



Caracterizando la rentabilidad de bodegas españolas, la transición hacia un mayor tamaño de las empresas familiares

José Luis Gallizo Larraz^a y Jordi Moreno Gené^{b*}

^a Director de la Cátedra de Empresa Familiar de la Universidad de Lleida

^b Profesor lector en el departamento de Administración de Empresas de la Universidad de Lleida

*Correo de contacto: Jordi.moreno@udl.cat

Recibido 25 de junio 2020; Aceptado 15 de julio 2020

Resumen

El sector vinícola español es uno de los principales productores y vendedores a nivel internacional, sin embargo, las rentabilidades obtenidas por sus bodegas distan de las de otros países y además hay notables diferencias entre ellas. Este estudio pretende identificar aquellos factores que explican unos mayores niveles de rentabilidad, tanto para el conjunto del sector como de un modo específico para las empresas familiares. Para ello se analiza un conjunto de datos de panel correspondientes a 505 bodegas españolas durante el período 2014-2018 mediante un modelo de efectos aleatorios. Los resultados, además de mostrar el efecto positivo de la gestión familiar, confirman la importancia de factores relacionados tanto con la dimensión, como con la eficiencia y gestión de la bodega. Así, la concesión de mayor crédito comercial o un mayor ciclo de almacenamiento del producto son factores que contribuyen a mejorar la rentabilidad al aumentar la calidad y trabajar con mayores márgenes.

Clasificación JEL: G32, L25, L66,

Palabras Clave: Sector vinícola, rentabilidad económica, empresa familiar, dimensión.

1. Introducción

España es un gran productor de vino que permite a un amplio número de bodegas españolas competir en un mercado global en el que lidera las ventas en volumen, por delante de los principales competidores que son Italia y Francia (OeMv, 2018). A pesar de ser líder en venta de vino, los ingresos del sector en España tan sólo alcanzan a una tercera parte de los ingresos obtenidos en Francia, uno de sus principales competidores (OeMv, 2018).

Las empresas del sector en España funcionan con bajos precios de venta, lo que dificulta alcanzar un nivel de rentabilidad competitivo, aunque se observan diferencias en sus índices de rentabilidad. De hecho, hay empresas eficientes en su gestión que consiguen posicionar sus productos en mercados exteriores obteniendo buenos

resultados. La mayoría de las empresas producen diferentes variedades de vino que se venden a precios muy diversos y que deben colocar estratégicamente en los mercados. Además, en la industria del vino no sólo es importante la cantidad de vino producido si no también la calidad y la experiencia de la bodega para comercializarlo (Medina y Martínez, 2012).

Por tanto, nos encontramos ante una industria en la que las empresas deben adaptarse a un mercado global para mejorar sus resultados, pero también a las condiciones de un mercado cuyo consumo interno está en descenso desde hace dos décadas. En estas condiciones, la salida a nuevos mercados de consumo de vino es obligada para las empresas españolas, incluso en las bodegas pequeñas el futuro es el mercado exterior (Ballesteros, 2018).

Dada la amplia variabilidad de los índices de rentabilidad entre las empresas del vino (Jordán et al., 2010), este trabajo está dirigido a obtener los principales factores que explican una mayor rentabilidad de las empresas vinícolas españolas. Interesa averiguar la importancia del tamaño y los diferentes estilos de gestión que guían a una empresa cuando la mayoría del capital es de carácter familiar y, en particular, conocer la importancia que tiene la propiedad del capital de la empresa y su antigüedad. Para ello analizaremos un conjunto de datos de panel correspondientes a bodegas españolas mediante un modelo de efectos aleatorios.

Después de plantear el contexto y el objetivo del estudio, el resto del artículo se organiza como sigue, en la sección 2 revisamos la literatura previa en el sector del vino en lo referente a la influencia del tamaño y la propiedad, también revisamos y discutimos cuales han sido los factores determinantes de rentabilidad en trabajos anteriores del sector del vino. La sección 3, se dedica a explicar la base de datos y las variables consideradas en el estudio. En la sección 4 se analizan los principales resultados de los modelos estadísticos empleados. Por último, se expresan las conclusiones del estudio, sus limitaciones y futuras líneas de investigación.

2. Revisión de la literatura

Obtener una rentabilidad de las inversiones suficiente es una necesidad de las empresas que les permite invertir en su futuro para progresar en crecimiento y remunerar a su capital propio. En este trabajo, nos interesa analizar la rentabilidad frente a las características que facilitan su obtención en particular, respecto al tamaño de las bodegas, hay trabajos de campo que han encontrado una estrecha relación entre ambas variables (Sellers y Alampi-Sottini, 2016). En las bodegas más pequeñas, la variabilidad de los márgenes de beneficios observados es un peligro que afecta a su viabilidad. Una consecuencia de la volátil y débil rentabilidad experimentada por bodegas de reducida dimensión es la incapacidad de acumular beneficios retenidos. En contraste con las bodegas más grandes que generalmente son capaces de acumular mayor cantidad de reservas de capital lo que les permite afrontar cada campaña en mejores condiciones financieras (Deloitte, 2019).

Entre las empresas que operan en el sector del vino, un elevado número son de propiedad familiar, normalmente, de menor tamaño que las no familiares. La estructura y la forma de gobierno de las empresas familiares ha sido ampliamente estudiada con el fin de encontrar diferencias frente a las no familiares e identificar factores propios que afectan a la rentabilidad (Mazzi, 2011). El hecho de ser empresa familiar puede

intervenir a favor de la rentabilidad por los menores costes de agencia que suponen su actividad (Soler et al., 2017). Pero, a la vez, el menor tamaño juega en contra de la operatividad en el mercado exterior obligando a las pequeñas empresas a agruparse o a crear alianzas y marcas colectivas para mejorar su competitividad (Fishman et al., 2018). Trabajos previos han probado que un mayor tamaño puede ser una ventaja competitiva en un sector en el que las grandes empresas son relativamente más eficientes que las pequeñas. Se ha obtenido que las empresas de mayor tamaño pueden beneficiarse de economías de escala, capacidad de almacenamiento e inversión en mejorar su imagen de marca para vender los vinos en el exterior (Sellers y Alampì-Sottini, 2016).

Otro factor influyente en la rentabilidad de las bodegas grandes y pequeñas es la venta de los vinos de calidad, aquellos que se comercializan bajo una distinción de envejecimiento, esta producción está aumentando progresivamente. Es importante tener en cuenta que, aunque el volumen de producción para vinos de crianza o reserva en España es comparativamente bajo, el valor de su venta en el mercado es más del doble que el de los vinos a granel (Ballesteros, 2018). Por tanto, la apuesta por productos de mayor o menor envejecimiento mediante marcas individuales o colectivas determinará la estrategia de mercado adoptada que influirá en la rentabilidad (Sellers y Mas, 2013). También hay productos ecológicos que muchas bodegas están incorporando en su producción, sin embargo, todavía no se disponen de datos estadísticos al carecer de su propia clasificación arancelaria. En este caso, las estadísticas disponibles con relación a la exportación de productos orgánicos siguen siendo poco confiables, lo que dificulta analizar la importancia del mercado en términos de volumen, valores y destinos principales (Fuentes et al., 2015).

Para el conjunto de bodegas españolas existe un mercado de gránulos que funciona con precios muy bajos y ello es debido a la falta de integración vertical para una gran parte de la producción. La falta de integración vertical en numerosas empresas entre la elaboración del vino por un lado y el envejecimiento y embotellado por otro, impide obtener vinos de mayor calidad y de mayor precio en el mercado (MAPA, 2005). El reto principal es reducir la venta de gránulos baratos, algo que se produce por la situación excedentaria del mercado y la falta de estructuras productivas (OeMv, 2018).

Para analizar este contexto, nos interesa determinar el ratio de almacenamiento de existencias/ventas. Es un indicador de control usado por las asociaciones de productores en un intento de cuidar la estabilidad de los precios. En las bodegas de Rioja, ese valor oscila en torno a 3, mientras que en otras denominaciones, como Castilla La Mancha está muy por debajo de 1 (Barco, 2015). Los expertos en La Rioja consideran que si el ratio se encuentra entre 3,07 y 3,09 los precios permanecen estables porque es necesario mantener en almacén un componente de **stock de calidad** (Barco, 2015). En bodegas donde la calidad es alta, este ratio mantiene una proporción de vino en envejecimiento necesario para ofertar al mercado un producto de calidad de fácil salida al exterior y a mejor precio. En este trabajo calcularemos el ratio de almacenamiento para la muestra de empresas y lo integraremos en el modelo de regresión con el fin de obtener resultados sobre la importancia de mantener existencias de vino en proceso de envejecimiento en almacén.

Junto a los factores mencionados, existen otros de carácter financiero y comunes a otros sectores que pueden ser influyentes en la determinación de la rentabilidad (García y

Avella, 2007). Diversos trabajos se han ocupado de analizar los factores determinantes de la rentabilidad de las bodegas de vino pero no demasiados para empresas españolas. En el caso de España, Sellers y Más han estimado determinantes de la rentabilidad con el objetivo de obtener evidencia sobre el efecto de las marcas colectivas proporcionadas por las denominaciones de origen (Sellers y Más, 2013). Para la industria del vino en el Piamonte de Italia, Bava y Gromis di Trana (2016) han analizado los determinantes de la rentabilidad. Para las bodegas de dicha región obtienen una relación positiva en el tamaño de la firma y en la intensidad de la exportación. Para un pequeño país productor como Portugal, con una fuerte presencia en el mercado internacional, Rebelo et al. (2018) obtienen que el mercado de vino justificaría la coexistencia de bodegas de diferentes tamaños y tecnologías de producción, cargando diferentes precios para distintos vinos de acuerdo con las preferencias y la disponibilidad de pago del consumidor. Sus resultados no son claros en cuanto al resto de determinantes, indican que, la performance de las bodegas es un constructo multidimensional que exhibe similitudes y diferencias de acuerdo con los índices usados, pero al final, obtienen con claridad que el tamaño de las firmas es lo que claramente incrementa su *performance* de exportación (Rebelo et al., 2018).

3. Muestra y metodología

La muestra utilizada en este estudio consiste en un total de 505 bodegas españolas cuyos datos se encuentran disponibles en la base SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) elaborada por Bureau Van Dijk, y que constituye la principal base de datos económicos y financieros de empresas españolas.

Para la identificación de las bodegas en la base SABI hemos utilizado su código de actividad de acuerdo a la clasificación industrial CNAE 2009. Seleccionando para el estudio aquellas empresas cuya actividad principal queda recogida en el epígrafe “1102. Elaboración de vinos”. Posteriormente, hemos eliminado del estudio a las microempresas, al considerar que su actividad no se corresponde exactamente con la del tipo de bodegas que queremos analizar en este estudio. Para ello, se ha tomado en consideración la definición de la Comisión Europea para Pequeñas y Medianas Empresas (Commission Recommendation 2003/361/EC), la cual considera microempresas aquellas que tienen menos de 10 trabajadores y cuya facturación y/o activo no excede de los 2 millones de euros.

Finalmente, hemos acotado la muestra seleccionando únicamente aquellas empresas para las que había datos disponibles para todos los años del período 2014-2018. El estudio se ha centrado en estos 5 años para evitar que los efectos de la recesión económica vivida en España durante los años anteriores y hasta el año 2013 pudieran afectar a los resultados del mismo. Este estudio, por tanto, se enmarca en un contexto de moderado crecimiento económico y también de las exportaciones de vino español, que en este periodo analizado, no ha dejado de crecer (OeMv, 2018). Además, hemos eliminado de la muestra aquellas observaciones que podían considerarse atípicas, como por ejemplo las correspondientes a empresas con un patrimonio neto negativo, con el objetivo de mitigar el impacto de los valores extremos así como de potenciales errores en los datos.

Tras aplicar estos filtros, las 505 bodegas españolas incluidas en el estudio proporcionan un panel de datos no balanceado compuesto por un total de 2.361 observaciones.

3.1. Variables del modelo

- Variable dependiente

Como variable dependiente hemos seleccionado la rentabilidad económica (ROA), calculada como el beneficio antes de intereses e impuestos dividido por el activo total. A raíz de la elevada disponibilidad de esta variable, y de su capacidad informativa, su uso resulta muy habitual en la literatura a la hora de analizar la performance en cualquier sector, incluidos el sector agroalimentario (Grau y Reig, 2015; Gallizo et al., 2019) o específicamente el sector vinícola (Bava y Gromis di Trana, 2016; Sellers y Alampi-Sottini; 2016).

- Variable explicativa

El carácter familiar de la bodega: Como variable explicativa hemos tomado una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la sociedad es de propiedad familiar y 0 cuando es de propiedad no familiar. Uno de los principales retos en este tipo de estudios es clasificar las empresas en familiares y no familiares, debido a la ausencia de una definición oficial, y a la existencia de más de 90 definiciones identificadas en Europa (Mandl, 2008). En este estudio hemos adoptado la definición utilizada por el Instituto Español de la Empresa Familiar (2015), la cual, si bien se basa en los porcentajes de capital en manos de la familia propietaria, tiene en cuenta que no es adecuado aplicar los mismos porcentajes para todas las empresas, ya que, en empresas con una propiedad más dispersa, no es necesario un porcentaje de propiedad tan elevado para ejercer el control sobre la compañía. Bajo esta consideración, una empresa adquiere la consideración de empresa familiar en los siguientes casos:

- Estructura de propiedad dispersa (ningún accionista posee más del 50% del capital). La empresa será familiar si una persona o familia posee más de un 5% individual o un 20% en su conjunto y además el accionista persona física es miembro del Consejo de Administración o son accionistas con más del 20% del capital y directivo. En caso contrario la empresa será clasificada como no familiar.
- Estructura de propiedad concentrada (algún accionista posee más del 50% del capital). La empresa será familiar cuando el accionista miembro de la familia controle la propiedad con un porcentaje elevado (50,01%), o bien en la que existan accionistas-directores miembros de la familia con una participación superior al 50,01%. Siendo empresas no familiares aquéllas que no cumplan este criterio.

A la empresa familiar se le suponen unas ventajas derivadas de la reducción de los problemas de agencia porque el propietario también es el administrador y es probable que sus intereses sean más paralelos a los objetivos de la empresa que el que tendría un CEO en una empresa no familiar. Se ha probado que esta característica de la empresa aumenta la confianza de los acreedores para prestar recursos financieros y por ello pueden hacer frente en mejores condiciones en los periodos de escasez de recursos (Vaknin, 2010).

Anteriormente, Soler et al. (2017), obtuvieron mediante un análisis de medias unos mayores niveles de rentabilidad de las bodegas familiares respecto a las no familiares en el sector vinícola español. Al analizar el sector vinícola en otros países como Francia e

Italia, estudios previos también han reportado un mejor comportamiento de la empresa familiar respecto de la no familiar en cuanto a desempeño económico (Bresciani et al., 2016; Broccardo et al., 2015). Por ello, en nuestro estudio también esperamos que se confirme la influencia positiva que el carácter familiar de la propiedad ejerce sobre la rentabilidad económica en el sector vinícola español.

- Variables de control

En cuanto a variables de control en el modelo, tras revisar la literatura hemos considerado necesario incluir variables correspondientes a 4 categorías distintas, de un modo parecido a como se hizo para el conjunto del sector agroalimentario en Grau y Reig (2015). Concretamente: Eficiencia, tamaño, apalancamiento y otras variables. La Tabla 1 muestra la relación de variables consideradas, así como las magnitudes económico-financieras con las que se han construido y la relación esperada con la variable dependiente.

En cuanto a variables de eficiencia, se han considerado las mismas que en el estudio de Grau y Reig (2015): Rotación del activo y eficiencia en costes. En este sentido, unos mayores niveles de eficiencia indican tanto un mejor uso de los activos de la empresa como de los gastos en que esta incurre, por lo que en ambos casos se espera una influencia positiva de estas variables sobre la rentabilidad en las empresas vinícolas. En esta línea, Grau y Reig (2015) y otros trabajos como, Gallizo et al. (2019), ya verificaron esta influencia positiva en relación con la rentabilidad del conjunto del sector agroalimentario.

Respecto al tamaño, en el modelo también se han incluido dos variables específicas como son el volumen de ventas y el crecimiento del activo. En la literatura no existe un consenso claro en relación a la influencia que pueda tener el tamaño de una empresa sobre la rentabilidad. Algunos sugieren que las empresas más pequeñas pueden adecuarse con más facilidad y menor coste a los cambios en la demanda (Fernández, 2000). Por otro lado, empresas más grandes disponen de un mayor poder de negociación sobre sus proveedores y pueden aprovechar mejores economías de escala (Amato y Amato, 2004). Específicamente en el sector vinícola, trabajos previos como el de Bava y Gromis di Trana (2016) o el de Sellers y Alampi-Sottini (2016) identificaron una influencia positiva del tamaño sobre la rentabilidad. En la misma línea, para el sector agroalimentario español, trabajos como los de Grau y Reig (2015) o el de Gallizo et al. (2019) muestran que la rentabilidad se ve positivamente afectada por unos mayores niveles de crecimiento del activo. Por ello, esperamos una relación positiva respecto la rentabilidad por parte de ambas variables.

La rentabilidad está estrechamente ligada con la estructura de capital. En estudios anteriores se obtuvo que la deuda financiera ayuda a las empresas a mejorar su desempeño (Ting y Lean, 2011; Ahmad y Abdul-Rahim, 2013), mientras que otros estudios obtuvieron una relación significativa y negativa entre endeudamiento y rentabilidad, que está en línea con la teoría de orden jerárquico, de manera que las empresas rentables optan por endeudarse sólo si su estructura de capital es tal que les permite obtener ganancias futuras de acuerdo a los términos y condiciones de sus prestamistas (Nadaraja et al., 2011). En las empresas del sector del vino, debido a las necesidades de inversión para modernización y acceder a los mercados internacionales, la deuda financiera es el instrumento que permite elevar su nivel de competitividad

(Aytac, et al., 2016). En relación con el apalancamiento, la variable considerada ha sido el ratio de endeudamiento, calculado como el pasivo total dividido entre el activo total de la empresa.

El endeudamiento es una variable de control habitual en estudios sobre empresa familiar pues, como sugieren Demsetz y Lehn (1985) o Randoy y Goel (2003), el tipo de propiedad de la compañía puede influir en su estructura de capital, no en vano, muchas empresas familiares preferirán incurrir en una mayor deuda antes que incrementar capital para financiar sus inversores, evitando así la entrada de propietarios externos a la familia (Anderson et al., 2003). Del mismo modo, muchas pequeñas y medianas empresas también prefieren ser más prudentes, evitando incurrir en elevados niveles de deuda para no perder su independencia respecto a los acreedores (López-García y Aybar-Arias, 2000), todo lo cual genera restricciones al crecimiento que pueden condicionar el desempeño de las compañías. En línea con las teorías de agencia y de orden jerárquico, así como por lo argumentado en la mayoría de la literatura financiera (Steward y Majluf, 1984; Gallizo et al., 2019; Pacheco, 2019; Sánchez et al., 2019), esperamos una relación negativa entre el endeudamiento y la rentabilidad.

Finalmente, hemos incluido también otras variables habituales en la literatura, cuya influencia sobre la rentabilidad ha sido anteriormente reportada. En primer lugar, hemos incluido la edad de la compañía. La inclusión de la edad como variable de control es habitual en la literatura (Andres, 2014; Arosa et al., 2010; Cabrera-Suárez y Martín-Santana, 2015). La edad es vista como la habilidad de la compañía para mantenerse y competir en un entorno altamente competitivo como es el mundo empresarial, de modo que una compañía longeva ha demostrado su capacidad de adaptación al mismo. Por otro lado, Cooley y Quadri (2001) también afirman que el crecimiento de la compañía decrece a medida que la edad aumenta. Del mismo modo, Shleifer y Vishny (1989) sugieren que en empresas familiares, el atrincheramiento familiar también puede provocar que los fundadores permanezcan activos en la compañía aunque ya no sean suficientemente competentes, siendo este un coste habitual en sociedades de propiedad concentrada. En la literatura se han obtenido resultados dispares en relación a esta variable, mientras Evans (2007) observó una relación positiva entre edad y rentabilidad, Andres (2014) obtuvo una relación inversa. Específicamente en el sector vinícola, Bava y Gromis di Trana (2016) no observaron ninguna relación significativa entre la edad de las bodegas de la región de Piamonte y su ROI (Return on investments), pero si una relación negativa con su ROT (Return on turnover) Por ello, la relación esperada en esta ocasión no resulta clara.

Otra variable incorporada en el estudio es el crédito comercial concedido por las empresas en relación a su volumen de ventas. Estudios previos (Smith, 1987; Long et al., 1993; Rodríguez, 2008) sugieren que una manera de destacar la calidad del producto es la concesión de crédito comercial. Como sugieren Grau y Reig (2015) a las empresas de alta calidad les interesará dar a conocer su producto y crearse una reputación dando facilidades de pago al cliente, mientras que a las empresas de baja calidad no les interesara ofrecer aplazamiento por el coste que supone y el riesgo de que el cliente devuelva el producto al no reunir las condiciones de calidad exigidas. Para el conjunto del sector agroalimentario español Grau y Reig (2015) obtuvieron evidencia del efecto positivo del crédito comercial sobre la rentabilidad.

También se ha incluido en el modelo si la compañía realiza o no actividad exportadora. Como afirma Pacheco (2019), vendiendo en nuevos mercados geográficos, las compañías consiguen ensanchar su base de consumidores y puede conseguir mayores volúmenes de ventas. Al abrir nuevos mercados se crea espacio para la expansión y habilita la consecución de economías de escala y mayor eficiencia, por ello una estrategia de exportación a mercados extranjeros es considerada un factor crucial para el crecimiento de la compañía y la rentabilidad (Lu y Beamish, 2006). Es de esperar por tanto que se obtenga una relación positiva entre esta variable y la rentabilidad del sector vinícola, como ya sucediera en el trabajo de Bava y Gromis di Trana (2016).

Finalmente, y como novedad respecto a estudios anteriores, también se ha incluido en el modelo el denominado **ratio de almacenamiento**, que es la relación entre las existencias de vino en las bodegas y su importe de ventas. Este es un ratio muy utilizado en el sector por su contenido informativo, por un lado, si el ratio crece puede indicar exceso de almacenamiento y puede presionar los precios a la baja en la próxima vendimia, por otro lado, el ratio contiene un *stock de calidad*, esto es, un indicativo de la proporción de vino que se encuentra en proceso de envejecimiento en la bodega, lo cual puede ejercer una influencia relevante en la rentabilidad de la bodega, así por ejemplo, en bodegas de Rioja el ratio oscila en torno a 3 (Barco, 2015).

Tabla 1. Variables explicativas del modelo

Variable	Descripción	Relación esperada
Familiar	Variable dummy que toma el valor 1 si la empresa es familiar y 0 en caso contrario.	+
Variables de Eficiencia		
Rotación Activo	Ventas / Activo total	+
Eficiencia costes	Beneficio neto / Costes operativos	+
Variables de Dimensión		
Ln Ventas	Logaritmo de la Cifra de ventas	+
Crecimiento activo	$(\text{Activo Total año } j / \text{Activo Total año } j-1) - 1$	+
Variables de Apalancamiento		
Endeudamiento	Total Pasivo / Total Activo	-
Otras variables		
Ln Edad	Logaritmo del número de años de la compañía desde su constitución	+/-
Crédito comercial	Cuentas de cobro pendiente con clientes / Cifra de Ventas	+
Exportadora	Variable dummy que toma el valor 1 si la empresa realiza actividad exportadora y 0 en caso contrario	+
Almacenamiento	Volumen de existencias / Cifra de Ventas	+

4. Resultados

4.1. Análisis descriptivo

En la Tabla 2 se muestran los estadísticos descriptivos correspondientes a las variables utilizadas en el modelo.

Como se puede observar, la rentabilidad media de las empresas a lo largo del periodo ha sido del 3,93%. Pudiendo destacar que en términos medios, las bodegas familiares han obtenido unos niveles de rentabilidad casi medio punto por encima de las bodegas no familiares.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos de las variables.

	Obs.	Media	Desv. St.	Min.	Max.	Familiar (media)	No familiar (media)
ROA	2520	0,0393	0,0735	-0,5439	0,8729	0,0423	0,0381
Familiar	2510	0,7422	0,4375	0	1	1	0
Rotación Activo	2516	0,5698	0,4595	0,0004	4,5968	0,5813	0,5046
Eficiencia en costes	2455	1,0305	0,3333	0,0134	5,3381	1,0369	1,0093
Ventas (miles €)	2519	10.185	38.504	0.6064	836.509	9.766	11.576
Crecimiento activo	2505	0,0943	0,5106	-0,9681	9,8488	0,0890	0,7535
Endeudamiento	2525	0,4700	0,2665	0,0043	2,1940	0,4523	0,4925
Edad (años)	2523	26,98	19,2	0,5	128	26,19	29,38
Crédito Comercial	2496	0,4185	0,8123	0,0001	20,5157	0,4101	0,4021
Exportadora	2525	0,7386	0,4395	0	1	0,7317	0,8026
Almacenamiento	2473	0,7509	0,7435	0	10,7616	0,7191	0,8429

Precisamente, en relación al carácter familiar de las bodegas, los estadísticos descriptivos muestran que en un 74,22% de las observaciones la propiedad recae en manos de una familia, mientras que el 25,78% restante corresponderían a empresas no familiares. También se puede observar que el 73,86% de las empresas vende parte de su producción al exterior, mientras que el 26,14% se centra únicamente en el mercado regional o nacional, siendo mayor la propensión a exportar en el caso de las empresas no familiares. En cuanto a la longevidad de las empresas, observamos que esta se acerca de media a los 27 años, si bien la elevada dispersión nos muestra la existencia de una combinación de bodegas todavía jóvenes con bodegas ya con muchos años de experiencia (algunas de ellas por encima de los 100 años).

Sobre las variables económicas del modelo, observamos que la facturación media de estas empresas a lo largo del periodo es cercana a los 10 millones de euros al año, si bien también existen diferencias muy importantes entre bodegas. En cuanto al crecimiento, se observa que durante estos años las empresas del sector han experimentado un notable incremento de sus volúmenes de activo, situándose el crecimiento medio del mismo cercano al 9,5%.

En cuanto a la eficiencia en el uso de los activos de las bodegas de vino, observamos una rotación media de 0,5698; se trata de un valor bastante bajo que nos indica que por cada euro invertido en el activo se generan 0,57€ de ventas. No obstante, estos valores no deberían sorprender, dado que se trata de un sector que requiere de una elevada infraestructura fija, por lo que resulta lógica la baja contribución de la rotación a la rentabilidad económica. Mientras que al analizar la eficiencia en costes, observamos que por cada euro de coste operativo las empresas del sector generaron de media 1,03€ de beneficios. En ambos indicadores, las empresas familiares han obtenido en términos medios unos mayores niveles de eficiencia que las bodegas de propiedad no familiar.

Observamos también, unos niveles medios de endeudamiento en el sector cercanos al 47% del total del balance. Siendo estos niveles superiores en las empresas no familiares. Un resultado que se explicaría por la mayor aversión al riesgo de las empresas familiares. En cuanto al ratio de existencias sobre ventas, este se sitúa alrededor del 0,75, si bien existen importantes diferencias entre las bodegas familiares y las no familiares. Se observa, como este ratio es significativamente superior en el caso de las bodegas no familiares, lo cual se explica por ser bodegas de mayor dimensión que poseen mayor capacidad de almacenamiento y están en disposición de dedicar mayor proporción de su producción a vinos que requieren un proceso de envejecimiento.

Una información más completa sobre las variables económicas y la situación del sector puede obtenerse de los resultados de la Tabla 3, donde se muestra cómo han evolucionado estas a lo largo del período.

Tabla 3. Evolución anual de las variables económicas (2014-2018).

	2014	2015	2016	2017	2018
ROA	0,0312	0,0384	0,0423	0,0446	0,0396
Rotación Activo	0,5693	0,5491	0,5667	0,5690	0,5948
Eficiencia en costes	1,0205	1,0454	1,0362	1,0385	1,012
Ventas (miles)	9.527	9.477	9.862	10.775	11.278
Crecimiento Activo	0,1706	0,0840	0,0967	0,0692	0,0536
Endeudamiento	0,4902	0,4716	0,4663	0,4633	0,4588
Crédito comercial	0,4432	0,4773	0,4194	0,3890	0,3653
Almacenamiento	0,7929	0,7680	0,7521	0,6987	0,7439

En cuanto a la rentabilidad, observamos que su variación se sitúa entre el 3% y el 4,5% durante los cinco años de estudio, experimentando una tendencia positiva que se vio interrumpida durante el último año de análisis. Durante este periodo, el sector ha dado muestras de crecimiento, como se desprende del aumento de los niveles de ventas de las empresas del sector, así como del crecimiento de sus volúmenes de activo, por encima siempre del 5%. En cuanto a la rotación del activo se ha mantenido constante, aunque se observa un crecimiento en 2018, lo mismo que la eficiencia en costes, si bien esta empeora en 2018. Finalmente, observamos también algunas tendencias de las empresas de la muestra, como es la lenta pero progresiva reducción de los niveles de endeudamiento, así como la reducción del crédito comercial concedido a sus clientes y la reducción de las existencias en relación a las ventas, indicando este último ratio una cierta recuperación del mercado con un aumento de ventas.

Con la finalidad de testar la multicolinealidad de las variables del modelo, en la Tabla 4 se muestra la matriz de correlaciones. Tal y como se puede apreciar, la correlación entre las variables es por lo general baja, y en ningún caso resultaría significativa pues ninguna de ellas excede tan solo del 0,40. Para complementar el análisis, en la tabla se proporciona también el factor de inflación de la varianza (VIF). Podemos observar que el VIF se sitúa por debajo de 2 en todos los casos, los que significa que los resultados no estarán sesgados debido a problemas de multicolinealidad.

Tabla 4. Correlaciones Pairwise y Factor de inflación de la Varianza (VIF).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	VIF
(1) ROA	1											
(2) Familiar	0.0907*	1										1.07
(3) Exportadora	0.0608*	-0.0843*	1									1.11
(4) Rotación	0.2299*	0.0645*	0.0328	1								1.34
(5) Eficiencia costes	0.3542*	0.0376	0.1018*	0.0804*	1							1.15
(6) LN Ventas	0.1427*	-0.1674*	0.3152*	0.3014*	0.2529*	1						1.45
(7) Cr. Activo	0.0188	0.0221	-0.0496	-0.0217	0.0694*	-0.0045	1					1.04
(8) Endeudamiento	-0.1681*	-0.0491	-0.0455*	0.2419*	-0.0707*	0.0047	0.0617*	1				1.13
(9) Ln Edad	-0.0308	-0.0053	0.1059*	0.0027	0.350	0.2657*	-0.1507*	-0.2141*	1			1.14
(10) Cred. Comercial	-0.0044*	0.0116	-0.1409*	-0.1089*	-0.0940*	-0.1817*	0.0532*	0.0435*	-0.1022*	1		1.06
(11) Almacenamiento	-0.2233*	-0.0730*	-0.0752*	-0.3688*	-0.2910*	-0.2988*	-0.0799*	-0.0542*	-0.0214	0.1464*	1	1.31

* $p < 0.05$

4.2. Modelo de regresión

La relación entre las variables explicativas del modelo y la rentabilidad económica de las bodegas de la muestra ha sido estimada mediante tres modelos de regresión distintos utilizando datos de panel: Mínimos Cuadrado Ordinarios (OLS), Modelo de Efectos Fijos (FEM) y Modelo de Efectos Aleatorios (REM). Para seleccionar el modelo más adecuado, en primer lugar se llevó a cabo el Breusch-Pagan test, el cual nos condujo a rechazar la hipótesis nula, lo que significa que REM resulta más adecuado que OLS. A continuación, realizamos el Hausman Test, que nos llevo a aceptar la hipótesis nula, lo que significa que el REM es preferible al FEM. Por tanto, el modelo más adecuado para la estimación del modelo planteado en este trabajo es el REM. El resultado era esperado teniendo en cuenta que, como sugieren King y Santor (2008) y Pacheco (2019), REM resulta especialmente adecuado cuando algunas variables resultan invariables o experimentan pocos cambios a lo largo del tiempo, como es nuestro caso. A continuación, por tanto, los resultados que se muestran en la Tabla 5 corresponden a este modelo.

Los resultados del modelo muestran que la propiedad familiar de las bodegas de vino genera, si bien de un modo débil (al 10% de significación), una influencia positiva sobre los niveles de rentabilidad económica de las mismas. Se confirma por tanto que las ventajas que la propiedad familiar aporta a la gestión de la empresa se traducen en unas rentabilidades superiores en el caso de las bodegas de vino.

Tabla 5. Resultados modelo de regresión con efectos aleatorios.

Variable	Coef.	Std. Error	Z
Familiar	0.0092	0.0051	1.81*
Rotación activo	0.0461	0.0043	10.72***
Eficiencia en costes	0.0528	0.0044	12.05***
Ln Ventas	0.0046	0.0019	2.40**
Crecimiento Activo	0.0049	0.0023	2.15**
Endeudamiento	-0.0780	0.0072	-10.82***
Ln Edad	-0.0071	0.0031	-2.32**
Crédito Comercial	0.0073	0.0015	4.85***
Exportadora	0.0039	0.0052	0.74
Almacenamiento	0.0026	0.0015	1.78*
Constante	-0.0360	0.0175	-2.06
OverallR ²	0.2050		
Wald Chi ²	488.79		
	(0.000)		

Niveles de significación *p<0.1; **p<0.05; * p<0.001

Como era de esperar, las variables relacionadas con la eficiencia de los activos de las bodegas de vino, y la eficiencia en costes, influyen de un modo positivo y altamente significativo (al 1%) sobre su rentabilidad económica. Este resultado sería coincidente con el obtenido por Grau y Reig (2015) y Gallizo et al. (2019) para el conjunto del sector agroalimentario español, y muestra la importancia que tiene el aprovechamiento de los recursos disponibles y de los gastos incurridos a la hora de generar elevadas rentabilidades.

En cuanto a las variables relacionadas con la dimensión de las bodegas, los resultados muestran que unos mayores niveles de facturación contribuyen de un modo significativo (al 5%) a la obtención de unos mayores niveles de rentabilidad económica. Del mismo modo, el crecimiento anual del activo también muestra una influencia positiva y significativa (al 5%) sobre dichos niveles de rentabilidad. Estos resultados están en línea con los obtenidos por Bava y Gromis di Trana (2016) y Sellers y Alampi-Sottini (2016), y demuestra la importancia que tiene en el sector el aprovechamiento de economías de escala así como posiciones fuertes a la hora de negociar con el resto de eslabones de la cadena de valor.

Por otro lado, y como esperábamos, unos mayores niveles de endeudamiento influyen negativamente en la rentabilidad pues los gastos financieros suponen una restricción a los beneficios de la bodega y a su capacidad de reinversión. Además, también se ha observado una influencia negativa por parte de la edad, un factor que algunos estudios han justificado por el menor crecimiento de la compañía a partir de ciertas edades y, en el caso de empresas familiares, por el atrincheramiento de sus propietarios fundadores (Shleifer y Vishny, 1989). En cambio, la concesión de unos mayores niveles de crédito comercial a los clientes influye de un modo positivo y significativo (al 1%). Este resultado corroboraría la idea de que unos mayores niveles de crédito se asocian a una mayor calidad del producto (Grau y Reig, 2015), lo que en este caso permitiría a las bodegas trabajar con mayores márgenes incrementado la rentabilidad. Del mismo modo, una mayor proporción de existencias en relación a las ventas influye de un modo positivo y débilmente significativo sobre la ROA, una vez superado el stock de vino

joven, se entra en un stock de calidad, en el que la bodega con suficiente capacidad de almacenamiento desarrolla el proceso de maduración de sus vinos permitiendo disponer de productos de mayor valor añadido y, por tanto, de mayor precio.

Finalmente, que la bodega realice actividad exportadora, no se muestra como un factor determinante de sus niveles de rentabilidad. Este resultado está relacionado con los datos del sector en el que la mayoría de las empresas son exportadoras, según datos del ICEX, 4.000 empresas españolas son exportadoras, por tanto, esta variable no es discriminatoria para detectar diferencias en rentabilidad, como sí que sería el volumen que exporta cada una, o la calidad del producto que se exporta (OeMv 2018). Desafortunadamente, no disponíamos del dato ni de volumen de vino exportado, ni del porcentaje que representa el granel frente al embotellado joven y de crianza para su inclusión en el estudio.

Una vez observada la influencia positiva que la propiedad familiar ejerce sobre la rentabilidad de las bodegas, hemos considerado conveniente ampliar el análisis estimando de nuevo el modelo de regresión, pero esta vez para dos muestras diferentes, bodegas familiares y bodegas no familiares. De este modo, los resultados nos permitirán observar si los factores determinantes de la rentabilidad son los mismos para ambos tipos de empresas. Los resultados obtenidos pueden verse en la Tabla 6.

Tabla 6. Resultados del modelo de regresión con efectos aleatorios según sea una bodega familiar o no familiar.

Variable	Familiar Coef (Z)	No Familiar Coef (Z)
Rotación activo	0.0449 (10.03)***	0.0405 (3.10)***
Eficiencia en costes	0.4890 (9.63)***	0.0620 (7.47)***
Ln Ventas	0.0036 (1.67)*	0.0060 (1.56)
Crecimiento Activo	0.0013 (0.49)	0.0132 (3.00)***
Endeudamiento	-0.0556 (- 6.61)***	-0.1326 (-9.82)***
Ln Edad	-0.0062 (-1.61)	-0.041 (-0.85)
Crédito Comercial	0.0085 (5.55)***	-0.0097 (-1.34)
Exportadora	0.0013 (0.21)	0.0135 (1.24)
Almacenamiento	-0.0032 (-1.12)	0.0118 (2.76)***
Constante	-0.0221 (-1.18)	-0.0466 (-1.30)
Obs.	1.776	631
Overall R ²	0.1926	0.3065
Wald Chi ²	338.99 (0.0000)	208.85 (0.0000)

Niveles de significación *p<0.1; **p<0.05; * p<0.001

Los resultados obtenidos, si bien parecidos a los del modelo general, muestran la existencia de algunas diferencias en cuanto a los factores determinantes de la rentabilidad en bodegas familiares y no familiares. Se puede observar que, si bien las variables relacionadas con la eficiencia influyen positiva y significativamente sobre la rentabilidad en ambos tipos de empresas, no sucede lo mismo con las variables relacionadas con la dimensión. En el caso de las empresas familiares, el volumen de facturación se muestra como una variable que influye de forma significativa en la rentabilidad económica, mientras que el crecimiento del activo no parece ejercer una

influencia significativa. En cambio, en el caso de las empresas no familiares, los resultados son los opuestos, siendo el crecimiento del activo el que ejerce una influencia significativa sobre la rentabilidad, mientras el volumen de negocio carece en esta ocasión de influencia.

Al igual que en el modelo general, el endeudamiento confirma su elevada influencia sobre la rentabilidad para ambos grupos de empresas. Sin embargo, la edad, para la que habíamos identificado un efecto significativo en el modelo general, ha perdido dicha característica al estimar los modelos por separado, perdiendo su significación en ambos casos.

También llama la atención, como el crédito comercial ejerce una influencia positiva y altamente significativa sobre la rentabilidad de las empresas familiares (al igual que en el modelo general), sin embargo, esta variable carece de significación para las bodegas no familiares. Es decir, la concesión de mayores niveles de crédito a sus clientes resulta mucho más importante en el caso de las bodegas familiares. Por el contrario, la presencia de unos mayores niveles de existencias influye de un modo significativo y positivo sobre la rentabilidad de las bodegas no familiares, en cambio, carece de significación estadística para las familiares. Se trata de un efecto relacionado con el tamaño, las bodegas no familiares son de mayor dimensión y eso les permite alta capacidad de almacenamiento con lo que pueden producir vinos de largo proceso de maduración y de mayor precio en el mercado afectando positivamente a su rentabilidad. Finalmente, los resultados muestran de nuevo que la actividad exportadora, no ejerce ningún tipo de influencia estadísticamente significativa sobre la rentabilidad. La exportación no es una diferenciación, es una necesidad para la gran mayoría de bodegas españolas, independientemente, del tamaño que tengan, compiten en un mercado global con empresas de países que son grandes productores en cualquier punto alejado del mapa. Por tanto, para aumentar la rentabilidad de las bodegas españolas no se trata de exportar o no exportar, sino de vender un producto con mayor valor añadido y mejores precios.

5. Conclusiones

En cuanto a la influencia de las variables de control sobre la rentabilidad, nuestros resultados indican que a medida que aumenta la dimensión de la empresa su rentabilidad es mayor. Es claro que en el sector del vino el tamaño de la empresa explica su capacidad para obtener mayores recursos financieros y soportar las necesarias inversiones en instalaciones, capacidad de almacenamiento e investigación y desarrollo aplicado a la producción, lo que permite la venta de vino de mayor calidad y mejor precio en el mercado.

Se ha obtenido que el carácter exportador, o no, de la bodega, no es un factor determinante de la rentabilidad. Este resultado es coherente con los datos del sector en el que donde se observa que la mayoría de las empresas vinícolas son exportadoras, por tanto, esta variable no es discriminatoria para detectar diferencias en rentabilidad.

Como variable explicativa, el carácter familiar de la bodega indica una influencia positiva sobre los niveles de rentabilidad económica que se explica por los menores costes de agencia. No obstante, las EF son de menor tamaño y eso les impide alcanzar un volumen de facturación suficiente para operar en el mercado exterior y competir con las grandes firmas.

El crecimiento del activo actúa positivamente en favor de la rentabilidad, las nuevas inversiones en tecnología, así como la disponibilidad para obtener mayor capacidad de almacenamiento están aportando a las bodegas la disposición de respaldar mejores precios de los vinos Premium españoles. La transición a un cambio de las ventas de vinos de granel por vinos de largo ciclo de elaboración viene unida al crecimiento del tamaño de las empresas, mediante acuerdos de comercialización, alianzas o fusiones, todo ello con el fin de aportar mejores resultados y mayor rentabilidad.

Referencias

- Ahmad, N. y Abdul-Rahim, F. (2013). "Theoretical investigation on determinants of government-linked companies capital structure". *Proceedings of 3rd Asia-Pacific Business Research Conference Kuala Lumpur*. 1–14.
- Amato, J.H. y Amato, C.H. (2004). "Firm size, strategic advantage, and profit rates in US retailing". *Journal of Retailing and Consumers Services*, 11, 181-193.
- Anderson, R.; Mansi, S. y Reeb, D. (2003). "Founding family ownership and the agency cost of debt". *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Andres, C. (2014). "Large shareholders and firm performance-An empirical examination of founding-family ownership". *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Arosa, B.; Iturralde, T. y Maseda, A. (2010). "Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms". *The Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 236-245.
- Aytac, B.; Hoang, T.; Lahiani, A. y Michel, L. (2016). "Working capital management and profitability of winefirms in France: an empirical analysis". *AAWE Working Paper*, nº 201, Business. American Association of Wine Economists.
- Ballesteros, P. (2018). "Spanish wine industry in numbers". Decanter. Mars.
- Barco, E. (2015) "The configuration of the wine sector in the Qualified Appellation of Origin Rioja. Part I: characterization". *RIVAR*, 2(5), 40-63.
- Bava, F. y Gromis di Trana, M. (2016). "Profitability determinants in the wine industry: the case of Piedmont". *Electronic Journal of Management*, 2, 1-20.
- Boccardo, L.; Giacosa, E. y Ferraris, A. (2015). "The family variable in the wine sector: an Italian perspective". *International Journal of Management Practice*, 8(3), 199-215.
- Bresciani, S.; Giacosa, E.; Broccardo, L. y Culasso, F. (2016). "The family variable in the French and Italian wine sector". *EuroMed Journal of Business*, 11(1), 101-118.
- Cabrera-Suárez, M.K. y Martín-Santana, J.D. (2015). "Board composition and performance in Spanish non-listed family firms: The influence of type of directors and CEO duality". *Business Research Quarterly*, 18, 213-229.
- Cooley, T.F. y Quadrini, V. (2001). "Financial markets and firm dynamics". *American Economic Review*, 91, 1286-1310.
- Deloitte (2019). *Wine Industry benchmarking and insights 2018*, New Zealand.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). "The structure of corporate ownership: Causes and consequences". *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.
- Evans D.S. (2007). "Tests of alternative theories of firm growth". *The Journal of Political Economy*, 95, 657-674.

- Fernández, M.T. (2000). “La industria agroalimentaria en España: características generales y comportamiento empresarial”. *Boletín Económico del ICE*, Madrid, Spain. Work Document 2657.
- Fishman, A.; Finkelstein, I.; Simhon, A. y Yacouel, N. (2018). “Collective brands”. *International Journal of Industrial Organization*, 59(C), 316-339.
- Fuentes-García; F.; Cosano-Carrillo, A. y Sánchez-Cañizares, S. (2015). “Exploratory analysis of foreign markets for Spanish organic wines”. *Ciencia e Investigación Agraria*, 42(2), 139-152.
- Gallizo, J.L. y Moreno, J. (2019). “The influence of family ownership in the profitability of vertically integrated companies. Evidence from the Spanish agri-food industry”. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 17(2), e0108.
- García, F. y Avella, L.A. (2007). “Influencia de la competitividad sobre la decisión de exportación en las PYMEs: efecto moderador de las condiciones del mercado interior”. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 27-46.
- Grau A.J. y Reig, A. (2015). “Vertical integration and profitability of the agrifood industry in an economic crisis context”. *Spanish Journal of Agricultural Research*, 13(4) 1-14.
- Instituto de la Empresa Familiar (2015). “La Empresa Familiar en España”. *Editado por IEF*.
- Jordan, D.J.; Aguilar, D. y Gillinsky, A. (2010). “Benchmarking Winery Financial Performance”. Oct 2010 issue of *Wine Business Monthly*.
- King, M. y Santor, E. (2008). “Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms”. *Journal of Banking and Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Long, M.S.; Malitz, I.B. y Ravid, S.A. (1993). “Trade credit, quality guarantees and product marketability”. *Financial Management*, 22, 117-127.
- López-García, J. y Aybar-Arias, C. (2000). “An empirical approach to the financial behavior of small and medium sized companies”. *Small Business Economics*, 14(1), 55-63.
- Lu, J. y Beamish, P. (2006). “SME internationalization and performance: Growth vs. profitability”. *Journal of International Entrepreneurship*, 4(1), 27-48.
- Mandl, I. (2008). “Overview of family business relevant Issues”. Final Report. European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General. Vienna.
- MAPA (2005). “*Diagnostico y análisis estratégico del sector agroalimentario español. Análisis de la cadena de producción y distribución del sector del vino*”. Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.
- Mazzi C. (2011). “Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges”. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166–181.
- Medina Albaladejo, F. y Martínez Carrión, J.M. (2012). “La competitividad de las exportaciones de vino español y el mercado mundial 1960-2011”. *Documentos de trabajo, UAB*, 2012-3.

Nadaraja, P.; Zulkafli, A.H. y Masron, T.A. (2011). “Family ownership, firm’s financial characteristics and capital structure: evidence from public listed companies in Malaysia”. *Economia Seria Management*, 14(1), 141-155.

OeMv(2018). “Informe económico sobre la evolución del sector en 2017”. Memoria Observatorio Español del Mercado del Vino 2018.

Pacheco, L. (2019). “Internationalization effects of financial performance: The case of Portuguese industrial SMEs”. *Journal of Small Business Strategy*, 29(3), 97-116.

Randoy, T. y Goel, S. (2003). “Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: Implications for financing entrepreneurial opportunities”. *Journal of Business Venturing*, 18(5), 619-637.

Rebelo, J.; Gouveia, S.; Lourenço-Gomes, L. y Marta-Costa, A. (2018). “Wine Firm’s and Economic Performance: Evidence from Traditional Portuguese Wine Regions”. In, *Grapes and Wines – Advances in Production, Processing, Analysis and Valorization*. IntechOpen, Croatia, Chapter 14, 307-370.

Rodríguez, O.M. (2008). “El crédito comercial: marco conceptual y revisión de la literatura”. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(3), 35-54.

Sánchez, L.; Gallizo, J.L. y Moreno, J. (2019). “The influence of the CEO in listed family businesses”. *Intangible Capital*, 15(2), 128-142.

Sellers, R. y Alampì-Sottini, V.A. (2016). “The influence of size on winery performance: Evidence from Italy”. *Wine Economics and Policy*, 5, 33-41.

Sellers, R. y Más, F.J. (2013). “Rentabilidad de las empresas vinculadas a las marcas colectivas en el sector vinícola”. *Universia Business Review*, 2º trimestre, 68-83.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1989). “Management entrenchment: The case of manager-specific investments”. *Journal of Financial Economics*, 25, 123-140.

Smith, J. (1987). “Trade credit and informational asymmetry”. *Journal of Finance*, 42(4): 863-872.

Soler, I.P.; Gemar, G. y Guerrero-Murillo, R. (2017). “Family and non-family business behavior in the wine sector: A comparative study”. *European Journal of Family Business*, 7, 65-73.

Stewart C.M. y Majluf, N. S. (1984). “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

Ting, I. W. K. y Lean, H. H. (2011). “Capital structure of government-linked companies in Malaysia”. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 7(2). 137-156.

Vaknin, O. (2010). “The Family Business Risk Profile”, *Working paper, Stern School of Business*, Glucksman Institute for Research in Securities Markets, NY, 1-22.