación por tamaños de las empresas de la Unión Europea en la recomendación de la comisión 2003/361/CE, clasificar la totalidad de las empresas que forman parte de la muestra en 4 grupos: microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas (ver cuadro nº. 3). Cada una de las empresas estudiadas se ha considerado dentro de una determinada categoría de tamaño siempre que cumpla en un determinado ejercicio 2 de los 3 criterios exigidos.

**Cuadro nº. 3. Distribución por tamaños de las empresas según los límites de la U.E.**

<b>Variables</b>	<b>Micro</b>	<b>Pequeñas</b>	<b>Medianas</b>	<b>Gran Empresa</b>
<b>Activos*</b>	X < 2.000	X ≤ 10.000	[10.000 < X ≤ 43.000]	X > 43.000
<b>Ventas*</b>	X < 2.000	X ≤ 10.000	[10.000 < X ≤ 50.000]	X > 50.000
<b>Empleados</b>	[X ≤ 9]	[10 ≤ X ≤ 49]	[50 ≤ X ≤ 249]	X ≥ 250

\* En miles €

Aunque muchos de los estudios precedentes han clasificado las empresas en micro, pequeñas, medianas o grandes teniendo en consideración únicamente una variable (básicamente, el número de empleados o el volumen de ventas) y aún siendo conscientes de que los límites de la agrupación propuesta por la Unión Europea pueden resultar laxos para el entorno de La Rioja, hemos apostado por esta ordenación por considerarla suficientemente conocida y aceptada, lo que facilitará en el futuro una más fácil comparación de nuestros resultados con los alcanzados en otros estudios basados en muestras en las que predominen fundamentalmente las empresas de reducida dimensión.

En el cuadro nº. 4 y figuras nº. 1, 2 y 3 pueden observarse algunas de las características de la base de datos utilizada. De dichos datos debe destacarse la importancia tanto en La Rioja como en España de las pequeñas empresas (micros y pequeñas), tanto en su número como en el volumen de ventas (26,6% en La Rioja y 35,3% en el resto de España) y el empleo que generan (36,3% y 43,2%, respectivamente). Por otro lado, las medianas y grandes concentran más de la mitad del volumen de

activos (72,1% en La Rioja y 62,4% en el resto de España), cifra de ventas (73,3% y 64,7%, respectivamente) y número de empleos (63,6% y 56,7%).

**Cuadro n.º 4. Características de la muestra en el año 2003**

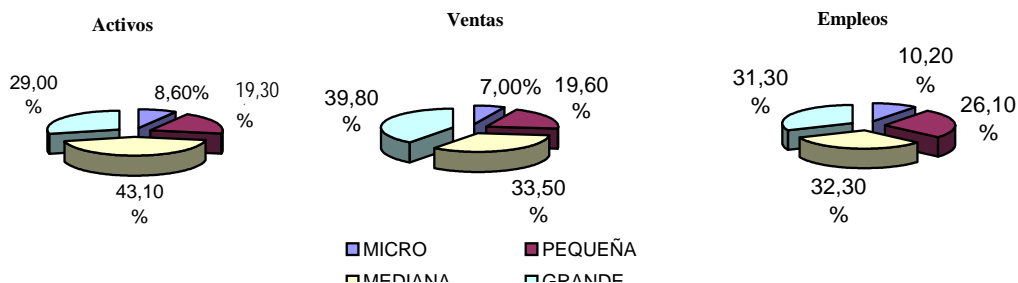
Número de empresas						
	Rioja		Resto		Total	%
<b>MICRO</b>	25	45,5	292	58,9	317	57,5
<b>PEQUEÑA</b>	19	34,5	166	33,5	185	33,6
<b>MEDIANA</b>	9	16,4	31	6,3	40	7,3
<b>GRANDE</b>	2	3,6	7	1,4	9	1,6
<b>TOTAL</b>	<b>55</b>	<b>100</b>	<b>496</b>	<b>100</b>	<b>551</b>	<b>100</b>

**Cuadro n.º 4. Continuación. Características de la muestra en el año 2003**

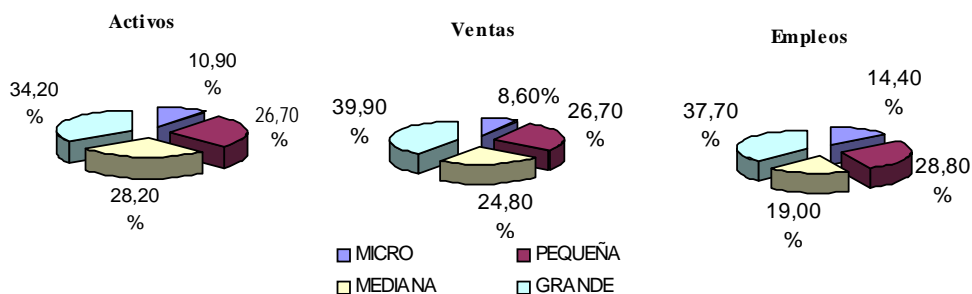
	La Rioja					Resto España					Total				
	Activos*	%	Ventas*	%	Empleo	Activos*	%	Ventas*	%	Empleo	Activos*	%	Ventas*	%	Empleo
<b>MIC.</b>	3.053,0	8,6	1.298,1	7,0	5,3	1.682,1	10,9	780,2	8,6	5,7	1.790,2	10,5	821,0	8,4	5,6
<b>PEQ.</b>	8.989,0	19,3	4.782,1	19,6	17,7	7.268,9	26,7	4.258,3	26,7	19,9	7.445,6	25,5	4.312,1	25,7	19,7
<b>MED.</b>	42.369,2	43,1	17.247,3	33,5	46,3	41.231,4	28,2	21.142,4	24,8	70,3	41.487,4	30,7	20.266,0	26,1	64,6
<b>GRD.</b>	128.377,9	29,0	92.160,4	39,8	202,0	221.241,5	34,2	150.512,1	39,9	617,3	200.605,1	33,4	137.545,1	39,8	513,5

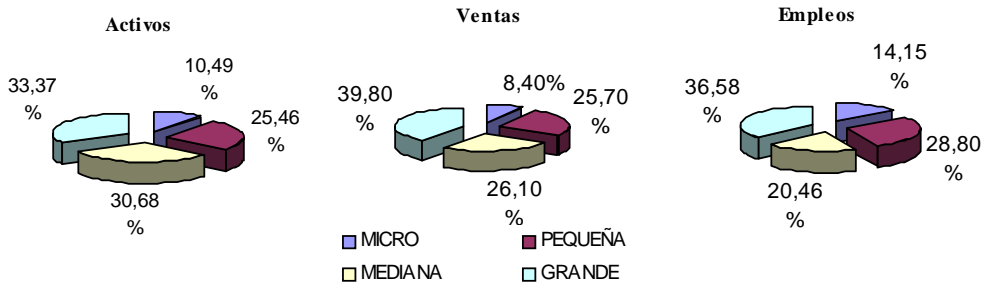
\* En miles €

**Figura n.º 1. Distribución riojana de activos, ventas y empleos por tamaños (porcentaje)**



**Figura n.º 2. Distribución del resto de España de activos, ventas y empleos por tamaños (porcentaje)**



**Figura nº. 3. Distribución española de activos, ventas y empleos por tamaños (porcentaje)**


## 2.2.- DEFINICIÓN DE LAS VARIABLES

Aunque resultan sobradamente conocidas, debido a que no siempre han sido definidas de la misma forma, exponemos a continuación cómo hemos medido las variables relativas a nuestro estudio (cuadro nº. 5).

En el numerador del nivel de endeudamiento se recogen la totalidad de las deudas que aparecen en el balance. Sin embargo, para el cálculo del coste de la deuda hemos excluido los acreedores comerciales y otras deudas a corto, considerando únicamente los fondos ajenos con coste explícito.

El BAIT se ha calculado a partir de los resultados de explotación de la empresa, por tanto no incluye los derivados de activos financieros ni los extraordinarios. El Beneficio antes de Impuestos (BAT) ha sido determinado como la diferencia entre el BAIT y los gastos financieros soportados.

**Cuadro nº. 5. Definición de las variables**

Variables	Formulación
Nivel de endeudamiento	$\frac{\text{Deudas}}{\text{Neto Patrimonial}}$
Endeudamiento a medio y largo plazo	$\frac{\text{Deudas a medio y largo plazo}}{\text{Total deudas}}$
Coste de la deuda	$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deudas con coste explícito}}$
Rentabilidad Económica	$\frac{\text{Beneficio ante de intereses e impuestos (BAIT)}}{\text{Activo total neto}}$
Rentabilidad Financiera	$\frac{\text{Beneficio antes de impuestos (BAT)}}{\text{Neto Patrimonial}}$

La utilización de estas variables presenta algunas limitaciones, entre las que cabe señalar las siguientes:

- La rentabilidad de una determinada empresa no siempre refleja una adecuada gestión, puesto que esta variable puede presentar valores muy atractivos y, sin embargo, estar comprometida la competitividad futura de la empresa, como consecuencia de su maximización en el corto plazo a cualquier coste. El problema reside en la no consideración del riesgo, ni sus consecuencias sobre la valoración de la empresa.



- Las rentabilidades económica y financiera se ven influidas por el hecho de valorar los beneficios a precios corrientes, mientras que los activos lo son a precio histórico<sup>2</sup>. De este modo, las rentabilidades quedan sobrevaloradas por la inflación (ya que sus activos empresariales normalmente no están corregidos por aquélla) e infravaloradas en algunos casos, debido a la inclusión de activos en curso de instalación que aún no han contribuido a generar resultados económicos.

### 2.3.- PRUEBAS ESTADÍSTICAS

Con objeto de comprobar el cumplimiento de las  $H_0$  propuestas, realizaremos en primer lugar un análisis descriptivo de la evolución de variables de estudio propuestas. A continuación, contrastaremos los resultados observados con los arrojados por sendos análisis de varianza. En estos últimos, las variables dependientes serán, para todos los casos, los valores para cada una de las empresas que presentan las ratios analizadas (nivel de endeudamiento, endeudamiento a medio y largo plazo, coste de la deuda, rentabilidad económica y financiera); por su parte, los factores serán, respectivamente: el entorno macroeconómico (años 1999, ..., 2003), el territorio al que pertenece y desarrolla su actividad la empresa (La Rioja, resto de España) y el tamaño empresarial (1 “microempresas”, grupo 2 “pequeñas”, grupo 3 “medianas” y grupo 4 “grandes”).

## 3.- RESULTADOS ALCANZADOS

Tal y como puede observarse en el cuadro nº. 6 y en la figura nº. 4, en los que se recoge la evolución del nivel medio de endeudamiento en función del tamaño empresarial para el periodo 1999-2003, se aprecia una tendencia básicamente decreciente tanto para las empresas riojanas como para las que desarrollan su actividad en el resto de España. Esta evolución es claramente positiva, dado que apunta una mejora de la solvencia empresarial y de su capacidad para afrontar financieramente nuevos proyectos.

Centrándonos en las empresas “no riojanas”<sup>3</sup>; parece existir una relación inversa entre el nivel medio de endeudamiento y la dimensión empresarial, a lo largo de todo el periodo, siendo las empresas grandes las menos endeudadas (1,19 euros de fondos ajenos por cada uno de fondos propios), seguidas por las medianas (2,21), pequeñas (2,94) y microempresas (4,30). En el caso de La Rioja, dicha relación inversa se mantiene, excepto en el caso de las microempresas, las cuales están menos endeudadas en comparación con las pequeñas empresas.

Asimismo, debe destacarse que por término medio, y para cualquier clase de tamaño, las empresas riojanas están menos endeudadas que sus homólogas del resto del país.

<sup>2</sup> Para que los ratios sean significativos, uno de los principales requisitos a cumplir es que las magnitudes comparadas sean homogéneas.

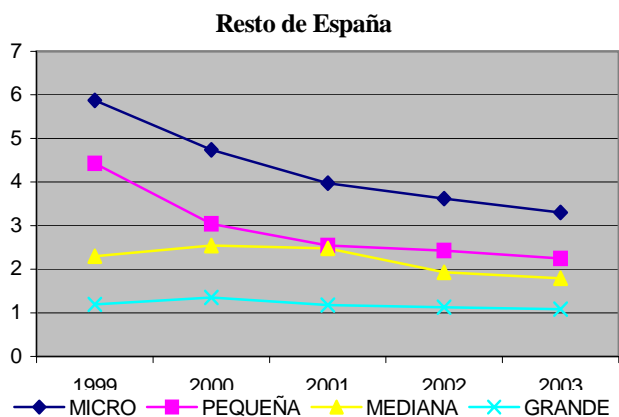
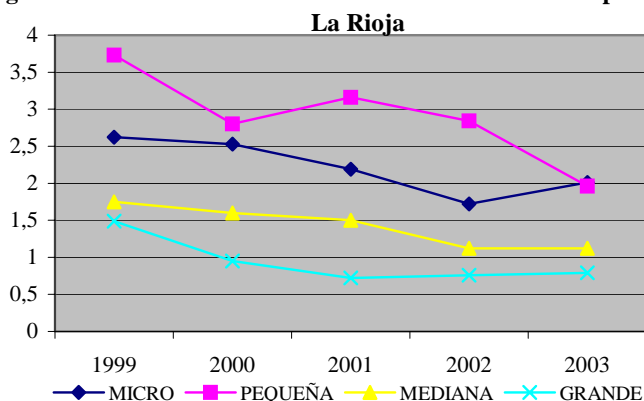
<sup>3</sup> En línea con los resultados obtenidos por Illuecas y Pastor (1996), Calvo-Flores et al. (2000), Boedo y Calvo (2001), Melle (2001), Sánchez (2001) y Segura y Toledo (2003)

Cuadro n.º. 6. Nivel medio de endeudamiento por tamaño

La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	2,62	2,53	2,19	1,72	2,01	2,21
PEQUEÑA	3,73	2,8	3,16	2,84	1,96	2,90
MEDIANA	1,75	1,6	1,5	1,12	1,12	1,42
GRANDE	1,49	0,95	0,72	0,76	0,79	0,94

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	5,87	4,74	3,97	3,62	3,3	4,30
PEQUEÑA	4,43	3,04	2,54	2,43	2,25	2,94
MEDIANA	2,3	2,54	2,48	1,93	1,79	2,21
GRANDE	1,19	1,35	1,18	1,13	1,08	1,19

Figura n.º. 4. Evolución del nivel medio de endeudamiento por tamaño.



De la observación del endeudamiento a medio y largo plazo por tamaño (cuadro n.º. 7 y figura n.º. 5) se aprecia una tendencia favorable en el caso de las empresas de menor dimensión riojanas (micro y pequeñas), mostrando, junto con las medianas, un mayor volumen de deudas a medio y largo plazo en comparación con las grandes empresas.

Tradicionalmente uno de los problemas que presentan las empresas de menor dimensión es un endeudamiento con una estructura temporal no equilibrada, marcada básicamente por financiación a corto plazo aunque se precisen importantes inmovilizaciones para desarrollar la actividad, ello es debido a las restricciones y condiciones que le impone el sistema financiero. Si comparamos nuestros datos con los obtenidos en los trabajos de Acedo *et al.* (2005, p. 200), podemos afirmar que el sector vinícola riojano presenta una buena estructura de su endeudamiento a medio y largo plazo (0,25 euros de deudas a medio y largo plazo sobre el total de deudas del sector vinícola riojano frente a 0,15 de media en el conjunto de la economía riojana).

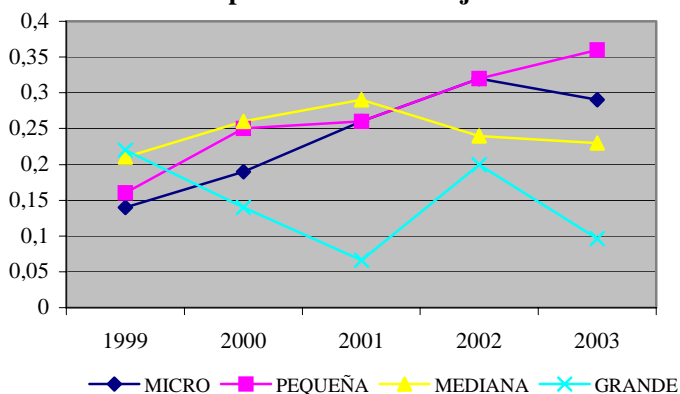
En el caso del resto de España, son las grandes empresas las que poseen un mayor porcentaje de deudas a medio y largo plazo, siendo también, como hemos comentado anteriormente, las menos endeudadas. Si exceptuamos estas empresas (las grandes), parece que el nivel de endeudamiento a medio y largo plazo de las empresas del sector se ha mantenido estable en el periodo de referencia.

**Cuadro nº. 7. Endeudamiento a medio y largo plazo por tamaño**

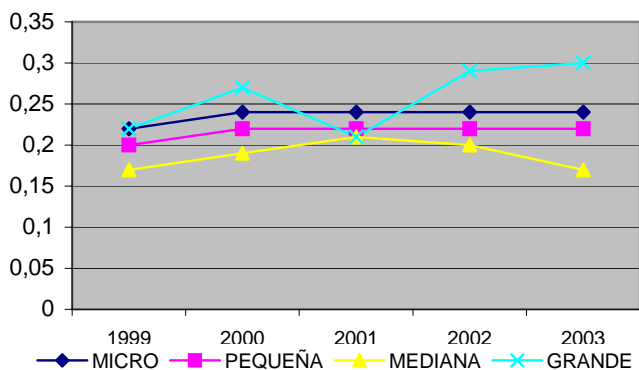
La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	0,14	0,19	0,26	0,32	0,29	0,24
PEQUEÑA	0,16	0,25	0,26	0,32	0,36	0,27
MEDIANA	0,21	0,26	0,29	0,24	0,23	0,25
GRANDE	0,22	0,14	0,066	0,2	0,096	0,14

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	0,22	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
PEQUEÑA	0,2	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
MEDIANA	0,17	0,19	0,21	0,2	0,17	0,19
GRANDE	0,22	0,27	0,21	0,29	0,3	0,26

**Figura nº. 5. Evolución del endeudamiento a medio y largo plazo por tamaño. La Rioja**



## Resto de España



De la evolución del coste del endeudamiento de las empresas de La Rioja y del resto del país en función del tamaño (ver cuadro n.º 8 y figura n.º.6) parece deducirse una relación inversa entre ambas variables, excepto en el caso de las grandes empresas. Así, las microempresas riojanas soportan un mayor coste medio de endeudamiento, con un 10,42% para el período 1999-2003, en comparación con las pequeñas (7,71%) y medianas (6,81%). Si se comparan estos valores con los obtenidos para el coste medio de la deuda del resto de empresas de España, dichos costes son inferiores para las pequeñas y medianas empresas riojanas.

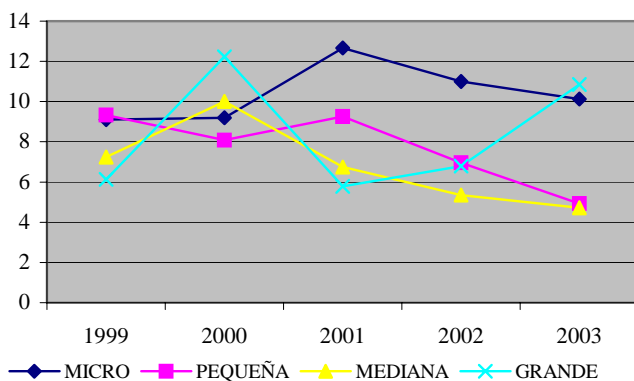
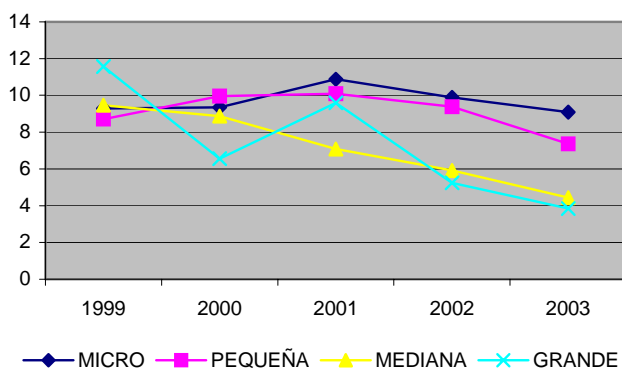
El período analizado se ha caracterizado por una reducción paulatina de los tipos de interés de referencia en la zona euro, hasta situarse en las cotas más bajas conocidas en las últimas décadas; reflejándose esta tendencia en el coste medio de endeudamiento de las empresas vitivinícolas riojanas -8,78% en 1999; 7,28% en 2003 - y del resto del país -9,15% en 1999; 7,97% en 2003- (Anexo n.º. 1).

Cuadro n.º. 8. Coste medio de la deuda por tamaño

La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	9,1	9,2	12,66	10,99	10,13	10,42
PEQUEÑA	9,33	8,08	9,26	6,96	4,93	7,71
MEDIANA	7,24	10,01	6,75	5,35	4,71	6,81
GRANDE	6,13	12,23	5,79	6,79	10,84	8,36

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	9,28	9,35	10,87	9,89	9,08	9,69
PEQUEÑA	8,71	9,96	10,09	9,38	7,36	9,10
MEDIANA	9,46	8,88	7,09	5,92	4,43	7,16
GRANDE	11,56	6,55	9,59	5,24	3,84	7,36

**Figura nº. 6. Evolución del coste de la deuda por tamaño. La Rioja****Resto de España**

En el periodo 1999-2003 puede observarse, a partir de los datos que se recogen en el cuadro nº. 9 y figura nº 7, una tendencia decreciente en la rentabilidad económica, tanto por las empresas riojanas como por las del resto del Estado. En La Rioja, la rentabilidad económica de las empresas se ha reducido del 10,76% en 1999 hasta el 6,19% en 2003 (ver anexo nº 1); en el resto de España y para dichos años ha pasado del 7,40% al 5,54%. A nuestro juicio, la tendencia decreciente del indicador de eficiencia se explica por la mayor competitividad empresarial y la necesidad de ajustar los márgenes de los productos.

En lo que se refiere a la relación entre tamaño y rentabilidad económica, en el caso de La Rioja, los datos parecen mostrar la existencia de una relación directa entre tamaño y rentabilidad de los activos, excepto en el caso de las grandes empresas. Este resultado podría estar apoyando la tesis de Jacquemin (1982), quien afirma que a partir de cierto nivel de tamaño, la eficiencia de las empresas podría disminuir, como consecuencia de que las economías de escala derivadas del tamaño empresarial se verían compensadas por ineficiencias internas tales como los problemas de coordinación y control, costes de información, problemas laborales, etc.

Ahora bien, en el caso del resto de España, la relación entre la rentabilidad económica y el tamaño empresarial es estrictamente directa, es decir, cuanto mayor es la dimensión de la bodega, más eficiencia en su gestión.

Para todos los tamaños empresariales, salvo las grandes empresas, han sido las empresas riojanas frente a las del resto del estado las que han obtenido unos mayores beneficios brutos con los recursos empleados.

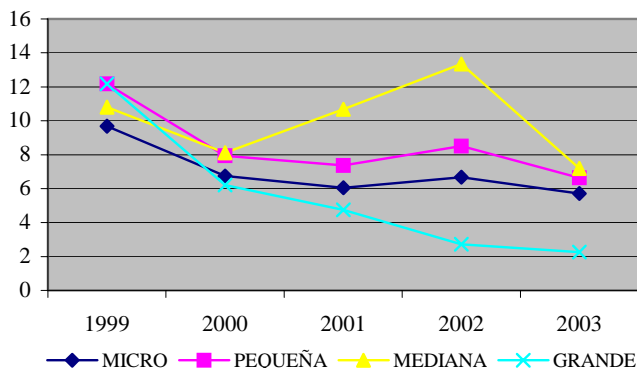
Los resultados positivos y, por tanto, rentabilidades económicas atractivas mostrados por las empresas en el periodo estudiado pueden deberse tanto a su adecuada gestión como al efecto positivo del ciclo económico expansivo.

**Cuadro n.º 9. Rentabilidad económica media por tamaño empresarial**

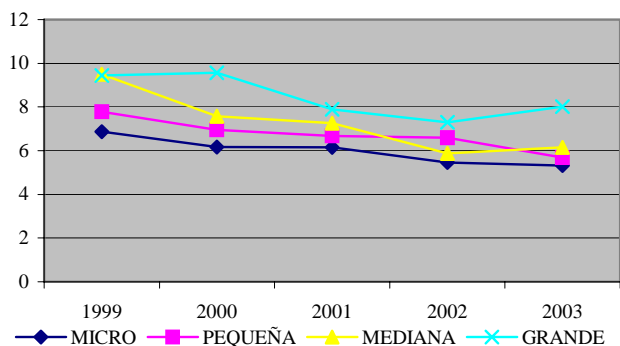
La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	9,69	6,75	6,05	6,68	5,72	6,98
PEQUEÑA	12,17	7,94	7,36	8,51	6,63	8,52
MEDIANA	10,81	8,11	10,67	13,34	7,19	10,02
GRANDE	12,17	6,21	4,76	2,72	2,26	5,62

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	6,87	6,16	6,15	5,46	5,32	5,99
PEQUEÑA	7,78	6,95	6,68	6,59	5,68	6,74
MEDIANA	9,5	7,57	7,26	5,88	6,15	7,27
GRANDE	9,44	9,56	7,9	7,3	8,02	8,44

**Figura n.º 7. Evolución de la rent. económica por tamaño. La Rioja**



**Resto de España**



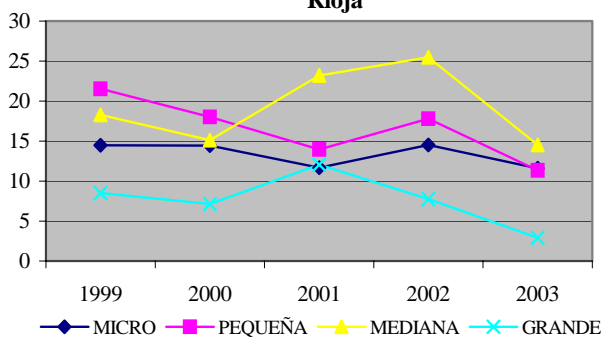
Al descomponer la rentabilidad económica en margen y rotación, se puede comprobar en el cuadro nº. 10 y en la figura nº. 8, como en el resto de España parece existir una relación directa entre margen económico y dimensión de la bodega; mientras que, en La Rioja, dicha relación no se da para el caso de las grandes empresas. Este hecho puede estar asociado a los mayores costes organizativos, de coordinación, control y de gestión de las empresas de mayor dimensión, lo que reduce significativamente el margen de las empresas y explica sus menores rentabilidad de los activos.

**Cuadro nº. 10. Margen económico medio por tamaño empresarial**

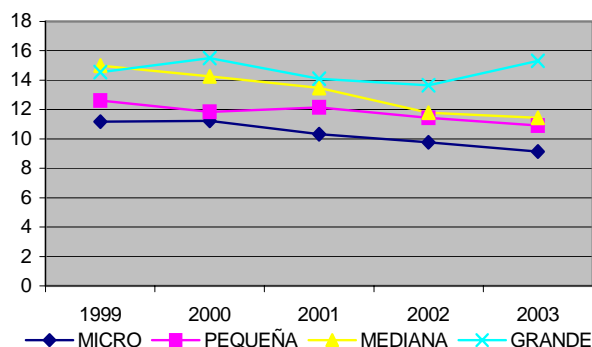
La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	14,48	14,43	11,69	14,52	11,59	13,34
PEQUEÑA	21,52	18,01	13,96	17,78	11,34	16,52
MEDIANA	18,27	15,1	23,2	25,5	14,50	19,31
GRANDE	8,49	7,13	12,04	7,76	2,91	7,67

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	11,18	11,24	10,33	9,77	9,15	10,33
PEQUEÑA	12,61	11,84	12,14	11,43	10,91	11,79
MEDIANA	14,99	14,27	13,46	11,78	11,44	13,19
GRANDE	14,55	15,5	14,09	13,65	15,32	14,62

**Figura nº. 8. Evolución del margen económico medio por tamaño. La Rioja**



**Resto de España**



En lo que respecta a la relación entre tamaño y rotación media, las empresas riojanas, como puede observarse en el cuadro nº. 11 y figura nº. 9, muestran una relación directa. La rotación pone de manifiesto la agilidad con que los activos invertidos en la empresa proporcionan entradas de fondos en forma de ventas. Si se analizan las rotaciones medias de las empresas elaboradoras de vino en el resto de España, los datos reflejan, por un lado, su alto valor medio en comparación con las empresas riojanas, debido básicamente a los largos y costosos procesos de elaboración de los vinos de crianza y reserva en estas últimas, y por otro lado, la escasa diferencia de la rotación media por tamaño empresarial<sup>4</sup>, situándose en valores muy altos, si se ponen en relación con las importantes inmovilizaciones (tanto de recursos como de tiempo) que se precisan para poner en el mercado los vinos producidos.

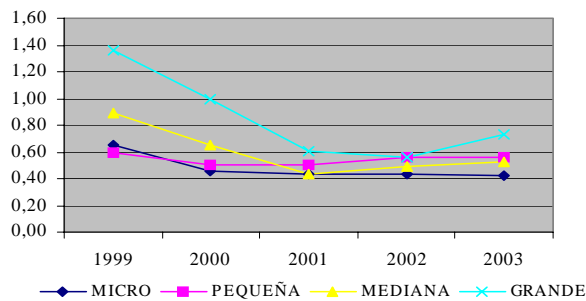
**Cuadro nº. 11. Rotación media por tamaño empresarial**

La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	0,65	0,46	0,44	0,43	0,43	0,48
PEQUEÑA	0,60	0,50	0,51	0,56	0,56	0,54
MEDIANA	0,89	0,65	0,43	0,49	0,53	0,60
GRANDE	1,36	0,99	0,60	0,56	0,73	0,85

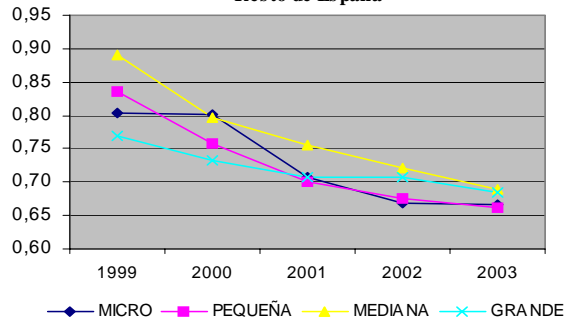
  

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	0,80	0,80	0,71	0,67	0,67	0,73
PEQUEÑA	0,84	0,76	0,70	0,68	0,66	0,73
MEDIANA	0,89	0,80	0,76	0,72	0,69	0,77
GRANDE	0,77	0,73	0,71	0,71	0,68	0,72

**Figura nº. 9. Evolución de la rotación media por tamaño. La Rioja**



**Resto de España**



<sup>4</sup> La varianza obtenida es muy baja.



En cuanto a la evolución de la rentabilidad financiera en función del tamaño empresarial, tal y como se muestra en el cuadro nº. 12 se observa que son las pequeñas y medianas empresas riojanas las que obtienen unos mayores beneficios netos en relación a la inversión de los accionistas (19,67% y 18,83% anual, respectivamente, por término medio en el periodo 1999-2003).

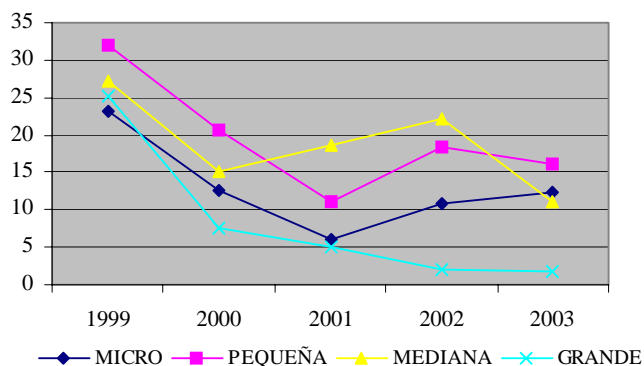
**Cuadro nº. 12. Rentabilidad financiera media por tamaño empresarial**

La Rioja	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	23,22	12,57	5,96	10,8	12,41	12,99
PEQUEÑA	32,06	20,69	11,15	18,32	16,11	19,67
MEDIANA	27,24	15	18,72	22,16	11,01	18,83
GRANDE	25,13	7,47	5,14	2,01	1,86	8,32

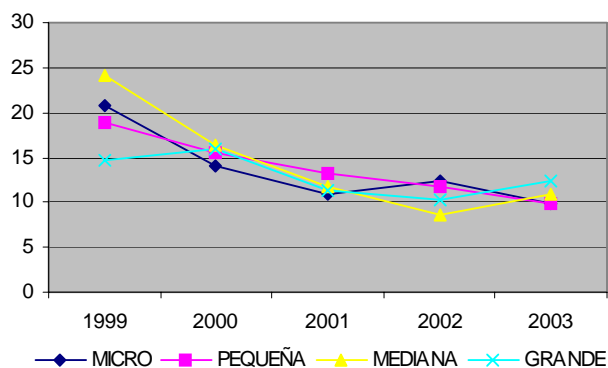
  

Resto España	1999	2000	2001	2002	2003	Media
MICRO	20,68	14,07	10,89	12,45	9,8	13,58
PEQUEÑA	18,9	15,49	13,24	11,68	9,9	13,84
MEDIANA	24,08	16,34	11,75	8,65	10,94	14,35
GRANDE	14,76	15,88	11,34	10,34	12,31	12,93

**Figura nº. 10. Evolución de la rent. financiera por tamaño. La Rioja**



**Resto de España**



Los resultados del análisis de la varianza, para un nivel de significación del 0,05, permiten rechazar la hipótesis nula de que el valor medio del nivel de endeudamiento de las empresas vinícolas es independiente del entorno macroeconómico, del territorio de pertenencia y del tamaño empresarial (cuadro nº. 13).

Así pues, el entorno económico general español en el que se encuentran las empresas, y la coyuntura financiera existente en el período 1999-2003, que depende fundamentalmente del ciclo económico, de las vicisitudes de la política monetaria y financiera, puede ser uno de los factores explicativos en la determinación de la estructura financiera de las empresas.

La pertenencia a un territorio y el desarrollo de la actividad bajo denominación de origen también pueden resultar significativos a la hora de determinar el nivel de endeudamiento empresarial. La ubicación en La Rioja o en el resto del Estado condiciona la actividad empresarial y su estructura financiera.

Además, la existencia de una serie de factores económicos (acceso a los mercados de capitales, poder de negociación entre empresas y entidades financieras, el nivel de asimetría informativa entre empresa y mercado, el grado de diversificación de la actividad o la probabilidad de quiebra y sus costes asociados) pueden ser la causa de la posible relación entre tamaño de las empresas y nivel de endeudamiento

Los resultados del análisis de la varianza permiten rechazar la hipótesis nula de igualdad del coste de la deuda en función del entorno macroeconómico y del tamaño empresarial.

Así pues, la evolución de los tipos de interés de referencia explica el coste que soportan las empresas en el periodo analizado, en un contexto como el actual en el que la mayoría de los préstamos son a interés variable.

Otro de los factores a tener en cuenta en la determinación del coste de los recursos financieros es la dimensión de la organización. Entre los argumentos que pueden explicar la posible relación del tamaño con el coste de los fondos ajenos tendríamos el menor riesgo derivado de la adopción de estrategias de diversificación no relacionadas, más frecuentes en el caso de las grandes empresas, o su menor probabilidad de quiebra y costes asociados. Además, las empresas de mayor dimensión pueden acceder a determinados tipos de financiación a los que sólo ellas tienen acceso. Por otro lado, en los procesos de negociación con los intermediarios financieros, las grandes empresas gozan de un mayor poder de decisión.

**Cuadro nº. 13. Análisis de la varianza de las variables estudiadas de empresas de España para el periodo 1999-2003**

	Factor		
	Tiempo(1999,...,2003)	Región (Rioja, Resto Esp)	Tamaño (Micro, ..Grande)
	Periodo 1999-2003		
Var. dpte: nivel de endeudamiento			
Estadístico F	5,743	6,849	7,698
p-valor	0,000	0,009	0,000
Var. dpte: endeudamiento a medio y largo plazo			
Estadístico F	1,649	1,872	0,998
p-valor	0,159	0,171	0,112
Var. dpte: coste de la deuda			
Estadístico F	7,211	1,443	12,565
p-valor	0,000	0,230	0,000
Var. dpte: rentabilidad económica			
Estadístico F	8,045	15,423	6,886
p-valor	0,000	0,000	0,000
Var. dpte: rentabilidad financiera			
Estadístico F	13,786	2,101	0,422
p-valor	0,000	0,147	0,737

Por otra parte, los resultados del análisis de varianza también permiten rechazar la hipótesis nula de independencia de la rentabilidad económica del entorno macroeconómico, del territorio de pertenencia y del tamaño empresarial. La pertenencia de la empresa a un entorno general y el ciclo económico existente en un determinado periodo de tiempo, condiciona indudablemente la demanda de los vinos en el mercado y sus costes, siendo uno de los factores determinantes de la rentabilidad de los activos.

La existencia de un conjunto de factores territoriales pueden influir sobre la rentabilidad de las empresas. Las características diferenciadoras de los vinos, la denominación bajo la que se elaboran que actúa como marca, así como las distintas particularidades tecnológicas, habilidades directivas, capital humano, etc., de los diferentes territorios influyen en las condiciones del mercado, y por tanto, en sus resultados. Además, el factor tamaño también parece influir en la determinación de los beneficios y, por tanto, de las rentabilidades empresariales.

Por último, la rentabilidad de los propietarios parece verse influida por el entorno general, pero no por el territorio de pertenencia ni por los tamaños empresariales

#### 4. REFLEXIONES FINALES

En el periodo analizado 1999-2003 y teniendo en consideración los datos relativos a una muestra de 551 empresas españolas dedicadas a la elaboración de vinos, el análisis de la evolución en el tiempo del nivel de endeudamiento muestra que son las empresas de reducida dimensión (microempresas y pequeñas), en relación a las medianas y grandes, las que presentan, por término medio, un mayor volumen de deudas. Este hecho parece apoyar los resultados de trabajos precedentes, tales como los de Melle (2001), Sánchez (2001) y Segura y Toledo (2003), entre otros. El signo de esta relación, contraria a la esperada a nivel teórico, podría deberse, al hecho de que en las empresas de reducida dimensión y carácter familiar, como son bastantes de las vitivinícolas, suele confundirse el patrimonio empresarial con el de la familia que está detrás; siendo éstas las que aportan garantías adicionales a la hora de obtener fondos financieros para sus empresas.

Además, por término medio y para cualquier clase de tamaño, las bodegas riojanas están menos endeudadas en comparación con sus equivalentes del resto de España. Seguramente, estos resultados están relacionados con los excelentes resultados económicos del sector y solvencia de las familias bodegueras riojanas que, considerando la bodega como una ampliación de patrimonio familiar, prefieren emplear recursos personales antes de acudir a las entidades financieras.

Resultados que se ven confirmados por los obtenidos con el análisis de la varianza, que apoyan la importancia del tamaño de la bodega y de su situación en un determinado territorio (La Rioja, resto de España) en la determinación del índice de endeudamiento, y permite rechazar la hipótesis nula  $H_1$ : *“El nivel medio de endeudamiento empresarial es idéntico independientemente del entorno general en el que se desenvuelven, del territorio al que pertenece y del tamaño”*.

Por otro lado, las empresas riojanas de menor dimensión poseen una mayor proporción de deudas con vencimiento a medio y largo plazo si se comparan con las grandes empresas. El sector vitivinícola riojano presenta una buena estructura de su endeudamiento a medio y largo plazo (del total de deudas, el 25% son a más de un año) frente a la media del conjunto de la economía riojana (15%). Por tanto, el sector vitivinícola no parece sufrir uno de los problemas que tradicionalmente soportan las pymes como es un endeudamiento con una estructura temporal no equilibrada, marcada básicamente por la financiación a corto plazo, debida a las restricciones o condiciones que le impone el sistema financiero.

En lo referente a la relación coste de la deuda – tamaño empresarial, se observa una relación inversa entre ambas variables. Además, el período analizado se ha caracterizado por una reducción paulatina de los tipos de interés reflejándose esta tendencia en el coste medio de endeudamiento de las empresas vitivinícolas riojanas –8,78% en 1999 frente a 7,28% en 2003 - y del resto del país -9,15% en 1999; 7,97% en 2003-. Estos resultados, excepto en lo referente al territorio de pertenencia, nos permiten rechazar la hipótesis nula  $H_3$ : “El coste medio de la deuda empresarial es idéntico independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999, 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño (micro, ..., grande)”.

En cuanto a la relación del tamaño con rentabilidad económica y margen, en el caso de La Rioja, los datos parecen apoyar la idea de que a partir de cierto nivel de tamaño, la eficiencia de las bodegas podría disminuir, como consecuencia de que las economías de escala derivadas del tamaño empresarial se verían compensadas por mayores costes organizativos, de coordinación y control, costes de información, problemas de gestión de recursos humanos, entre otros. En el caso de las rotaciones, se observa un mayor valor medio en el caso riojano, para cualquier tamaño empresarial, motivado por las características del sector vitivinícola de nuestra región, donde la preponderancia de los vinos viejos – reservas y grandes reservas- es superior en relación con otras regiones, lo que implica largos y costosos procesos de elaboración y, por tanto, menores rotaciones. Nuestros resultados permiten rechazar la hipótesis nula  $H_4$ : “La rentabilidad económica media empresarial es idéntica independientemente del entorno general en el que se desenvuelven (años 1999, 2003), del territorio al que pertenece (La Rioja, resto de España) y del tamaño (micro, ..., grande)”.

## 5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acedo Ramírez, M.A. (2005): “Estructura financiera y rentabilidades de las empresas riojanas”. Tesis Doctoral, Universidad de La Rioja.
- Acedo Ramírez, M.A. y Rodríguez Osés, J.E. (2005): “Estructura financiera y rentabilidad de la industria agroalimentaria de La Rioja. Análisis empírico por sectores y tamaño”. *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LX, nº. 184, pp. 163-176.
- AECA (2002): *Factores determinantes de la eficiencia y rentabilidad en las PYME en España*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- Antón, C.; Cuadrado, C. y Rodríguez, J.A. (1990): “Factores explicativos del crecimiento y la rentabilidad”. *Investigaciones Económicas* (segunda época), suplemento, pp. 153-158.
- Arraiza, C. y Lafuente, A. (1984): “Caracterización de la gran empresa industrial española según su rentabilidad”. *Información Comercial Española*, nº. 611, pp. 127-139.
- Ayala, J.C. (2002): “Factores determinantes del éxito de las pymes familiares riojanas”. *Proyecto de investigación financiado por el I Plan Riojano de I+D+I*, Logroño.
- Baumol, W.J. (1959): *Business Behaviour, Value and Growth*. MacMillan, New York.
- Berges, A. y Soria, P. (1987): “Tamaño, concentración y rentabilidad de las empresas industriales (España y Europa)”. *Economía Industrial*, nº. 257, pp. 95-103.
- Boedo Vilabella L. (2004): “La estructura de capital óptima. Enfoques teóricos desarrollados en el marco de la gran empresa y análisis de su aplicación a las pymes”. Tesis Doctoral, Universidad de La Coruña.
- Boedo Vilabella, L. y Calvo Silvos, A. (2001): “Problemas en el contraste de las hipótesis del tipo impositivo y del ahorro fiscal de DeAngelo y Masulis. Una aplicación empírica al caso español”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 10, nº. 3, pp. 97-112..
- Boedo Vilabella, L. y Iglesias Antelo, S. (2004): “Factores que determinan la estructura de capital de las grandes empresas. Aplicación empírica al caso español” en Fraiz, J. y Vila, M. (2004), *La empresa y su entorno*, Papers Proceedings, pp. 345-355, AEDEM, Ourense.
- Bueno, E. y Lamothe, P. (1983): “Tamaño y rentabilidad de la gran empresa española: un análisis empírico de su relación basado en un método multicriterio”. Documento de Trabajo. Universidad Autónoma de Madrid.
- Bueno, E. y Lamothe, P. (1986): “Tamaño y rentabilidad de la gran empresa española: un análisis empírico de su relación basado en un método multicriterio”. *II Congreso de AECA*, Ed. IPC, Madrid, pp. 695-709.
- Calvo, J.L. y Lorenzo, M.J. (1993): “La estructura financiera de la pyme manufacturera española”. *Economía Industrial*, nº. 293, pp. 37-44.

- Calvo-Flores Segura, A.; García Pérez de Lema, D. y Arques Pérez, A. (2000): "Posición del riesgo financiero en la industria española", en García Martín, V. y García Pérez de Lema, D. (Coordinadores): *Decisiones financieras y fracaso empresarial*, AECA, Madrid.
- Camisón, C. (2001): "La investigación sobre la pyme y su competitividad. Balance de la cuestión desde las perspectivas nattivativa y meta-analítica". *Papeles de Economía Española*, nº. 89/90, pp. 43-86.
- De Andrés Suárez, J. (2000): "Caracterización económico financiera de las empresas asturianas en función de su nivel de rentabilidad". *Revista Asturiana de Economía*, nº. 18, pp. 191-222.
- Dean, T. J.; Brown, R.L. y Bamford, C.H.E. (1998): "Differences in Large and Small Firm Responses to Environmental Context: Strategic Implications from a Corparative Analysis of Business Formation". *Strategic Management Journal*, vol.19, pp. 709-728.
- Donsimoni, M. y Leoz-Argüelles, V. (1980): "Profitability and International Linkages in the Spanish Industry". *Institut des Sciences Economiques*, Universidad Católica de Lovaina, W. P. nº. 8.003.
- Fariñas, J.C. y Suárez, C. (1996): "La empresa industrial en la década de los noventa: financiación". Documento de Trabajo 9611, *Programa de Investigaciones Económicas*, Fundación Empresa Pública, Madrid.
- Fariñas, J.C., y Jaumandreu, J. (1999): *La empresa industrial en la década de los noventa*. Fundación Argentaria – Visor Dis., Madrid.
- Fariñas, J.C.; Calvo, J.L.; Jaumandreu, J.; Lorenzo, M.J.; Huergo, E. y de la Iglesia, C. (1992): *La PYME industrial en España*. Ed. Civitas. Madrid.
- Fernández Gámez, M.A. y Gil Corral, A.M. (1995): "Correlación de magnitudes económico financieras en base a la dimensión". *Actualidad Financiera* nº. 46, pp. 1773-1863.
- Fernández, E.; Montes, J. y Vázquez, C. (1996): "Factores explicativos de la rentabilidad empresarial". *Revista de Economía Aplicada*, vol. 4, nº. 12, pp. 139-149.
- Ferruz Agudo, L. y González Pascual, J. (1994): "Tamaño y rentabilidad de la banca extranjera en España: 1986-1990". *Actualidad Financiera*, nº. 46, pp. 655-672.
- Galán, J.L. y Vecino, J. (1997): "Las fuentes de rentabilidad de la empresa". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, nº. 1, pp. 21-36.
- Galve, C. y Salas, V. (1993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española". *Investigaciones Económicas* nº. 2, pp. 207 – 238.
- García Durán, J. (1976): "Organización industrial española, 1960-1970". *Cuadernos de Economía* nº. 11, pp. 31-45.
- González Gómez, J.I.; Hernández García, M.C. y Rodríguez Ferrer, T. (2000): "Contribución del tamaño y el sector en la explicación de la rentabilidad empresarial". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, nº. 106, pp. 903-930.
- González Pérez, A. L. (1997): *La rentabilidad empresarial: evaluación empírica de sus factores determinantes*. Tesis doctoral, Ed. Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, Centro de Estudios Registrales, Madrid.
- Hambrick, D.C., MacMillan, C. y Day, D.L. (1982): "Strategic Attributes and Performance in the BCG Matrix: A PIMS – Bases Analysis of Industrial Product Businesses". *Academy of Management Journal*, nº. 25, pp. 510-531.
- Huergo Orejas, E. (1992): *Tamaño y rentabilidad de la industria española*. *Economía Industrial*, nº 284, pp. 41-49
- Illueca Muñoz, M. y Pastor Monsálvez, J.M. (1996): "Análisis económico financiero de las empresas españolas por tamaños". *Economía Industrial*, nº. 310, pp. 41-54.
- Jacquemin, A. (1982): *Economía Industrial. Estructuras de mercado y estrategias europeas de empresa*. Hispano Europea, Barcelona
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* nº. 3, pp. 305-360.
- Lafuente A. y Yagüe M.J. (1989): "Estructura económico financiera de la empresa industrial española". *Economía Industrial*, nº. 267, pp. 175-190
- Lafuente, A. y Salas, V. (1983): "Concentración y resultados de las empresas en la economía española". *Cuadernos de ICE*.
- Lafuente, A., Salas, V. y Pérez, R. (1985): "Financiación, rentabilidad y crecimiento de la nueva y pequeña empresa española". *Economía Industrial*, nº 246, pp. 43-60.
- Larreina Díaz, M. (2005): "Estudio de la dependencia de la economía riojana del vino Rioja". Tesis Doctoral, Universidad de Deusto.
- Llorens Urrutia J.L. (1992): "Nuevos instrumentos financieros para la PYME". *Economía Industrial*, nº 284, pp 85-98.
- Maravall, F. (1976): *Crecimiento, dimensión y concentración de las empresas industriales españolas*. Fundación del INI, Serie E, nº 7.
- Maravall, F. (1981): "La influencia de la dimensión empresarial sobre la eficiencia: Unas notas sobre el funcionamiento de la industria española". *Lecturas de Economía Española e Internacional*, Ministerio de Economía y Comercio- Secretaría General Técnica, Madrid, pp. 151-163.
- Mato, G. (1990): "Estructura financiera y actividad real de las empresas industriales". *Economía Industrial*, nº 272, pp. 107-14.
- Melle Hernández, M. (2001): "Características diferenciales de la financiación entre pyme y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento". *Papeles de Economía Española*, nº. 89/90, pp. 140-166.

- Myers, S. (1977): "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*, nº. 9, pp. 147-176.
- Ocaña, C., Salas, V., y Vallés, J. (1994): "Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989". *Moneda y Crédito*, nº 199, pp. 57-96.
- Otero González, L. y Fernández López, S. (2004): "Aproximación a la actividad financiera de la pyme gallega" en Fraiz, J. y Vila, M. (2004) *La empresa y su entorno*, Papers Proceedings, pp. 345-355, AEDEM, Ourense.
- Rodríguez Romero, L. (1989): "Rentabilidad económica y crisis industrial". *Papeles de Economía Española*, nº. 39, pp. 356-74.
- SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibérico) Base de datos: <http://sabi.bvdep.com>
- Salas, V. (1994): "Economía y financiación de la empresa según su tamaño". *Situación*, nº. 2, pp. 197-212.
- Sánchez Ballesta J.P. (2001): "Análisis contable de la rentabilidad empresarial. Un estudio empírico en la industria manufacturera española". Tesis Doctoral, Universidad de Murcia.
- Sánchez Ballesta J.P. y Bernabé Pérez M. (2000): "Rentabilidad de la empresa española: 1992-1997". *Comunicación presentada al IX Encuentro de profesores universitarios de contabilidad*, Las Palmas de Gran Canaria.
- Sánchez Ballesta J.P. y Bernabé Pérez M.(2002): *La rentabilidad de la empresa española: Un estudio sobre la década de los noventa. Partida Doble*, nº 131, pp. 98-111.
- Sánchez Ballesta, J.P. y García Pérez de Lema, D. (2003): "Influencia del tamaño y la antigüedad de la empresa sobre la rentabilidad: Un estudio empírico". *Revista de Contabilidad*, vol. 6, nº. 12, pp. 169-206.
- Segura J. y Toledo, L. (2003) "Tamaño, estructura y costes de financiación de las empresas manufactureras españolas". *Investigaciones Económicas*, vol. 27, pp. 39-69.
- Soler Amaro, R. (1977): "La política económica y el crecimiento de la dimensión de las empresas". *Revista de Investigaciones Económicas*, nº. 3, pp. 16-31.
- Súarez, A. (1977): "La rentabilidad y el tamaño de las empresas españolas". *Económicas y Empresariales*.
- Woo, C.Y. y Cooper, A.C. (1981): "Strategies of Effective Low Share Businesses". *Strategic Management Journal*, vol. 2, nº. 3, pp. 301-318.
- Woo, C.Y. y Cooper, A.C. (1982): "The Surprising Case for Low Market Share". *Harvard Business Review*, nº. 59, pp. 106-113.

## 6. ANEXOS

### Anexo nº. 1. Variables dependientes diferenciando entre La Rioja y resto de España

RIOJA	1999	2000	2001	2002	2003	Media
Endeudamiento	2,82	2,42	2,36	1,98	1,81	2,278
Endeud L/p	0,17	0,23	0,26	0,31	0,3	0,254
Coste de la deuda	8,78	9,01	10,02	8,36	7,28	8,69
Rentab económica	10,76	7,38	7,31	8,24	6,19	7,976
Margen	17,36	31,5	14,59	17,15	11,8	18,48
Rotación	0,69	0,52	0,46	0,48	0,49	0,528
Rentab financiera	26,88	15,52	10,01	14,8	13,11	16,064

RESTO DE ESPAÑA	1999	2000	2001	2002	2003	Media
Endeudamiento	5,11	3,99	3,36	3,09	2,83	3,676
Endeud L/p	0,22	0,24	0,24	0,23	0,24	0,234
Coste deuda	9,15	9,48	10,24	9,28	7,97	9,224
Rent. Económica	7,4	6,57	6,44	5,9	5,54	6,37
Margen	11,98	11,7	11,22	10,5	10,02	11,084
Roración	0,81	0,78	0,7	0,67	0,66	0,724
Rent. Financiera	20,21	14,74	11,76	11,9	9,95	13,712

ESPAÑA TOTAL	1999	2000	2001	2002	2003	Media
Endeudamiento	4,88	3,83	3,26	2,98	2,73	3,536
Endeud L/p	0,21	0,24	0,24	0,24	0,24	0,234
Coste de la deuda	9,12	9,44	10,21	9,17	7,9	9,168
Rentab económica	7,74	6,65	6,52	6,13	5,6	6,528
Rentab financiera	20,88	14,82	11,59	12,19	10,24	13,944

Figura n°. 11. Nivel medio de endeudamiento

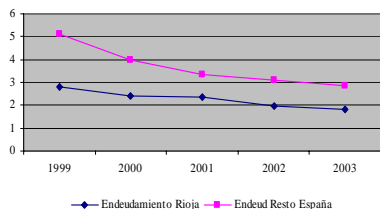


Figura n°. 12. Endeudamiento a medio y largo plazo

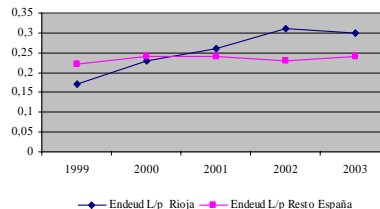


Figura n°. 13. Coste de la deuda

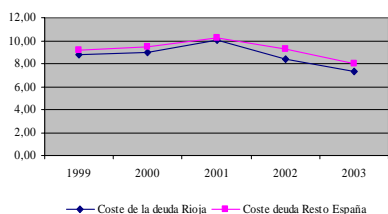


Figura n°. 14. Rentabilidad Económica

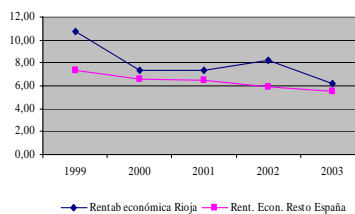


Figura n°. 15. Margen Económico

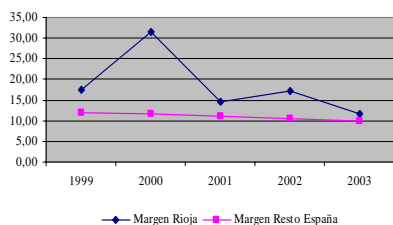


Figura n°. 16. Rotación Media

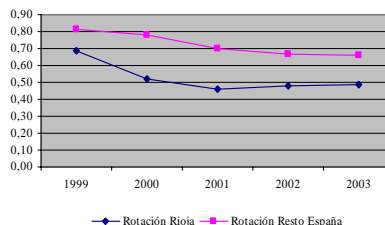


Figura n°. 17. Rentabilidad Financiera

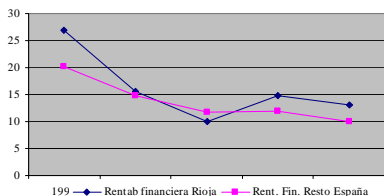


Figura n°. 18. Rentabilidades Económicas y Financieras

