

## Análisis económico financiero del sector vinícola de La Rioja en un entorno de crisis

Nuria Arimany-Serrat<sup>1</sup>, Àngels Farreras Noguer<sup>2</sup>, Joaquim Rabaseda i Tarrés<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universitat de Vic (Spain), <sup>2</sup>Universitat de Girona (Spain)

[nuria.arimany@uvic.cat](mailto:nuria.arimany@uvic.cat), [angels.farreras@udg.edu](mailto:angels.farreras@udg.edu), [joaquin.rabaseda@udg.edu](mailto:joaquin.rabaseda@udg.edu)

Received July, 2015

Accepted January, 2016

---

### Resumen

**Objeto:** El presente trabajo muestra el análisis económico financiero de las grandes industrias elaboradoras de vino de la Rioja durante el período 2008-2013. El estudio presenta los principales indicadores económicos y financieros para poder diagnosticar la salud de estas empresas en el período 2008-2013 mediante un análisis a corto y largo plazo, un análisis de los resultados y un análisis de los cambios patrimoniales y de los flujos de efectivo de las empresas vinícolas. También se presenta una comparativa con las empresas vinícolas catalanas para el mismo período.

**Diseño/metodología/enfoque:** Los datos utilizados proceden de los estados contables de las industrias vinícolas en el período 2008-2013, en concreto, se recoge de la base de datos SABI una muestra de empresas riojanas que elaboran vino con unos ingresos de explotación mínimos de 5,700,000 euros y unos activos totales mínimos de 2,850,000 euros, que presentan cuentas anuales normales siguiendo lo que dispone el Plan General Contable en ese período; y se lleva a cabo el análisis económico financiero de las mismas mediante la estadística descriptiva oportuna llegando a unos resultados y conclusiones.

**Aportaciones y resultados:** El estudio permite identificar la salud económica financiera de las empresas vinícolas de la Rioja que concentran gran parte de las ventas, para valorar si gozan de un crecimiento económico equilibrado en el período 2008-2013 analizado.

**Limitaciones:** sería conveniente aumentar la muestra con las pequeñas empresas vinícolas y realizar el estudio con los datos actuales para confirmar los cambios de tendencia en el análisis económico y financiero.

**Implicaciones prácticas:** permite valorar la proyección de este sector durante los últimos años en la Rioja, para poder tomar las oportunas decisiones económicas al respecto.

**Implicaciones sociales:** los resultados permiten poner de manifiesto cambios a realizar en el sector, para que las empresas sigan bien posicionadas.

**Originalidad / Valor añadido:** para las asociaciones, cooperativas y empresas vinícolas en general, muestra informaciones económicas y financieras relevantes de la salud empresarial de las empresas del vino durante este difícil período, con indicaciones a seguir para alcanzar retos de futuro.

**Palabras clave:** Análisis financiero a corto plazo, Análisis financiero a largo plazo, Análisis económico, Análisis del estado de cambios en el patrimonio neto, Análisis del estado de flujos de efectivo

**Códigos JEL:** M41

---

**Title:** Economic and Financial Analysis of Rioja wine sector

**Abstract**

**Purpose:** The present study reflects the economic and financial analysis of major wine production firms in the Rioja 2008-2013. This work reflects the economic and financial analysis major wine production firms in the Rioja in 2008-2013. The study presents the main economic and financial indicators to diagnose the economic health of those companies in 2008-2013 by analyzing short and long term, an analysis of the results and an analysis of changes in equity and cash flows of the wineries. It also presents a comparison with the Catalan wineries to mime period.

**Design/methodology:** The data used comes from the statements of the wine industry in the period 2008-2013 in the Rioja (the SABI database) and in particular it contains a sample of wine producing companies considered large-level accounting (according to the General Accounting Plan). The Rioja companies have a minimum income of € 5.7 million and have minimum assets of € 2.85 million in the sample carried out using descriptive statistics and analysis of results and conclusions have been reached.

**Findings:** The study identifies economic and financial health of the Rioja wineries that concentrate large part of sales, to assess whether they follow a balanced economic growth in the 2008-2013 period analyzed.

**Research limitations/implications:** It would be desirable to extend the sample to small wineries and to get present data to confirm trend changes in economic and financial analysis.

**Practical implications:** It allows us to assess the projection of this sector in recent years in the Rioja in order to take the appropriate economic decisions in this regard.

**Social implications:** The results show that changes are needed in the sector so that Rioja wine companies can maintain their good position.

**Originality/value:** For partnerships, cooperatives and wine companies to give relevant economic information and financial health of wine businesses in this difficult period with instructions to help meet the challenges of the future.

**Keywords:** Financial analysis in the short term, Long term financial analysis, economic analysis, analysis of the statement of changes in equity, analysis of cashflow statement.

**Jel Codes:** M41

---

## **1. Introducción**

La Rioja tiene una larga tradición en la industria del vino, que arranca de la época romana y que durante la Edad Media por parte de monasterios o pequeños agricultores se centraba en el consumo local, aunque a partir del siglo XV da salida a sus excedentes (País Vasco), posteriormente la plaga de la filoxera de los viñedos franceses a finales del siglo XIX contribuye a que la Rioja abastezca los mercados franceses con un gran impulso de la industria de vinos riojanos. De otra parte, en 1925 obtuvo la primera Denominación de Origen (DO) otorgada en España y en 1991 se le concedió el atributo de Denominación de Origen "Calificada". El viñedo de la Denominación de Origen Calificada Rioja ocupa más de una sexta parte de la superficie total de los municipios de la Denominación y es un elemento identificativo de la sociedad (Valenciano & Roman, 2011) y de la economía riojanas a lo largo del tiempo hasta nuestros días. El clúster del vino genera un importante valor añadido a la región y crea miles de empleos directos e indirectos; un tercio de su vino se exporta, con presencia del mismo en los principales mercados mundiales, evidenciando la competitividad del sector, con un saldo neto del comercio exterior riojano positivo. El clúster del vino ha experimentado épocas de esplendor y de crisis que afectan radicalmente a la sociedad y economía riojanas. Por tanto, el objetivo de nuestro trabajo es determinar la salud económica

financiera de las grandes empresas que elaboran vino en la Rioja en el periodo 2008-2013, a través de sus estados financieros. En estudios previos (Acedo, Ayala & Rodríguez, 2007; Sellers & Mas, 2013) se ha constatado que no hay diferencias significativas estadísticamente en la rentabilidad de las empresas vinícolas con DO y sin DO y sí en cambio en función de la dimensión, la antigüedad empresarial y la diversificación.

Por este motivo, se ha escogido una muestra de empresas grandes que presentan cuentas anuales normales a nivel contable, con más de 10 años de vida (Anexo 1), que gozan de una importante diversificación y que son referentes en el sector analizado.

La metodología utilizada parte de la recopilación de datos contables y financieros mediante la base de datos Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), de una muestra de empresas riojanas elaboradoras de vino que tienen unos ingresos de explotación mínimos de 5,700,000 € y unos activos mínimos de 2,850,000 € durante dos años consecutivos en el período 2008-2013 (requisitos vigentes hasta el ejercicio 2012 para presentar balance no abreviado, modificados por la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de soporte a los emprendedores y su internacionalización con nuevos requisitos de 8,000,000 € para los ingresos de explotación y 4,000,000 € para el activo y que las empresas objeto de nuestro estudio también respetan). Posteriormente se han calculado los indicadores financieros adecuados y junto con los estadísticos descriptivos se realiza un análisis convencional de los estados financieros, añadiendo un análisis específico para el Estado de cambios en el patrimonio neto y el Estado de flujos de efectivo en el período objeto de estudio con el fin de alcanzar unos resultados y unas conclusiones. Los indicadores financieros permitirán explicar la solvencia y las rentabilidades como factores con mayor poder explicativo de la situación económica financiera de las empresas (Martín, 1999). Los indicadores financieros también permitirán identificar el endeudamiento, la capitalización de estas empresas y la situación de tesorería, como factores clave en el actual contexto económico.

Revisada la literatura y posicionadas las empresas de La Rioja en el marco de la industria vinícola española, la investigación se estructura en cuatro partes diferenciadas que abarcan los aspectos del análisis financiero convencional junto con el análisis patrimonial y de tesorería derivado del Estado de cambios en el patrimonio neto y el Estado de Flujos de Efectivo. El análisis de la situación financiera a corto plazo permitirá valorar la capacidad de estas empresas para hacer frente a las obligaciones de pago a corto plazo y se relacionará con el análisis del Estado de flujos de efectivo. El análisis de la situación financiera a largo plazo permitirá medir la capacidad de las empresas para satisfacer las deudas a largo plazo. El análisis económico o de resultados permitirá comprender cómo se han producido los resultados, identificando los motivos desencadenantes de la situación económica en el periodo temporal analizado. Seguidamente el análisis patrimonial permitirá identificar si las empresas

se están capitalizando, ofreciendo más garantías a terceros directamente relacionados con las mismas. Y el análisis de la tesorería nos permitirá conocer si se ha llevado a cabo una buena política de cobros y pagos derivados de las diferentes actividades desarrolladas.

Finalmente, se realiza la comparativa con las empresas vinícolas catalanas en el mismo período y se presentan las conclusiones de la investigación con el diagnóstico de la situación económica financiera de las empresas analizadas en el periodo 2008-2013 identificando retos de futuro para mantenerse en los mercados.

## **2. Revisión de la literatura del análisis económico financiero de las empresas vinícolas**

Hay diversa literatura que se refiere a las diferentes regiones vitivinícolas, como por ejemplo, de California (Porter, 2001), Australia (McRae-Williams, 2002), Sudáfrica (Williamson & Wood, 2003), Chile (Farinelli, 2003), Canadá (Mytelka & Goertzen, 2003), Italia (Zanni, 2004), Francia (Saulpic & Tanguy, 2002), Portugal (Inhan, Ferreira, Marques & Rebelo, 2013) y España (Larreina, Gómez-Bezares & Aguado, 2011), con el denominador común de un crecimiento de sus exportaciones y pocas referencias al análisis económico financiero.

Si nos centramos en las empresas vinícolas de España y su análisis, podemos apreciar que hay cooperativas y empresas mercantiles (Martínez & Medina, 2010). Las cooperativas (fundamentales para el empleo en las regiones rurales según Buendía-Martínez y Côté (2014) suelen tener una estructura económica inferior a la de las sociedades mercantiles con poca solvencia y en muchos casos un elevado endeudamiento (Gómez-Limón, Casquet & Atance, 2003). Cabe destacar que el cooperativismo vinícola y las denominaciones de origen cada vez son más presentes en las diferentes comunidades autónomas (Martín & Vidal, 2001). Respecto a las sociedades mercantiles vinícolas, al ser la actividad agrícola de gran tradición en nuestro país, hay diversas empresas con esta actividad, incluso empresas que cotizan en los mercados bursátiles (Gómez-Bezares & Larreina, 2009), aunque el volumen de acciones negociadas es reducido, con bajas cotizaciones, bajas capitalizaciones, discretos resultados y discretas rentabilidades (Martín & Vidal, 2005).

En estudios económico financieros de empresas españolas elaboradoras de vino en el período 1999-2003, se detecta que las empresas de reducida dimensión presentan un mayor nivel de endeudamiento (Acedo et al., 2007; Melle Hernández, 2001; Sánchez Ballesta & Bernabé Pérez, 2000; Segura & Toledo, 2003).

Centrados en los diferentes estudios referentes a La Rioja, se recoge que es una región que exporta una tercera parte de los vinos que produce y que ha aumentado su superficie vinícola en un 35% en el período 1990-2008, con una importante reestructuración del sector en los

últimos años, y el nacimiento de industrias auxiliares del vino (Acedo & Rodríguez, 2005) apostando por la innovación y los activos enoturísticos para mejorar sus resultados (Larreina & Aguado, 2008; Marzo, Pedraja & Vinzón, 2010; Gómez & Molina, 2012; López, Rodríguez & Vieira, 2013), de manera que el éxito económico del sector vitivinícola se relaciona directamente con el éxito económico de la región Rioja en el período indicado. Respecto a otras regiones, La Rioja tiene entre 18,000 y 20,000 proveedores de materia prima y más de 800 bodegas elaboradoras junto a diversas empresas auxiliares y de servicios ligadas al sector del vino, en una región que apenas supera los 300.000 habitantes (Larreina et al., 2011).

Por todo ello, el clúster del vino supone el 21% del PIB regional a principios del siglo XXI con 14,000 trabajadores directos (Larreina, 2006). Aunque hay literatura al respecto que identifica una situación débil de esta industria riojana durante la crisis económica y financiera iniciada en 2008, con una reducción de ventas y caídas de precios considerables (Rabobank, 2010); además los precios más bajos de la viña de la Rioja junto a la inferior rentabilidad del agricultor auguran moderados crecimientos a corto plazo con mayores esfuerzos a nivel internacional, por la importancia de la viticultura en la economía regional (Larreina et al., 2011).

En los últimos años las empresas vinícolas han experimentado cambios estructurales y económicos, y nuestro objetivo es detallar la situación económica financiera de las grandes empresas vinícolas riojanas en el periodo 2008-2013, como indicador de referencia del clúster del vino, para poder identificar la situación del sector y orientar en las oportunas decisiones económicas que deben tomar estas empresas para seguir en este mercado competitivo.

### ***3. Empresas vinícolas riojanas en el marco de la industria vinícola española***

A finales del siglo XX la región de la Rioja experimentó un notable crecimiento gracias al sector vinícola, con una posición preeminente dentro del sector vinícola español avalada por el 42% de las exportaciones del vino de calidad procedente de una región determinada (v.c.p.r.d) y un 46% del vino que se crea en el país. Además la Denominación de Origen Calificada Rioja (DOCa Rioja) representa el 4.5% del v.c.p.r.d. de la Unión Europea (Barco, 2012). En concreto, en los años 90 y aproximadamente hasta el 2008 la DOCa Rioja tiene un elevado valor financiero (Gómez-Bezares & Larreina, 2009), aunque a partir de este momento la Organización Internacional de la Viña y el Vino (OIV, 2010) pone de manifiesto variaciones en el nivel de consumo de los diferentes mercados del vino, y en concreto en España el consumo del vino se reduce de forma continuada. Por ello, regiones productoras de vino como La Rioja se ven afectadas de esta situación, además la influencia de la crisis, especialmente notoria en los segmentos de mercado del vino Rioja, y la contracción del mercado implican que no se comercializa todo el vino que se puede producir en las 62,000 hectáreas productivas y por

tanto sus precios bajan (Larreina et al., 2011), de manera que la región realiza un importante esfuerzo económico de promoción de la Rioja a nivel internacional, ya que en España las ventas están estancadas en 190 millones de litros.

De otra parte, el sector vitivinícola mundial está inmerso en una dinámica de cambios y aunque España ocupa la primera posición en el ranking por superficie, la segunda en volumen exportado y la tercera en producción, el consumo interno experimenta un retroceso y las exportaciones se configuran como la principal salida comercial para los vinos, identificando como factores competitivos en el mercado internacional: el entorno, la Política Agraria Común (PAC), la calidad y el precio (Castillo & García, 2013).

Esta difícil situación afecta especialmente a los viticultores de La Rioja con el consecuente efecto de la necesidad de innovaren la economía regional (tan dependiente del sector vinícola) con nuevas iniciativas como el enoturismo, el desarrollo rural mediante la implantación de más servicios para satisfacer a potenciales turistas clientes, ...no dejando de promocionar el mercado interior, ya que en España los vinos de La Rioja están considerados como vinos de calidad, con la voluntad de conseguir la deseada sostenibilidad para mantener la población rural y el medio natural de la región gracias a estos vinos de tradición milenaria.

Posicionadas las empresas vinícolas riojanas en la industria vinícola española procede reflejar la situación económica financiera del difícil periodo 2008-2013, para diagnosticar la salud de las grandes empresas riojanas, ya que en estudios precedentes y para cualquier tamaño empresarial mostraban menos endeudamiento que sus homólogas españolas por su alta solvencia y excelentes resultados económicos (Acedo et al., 2007).

#### ***4. Análisis e interpretación de la situación económica y financiera de las empresas vinícolas riojanas***

El estudio parte de una muestra de empresas riojanas que elaboran vino, referentes en el subsector de la agroalimentación, que tienen unos ingresos de explotación mínimos de 5,700,000 euros y unos activos mínimos de 2,850,000 euros durante dos años consecutivos en el período 2008-2013, y que concretamente para el ejercicio 2013 cumplen las nuevas condiciones dispuestas en la Ley 14/2013 de 27 de septiembre de soporte a los emprendedores y su internacionalización de unos unos ingresos de explotación mínimos de 8,000,000 euros y unos activos mínimos de 4,000,000 euros, tal como se anticipaba en la introducción. Se trata de empresas grandes (que presentan cuentas anuales normales según lo que dispone el Plan General de Contabilidad) representativas de la población de empresas que elaboran vino en La Rioja en el período considerado, con ingresos de explotación que representan el 70% del total.

La muestra se ha obtenido de la base de datos SABI siguiendo los criterios que se muestran a continuación:

- Actividad económica principal: Elaboración de vinos según el Código CNAE 2009: 1102.
- Estado: Activa.
- Forma jurídica: sociedad mercantil (Sociedades Anónimas y Sociedades Limitadas).
- Ingresos mínimos de explotación durante dos ejercicios consecutivos: 5,700,000 euros.
- Activos mínimos durante dos ejercicios consecutivos: 2,850,000 euros.
- Localización: La Rioja.

Siguiendo estos criterios, se han obtenido 16 empresas localizadas en La Rioja, dentro del conjunto de grandes empresas españolas. Estas empresas tienen una experiencia consolidada por los años de antigüedad, puesto que mayoritariamente están constituidas desde hace más de 30 años (Anexo 1).

Para realizar un análisis de la situación económica y financiera de estas empresas vinícolas en el período 2008-2013, se han calculado los principales indicadores financieros utilizando la estadística descriptiva oportuna para trabajar a partir de los valores medios de las 16 empresas objeto de estudio.

En concreto, los indicadores analizados son:

- Fondo de maniobra (activo corriente – pasivo corriente);
- Solvencia a corto plazo (activo corriente/pasivo corriente);
- Endeudamiento (total deudas/patrimonio neto y pasivo);
- Calidad de la deuda (deudas financieras y comerciales corto plazo/total deudas);
- Rotación del activo (ingresos de explotación/total activo);
- Rentabilidad financiera (ROE = resultado neto/patrimonio neto-resultado neto);
- Rentabilidad económica (ROA = BAIT/activo);
- Valor añadido (ingresos de explotación – gastos de explotación);
- Productividad del personal (valor añadido/gastos de personal).

La Tabla 1 muestra los diferentes indicadores financieros en el período considerado:

Ejercicio	Fondo maniobra	Solvencia corto plazo	Endeudamiento	Calidad deuda
2008	16,072,047.63	1.8061	0.5283	0.7478
2009	16,922,464.81	2.0769	0.4807	0.7512
2010	17,694,697.94	2.4009	0.4314	0.7211
2011	17,568,225.50	2.4530	0.4075	0.7848
2012	18,062,543.87	2.6633	0.3934	0.8155
2013	18,058,425.87	2.7652	0.4058	0.7611

Ejercicio	Rotación activo	ROE	ROA	Valor añadido	Productividad personal
2008	0.5410	11.581%	3.057%	1,513,905.38	89.39%
2009	0.4739	36.614%	3.165%	1,043,827.75	87.94%
2010	0.4846	17.497%	4.108%	1,162,153.00	106.85%
2011	0.5873	3.280%	4.235%	2,092,220.44	118.54%
2012	0.6061	2.977%	5.274%	3,073,020.13	145.06%
2013	0.5876	3.873%	3.721%	1,634,160.20	102.62%

Tabla 1. Indicadores financieros

Iniciamos el estudio con el análisis de la situación financiera a corto plazo, para seguir con el análisis financiero a largo plazo, el análisis de los resultados, el análisis de las variaciones patrimoniales derivadas del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto y el análisis de las variaciones de tesorería del Estado de Flujos de Efectivo.

#### 4.1. Análisis de la situación financiera a corto plazo

El análisis de la situación financiera a corto plazo consiste en determinar la capacidad que tienen las empresas vinícolas riojanas para hacer frente a sus obligaciones de pago a corto plazo. Las medias del período de las masas patrimoniales (Anexo 2) quedan establecidas tal como indica la Figura 1:

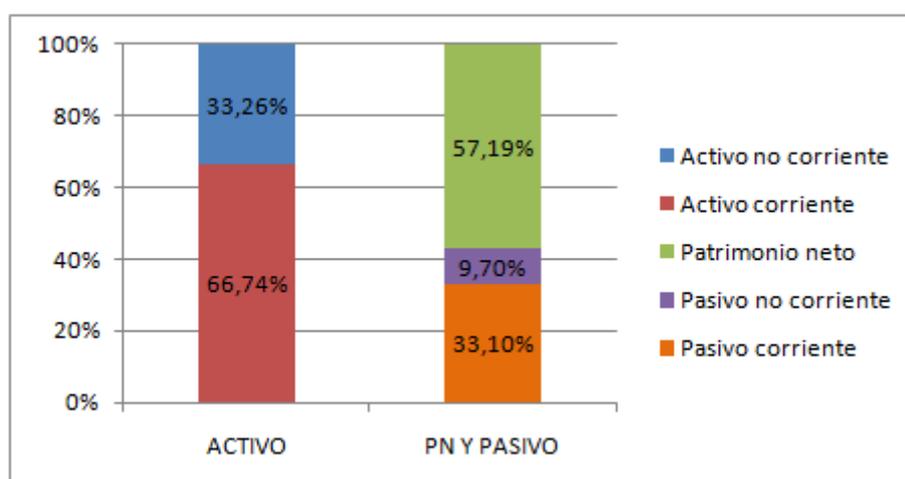


Figura 1. Masas patrimoniales del balance de situación en el período 2008-2012

La evolución de las masas patrimoniales a lo largo de los ejercicios analizados muestra disminuciones del activo no corriente (11.33%), del activo corriente (19.45%), del pasivo no corriente ( 56.88%) y del pasivo corriente (40.48%). No obstante, el patrimonio neto aumenta en un 14.02%, denotando la capitalización de estas empresas. Así mismo, se constata que el fondo de maniobra (capitales permanentes que financian el activo corriente) es positivo en todos los ejercicios analizados tal y como se muestra en la Figura 2.

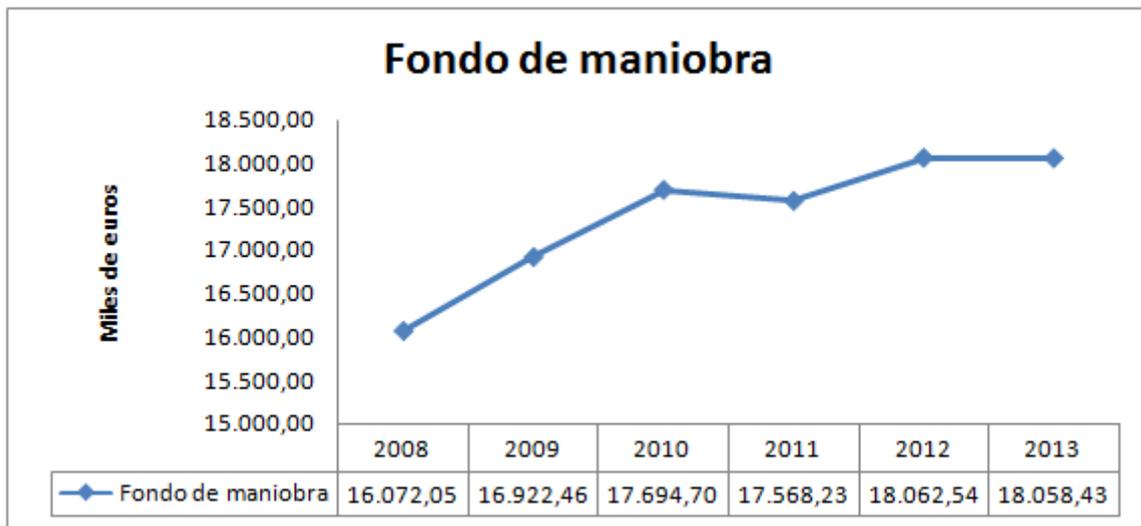


Figura 2. Evolución del Fondo de Maniobra en el período analizado

En referencia a la ratio de solvencia a corto plazo, que mide la capacidad de las empresas para hacer frente a las deudas a corto plazo mediante el activo corriente, en los seis ejercicios presenta una buena capacidad para atender los compromisos, con una solvencia que crece a lo largo del período hasta obtener el valor más alto en el ejercicio 2013, tal y como se muestra en la Figura 3 (con el riesgo de poseer demasiados activos corrientes). Este ratio está relacionado con el signo positivo de la actividad de explotación del Estado de Flujos de Efectivo que tal y como se aprecia en la Figura 4, en todos los años analizados es positivo y además el valor de los flujos de explotación aumenta considerablemente en el período analizado.

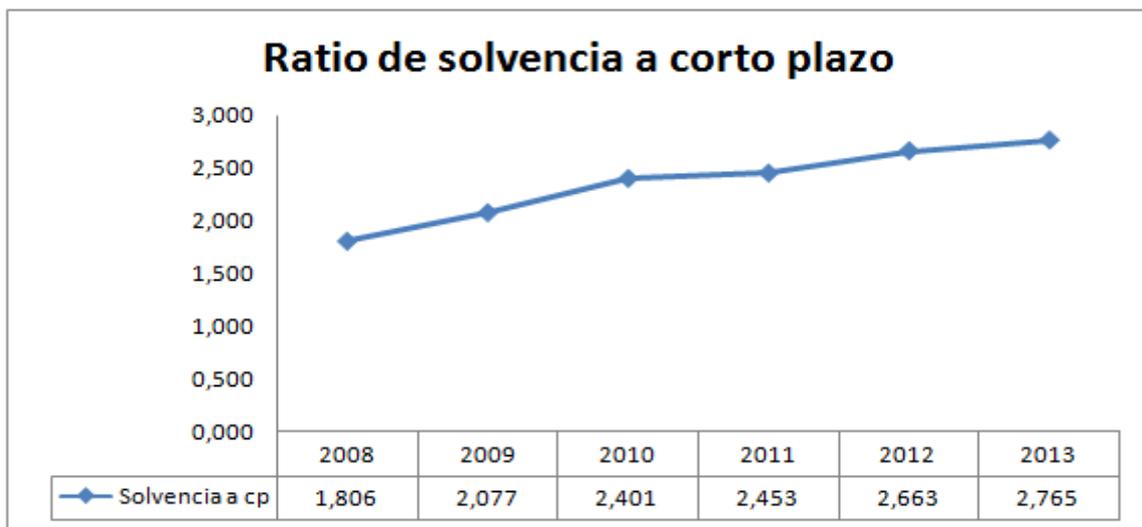


Figura 3. Evolución de la solvencia a corto plazo en el período analizado



Figura 4. Evolución de la actividad de explotación del Estado de Flujos de Efectivo en el período analizado

De esta forma, la situación financiera a corto plazo de las grandes empresas riojanas elaboradoras de vino es buena en el período analizado, con una solvencia a corto plazo bastante elevada.

#### 4.2. Análisis de la situación financiera a largo plazo

El objetivo principal del análisis de la situación financiera a largo plazo es medir la capacidad que tienen las principales empresas riojanas para satisfacer las deudas a largo plazo. De los porcentajes verticales y horizontales de las distintas partidas financieras en el período analizado se deduce que el patrimonio neto ha aumentado un 14.06%, es decir, las empresas

se han capitalizado. Por otra parte, las deudas disminuyen un 41.29%, el activo se reduce en un 14.86% y las ventas decrecen en un 12.56%; además, el resultado neto disminuye un 45.83% y el resultado global aumenta un 4% (Tabla 2).

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Patrimonio neto</b>	26,758.34	28,398.60	29,917.31	31,088.65	30,780.84	30,519.53
<b>Deudas</b>	29,277.60	27,394.12	22,677.31	19,544.99	16,742.54	17,188.26
<b>Resultado global</b>	1,104.36	3,746.32	2,242.25	1,534.49	2,090.20	1,148.41
<b>Activo</b>	56,035.94	55,792.71	52,594.62	50,633.63	47,523.38	47,707.78
<b>Ventas</b>	29,770.18	25,599.49	25,037.35	25,243.74	25,662.33	26,030.49
<b>Resultado neto</b>	2,112.31	3,585.45	2,166.52	1,446.92	2,107.24	1,144.85

Tabla 2. Indicadores financieros

Según el criterio aportado por Amat y Perramon (2012), en este período analizado hay una gestión eficiente de los activos (el decremento de las ventas es inferior al de los activos) y una gestión financiera prudente (el decremento de las deudas es superior al decremento de los activos); aunque no hay una buena gestión de los gastos puesto que los resultados han disminuido más que la ventas, por el peso de los gastos de estructura, que no ofrecen una respuesta inmediata a la disminución del volumen de ventas, tal y como se muestra en la Tabla 3.

	Gestión de los activos		Gestión financiera prudente		Gestión de los gastos	
	Δ Ventas	Δ Activos	Δ Activos	Δ Deudas	Δ Resultados	Δ Ventas
<b>Crecimiento equilibrado</b>	-12.56%	-14.86%	-14.86%	-41.29%	-45.83%	-12.56%

Tabla 3. Crecimiento equilibrado según el criterio de Amat y Perramon (2012)

Siguiendo con el análisis, la rotación total del activo, que nos informa del tiempo medio que se tarda en recuperar el activo, muestra que estas empresas tardan siete meses aproximadamente en recuperar el valor de sus inversiones y en el período analizado no hay desviaciones marcadas.



Figura 5. Evolución de la rotación del activo en el período analizado

En cuanto al endeudamiento, se trata de empresas con un nivel de endeudamiento aceptable ligeramente bajo, entre el 40% y 50% (Figura 6), y de mala calidad, con más deudas a corto plazo (Figura 7), aunque las deudas financieras a corto plazo representan el 28% de las deudas hasta 12 meses. Son empresas con autonomía financiera, con un endeudamiento que no las perjudica puesto que tienen un apalancamiento financiero superior a la unidad y con deudas financieras a corto plazo que han aumentado en dos puntos en el período analizado, en concordancia con estudios anteriores (Acedo et al., 2007).

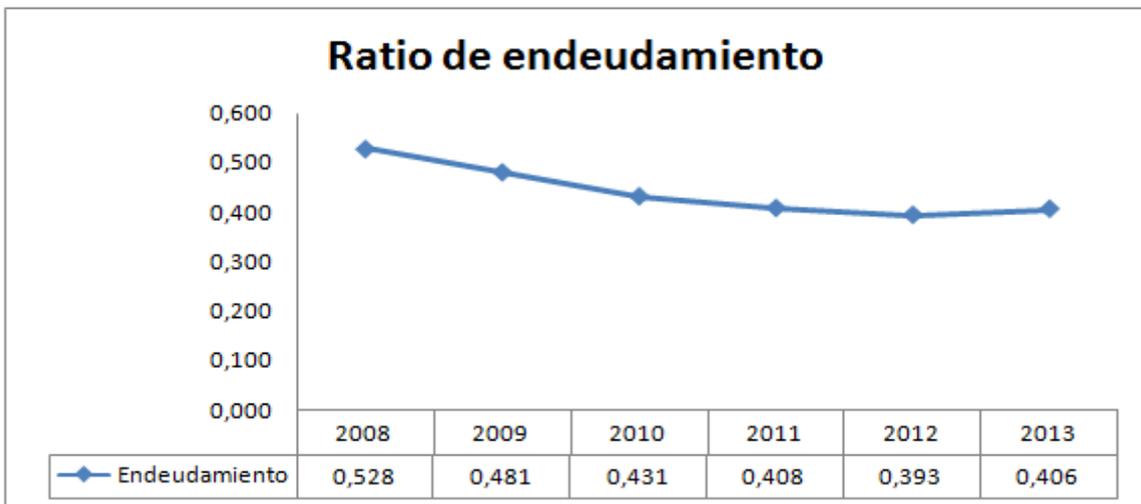


Figura 6. Evolución del endeudamiento en el período analizado

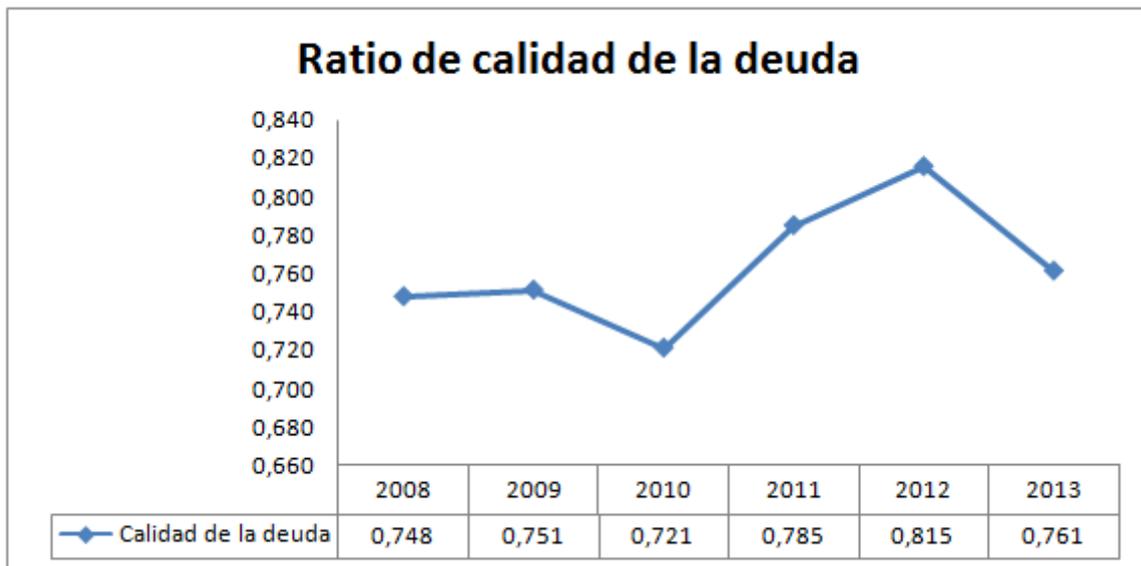


Figura 7. Evolución de la calidad de la deuda en el período analizado

Por tanto, podemos decir que las grandes empresas vinícolas riojanas tienen una buena posición financiera a largo plazo en el período considerado, pero sería conveniente mejorar la calidad de la deuda en estos ejercicios de crisis, intentando gestionar de manera más eficiente los gastos.

#### **4.3. Análisis económico**

El análisis económico tiene por objeto el estudio de los resultados respecto a su impacto en la empresa, y en explicar como se han producido los mismos, identificando las causas que han provocado la variación de estos resultados en el período considerado.

Una primera aproximación permite constatar que los gastos de explotación en el período analizado han disminuido un 13.66% (aunque los gastos de personal aumentan un 2.35%) y los ingresos de explotación han disminuido un 12.56%, no obstante, el BAIT ha aumentado a lo largo de los seis ejercicios analizados en un 7.94%. De otra parte, los gastos financieros representan un 2-3% de la ventas realizadas a lo largo del período analizado, cabe indicar que en estudios precedentes se identifican bajos costes de la deuda al incrementar el tamaño empresarial (Acedo et al., 2007). En referencia al resultado neto se constata una disminución de un 45.83%, con una caída importante por la gestión de los gastos, y el resultado global aumenta un 4% (tal cómo refleja el estudio del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto).

El valor añadido, que es el valor de la renta generada por la actividad de elaboración del vino de las empresas, aumenta considerablemente, especialmente a partir del 2009 (Figura 8),

aunque en 2012 se aprecia un cambio de tendencia, la productividad del personal (valor añadido/gastos de personal) también sigue el mismo recorrido (Figura 9).

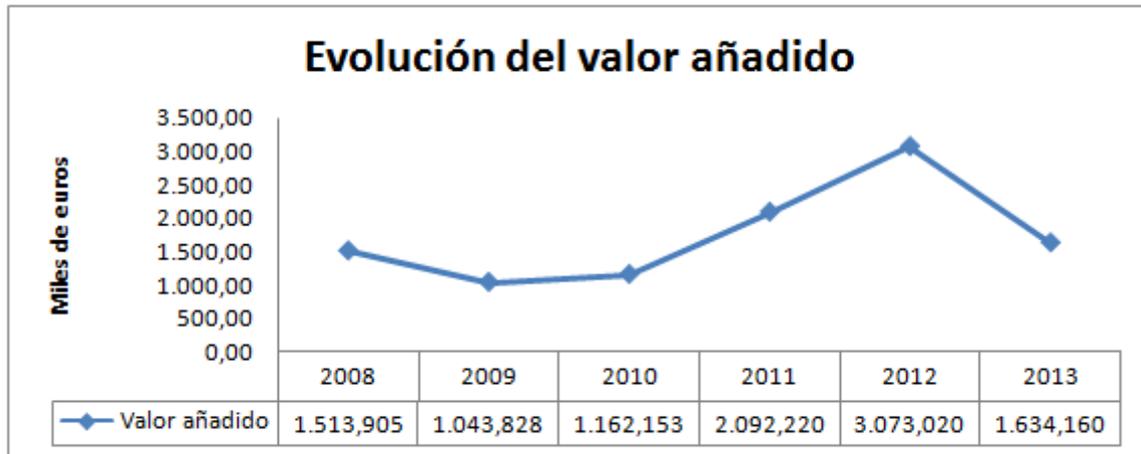


Figura 8. Evolución del valor añadido en el período analizado



Figura 9. Evolución de la productividad del personal en el período analizado

Referente al análisis de las rentabilidades, el coeficiente de rentabilidad financiera (ROE) hasta el ejercicio 2009 aumenta considerablemente, para descender posteriormente, de manera que en el período objeto de estudio decrementa un 66% hasta llegar a una rentabilidad financiera en 2013 de un 3.87% no obstante, el coeficiente de rentabilidad económica (ROA), se mantiene más estable en este período y aumenta un 22%.

En el período 2008-2011 la ROE supera la ROA avalando que el endeudamiento no perjudica a estas empresas, tal y como se muestra en la Figura 10, aunque a partir de 2012 hay un cambio de tendencia que se estabiliza en 2013.

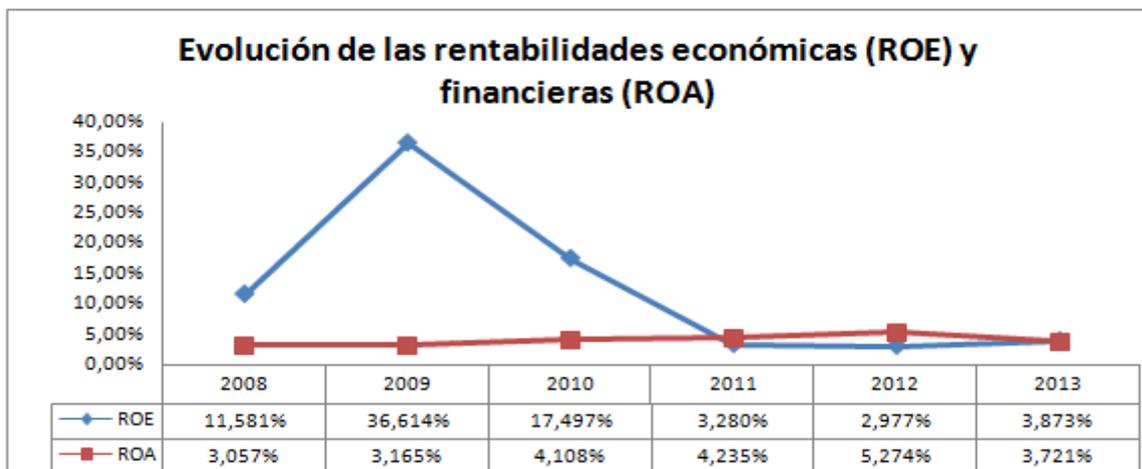


Figura 10. Evolución de la ROE y la ROA en el período analizado

Para finalizar el análisis económico es importante destacar cómo se generan los ingresos de explotación en el período considerado mediante una regresión lineal cuya variable dependiente (ventas) se explica por el tamaño empresarial, el endeudamiento y la rentabilidad de los activos empresariales, tal como evidencian las Tablas 4 y 5.

El análisis empírico se ha realizado a partir del siguiente modelo:

$$\text{Ventas} = \beta_0 + \beta_1 \text{Endeudamiento} + \beta_2 \text{LNActivo} + \beta_3 \text{ROA} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5 \text{Solvencia} + \epsilon$$

Coeficientes <sup>a</sup>						
Modelo	Coeficientes no estandarizados		Coeficientes tipificados	t	Sig.	
	B	Error típ.	Beta			
1	(Constante)	-556794993.578	63462486.501		-8.774	.000
	endeudamiento	64589654.703	16358825.589	.433	3.948	.000
	ln activo	31597668.782	3404235.789	.781	9.282	.000
	ROA	185531468.848	58116314.337	.268	3.192	.002
	ROE	-6848040.702	5622530.643	-.096	-1.218	.226
	solvencia	-1802389.784	2506612.220	-.074	-.719	.474

a. Variable dependiente: Ventas

Tabla 4. Significado de las variables explicativas del modelo planteado

Resumen del modelo				
Modelo	R	R cuadrado	R cuadrado corregida	Error típ. de la estimación
1	.709 <sup>a</sup>	.503	.475	23890605.993

a. Variables predictoras: (Constante), endeudamiento, ln activo, ROA, ROE, solvencia

Tabla 5. Coeficiente de determinación del modelo

#### 4.4. Análisis económico del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto

Después del análisis convencional de los estados financieros de las grandes empresas elaboradoras de vino en el período 2008-2013, añadimos la información del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto (ECPN), que nos permite valorar cual ha sido el resultado global de estas empresas, es decir, el resultado que engloba el resultado neto y los ingresos y gastos que se imputan al patrimonio neto y las transferencias a pérdidas y ganancias. El Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, nos informa del resultado global y nos permite valorar las variaciones patrimoniales del período considerado identificando los motivos que las han ocasionado y las garantías que ofrecen estas empresas en el período considerado.

Para hacer consistente la comparación entre resultado neto y resultado global, expresamos las variables como porcentajes de los activos totales medios (Hodder, Hopkins & Wahlen, 2006).

Estas variables relativizadas se recogen en la Tabla 6.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Resultado Neto (RN)</b>	2,112.31	3,585.45	2,166.52	1,446.92	2,107.24	1,144.85
<b>Resultado Global (RG)</b>	1,104.36	3,746.32	2,242.25	1,534.49	2,090.20	1,148.41
<b>Activos</b>	56,035.94	55,792.71	52,594.62	50,633.63	47,523.38	47,707.78
<b>Resultado Neto (RN)</b>	3.770%	6.426%	4.119%	2.858%	4.434%	2.400%
<b>Resultado Global (RG)</b>	1.971%	6.715%	4.263%	3.031%	4.398%	2.407%

Tabla 6. RN y RG relativizados

Para comparar el resultado neto y el resultado global utilizamos el primer documento del ECPN, el Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos (EIGR). Constatamos un importante aumento del resultado global o empresarial en el período 2008-2009 en más de un 220%, debido principalmente a las operaciones de cobertura y a la subvenciones recibidas. Por otra parte, el resultado neto relativizado se reduce y el resultado global relativizado aumenta, aunque a partir de 2009 los dos resultados están en sintonía (Figura 11).

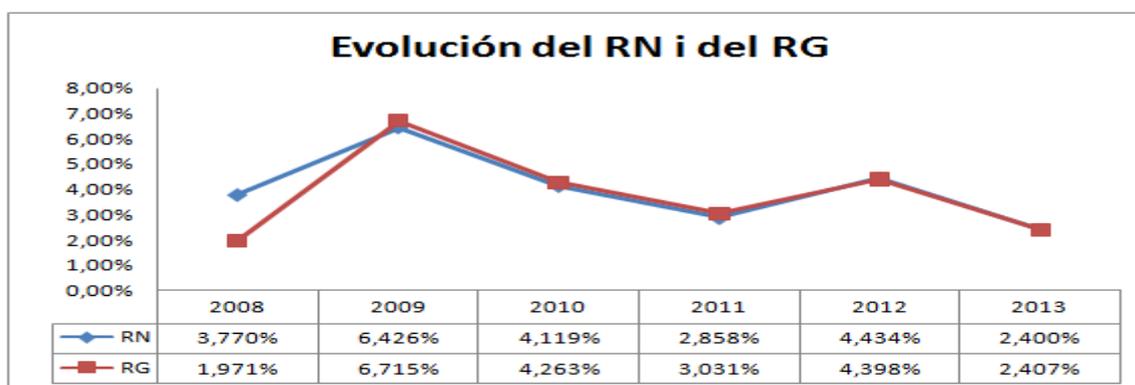


Figura 11. Evolución del resultado neto y resultado global en el período analizado

En la Figura 12 se visualiza la partida más importante entre el resultado neto y el resultado global, que corresponde a las operaciones de cobertura, incrementadas en el período 2010-2011. Para identificar la partida que provoca más diferencias entre las variables se trabaja con las variables relativizadas que se muestran en la Tabla 7.

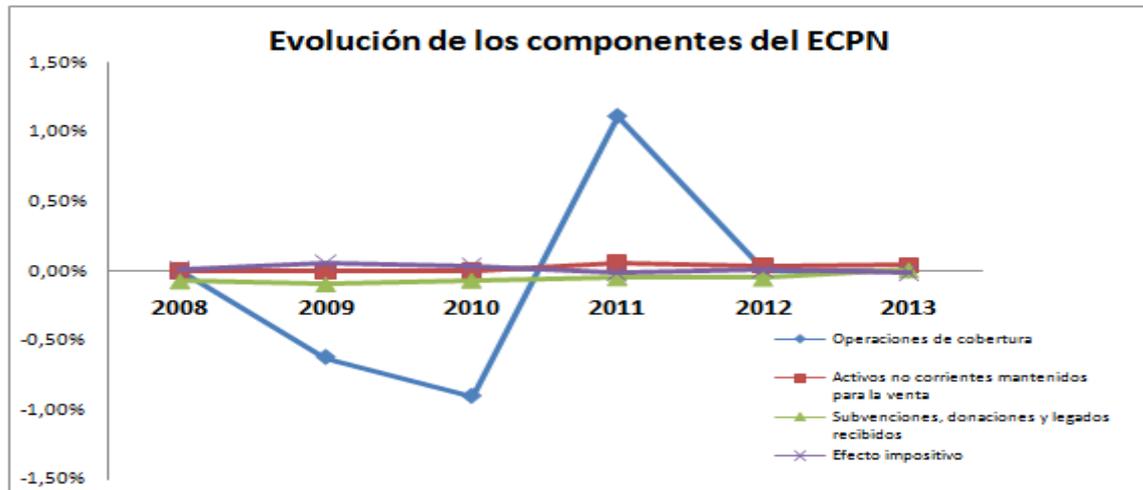


Figura 12. Evolución de los componentes entre RN y RG en el período analizado

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Operaciones de cobertura</b>		-346.86	-474.28	563.50		
<b>Activos no corrientes mantenidos para la venta</b>				30.00	19.00	20.00
<b>Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	-40.20	-53.06	-34.65	-24.50	-25.44	4.91
<b>Efecto impositivo</b>	9.68	35.81	20.65	-4.59	6.27	-2.72
<b>Activos</b>	56,035.94	55,792.71	52,594.62	50,633.63	47,523.38	47,707.78
<b>Operaciones de cobertura</b>		-0.622%	-0.902%	1.113%		
<b>Activos no corrientes mantenidos para la venta</b>				0.059%	0.040%	0.042%
<b>Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	-0.072%	-0.095%	-0.066%	-0.048%	-0.054%	0.010%
<b>Efecto impositivo</b>	0.017%	0.064%	0.039%	-0.009%	0.013%	-0.006%

Tabla 7. Variables entre RN y RG relativizadas

Del segundo documento del ECPN: el Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto (ETCPN), se desprende que el patrimonio neto aumenta un 14.06%, con una mayor capitalización por parte de estas empresas, especialmente en los últimos ejercicios, aunque en 2013 hay un leve descenso. Por lo tanto, estas empresas ofrecen mayores garantías a terceros implicados en las mismas, especialmente a finales del período analizado, tal y como indica la Figura 13, debido principalmente al aumento de las operaciones de cobertura del ejercicio 2011.

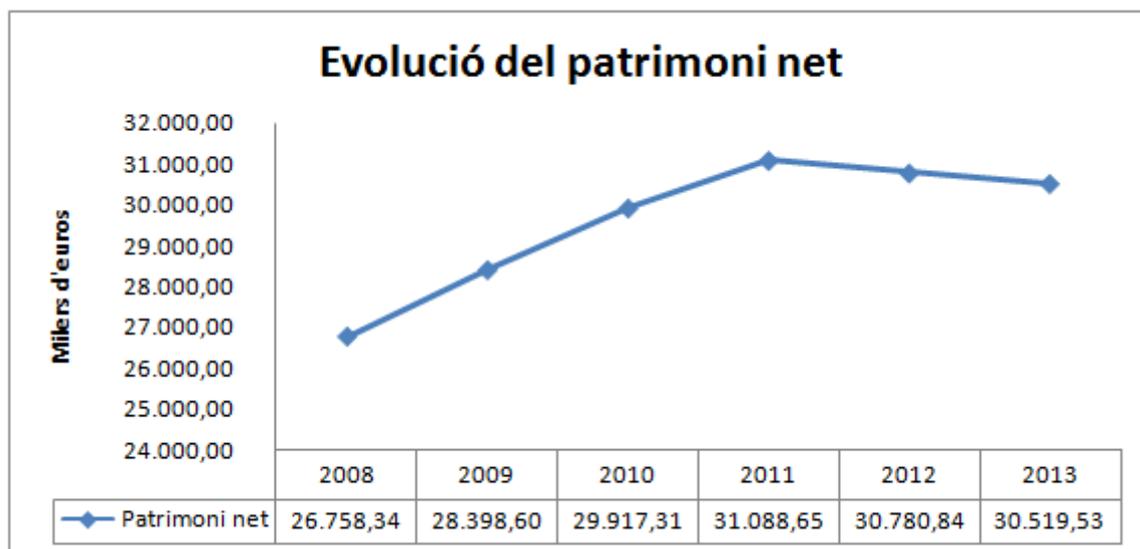


Figura 13. Evolución de la capitalización en el período analizado

#### 4.5. Análisis económico del Estado de Flujos de Efectivo

La información que nos aporta el Estado de Flujos de Efectivo hace referencia al movimiento de efectivo y otros activos líquidos equivalentes en el período considerado, es decir, nos explica el efecto de los cobros y pagos en este período en función de si pertenecen a la actividad de explotación, de inversión o de financiación, tal como se muestra en la Tabla 8.

Estado de Flujos de Efectivo	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>A) Flujos de efectivo de la actividad de explotación</b>	<b>584.99</b>	<b>2,002.57</b>	<b>3,201.78</b>	<b>2,694.46</b>	<b>2,810.20</b>	<b>4,008.12</b>
<b>B) Flujos de efectivo de la actividad de inversión</b>	<b>-1,132.31</b>	<b>84.97</b>	<b>-1,014.33</b>	<b>-131.47</b>	<b>-1,164.02</b>	<b>-2,373.25</b>
<b>C) Flujos de efectivo de la actividad de financiación</b>	<b>832.66</b>	<b>-1,887.35</b>	<b>-2,287.77</b>	<b>-2,855.52</b>	<b>-1,435.71</b>	<b>-1,444.44</b>
<b>Diferencias de cambio</b>	-52.05	17.12	12.90	1.32	0.45	-2.70
<b>D) Aumento/disminución neta de efectivo</b>	<b>233.29</b>	<b>217.30</b>	<b>-87.43</b>	<b>-291.21</b>	<b>210.92</b>	<b>187.73</b>
<b>Efectivo o equivalentes al principio del ejercicio</b>	488.53	721.82	939.12	851.70	560.49	619.87
<b>Efectivo o equivalentes al final del ejercicio</b>	721.82	939.12	851.70	560.49	771.41	807.60

Tabla 8. Evolución del Estado de Flujos de Efectivo en el período analizado

En este documento contable se pueden apreciar los distintos flujos de efectivo de las grandes empresas vinícolas riojanas en los cinco ejercicios analizados.

Respecto a los flujos de la actividad de explotación es remarcable que en todos los ejercicios estos flujos son positivos, ya que los cobros superan a los pagos y las empresas pueden hacer

frente a los pagos a corto plazo. Respecto a los flujos de la actividad de inversión el signo negativo de todos los ejercicios, excepto para el 2009, pone de manifiesto que estas empresas están invirtiendo. Y, finalmente, los flujos de la actividad de financiación también son negativos, exceptuando el 2008, de manera que se devuelve la financiación demandada a las entidades financieras (Ruiz Lamas, Gómez & Pérez, 2006).

Siguiendo con el análisis del Estado de Flujos de Efectivo de las grandes empresas vinícolas riojanas en el período 2008-2013, se pone de manifiesto que el efectivo va fluctuando en este período, pero las empresas han podido hacer frente a sus pagos a corto plazo, tal y como se ha mostrado en el estudio convencional a corto plazo. Es decir, son empresas con una buena solvencia a corto plazo que han llevado a cabo inversiones y han devuelto la financiación recibida a las entidades de crédito. Las inversiones en todos los ejercicios analizados, exceptuando el 2009, confirman que el sector está inmerso en un proceso de reestructuración, donde las grandes empresas invierten en centros de producción en distintas zonas, para diversificar la oferta y se apuesta por la innovación, la sostenibilidad y la calidad del producto para satisfacer a los potenciales clientes.

### **5. Comparativa del sector vinícola: La Rioja y Cataluña en período de crisis**

En investigaciones anteriores (Arimany, Farreras & Rabaseda, 2014) planteamos el análisis económico financiero de las grandes empresas catalanas elaboradoras de vino, con los mismos criterios de obtención de la muestra, y la misma metodología de análisis, por tanto procedemos a la comparativa de las grandes empresas riojanas y catalanas (incorporados los oportunos datos financieros), referentes en el sector, que presentan cuentas anuales normales y que concentran un 70% de las ventas en el caso de la Rioja y un 83% de las ventas en el caso de Cataluña para el período 2008-2013. El diagnóstico de su salud empresarial, aunque no es extrapolable a todas las empresas, permitirá identificar la situación económica financiera que presentan estas empresas en período de crisis.

En los dos territorios el grado de concentración es elevado y hay poca penetración de capital extranjero, aunque aumentan los acuerdos con empresas de otros países para mejorar la capacidad de comercialización a nivel mundial. De las dos zonas los aspectos comparativos a destacar a nivel económico financiero en el período 2008-2013 son:

- En cuanto al análisis a corto plazo, las empresas vinícolas catalanas aumentan el activo no corriente y el patrimonio neto por las inversiones realizadas y las empresas vinícolas de La Rioja reducen sus pasivos y por tanto su endeudamiento. La solvencia a corto plazo es aceptable, aunque hay que destacar los flujos de explotación negativos en

2009 y 2013 de las empresas catalanas por las inversiones en nuevas plantas y en logística exportadora de la empresa Freixenet S.A.

- El análisis a largo plazo identifica una mala gestión de los gastos en las dos zonas, y una necesidad de mejorar la gestión de activos en Cataluña. Las ventas aumentan un 0,6% en el sector vinícola catalán y en el sector vinícola riojano disminuyen un 12%. Respecto al endeudamiento las catalanas están más endeudadas aunque mejora la calidad de su deuda a diferencia de las empresas riojanas.
- Referente al análisis económico las rentabilidades son superiores en la Rioja, aunque la rentabilidad financiera de las empresas riojanas desciende a los niveles de las empresas catalanas a partir de 2010. En las empresas catalanas siempre la ROE > ROA a diferencia de las empresas riojanas en los últimos ejercicios indicando que el endeudamiento las perjudica.
- En el análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio neto, cabe destacar el comportamiento estable del resultado neto y del resultado global en La Rioja a diferencia de Cataluña, por los diferentes componentes que influyen en la determinación del resultado global en cada zona (Rioja: operaciones de cobertura; Cataluña: inversiones financieras). Además se trata de empresas capitalizadas en las dos zonas.
- Respecto al Estado de Flujos de Efectivo las vinícolas de La Rioja presentan una tesorería más elevada aunque los flujos de efectivo de actividad de explotación, inversión y financiación son similares a excepción del flujo de la actividad de explotación en 2009 y 2013 en Cataluña por el efecto de estrategia empresarial de Freixenet S.A.

Finalmente indicar que las dos zonas tienen clara vocación exportadora (La Rioja exporta un tercio de su producción y Cataluña exporta dos terceras partes) y apuestan decididamente por la innovación en procesos y productos. Además, el clúster del vino en La Rioja determina la salud de la economía regional y en Cataluña representa el 25% de su primer sector industrial: el agroalimentario.

A nivel internacional la Rioja empezó con anterioridad la exportación de sus vinos, y además al existir una sola DO Rioja simplificaba notablemente su conocimiento a nivel internacional, en cambio Cataluña al tener 12 DO (muy positivo en términos de tipicidad y territorio) y una experiencia exportadora más reciente supone un mayor esfuerzo de internacionalización.

Rioja apostó muy fuerte por su variedad emblemática (el Tempranillo), lo que supuso una diferencia clara respecto el resto de empresas vinícolas, en cambio Cataluña con su gran

variedad de vinos tiene más dificultades para llegar al consumidor final; aunque cabe destacar la DO Cava en Cataluña que ha favorecido notablemente la exportación en este sector.

Son dos zonas de vinos de gran calidad que en el período de crisis objeto de estudio han gozado de una aceptable salud económica financiera.

## **6. Conclusiones**

En el período analizado 2008-2013 el sector vinícola de las principales empresas riojanas presenta una buena situación financiera a corto plazo, con fondos de maniobra positivos y una aceptable solvencia para hacer frente a los pagos a corto plazo.

Respecto al análisis a largo plazo, es destacable la capitalización de las empresas (los capitales permanentes representan un 66.90% de la estructura financiera) con una buena autonomía financiera, de manera que el endeudamiento moderado va disminuyendo considerablemente en el período analizado, en sintonía con la situación del mercado crediticio. Cabe resaltar que es un endeudamiento con aproximadamente un 75% de las deudas a corto plazo (aunque las deudas financieras a corto representan un 28% del total deudas a corto identificando un endeudamiento financiero fronterizo), por lo que sería conveniente negociar las deudas de corto a largo plazo y mejorar la gestión de los gastos para adaptarse al nivel de ingresos ya que las ventas de las empresas riojanas objeto de este estudio han disminuido un 12.56% y el resultado neto y el resultado global aumenta en 2009, ejercicio en el que el Estado de flujos de efectivo indicaba una desinversión. A partir de 2009 el resultado neto va disminuyendo, avalando un cambio de tendencia que también se identifica en el estudio del valor añadido (especialmente en 2013) y que debería contrastarse en ejercicios posteriores, por implicar notables repercusiones en la economía regional.

La rentabilidad financiera (ROE) decrementa a partir de 2009 para llegar a valores en 2013 de un 3.87% y la rentabilidad económica (ROA) aumenta en el período analizado hasta un 3.72% en 2013, de manera que disminuye el beneficio en relación a la inversión que han realizado los propietarios, aunque incrementa el rendimiento de los activos empresariales. De otra parte, la ROE superior a la ROA (exceptuando el 2012) indica que endeudamiento no perjudica a las grandes empresas riojanas. Es destacable que la rentabilidad de los propietarios (ROE) está influida por el entorno general, pero no por el territorio ni el tamaño empresarial (Acedo et al., 2007). De otra parte, las ventas en el período considerado se explican por el tamaño empresarial, el endeudamiento asumido y la rentabilidad de los activos empresariales.

Respecto al análisis del Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, las empresas de la muestra presentan buenos resultados globales hasta el ejercicio 2009, con una posterior disminución en los restantes ejercicios en sintonía con el resultado neto. En todo el período se han utilizado

variables relativizadas, como porcentajes de los activos totales medios del conjunto de empresas, para hacer consistente la comparación de los dos resultados. Respecto al patrimonio empresarial, al ser empresas que se han capitalizado en el período analizado presentan suficientes garantías en el período considerado para con terceros, aunque el cambio de tendencia en el valor añadido a partir del ejercicio 2013 se debe seguir con atención.

El Estado de Flujos de Efectivo en el período analizado muestra una tesorería suficiente para que las empresas riojanas puedan hacer frente a sus pagos a corto plazo, llevar a cabo las oportunas inversiones y devolver la financiación obtenida por parte de las entidades de crédito.

En este entorno de crisis generalizada, las grandes empresas vinícolas riojanas dentro del período analizado presentan buena salud económica financiera, aunque los resultados muestren cambios con tendencia a la baja, que se deben tener presentes para gestionar estas empresas en el futuro próximo. La buena solvencia a corto plazo, el razonable endeudamiento y la fuerte capitalización deberían permitir mejorar la gestión de los gastos de estructura y mejorar la calidad de la deuda para optimizar los resultados y acometer procesos innovadores en un sector tan decisivo en la economía regional, apostando por una mayor internacionalización sin descuidar el mercado interno.

Respecto a la comparativa entre La Rioja y Cataluña es destacable que en este período Cataluña realiza más inversiones y La Rioja disminuye su endeudamiento. En las dos zonas hay una mala gestión de los gastos y aunque las rentabilidades se han moderado La Rioja al principio del período supera a Cataluña. Las empresas de las dos zonas se han capitalizado y apuestan decididamente por la exportación y la innovación.

Finalmente, poner atención en no perder mercado (por altos precios y por nuevos competidores en el escenario mundial) y en mantener los niveles de facturación mediante un producto de calidad gestionado con los oportunos controles internos, ya que en los próximos ejercicios los cambios de tendencia pueden acentuarse.

### **Referencias**

- ACEDO, M.A.; AYALA, J.C.; RODRÍGUEZ, J.E. (2007). Eficiencia de las empresas vinícolas de La Rioja: Comparación con las del resto de España. *Congreso anual AEDEM ponencias 62-84*.
- ACEDO, M.A.; RODRÍGUEZ, J.E. (2005). Estructura financiera y rentabilidad de la industria agroalimentaria de La Rioja. Análisis empírico por sectores y tamaño. *Boletín de Estudios Económicos*, LX(184): 163-176.

- AMAT, O.; PERRAMON, J. (2012). High-growth cooperatives: Financial profile and key factors for competitiveness. *CIREC-España, revista de economía pública, social y cooperative*, 73: 81-98.
- ARIMANY, N.; FARRERAS, A.; RABASEDA, J. (2014). Anàlisi econòmica financera del sector vinícola català. *Intangible Capital*, 10(4): 741-765.
- BARCO, E. (2012). *Factores determinantes del funcionamiento económico del sector vitivinícola en la Denominación de Origen Calificada Rioja (DOCa Rioja) y su adaptación a los cambios en el entorno económico*. Tesis doctoral, Universidad de la Rioja.
- BUENDÍA-MARTÍNEZ, I.; CÔTÉ, A. (2014). Desarrollo territorial rural y cooperativas: Un análisis desde las políticas públicas. *Cuadernos de desarrollo rural*, 11(74), 35-54. <http://dx.doi.org/10.11144/Javeriana.CRD11-74.dtrc>
- CASTILLO, J.S.; GARCÍA, M<sup>a</sup>.C. (2013). Analysis of international competitive positioning of quality wine from Spain. *Ciencia e Investigación Agraria*, 40(3): 491-501. <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-16202013000300003>
- FARINELLI, F. (2003). *Technological catch-up and learning dynamics in the Chilean wine industry*. Innovation and competitiveness in the new world of wine, Niagara.
- GÓMEZ, M.; MOLINA, A. (2012). Wine Tourism in Spain: Denomination of Origin Effects on Brand Equity. *International Journal of Tourism Research*, 14(4): 353-368. <http://dx.doi.org/10.1002/jtr.868>
- GÓMEZ-BEZARES, F.; LARREINA, M. (2009). Una valoración de un sector económico clave: El vino Rioja. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 8: 207-220.
- GÓMEZ-LIMÓN, J.A.; CASQUET, E.; ATANCE, I. (2003). Análisis económico-financiero de las cooperativas agrarias en Castilla y León. *Cirec España*, 46: 151-189.
- HODDER, L.D.; HOPKINS, P.E., WAHLEN, J.M. (2006). Risk-Relevance of Fair-Value Income Measures for Commercial Banks. *The Accounting Review*, 81(2): 337-375. <http://dx.doi.org/10.2308/accr.2006.81.2.337>
- INHAN, I.; FERREIRA, J.; MARQUES, C.; REBELO, J. (2013). An innovation paradox in wine cluster: The case of Douro region (Portugal). *Revista de administracao de empresas*, 53(3): 256-271.
- LARREINA, M. (2006). *Estudio de la dependencia de la economía riojana del vino Rioja*. Tesis Doctoral, Universidad Deusto, Bilbao.
- LARREINA, M.; AGUADO, R. (2008). Beyond the cluster: How wine drives regional economy to success: "Oenopolis the case of Rioja". *International Journal of Wine Business Review*, 20(2): 153-170. <http://dx.doi.org/10.1108/17511060810883777>

- LARREINA, M.; GÓMEZ-BEZARES, F.; AGUADO, R. (2011). Development rooted on riojam soil: the wine cluster and beyond. *The open geography journal*, 4: 3-15.
- LÓPEZ, T.; RODRÍGUEZ, J.; VIEIRA, A. (2013). Revisión de la literatura científica sobre enoturismo en España. *Cuadernos de turismo*, 32: 171-188.
- MARTÍN, D. (1999). Factores comunes en la información financiera de la empresa y su relación con el tamaño. *Revista de Contabilidad*, 2(3): 133-162.
- MARTÍN, M.A.; VIDAL, F. (2001). Análisis comparativo de las bodegas cooperativas inscritas en las Denominaciones de Origen vónicas de la Comunidad Valenciana. *Esik Market*, 110: 143-167.
- MARTÍN, M.A.; VIDAL, F. (2005). Análisis económico-financiero de las empresas vinícolas que cotizan en el Índice General de la Bolsa de Madrid. *Esik Market*, 120: 103-120.
- MARTÍNEZ, J.M.; MEDINA, F.J. (2010). Change and Development in the Spanish Wine Sector, 1950-2009. *Journal of Wine Research*, 21(1): 77-95. <http://dx.doi.org/10.1080/09571264.2010.495856>
- MARZO, M.; PEDRAJA, M.; VINZÓ, L. (2010). Orientación hacia el desarrollo del turismo del vino de las webs de las bodegas de la Rioja y Aragón. *Journal of technology management & innovation*, 5(2): 113-132.
- MCRAE-WILLIAMS, P. (2002). *Wine and regional tourism: Strengthening complementarity to facilitate regional development*. University of Ballarat.
- 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*, 89-90: 140-166.
- MYTELKA, L.I.; GOERTZEN, H. (2003). *Vision innovation and identity: The emergence of a wine cluster in the Niagara peninsula*. Innovation and competitiveness in the new world of wine, Niagara.
- OIV (2010). *World Statistics*. OIV, Organización Internacionla de la Viña y el Vino. Paris.
- PORTER, M. (2001). *The California wine cluster*. Council on Competitviness, San Francisco.
- RABOBANK (2010). *Rabobank wine quarterly*. Rabobank, Utrecht.
- RUIZ LAMAS, F.; GÓMEZ, M.; PÉREZ, M. (2006). El ciclo de vida de un negocio como método de análisis del estado de flujos de efectivo. *Revista Técnica Contable*, 685: 15-24.
- SÁNCHEZ BALLESTA, J.P.; BERNABÉ PÉREZ, M. (2000). Rentabilidad de la empresa española: 1992-1997. *Comunicación presentada en el IX Encuentro de profesores universitarios de contabiliad*, Las Palmas de Gran Canaria.

- SAULPIC, O.; TANGUY, H. (2002). Stratégie et rentabilité des entreprises de négoce de Bourgogne. *Onivis-infos*, 97: 37-39.
- SEGURA, J.; TOLEDO, L. (2003). Tamaño, estructura y costes de financiación de las empresas manufactureras españolas. *Investigaciones Económicas*, 27: 39-69.
- SELLERS, R.; MAS, F. (2013). Rentabilidad de las empresas vinculadas a las marcas colectivas en el sector vinícola. *Universia Business Review*, 38: 68-83.
- VALENCIANO, J.P.; ROMÁN, I.M. (2011). The importance of Rioja Denomination of Origin in the context of Spanish wine market. *Mundo Agrario*, 12(23): 2-22.
- WILLIAMSON, K.; WOOD, E. (2003). *The dynamics of the South African wine industry cluster: A basis for innovation and competit veness*. Working paper of the University of Cape Town, Cape Town.
- ZANNI, L. (2004). *Leading firms and wine clusters*. Milano: Franco Angeli Ed.

## Anexos

### Anexo 1: Empresas riojanas consideradas en la muestra objeto de estudio

Empresas	Fecha constitución
DOMECQ BODEGAS SL	1999
BODEGAS ONTAÑON SL	1985
BODEGAS ISIDRO MILAGRO SA	2001
CRIADORES DE RIOJA SL	1997
UNITED WINERIES SA	1958
LA RIOJA ALTA SA	1890
FEDERICO PATERNINA SA	1974
BODEGAS RAMON BILBAO SA	1973
BODEGAS LAN SA	1974
BODEGAS RIOJANAS SA	1930
BODEGAS BERONIA SA	1974
BODEGAS FRANCO ESPAÑOLAS SA	1975
BODEGAS DINASTIA VIVANCO SL	1981
BODEGAS ALTANZA SA	1998
BODEGAS CARLOS SERRES SL	1975
BODEGAS MONTECILLO SA	1941

### Anexo 2: Evolución masas patrimoniales de los balances de las empresas riojanas

	2008	2009	2010
<b>Activo no corriente</b>	17.791.653,44	17.166.679,69	18.502.052,38
<b>Activo corriente</b>	38.244.291,13	38.626.035,13	34.092.565,50
<b>Total</b>	56.035.944,56	55.792.714,81	52.594.617,88
<b>Patrimonio Neto</b>	26.758.339,88	28.398.598,25	29.917.311,75
<b>Pasivo no corriente</b>	7.077.235,94	5.690.546,13	6.279.438,50
<b>Pasivo corriente</b>	22.200.368,75	21.703.570,44	16.397.867,62
<b>Total</b>	56.035.944,56	55.792.714,81	52.594.617,88

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Activo no corriente</b>	17.940.039,50	15.740.947,00	16.050.394,53
<b>Activo corriente</b>	32.693.594,88	31.782.436,20	31.657.389,67
<b>Total</b>	50.633.634,38	47.523.383,20	47.707.784,20
<b>Patrimonio Neto</b>	31.088.646,50	30.780.839,80	30.519.526,73
<b>Pasivo no corriente</b>	4.419.618,63	3.022.651,13	3.589.293,73
<b>Pasivo corriente</b>	15.125.369,25	13.719.892,26	13.598.963,73
<b>Total</b>	50.633.634,38	47.523.383,20	47.707.784,20

Intangible Capital, 2016 ([www.intangiblecapital.org](http://www.intangiblecapital.org))



El artículo está con Reconocimiento-NoComercial 3.0 de Creative Commons. Puede copiarlo, distribuirlo y comunicarlo públicamente siempre que cite a su autor y a Intangible Capital. No lo utilice para fines comerciales. La licencia completa se puede consultar en <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/es/>