



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES
(ICAIDE)**

Departamento de Gestión Financiera

**LA GESTIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE EN LOS
DISTRIBUIDORES ALIMENTARIOS DE ESPAÑA.**

ANÁLISIS DEL PERIODO 2000 - 2014

Tesis para la obtención del grado de Doctor

Autora: Lda. Patricia Soriano Machado

Codirectores: Dr. Javier Márquez Vigil

Dra. Aurora García Domonte

Madrid

Abril 2017

A Joaquín,

A mis hijos Pati, Joaquín, Jaime y Jorge

AGRADECIMIENTOS

No quisiera dejar de agradecer, ni mencionar a aquellas personas que de manera más directa me han ayudado durante todo el recorrido de esta tesis.

En primer lugar, agradecer a aquellos que me dieron la oportunidad de desarrollar mi carrera docente, Rafa Muñoz Orcera y Margarita Prat. Por permitirme seguir vinculada a la universidad, como profesora, y animarme a matricularme en el programa de doctorado. Aquellos que con posterioridad me han permitido continuar con mi vocación como Teresa Corzo, Lourdes Fernández y Alfredo Arahuetes.

A mis directores de tesis, Aurora y Javier. Solo ellos saben todos los momentos por los que he pasado para llegar hasta aquí. Desde el primer momento hasta el último me han apoyado y dado la fuerza suficiente para terminar.

A Laura y Carmen, por su ayuda incondicional no solo en el ámbito docente sino por mostrarme su cariño continuo y brindarme su amistad. A Carlos, por su paciencia explicando todo lo referente a la parte cuantitativa de la tesis, porque sin él esa parte no hubiera sido posible.

A Juanjo, sin él, el programa de doctorado no tendría el éxito que tiene. A José Luís por cumplir más allá de sus estrictas funciones. A mis compañeras y amigas que o bien han pasado por esto o bien se han preocupado por la evolución de la misma: Laura Sierra, Laura Santana, M^a Carmen, Belen, Esther, Rocio, Natalia, Susana y por supuesto Raquel Redondo. Mencionar también a Nelson.

Agradecer a mis padres, a los que no suelo dedicar ni las palabras ni el tiempo que realmente se merecen. Porque han pagado injustamente mis enfados y no he sabido reconocerles todo lo que a diario hacen por mí. A Lola, mis hermanos, cuñados y abuelos por preocuparse y rezar para que todo llegara a buen puerto.

A Joaquín por construir conmigo una maravillosa familia, con tanto tesón, cariño, esfuerzo y amor. A mis hijos, porque desde pequeños han entendido el esfuerzo que requiere un trabajo como este y con sus sonrisas han logrado que esté terminado.

ÍNDICE

AGRADECIMIENTOS

RESUMEN / ABSTRACI VI

ÍNDICE DE ABREVIATURAS VIII

ÍNDICE DE FIGURAS X

CAPÍTULO 1.Introducción 2

1.1 Objetivo y justificación 2

1.2 Metodología y esquema del trabajo 10

CAPÍTULO 2. El sector de la distribución alimentaria 14

2.1 Introducción 14

2.2 Conceptos previos 16

2.2.1 Diferenciación entre sector alimentario y el sector de la distribución alimentaria 16

2.2.2 Mercado ascendente de abastecimiento y mercado descendente 21

2.2.3 Formatos comerciales 22

2.3 Evolución histórica del sector de la distribución en España 26

2.3.1 Primer periodo 1959 a 1973, primeras experiencias en el mercado español 28

2.3.2 Segundo periodo, 1974 a 1996 “Retailing Revolution” 30

2.3.3 Tercer periodo, 1996- 2010. Proceso de concentración 34

2.3.4 Cuarto periodo, 2010. Formatos “hibrido” y preferencia por el producto fresco 35

2.4 Nuevos retos del sector 37

2.4.1 Nuevos hábitos de consumo y formatos híbridos 38

2.4.2 Nuevos canales de venta – venta “online” 42

2.4.3	Internacionalización de empresas españolas	46
2.5	Situación del mercado internacional de la distribución	47
2.6	Conclusiones	52
CAPÍTULO 3. El estado de la cuestión y planteamiento de hipótesis		54
3.1	Introducción	54
3.2	El principio de caja versus el principio de devengo – Relación entre liquidez y rentabilidad	55
3.3	Fondo de maniobra – Necesidades operativas de financiación	62
3.4	Revisión bibliográfica sobre el ciclo de explotación	65
3.5	Políticas de gestión del capital circulante – Búsqueda del punto óptimo	80
3.6	Generación de efectivo y destino del mismo	83
3.7	Conclusiones	87
CAPÍTULO 4. Metodología de la investigación		88
4.1	Introducción	88
4.2	Elemento subjetivo: los distribuidores alimentarios	89
4.2.1	Selección del universo. Depuración y obtención de la muestra	89
4.2.2	Nota especial sobre grupos de empresas	91
4.3	Elemento temporal	93
4.3.1	Horizonte temporal	93
4.3.2	Cierre económico y fiscal	94
4.3.3	Coexistencia de dos normativas contables	95
4.4	Metodología aplicada a la investigación	97
4.5	Elemento objetivo: las ratios como herramienta de la investigación	100
4.5.1	Las principales variables	102
4.5.1.1	Las ratios de giro	102

4.5.1.2	La rentabilidad – ROA	105
4.5.1.3	Generación de efectivo - Flujo de caja operativo	106
4.5.1.4	Inversión en inmovilizado material	107
4.5.1.5	Pago de dividendos	107
4.5.1.6	Pago de deuda	108
4.5.2	Las variables de control	108
4.5.2.1	Edad de la empresa	109
4.5.2.2	El volumen de ventas	110
4.5.2.3	Inmovilizado material	110
4.5.2.4	Pertenencia a un grupo financiero	111
4.5.2.5	Influencia en el territorio nacional	112
4.5.2.6	Formatos comerciales	113
4.5.3	Resumen de las variables	114
4.6	Conclusiones	115
CAPÍTULO 5. Estudio empírico y resultados		118
5.1	Introducción	118
5.2	Análisis descriptivo del sector de la distribución en España entre 2000 y 2014	118
5.2.1	Magnitudes agregadas del sector	119
5.2.2	Evolución de las variables consideradas en el estudio	121
5.2.3	El efecto tamaño en el sector	129
5.3	El ciclo comercial en el sector	129
5.4	La gestión del capital circulante y la rentabilidad	136
5.5	La generación del cash flow operativo y su destino	145
5.5.1	El pago de dividendos	147
5.5.2	La inversión en inmovilizado material	151
5.5.3	La deuda financiera	155
5.6	Conclusiones	157

CAPÍTULO 6. Conclusiones e implicaciones futuras en el sector	162
6.1 Conclusiones sobre la revisión bibliográfica	164
6.2 Conclusiones sobre el mercado de la distribución en España	166
6.3 Conclusiones sobre el impacto de las ratios de giro sobre la rentabilidad	170
6.4 Conclusiones sobre los flujos de efectivo	172
6.5 Implicaciones futuras en el sector	173
BIBLIOGRAFÍA	176
ANEXOS	211

RESUMEN / ABSTRACT

El objetivo de esta tesis es describir la gestión del capital circulante llevada a cabo por las empresas del sector de la distribución alimentaria en España en los años 2000 a 2014 y medir su relación con la rentabilidad obtenida por dichas empresas. Adicionalmente, y para lograr dicho objetivo, se comprobará si la gestión del circulante ha ayudado a tales empresas en su obtención de acumulación de tesorería. Finalmente, se comprobará si existe, y se puede medir, un punto óptimo en los niveles de circulante. La principal metodología empleada son los datos de panel y los coeficientes de Pearson.

Con el estudio realizado se concluye, que se trata de un sector con crecimiento estable, altamente concentrado y con márgenes reducidos. Las empresas presentan ratios de giro específicos (entre ellos, un ciclo de explotación negativo). Se comprueba que el periodo medio de venta está inversamente relacionado con la rentabilidad y que no existe un punto óptimo. También, se demuestra que el sector genera grandes importes de tesorería, que destina mayormente, al pago de dividendos.

PALABRAS CLAVE: distribución alimentaria, ratios de giro, punto óptimo, *cash flow*, concentración.

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

AECA - Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas

ANGED - Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución

BAIL - Beneficio antes de intereses e impuestos

BN - Beneficio neto

CCC - *Cash conversion cycle*

CNAE - Código nacional de actividad económica

DIA - Distribuidora Internacional de Alimentación

DIS - *Days inventory outstanding*

DSO - *Days sales outstanding*

DPO - *Days payable outstanding*

EBITDA - *Earning before interests, tax, depreciations y amortization*

ECI - Grupo El Corte Inglés

FIAB - Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas

INCN - Importe neto de la cifra de negocios

INE - Instituto nacional de estadística

KMO - Contraste de Kaiser-Meyer-Olkin

Ln - Logaritmo neperiano

MAPAMA - Ministerio de Agricultura y Pesca, Alimentación y Medio Ambiente

MAB - Mercado alternativo bursatil

NIC - Norma internacional de contabilidad

NIIF - Norma internacional de información financiera

NOA- *net operating asset*

NOF - Necesidades operativas de financiación

NOPAT - *net operating profit after tax*

PIB - Producto interior bruto

PGC - Plan general de contabilidad

PMC - Periodo medio de cobro

PMP - Periodo medio de pago

PMV - Periodo medio de venta

PRYCA - Precio y Calidad

PYMES - Pequeña y mediana empresa

ROA - *Return on assets*

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1. Esquema de la tesis doctoral	11
Figura 2.1. Producción de la industria alimentaria. Importes en millones de euros	20
Figura 2.2. Entrada de multinacionales de la distribución alimentaria en España Periodo 1973-1997	32
Figura 2.3. Evolución del porcentaje de ventas del sector por formato comercial en España, periodo 1977-1998	33
Figura 2.4. Principales operaciones societarias del sector: Periodo 2010 a 2016	36
Figura 2.5. Relación de empresas “pure players” que operan en España	43
Figura 2.6. Principales distribuidores mundiales. Año 2015. Cifras en millones de dólares	48
Figura 2.7. Evolución de las ventas del sector mundial. Periodo 2009 a 2014. Importes en millones de dólares y de euros	49
Figura 2.8. Reparto y evolución de las ventas por áreas geográficas mundial. Años 2013 y 2014	51
Figura 2.9. Reparto de las ventas por áreas geográficas mundial. Año 2014	51
Figura 3.1. Relación de estudios que analizan PMC, PMV, PMP, CCC y la rentabilidad	67
Figura 4.1. Selección y depuración de la muestra	90
Figura 4.2. Relación de las ratios e hipótesis empleadas en la investigación	115
Figura 5.1. Datos agregados de la muestra. Importes en millones de euros	120
Figura 5.2. Evolución de las ventas de las principales empresas del sector en millones de euros	122
Figura 5.3. Grado de concentración del sector considerando la variable INCN	123

Figura 5.4. Evolución de la rentabilidad del sector y de las principales empresa del mismo. Rentabilidad medida con la ROA	124
Figura 5.5. Evolución del importe recogido en el epígrafe de inmovilizado Material	125
Figura 5.6. Composición de la antigüedad de las empresas de la muestra	127
Figura 5.7. Relación de empresas de la muestra en función de su influencia en el territorio y el grupo financiero al que pertenecen	128
Figura 5.8. Estadísticos descriptivos de la muestra. Medidos en días y en Porcentaje	131
Figura 5.9. Evolución del periodo medio de venta para el periodo 2000 a 2014	132
Figura 5.10. Relación de las ratios de giro con la ROA. Periodo 2001 -2014	133
Figura 5.11. Evolución del ciclo de explotación para el periodo 2000 - 2014	134
Figura 5.12. Detalle de los percentiles de la variable CCC	135
Figura 5.13. Histograma de la variable CCC	135
Figura 5.14. Distribución del CCC según el grupo financiero	136
Figura 5.15 Correlación de Pearson entre ROA - PMV, PMC y PMP	138
Figura 5.16. Resultado del modelo de regresión con efectos fijos. PMV, PMC y PMP	140
Figura 5.17 Resultados obtenidos segmentado la muestra por grupo financiero de la regresión de la ROA	142
Figura 5.18. Conclusión sobre el cumplimiento o no de las hipótesis H 2.1, H 2.2 y H 2.3 con la muestra segmentada considerando la variable de control “grupo financiero”	144
Figura 5.19. Importes agregados de la variable cash flow operativo para el periodo 2000 a 2014 Importes en millones de euros	148
Figura 5.20. Representación de las cash flow operativo para el periodo 2000 -2014. Datos de millones de euros	147
Figura 5.21. Importes pagados en concepto de dividendos. Datos de millones de euros. Periodo 2000 -2014	148

Figura 5.22. Resultado sobre la H 4.1 para la totalidad de la muestra y para la muestra segmentada considerando la variable “grupo financiero”	150
Figura 5.23. Evolución de la superficie en metros cuadrados de los establecimientos del sector. Datos agregados	152
Figura 5.24. Resultado sobre la H 4.2 para la totalidad de la muestra y para a muestra segmentada considerando la variable “grupo financiero”	153
Figura 5.25. Evolución del inmovilizado material durante el periodo 2000 -2014. Importes en millones de euros	154
Figura 5.26. Evolución de la deuda bancaria en el periodo 2000 - 2014. Importes en millones de euros	156
Figura 5.27. Resultado sobre la H 4.3 para la totalidad de la muestra y para a muestra segmentada considerando la variable “grupo financiero”	158
Figura 5.28. Cuadro resume de validación de las hipótesis del estudio	162

CAPÍTULO 1.

Introducción

1.1 Objetivo y justificación

El objetivo principal de la tesis que se presenta a continuación, es describir la gestión de determinadas partidas patrimoniales pertenecientes al capital circulante tienen sobre el desempeño económico-financiero de las empresas, que se enmarcan dentro del sector de la distribución alimentaria en España. El desempeño económico-financiero en este trabajo, se mide a través de la rentabilidad.

Adicionalmente, se analizará si existe un punto óptimo en sus niveles de existencias, clientes y proveedores así como la generación de exceso de tesorería y su destino dentro de la estructura patrimonial de la empresa.

La importancia del sector dentro de la economía, queda patente desde distintos puntos de vista. Según recoge el informe anual de FIAB¹ (2015), el sector alimentario en España (desde la producción hasta su consumo) alcanzó una facturación de 95.000 millones de euros en 2015, lo cual representa un 22% de la totalidad del sector manufacturero², con un crecimiento positivo de un 2,1% respecto al año previo. Si se considera que el producto nacional bruto [PIB] en España, según las cifras, publicadas por el Instituto Nacional de Estadística, [INE] ascendió a 1.075.639 millones de euros para el año 2015, el sector alimentario en nuestro país supone el 8,8% del producto nacional.

La industria de alimentación y bebidas empleó en 2015 a 470.000 personas, lo que supone el 2,04% de la población activa de España (1,01% del total de la población) con un crecimiento del 2,4% (MAGRAMA, 2015). Las exportaciones aumentaron a 25.472 millones de euros y arrojaron un signo positivo en la balanza de pagos. En 2015, según los datos del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación y Medio Ambiente [MAPAMA]³, se recibieron 1.628 millones de euros en inversiones financieras procedentes del extranjero.

Aunque el dato más relevante es, sin embargo, que se trata de un sector que afecta a la totalidad de la población. Es el sector que produce y vende bienes de primera necesidad. Según los datos recogidos por el Ministerio previamente citado, en el 2015 los hogares en España destinaron el 19,8% de la cesta de la compra a los productos alimenticios y bebidas (MAGRAMA, 2015).

¹ FIAB: Federación Española de Industrias de Alimentación y Bebidas, creada en 1977 para representar, a través de un único organismo a la industria alimentaria.

² A efecto de cómputo tanto nacional como en la Unión Europea, el sector alimentario está incluido en el sector manufacturero junto a otros sectores como el de automoción, la producción textil, la industria de la madera, la producción de papel, los productos químicos y productos metálicos.

³ Hasta el 2016, el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación y Medio Ambiente (MAPAMA) se denominaba Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente por lo que sus siglas era MAGRAMA.

Según el Informe de Gran Consumo de Alimarket⁴, (2016a), la gran distribución en España facturó en el año 2015, 65.450 millones de euros en aproximadamente 14,6 millones de metros cuadrados de sala de venta repartidos en los 21.693 establecimientos presentes en el territorio nacional. Lo cual no hace más que reforzar la importancia que el sector tiene en la economía española y en el entorno social.

A nivel académico, se trata de un sector ampliamente estudiado desde la perspectiva del *marketing-management*. En dicha rama se pueden encontrar estudios que intentan unificar a nivel internacional los criterios para diferenciar los distintos formatos comerciales. Por ejemplo los estudios de: Bustos-Reyes y González-Benito (2008) y Mollá Descals et al. (2002), entre otros. Por otro lado se encuentran estudios que analizan la modernización del sector, el impacto de las novedades tecnológicas o los nuevos canales como la franquicia o el comercio *online*. Entre las investigaciones que tienen como objetivo analizar las nuevas tendencias del sector y sus correspondiente impacto sobre la sociedad, destaca por su cercanía en el tiempo, Vallet Bellmunt y Mollá Descals (2006), Arce-Urriza y Cebollada-Calvo (2011), Vilas, (2011), Martínez y Casielles (2015), Rodríguez-García et al. (2016) y Alimarket (2016a), entre otros.

El sector también ha sido estudiado desde su vertiente histórica. Se ha estudiado su evolución en relación a hechos sociales como la incorporación de la mujer al mercado laboral, la evolución en la tipología de familia española o los cambios de los hábitos socio-culturales de la sociedad. Se destacan por orden cronológico: Toboso (2002), Cuesta Valiño (2004), Velázquez y Blanco (2005), Gago González (2007), Fernández Nogales et al. (2008), Sellers-Rubio y Mas-Ruiz (2008), Maixé-Altés (2009), Castro Balaguer (2010), Carbonell Ureña (2012), entre otros. Otra serie de investigadores han estudiado la evolución histórica del sector en relación a hechos destacados como la creación de grandes empresas españolas: El Corte Inglés y Galerías Preciados han

⁴Publicaciones Alimarket S.A.: es una empresa cuya actividad principal es la generación de contenidos de información económico-sectorial en España.

sido estudiado por, entre otros por,; Toboso (2000), Cuartas (2005), Gold y Woodliffe (2000) o Prieto (2006); Mercadona por Audicana Arcas (2002), la cooperativa Eroski por Muriel (2006), la gallega Vegalsa por Grandio y Maixe-Altés (2008) o Carmona (2009), la centenaria como Sabeco por Lozano (2010) o la entrada en España de empresas internacionales como Carrefour analizadas por Cliquet et al. (2006), o Auchan-Alcampo, Lidl por González (1996). Otros historiadores analizaron a los empresarios destacados tanto a nivel nacional (Torres, 2000) como a nivel comunitario (Vidal, 2000).

Finalmente, Existen artículos que analizan el impacto normativo legal del sector como la entrada en vigor de la Ley del Comercio Minorista de 1996 y sus posteriores adaptaciones donde se regulaba entre otros temas: los horarios de apertura, los festivos o las tasas municipales de los establecimientos. Se destaca los trabajos de: De la Ballina y Gonzalez (2007) o Rosa y Mora-Sanguinetti (2012).

Además del interés en el sector por parte de las disciplinas del *marketing-management*, jurídicas o históricas, un elevado número de organismos públicos y empresas privadas muestran su interés por este sector. Por ello, recopilan información acerca del mismo que publican con cierta periodicidad. Estas entidades son, entre otras; la Comisión Nacional de la Competencia [CNC], el Ministerio de Agricultura y Pesca y Alimentación y Medio Ambiente [MAPAMA], Publicaciones Alimarket SA ANGED⁵, FIAB, Kantar WorldPanel⁶ o Nielsen⁷. Recopilan, entre otros datos: el importe de ventas, cuotas de mercado, metros cuadrados de sala de

⁵ ANGED: Asociación Nacional de Grandes Empresas de Distribución, es una organización profesional de ámbito nacional, integrada por las compañías líderes del sector de la distribución minorista, en sectores como alimentación, electrodomésticos, moda, bricolaje, librería, juguetería, regalo, mueble, informática y electrónica, entre otros.

⁶ Kantar WorldPanel: empresa americana que ofrece estadísticas, infografías, estudios y análisis sobre diversos sectores entre ellos la distribución. Sus estudios son una herramienta de información para el Ministerio y empresas productoras sobre todo en lo que a los hábitos de consumo se refiere.

⁷ Nielsen: es una empresa holandesa-estadounidense que se dedica a la obtención y recopilación de datos en más de 100 países.

ventas o tendencias del sector. Estos informes suelen ser de carácter descriptivo y muestran cifras facilitadas por las propias empresas.

En cambio, a pesar del alto grado de interés por el sector que manifiestan otras disciplinas, en el ámbito financiero-académico el número de investigaciones realizadas sobre el sector es mucho menor. Las razones que podrían explicar esta carencia son entre otras: la poca visibilidad en el mercado bursátil, la composición accionarial, la reducida internacionalización, los bajos márgenes comerciales o la reducida repercusión social.

Desde el punto de vista del análisis financiero se trata de un sector con poca visibilidad en el mercado. Excepto el Grupo Día⁸ ninguna empresa en España cotiza en el mercado bursátil, lo cual reduce la información financiera contable pública a las cuentas anuales depositadas con dicha periodicidad en el Registro Mercantil. Por otra parte, el accionariado de las principales empresas sigue en manos privadas (véase, entre otras, Mercadona, El Grupo Corte Inglés, Lidl, Aldi o Eroski), lo cual hace que sean más herméticas y reacias a publicar información sensible sobre su estrategia comercial y financiera. La nula o escasa internacionalización completa el hecho de que tenga poca relevancia en el exterior.

En términos de rentabilidad, se trata de un sector con márgenes bajos o reducidos. El margen de explotación medio del sector es un 2% y la rentabilidad sobre activos en torno el 3% en los últimos años (2000 a 2014)⁹.

⁸ DIA salió a cotizar al parqué español el 5 de junio del 2011 después de una *spin-off* de Carrefour. Se conoce con el concepto de Spin-off: término anglosajón que se refiere a un proyecto nacido como extensión de otro anterior, o más aún de una empresa nacida a partir de otra mediante la separación de una división subsidiaria o departamento de la empresa para convertirse en una empresa por sí misma

⁹ Datos obtenidos del análisis de la muestra. Véase capítulo cinco.

En el ámbito social se trata de un sector sin grandes crisis económicas, donde se intercambian bienes de primera necesidad. A pesar de que muchas empresas del sector han sufrido caídas de ventas y de márgenes, en global el sector ha aumentado sus ventas en los últimos quince años. Además ninguna empresa relevante ha presentado concurso de acreedores durante el periodo analizado. Tampoco es un sector con presiones sociales destacadas: no ha sufrido protestas sociales, ni paros generalizados, ni huelgas por ningún motivo: ni por parte de empleados de las empresas ni por parte de consumidores o proveedores de las mismas.

En lo que se refiere a la gestión de capital circulante, así como su impacto en la información financiera de las empresas, comienza a ser estudiada en la década de los ochenta cuando las políticas de inversión a largo plazo ya están establecidas (Modigliani y Miller, 1958). Previos a esta fecha, autores como Beaver (1966) o Altman (1961) habían empleado el fondo de maniobra como ratio para predecir la insolvencia. En cambio, Smith (1980) llevaría a cabo un estudio cuyos datos primarios habían sido obtenidos a través de las encuestas realizadas a un grupo de directivos de empresas americanas. A raíz del mismo se comenzaron a generalizar el uso de conceptos como fondo de maniobra, fondo de maniobra operativo, ratios de giro, ciclo de maduración, ratios de liquidez o estado de flujos de tesorería, para el análisis del capital circulante.

En los años noventa, las investigaciones relativas a la gestión del circulante se planteaban desde una perspectiva más teórica, debido a la limitación de datos financieros disponible y por tanto se centraron más en las diferencias contables que derivan de la aplicación del principio de devengo, empleado para elaborar la cuenta de pérdidas y ganancias y el principio de caja empleado en el estado de flujos de efectivo.

Existen en contabilidad dos magnitudes diferentes para mediar la gestión del capital circulante, por una parte la caja generada y en otro lugar, el resultado del ejercicio. Las diferencias entre ambas magnitudes ha sido analizado por diversos autores, entre otros, Sloan (1996), Dechow (1994), Kasnik (1999) o Trueman y Titman (1988). Todos concluyen que el resultado del ejercicio contiene un mayor grado de subjetividad, dado que, para su cálculo es necesario un mayor número de estimaciones que depende del criterio de los directivos de las empresas. Surgen los ratios de giro como medida para medir la gestión del capital circulante al incluir en su cálculo epígrafes de ambos estados financieros.

A partir del año 2000 proliferan, una serie de estudios que correlacionan las distintas ratios de giro con la rentabilidad. Hasta donde se ha podido comprobar existen más de setenta artículos en esta línea. De todos ellos, estudios que consideren en su análisis datos de empresas españolas solo se han encontrado dos: García-Teruel y Martínez-Solano (2007) y Baños-Caballero et al. (2010). Asimismo, hasta donde se ha podido comprobar, hay menos de diez estudios que analizan el sector de alimentación con independencia del país de las empresas. No se ha encontrado ningún estudio que analice el sector de la distribución alimentaria en España. Por ello, esta tesis pretende cubrir dicho vacío existente en la investigación académica.

Adicionalmente, para completar la aportación que esta tesis pretende, se estudiará la generación de efectivo de estas empresas y el destino del mismo. A lo largo del trabajo, se demuestra que se trata de un sector que genera grandes cantidades de efectivo. Por ello, se analizará si la política de dividendos, la política de inversión en inmovilizado material o la política de financiación están condicionadas por este volumen de tesorería generado. Es decir, si una variación en los flujos de tesorería del año previo condicionan las decisiones respecto a los dividendos a satisfacer a los accionistas, o a la inversión en el inmovilizado o al repago adelantado de la deuda de los años siguientes. Esta última parte de la investigación es una novedad, dado

que hasta donde se ha podido saber, no se han encontrado estudios previos al respecto.

Por lo tanto, se plantean los siguientes objetivos secundarios de esta tesis:

1. Revisión bibliográfica para entender los trabajos que previamente han analizado la gestión del circulante. Comprender el estado de la cuestión y poder establecer las hipótesis empíricas del estudio.
2. Análisis de la vinculación entre las ratios de giro y la rentabilidad. Baños-Caballero et al. (2010), entre otros autores, defienden la existencia de un punto óptimo en el ciclo de explotación de las empresas; mientras que Konuk y Zeren (2014) concluyeron que no existía dicho límite. A lo largo de la tesis se plantea si para la muestra elegida, existe o no dicho punto.
3. Analizar el destino de los flujos operativos de caja generados. Se pretende explicar si el pago de dividendos, la inversión en inmovilizado material y el repago adelantado de la deuda están vinculados con el exceso de tesorería generado.

Por todo lo mencionado anteriormente, esta tesis pretende cubrir un vacío existente en la literatura académica. Sobre un sector relevante de nuestra economía, como es el sector de la distribución alimentaria, se estudiará sus situación económica y financiera; su evolución en los últimos años; centrándose en el análisis de su gestión de capital circulante para determinar el impacto en su rentabilidad; la determinación del punto óptimo; así como el destino al cual las empresas destinan sus excesos de tesorería.

1.2 Metodología y esquema del trabajo

La muestra sobre la que se ha realizado la investigación son 133 empresas agrupadas en 65 grupos financieros. Todas ellas representan la totalidad de las zonas geográficas de España. Poseen variedad de formatos comerciales, metros cuadrados de sala de venta diferentes o tamaños empresariales diversos.

Se ha elegido como horizonte temporal los ejercicios 2000 a 2014, lo que supone 975 observaciones (año-compañía). Se ha partido de la premisa de utilizar los datos más recientes disponibles y remontarse un número de años suficiente para realizar un análisis evolutivo de cierta significación. Considerando tanto el país, como el periodo elegido como el número de empresas incluidas se convertirá, hasta lo que se conoce, en uno de los estudios más amplios de los realizados sobre un sector en particular.

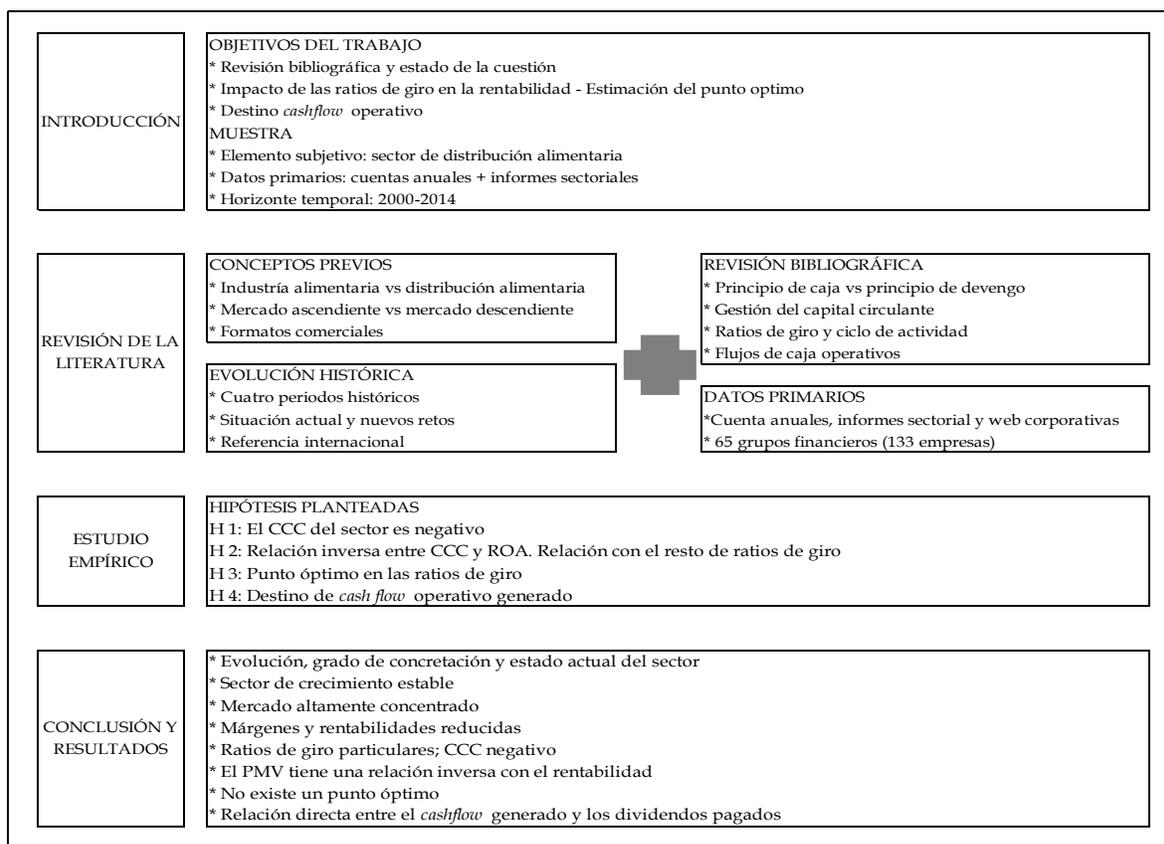
En línea con el objetivo de la tesis, el estudio se realizará sobre las variables económicas y financieras obtenidas de los estados financieros de las empresas de la muestra. En especial se emplearán las ratios que componen el ciclo de explotación que son el periodo medio de venta, el periodo medio de cobro y el periodo medio de pago, así como la variable *cash flow* operativo.

Respecto a la metodología estadística empleada se combina a lo largo de la tesis un análisis descriptivo junto a herramientas estadísticas como correlación de Pearson, componentes principales y modelos de regresión mediante datos de panel. El análisis descriptivo permite evaluar la dimensión y evolución del sector además de conocer el grado de concentración del mismo para comprender cuales son las posiciones de cada una de las empresas que lo forman. La correlación de Pearson permite evaluar la existencia de relación entre las variables de manera que se pueda concluir si existe relación en la dirección en la que se mueven las ratios de giro con

los movimientos en la rentabilidad de las empresas. Las técnicas de componentes principales tienen como finalidad determinar la idoneidad o no de agrupar variables para evitar la colinealidad. Finalmente, los modelos de regresión permiten explicar los factores que condicionan una variable determinada para poder concluir sobre que políticas podrían suponer aumentos de rentabilidad en las empresas de la muestra. Asimismo, se emplean estos modelos para estudiar el destino de los flujos operativos de tesorería generados por las empresas del sector de la distribución alimentaria en España.

Con el fin de tener una visión global de la tesis, sus objetivos, su estructura, las hipótesis planteadas y las conclusiones se expone en la figura 1.1 un esquema de la totalidad del trabajo presentado:

Figura 1.1 Esquema de la tesis doctoral



Fuente: elaboración propia

La tesis se ha dividido en seis partes, cada una de ellas se corresponde con un capítulo del trabajo.

En el capítulo uno, introducción, se plantean los objetivos, la justificación del tema, el esquema y la metodología del trabajo. Se concluye acerca de la existencia de un vacío en la literatura académica que empieza a ser cubierto con la elaboración y presentación de esta tesis.

En el capítulo dos se estudian, en primer lugar, los conceptos previos y necesarios para el desarrollo de esta tesis, posteriormente, se realiza un recorrido histórico del sector. En él, se narra la historia desde el nacimiento de *Simago*¹⁰ hasta la entrada de las empresas *online* como Amazon pasando por la entrada de importantes multinacionales en nuestro país como son, entre otras, Carrefour, Alcampo, Aldi, Lidl, E Leccrec o Costco. Así como, el nacimiento y evolución de empresas nacionales como Mercadona, Eroski, Día o El Corte Inglés. El capítulo finaliza con la exposición de los nuevos retos a los que se expone el sector así como una referencia al mercado internacional y al mercado de la distribución mundial.

El capítulo tres engloba el estado de la cuestión y el planteamiento de las hipótesis. En la primera parte se analizan las diferencias e impactos entre el principio de caja y el principio de devengo para comprender conceptos como fondo de maniobra, fondo de maniobra operativo, ratios de giro, ciclo de maduración, ratios de liquidez o estado de flujos de tesorería, entre otros. El capítulo incluye un recorrido por los estudios e investigaciones previas, hasta donde se tiene conocimiento, relativas a la gestión del circulante y los flujos de caja. A lo largo del capítulo se plantean en base a la literatura existente las hipótesis que en los capítulos posteriores se validarán.

¹⁰ *Simago* es considerado por muchos autores (entre otros: Castro Balaguer, 2010), como el primer hipermercado español creado en 1960.

El capítulo cuatro engloba la metodología del trabajo. Se exponen las ratios que se van a emplear, el proceso seguido para la obtención de los datos primarios las variables, el cálculo empleado de cada una de ellas y su interpretación. Este capítulo incluye, además, el origen, depuración y preparación de la base de datos así como la metodología estadística empleada.

Posteriormente, el capítulo cinco incluye los resultados del estudio. En primer lugar, se realiza un análisis descriptivo del sector para continuar con la validación de cada una de las hipótesis planteadas. A lo largo del mismo se concluye respecto a la similitud y diferencias de los resultados obtenidos con respecto a trabajos previos similares realizados hasta la fecha.

El último capítulo, el sexto, recoge las conclusiones a la luz de los resultados obtenidos y descritos en el capítulo previo. Se dividen en las conclusiones obtenidas de la revisión bibliográfica, las obtenidas acerca del sector, las conclusiones sobre los impactos de las ratios de giro sobre la rentabilidad y las obtenidas sobre los flujos de efectivo. Se cierra el capítulo con la exposición de las implicaciones futuras para el sector en el ámbito de la investigación.

CAPÍTULO 2.

El sector de la distribución alimentaria

2.1 Introducción

El hipermercado, como se conoce hoy en día, nació en 1959 en la localidad francesa de Sainte-Geneviève-des-Bois, a unos treinta kilómetros al sur de París. Fundado por dos familias, Fourinier y Defforey, hoy es lo que se conoce como Carrefour. Pasarían diez años hasta que estas familias decidieran cruzar la frontera a España. (Castro Balaguer, 2010 y Cliquet et al., 2006). Mientras tanto, en Arkanas, Estados Unidos, Sam Walton inauguraba en 1962 una pequeña tienda de descuento que años más tarde se convertiría en Wal-Mart. Estas dos empresas, son hoy, dos de los cinco mayores distribuidores a nivel mundial.

Según MarketLine (2015a) el sector de la distribución alimentaria en el mundo supuso unas ventas de 6.129 miles de millones de euros en el año 2015. En España, según el INE, el gasto total en alimentación de los hogares en 2015 ascendió a 99.037 millones de euros, lo que le convierte en un sector de relevancia para el país. El consumo per cápita medio anual es de 656,7 kilogramos/litros por persona. A su vez, el desperdicio en los hogares españoles asciende a 1.326 millones de kilogramos. Sirvan estas cifras para comprender la dimensión del sector tanto a nivel mundial, como nacional, así como para apuntar los nuevos retos del mismo para los próximos años.

A lo largo de este capítulo se cubrirán cuatro puntos necesarios para la comprensión del sector analizado en esta tesis. En primer lugar, se explican las diferencias entre conceptos relevantes para el sector alimentario y la distribución alimentaria, mercado de abastecimiento y el mercado descendiente, o los distintos formatos comerciales existentes.

En la segunda parte del capítulo se realiza un repaso histórico del sector desde su creación en 1959 hasta la actualidad. Los historiadores¹¹ coinciden en la existencia de al menos tres periodos. El primero transcurre entre 1959 y 1973, durante el que aparecen las primeras experiencias. El segundo periodo de 1974 a 1996, denominado como *"Retailing Revolution"*. El tercer periodo comprende de 1996 a 2010, durante el que tuvieron lugar grandes operaciones societarias que provocan la concentración del sector. Algunas asociaciones del sector, como Alimarket, consideran que se podría estar viviendo un cuarto periodo que se inició en el año 2010. Debido a su cercanía en el tiempo y a su vigencia, no se ha encontrado literatura académica que

¹¹ Autores que han analizado la vertiente histórica y social del sector son, entre otros: Cliquet et al. (2006), Maixa-Altés (2009), Castro Balanguer (2010), Gago González (2007) o Casares Ripol y Martín Cerdeño (2003).

asigne un nombre a esta última etapa. No obstante, en este capítulo, se intentará exponer las características y evolución del mismo.

Posteriormente, se analizan los nuevos retos a los que los distribuidores alimentarios se enfrentan. Entre ellos se exponen: los nuevos hábitos de consumo, la venta “*online*”, los nuevos canales de venta, los nuevos competidores, la innovación en el sector, el desperdicio de los productos alimentarios, o la internacionalización de empresas españolas; son puntos relevantes que se consideran que afectarán al sector en los años venideros.

Por último, se cierra el capítulo exponiendo la situación mundial del sector, con un resumen de las cifras y de los principales agentes del mismo.

De esta manera, se pretende a lo largo de este capítulo, poner en contexto las magnitudes macroeconómicas e históricas de sector de la distribución alimentaria.

2.2 Conceptos previos

Con el fin de entender el sector y sus términos, a continuación, se definen una serie de conceptos previos que se consideran relevantes para la lectura y comprensión de la presente tesis.

2.2.1 Diferenciación entre sector alimentario y el sector de la distribución alimentaria

El concepto de sector alimentario o industria alimentaria comprende todas aquellas empresas relacionadas con los alimentos y bebidas, desde su producción, hasta el consumo de los mismos. Principalmente engloba: productores, transformadores, importadores, exportadores, intermediarios (mercado en origen, como las lonjas o centrales de compra) y distribuidores (minoristas o mayoristas).

Por su parte, la distribución alimentaria, se define como la última parte del proceso de esta industria. Englobaría la logística y distribución de los productos desde los mayoristas hasta el consumidor final.

Según el último informe de la Unión Europea, Food y Drinks Europe (2016), la industria alimentaria representa el 14,6% de las ventas del sector¹², y un valor superior a los 1.244 miles de millones de euros. Estas cifras, suponen un 17,1% de incremento respecto al año anterior, y la industria alimentaria se consolida como la principal actividad del sector manufacturero global.

En Europa, la industria la componen más de 289.000 empresas, y emplea a 4,2 millones de personas. Se trata de un sector muy atomizado, puesto que más del 95,4% de las empresas tienen menos de cincuenta empleados.

La industria alimentaria española, ocupaba en 2014 el quinto lugar en Europa por volumen de negocio, tras el Reino Unido que era cuarto. En 2015, España adelantó al país británico situándose por delante de nuestro mercado, tan solo, Alemania, Francia e Italia.

Según el INE, para el año 2015, la industria alimentaria y de bebidas fue la primera rama industrial de España¹³. Representa el 20,5% de las ventas netas del sector, el 18,3% de las personas ocupadas, el 17,8% de las inversiones netas en activos materiales y el 14,3% del total de las empresas del sector industrial español. Esto se

¹² A efectos de los datos recogidos por la Unión Europea, la industria alimentaria está incluida como un segmento dentro de la industria manufacturera. Esta industria incluye a efectos de contabilidad europea sectores como la fabricación de vehículos o la fabricación industrial de componentes electrónicos.

¹³ Al igual que la UE, el Instituto Nacional de Estadística incluye a la industria alimentaria en el sector industrial. Este sector está formado, entre otros, por: vehículos de motor (que aporta en 2015, el 12,5%), energía y agua (12,5%), metalurgia y fabricación de productos metálicos (11,4%).

traduce, en cifras absolutas, en 28.343 empresas, 469.018 personas, y en una producción neta anual de 94.935 millones de euros anuales.

Dentro del sector alimentario, las sub-industrias con mayor presencia en cuanto a las ventas netas son: cárnicas (21,5%), grasas y aceites (11%), alimentación animal (9,4%) e industria láctea (9,2%). Por otra parte, si se considera el número de empresas, el primer lugar lo ocupa pan, pastelería y pastas con 10.272 empresas, seguido de las empresas vinícolas y las cárnicas.

El mismo informe facilita datos por comunidades autónomas. Andalucía ocupa el primer puesto, Cataluña el segundo, mientras que Castilla y León ocupa el tercero. Al igual que en el caso de Europa, en España es un sector con un elevado número de empresas de pequeño tamaño, puesto que solo el 3,6% de las empresas tiene más de cincuenta empleados. Por lo tanto, el grado de concentración en las empresas de producción alimentaria puede ser considerado bajo. Empresas destacadas en esta industria son, entre otras, Ebro Foods, Nestlé, AMC Group, Unilever, Deoleo, Calvo, Danone, El Pozo. En cuanto a bebidas se destacan, entre otras empresas, Coca-Cola, Mahou, Damm o Heineken.

Según el MAPAMA¹⁴, el mercado de las exportaciones e importaciones del sector presenta un superávit de aproximadamente 6.000 millones de euros. Las últimas cifras disponibles son del 2015 (MAGRAMA, 2016a), e indican que las exportaciones ascendieron a 25.472 millones, lo que supone un incremento del 6% respecto al año anterior. Las importaciones de ese mismo año ascendieron a 19.432 millones (7,3% de incremento). Estas cifras confirman la tendencia creciente del sector. Los productos más exportados son aceite de oliva, carne de porcino, legumbres y vinos.

¹⁴ Datos obtenidos del Informe del Consumo de alimentación en España 2015. Dicho informe se elabora sobre un universo de 18.304.544 hogares de toda la península, Baleares y Canarias; no se incluyen Ceuta y Melilla.

Los principales países receptores son Francia (17%), Alemania (12%) e Italia (11%). En cuanto a importaciones se refiere, las principales categorías importadas son aceite no de oliva, preparaciones alimenticias y quesos.

El mismo informe del ministerio indica que el gasto total en alimentación en 2015 ascendió a 99.037 millones de euros. Este importe incluye tanto el consumo efectuado dentro del hogar, como fuera del mismo. La cifra supone un incremento del 1,01% respecto al año anterior.

De los 99.037 millones de euros, 67.043 millones de euros, corresponden al gasto efectuado dentro del hogar. Esto supone un gasto per cápita medio de 1.502,9 euros, que traducido a kilogramos consumidos son 656,7 kg/litros por persona. El informe indica que el canal preferido para realizar las compras son los supermercados en el caso de productos envasados, y las tiendas tradicionales para los productos frescos.

Por otra parte, los 31.994 millones de euros adicionales corresponden al consumo efectuado fuera del hogar en establecimientos alimentarios. Esta cifra supone un incremento del 1,2% respecto al año previo. Este incremento viene provocado, por una parte, por el aumento de un 0,8% del número de visitas a establecimientos de restauración y un incremento del 0,4% en el gasto medio por comensal. En este caso los canales con incremento superior a la media fueron los establecimientos de comida rápida, y los comedores de empresa.

Según el informe de la Industria Alimentaria de Alimarket (2016b), la industria alimentaria registró en 2015 una producción neta de 84.600 millones de euros, cifra que supone un crecimiento del 0,72%, y que superar los niveles alcanzados previos a la crisis. En la figura 2.1 se muestra la producción real de los últimos años:

Figura 2.1. Producción de la industria alimentaria. Importes en millones de euros

Año	Producción (*)	Variación año anterior
2007	85.717	0,54 %
2008	85.220	(0,58)%
2009	80.445	(5,77)%
2010	82.315	2,30%
2011	83.947	1,96%
2012	82.090	(2,24)%
2013	80.787	(1,60)%
2014	84.020	3,92%
2015	84.631	0,72%

(*) Ventas netas a precios de salida de fábrica
Fuente: FIAB con datos del INE

Se delimita ahora la industria a la distribución minorista, objeto de esta tesis. El sector de la distribución alimentaria es el mayor segmento de distribución por delante del textil o el de electrodomésticos. En este sector, está comprendida la venta de alimentación y bebidas y, puesto que la separación en la mayoría de los casos no está disponible, se incluye también la venta de artículos relacionado con la salud y belleza, así como limpieza y cuidado del hogar.

Los organismos y empresas privadas consultadas, que hacen seguimiento de esta industria, coinciden en el crecimiento en los últimos años del sector. Según los datos recopilados por Alimarket (2016a)¹⁵ a partir de 500 compañías, el mercado ha experimentado un crecimiento de 2,5% hasta alcanzar los 70.750 millones de euros vendidos. La superficie de venta del denominado gran consumo ascendió a 14,6 millones de metros cuadrados repartidos en casi 22.000 puntos de venta en el 2016. A diferencia de la industria primaria de producción, la distribución presenta

¹⁵ Las cifras entre los informes son distintas porque el panel de empresas consideradas es distintos. El MAPAMA incluye un número elevado dado que Alimarket que solo incluye las 500 empresas más importantes del sector. Por su parte ANGED solo incorporar datos de sus empresas asociadas. El panel de Nielsen tampoco coincide con los anteriores mencionados.

ratios de concentración elevadas dado que el 53% de las ventas lo realizan los primeros los cinco operadores, porcentaje que se eleva a 67,6% si se consideran diez primeros. Finalmente, el sector de la distribución emplea de manera directa a casi medio millón de personas en España.

2.2.2 Mercado ascendente de abastecimiento y mercado descendente

La distribución minorista de bienes de consumo diario, abarca dos mercados de productos diferenciados¹⁶:

- a. Mercado ascendente de abastecimiento, engloba el proceso desde la producción (agrícola, ganadera, pescadora) y elaboración (empresas de producción alimentaria) hasta las empresas mayoristas que son principalmente las centrales de compra.

La venta a centrales de compras constituye un fenómeno muy extendido, el 78% de los fabricantes alimentarios utilizan este canal para colocar sus productos (Velázquez y Blanco, 2005). Los grandes distribuidores como Mercadona, Carrefour o Alcampo (Auchan), disponen de centrales de compras propias, mientras que las empresas con menor volumen de facturación recurren principalmente a las dos centrales importantes del país: IFA Española y Euromadi.

IFA Española es una central de compras creada en los años 60 y está formada por más de 180 empresas asociadas, entre las que se destaca: IFA Española, Altoaragón, Ahorramas, Alimerka, Bon Preu, Cash Lepe, Gadisa, Hipermercado Usera, Hipermercado E Lecrec, Supermercado Hiber o Unialco.

¹⁶ Véase Albisu Aguado (2008) y Ormaza (1992).

Euromadi Ibérica es una central de compras que nace en 1993 como fusión de otras de menor tamaño. Se engloba dentro del grupo internacional EMD con sede en Suiza. En España cuenta con 173 empresas entre las que se destaca entre otras: Supermercado Spar, Supermercado Sánchez Romero, Supermercado El Árbol, Supermercado Plaza, Semark AC, Grupo Mas y Mas, Cencosu, Lider Aliment, Luis Piña o José Padilla Francés.

- b. Mercado descendente: abarca el proceso entre las centrales de compra o los grandes distribuidores hasta los consumidores finales. El mercado de la distribución minorista en formato libre estaría integrado por todas aquellas superficies de venta en las que es posible el suministro de todo tipo de bienes de consumo diario alimentario y no alimentario. En este mercado no se incluyen, dado sus características, ni las tiendas especializadas ni las tiendas tradicionales con atención personalizada. Solo se incluyen los denominados en inglés como *one stop shopping*¹⁷.

2.2.3 Formatos comerciales

Conocer las diferencias entre los distintos formatos comerciales es relevante para el sector. Los organismos públicos, entre ellos MAPAMA, el Ministerio de Turismo y Comercio, o la CNC (2011) junto a las empresas especializadas en el seguimiento del sector como el Observatorio de Corporaciones Transnacionales (IDEAS, 2006) o Alimarket, han tenido la necesidad de definir los distintos formatos con el fin de realizar sus análisis e incluso de proponer medidas legislativas diferentes.

De esta manera surge la necesidad de diferenciar los conceptos como “autoservicio”, “hipermercados”, “supermercados”, “*cash&carry*”, “tiendas de descuento”, “tienda

¹⁷ Término inglés que hace referencia a aquellos distribuidores que ofrecen servicios y productos diversos bajo el mismo establecimiento, pudiendo realizar las distintas compras sin desplazamientos adicionales.

de conveniencia” o “mercados tradicionales”. Se expone a continuación, lo que se entiende por cada uno de ellos teniendo siempre en cuenta que no son definiciones cerradas.

- Autoservicio: establecimiento de superficie en la que se ofrecen productos, ya sean alimentario o no, sin la intermediación de una persona encargada de servir a los clientes, es decir, el consumidor recorre las distintas secciones y selecciona los productos sin necesidad de empleados. Finalmente, abona su compra en las cajas de salida. Ejemplos de este formato son los hipermercados, supermercados, tiendas de descuento y tiendas de conveniencia.
- Hipermercado¹⁸: establecimiento de venta que además de productos de alimentación, perfumería y droguería familiar, ofrece también informática, telecomunicaciones, textil, jardinería, viajes, servicios financieros y otras categorías. Suelen encontrarse a las afueras de las ciudades. Los organismos suelen diferenciar entre los de tamaño grande con superficie mayor a 5.000 metros cuadrados y los pequeños cuya superficie de venta oscila entre 2.500 y 5.000. En la actualidad, empresas que presentan este formato en el mercado son, entre otras, Carrefour planet¹⁹, Eroski y Alcampo.

¹⁸ El hipermercado apareció en España en 1959 desde entonces distintos autores han completado y delimitado su definición. Según Casares y Rebollo (2000), es un establecimiento de venta detallista de más de 2.500 metros cuadrados en régimen de autoservicio y pago de una sola vez en las cajas de salida, que dispone de un gran aparcamiento gratuito a disposición de sus clientes. Santesmases (1999), añade a la definición, que se sitúa a las afueras de las ciudades haciendo de “motor” de los centros comerciales y que ofrece al menos 2.000 referencias y una oferta reducida de servicios. Stern et al. (1998) establecen que la relación entre alimentación y bazar suele ser 60/40. Vela y Bocigas (1992) definen que su estrategia comercial se basa en “precios gancho” y grandes campañas de publicidad. Vazquez-Casiells y Trespalacios- Guitierrez (1997), concluyen que los márgenes son reducidos en la sección de alimentación con idea de atraer a los consumidores. Finalmente Cuesta Valiño (1999), completa la definición indicando que el horario del hipermercado es prolongado.

¹⁹ En 2014, la denominación “Carrefour Planet” desapareció a nivel comercial. El grupo francés volvió a la enseña previa, recuperando el nombre de Carrefour.

- Supermercado: establecimiento de productos alimentarios, de droguería y perfumería. Este establecimiento no presenta venta de bazar, electrónica o textil. Según la superficie de venta, se pueden separar entre grandes, medianos y pequeños. Los primeros tienen más de 1.000 metros cuadrados, los segundos entre 400 y 1.000 y los pequeños menores que 400 metros. El tamaño suele también condicionar su cercanía o no en centros urbanos. Los ejemplos presentes en el mercado actual son entre otros, Mercadona, Caprabo, Supercor, Eroski Center & Eroski City y Carrefour Market.

- Comercio tradicional/ tienda de ultramarinos /tiendas tradicionales/mercados municipales: establecimientos especializados en la venta de productos frescos (pescadería, carnicería o frutería). En la mayoría de los casos, se trata de establecimientos atendidos por un vendedor que personaliza el pedido (tamaño, modo de corte y/o cantidad.)

- Tiendas de descuento (discounters): fórmula comercial de productos alimentarios y droguería caracterizada por un surtido limitado, la apuesta por la marca de distribuidor, una política constante de bajos precios y, sobre todo, por un control sistemático de los costes. Prima el precio frente a la presentación o la comodidad de los locales. La superficie de venta oscila entre 400 y 1.000 metros cuadrados. Dentro de ellos existen los *hard discounter* y los *soft discounter* en función de la agresividad de los descuentos llevados a cabo. Las empresas alemana Aldi y Lidl se establecieron en España con este formato. Como se verá a lo largo de este capítulo, estas empresas han evolucionado a un formato de supermercado mediano de proximidad. Mientras las empresas como Día o Plus sí mantienen esta estrategia de *discounter*.

- Tiendas de conveniencia: establecimientos de venta al público con una superficie de venta menor de 500 metros cuadrados, con oferta diversificadas y abierto más de 18 horas al día. Ejemplo: Supercor Stop &Go (antes denominado Opencor) o Rapid.
- Centro de venta de mayoristas (cash&carry): centros donde se mantienen los precios de los productos prácticamente al costo y las compras mínimas requeridas son elevadas, no pudiendo adquirir pequeñas cantidades. Históricamente, el acceso a esos establecimientos estaba restringido a empresas legalmente constituidas y personas físicas con carnet de familia numerosa dado que su finalidad era proveer al canal de hostelería. Actualmente las restricciones de entrada son menores y prácticamente cualquier persona puede acceder a ello. Ejemplo en el mercado actual son Makro, Pedro Duque Canarias, Caro Ruiz o Costco, empresa americana recién entrada en España²⁰.

Los formatos más relevantes por volumen de ventas, por número de establecimiento o por metros cuadrados de sala de venta son los hipermercados y los supermercados. Como se analiza en el último apartado de este capítulo, en los últimos años, los formatos han evolucionado y actualmente pueden llegar a confundirse. En los últimos años se habla de formatos híbridos entre el supermercado grande y el hipermercado o entre el supermercado mediano y la tienda de conveniencia, además de surgir el concepto de supermercado de proximidad que se puede definir como un supermercado mediano, en el que el fresco ha adquirido una importancia mayor dentro de la sala de ventas.

²⁰ Véase noticia,

http://economia.elpais.com/economia/2014/05/13/actualidad/1400007366_603082.html. Costco inauguró en mayo del 2014 la primera tienda del continente europeo en Sevilla. A lo largo del capítulo se realizan referencias al mismo.

2.3 Evolución histórica del sector de la distribución en España

Las fórmulas previas al supermercado y al hipermercado se encuentran en los denominados almacenes alimentarios o tiendas de ultramarinos. Las fórmulas comerciales de gran almacén y almacén popular fueron las que iniciaron en España las innovaciones en la distribución minorista. Ambas son establecimientos polivalentes, organizados por secciones de venta al por menor y con precios fijos. Según Cliquet et al. (2006), la diferencia entre ambas es mínima llegando, en algunas ocasiones, a confundirse los términos. En su origen, la diferencia consistía en la variedad y en los precios de los productos ofertados. En los grandes almacenes primaba la variedad frente al precio mientras que en los almacenes populares ocurría lo contrario, el precio era lo fundamental. Por esta razón, los grandes almacenes solían tener, por regla general, unas dimensiones superiores al almacén popular (Toboso, 2002).

Los primeros ejemplos en España aparecen en Madrid y Barcelona a finales del siglo XIX: los Grandes Almacenes del Siglo de Barcelona (1878), Almacenes Capitol (1916) y Almacenes el Aguila de Madrid (1919). Años más tarde fueron sustituidos por las grandes insignias de nuestro país como Galerías Preciados, creado por Pepín Fernández en 1943 y por la sastrería El Corte Inglés fundada por Ramón Areces en 1935. A excepción de las empresas mencionadas, este formato de autoservicio, llegó tarde a España respecto del resto de Europa y por lo tanto no comenzó a desarrollarse hasta la década de los sesenta. En mercados como Reino Unido estos formatos ya funcionaban desde antes de la Segunda Guerra Mundial. En 1959, en España solo existía una docena de autoservicios mientras que en Gran Bretaña tenía 1.660 establecimientos de ese tipo (Maixe-Altés, 2009).

Otros canales, como los autoservicios mayoristas o los *cash&carry*, dirigidos principalmente a clientes tales como hostelería, colegios o comedores de empresas,

tuvieron un éxito temprano en la República Federal Alemana tras la guerra mundial. Pero en nuestro país no llegaron hasta los años setenta.

Los establecimientos de descuento nacieron en Estados Unidos tras la Segunda Guerra Mundial, mientras que en Europa el máximo exponente es Alemania, con empresas como Lidl y Aldi. No llegaron a España hasta los años noventa. El grupo Día realizó un primer intento de ser tienda de descuento en los años ochenta, pero no tuvo éxito y desechó la idea. Posteriormente, cuando este formato se estableció en nuestro país, Día reconvirtió sus tiendas a dicho formato.

Numerosos autores²¹ coinciden en dividir la historia del sector en España en tres periodos, pese a que algunos empiezan a identificar un cuarto periodo en el que se encuentra el sector en la actualidad:

- La primera, de 1959 a 1973, son las primeras experiencias en el mercado español, donde surgieron algunas de las empresas que hoy son referentes a nivel nacional como son Caprabo, Eroski, Sabeco, El Árbol y el Grupo IFA.
- Segundo periodo, 1974 a 1996, lo que denominan *“Retailing Revolution”*, donde se desarrollan los formatos modernos importados desde el exterior. Empresas como Carrefour, Pryca, Alcampo, Continente, Día, Makro o Lidl hicieron su entrada en nuestro país.
- Tercer periodo 1996 a 2010, caracterizado por una reinención del hipermercado, con fuertes cambios estructurales y concentración paulatina de las empresas que lo conforman. En esta etapa, se destaca el papel de la empresa Mercadona, líder indiscutible en esta última etapa. Asimismo,

²¹ Autores como: Cliquet et al. (2006), Castro Balanguer (2010), Maixé-Altés (2009), Gago González (2007) o Casares y Ripol (2003).

acontecen diversas fusiones como la de Carrefour y Continente y la absorción entre empresas del sector, como las realizadas por Alcampo.

- Debido a la cercanía no se ha encontrado en la literatura académica ninguna referencia que asigne un nombre al tiempo transcurrido desde el 2010 hasta la actualidad. Pero los grandes agentes del mercado, empresas y asociaciones, coinciden en que el sector está en plena transformación. Como se analiza en los epígrafes siguientes, han cambiado los formatos así como las preferencias del consumidor, lo cual ha supuesto una transformación en los distribuidores alimentarios con el fin de adaptación al mismo.

2.3.1 Primer periodo 1959 a 1973, primeras experiencias en el mercado español

Hay acuerdo en la literatura respecto a que los años cuarenta y parte de los años cincuenta fueron de aislamiento para España. La política alimentaria se regía por criterios administrativos que ignoraban al mercado (Maixé-Altés, 2009 y Gago González, 2007). El horizonte comenzó a cambiar con la administración del presidente norteamericano Truman, el nombramiento de Rafael Cabestany como Ministro de Agricultura del Gobierno de España y con los conocidos acuerdos del Pacto de Madrid en 1953. Todos estos acontecimientos favorecieron la entrada de ayuda internacional y la recuperación de las expectativas empresariales. Además de la ayuda internacional, tanto europea como estadounidense, la emigración empresarial mexicana y cubana fueron las que impulsaron la creación del sector.

Un ejemplo de emigración que afectó directamente a la distribución alimentaria fue Simago, que se estableció en Madrid el 15 de febrero de 1960. Sus fundadores fueron un grupo familiar hispano-cubano que regresó a España tras la revolución castrista. Los accionistas eran José M. Mayorga, su cuñado Valeriano López y las esposas de ambos, las hermanas Gómez-Waddintong. Tres años después de su creación,

Simago contaba con cuatro establecimientos repartidos en Madrid, Santander, Oviedo y Gijón pero con unos evidentes problemas de gestión. La empresa Prisunic se hizo con el control de la misma tras la salida del accionariado de los fundadores. Con el socio francés se logró pasar de los 3.500 metros cuadrados de sala de ventas en 1963 a 150.000 metros cuadrados en 1973. Finalmente, los supermercados Simago fueron integrados en 1997 en la marca Continente (Castro Balaguer, 2010).

Otro ejemplo de emigración, ahora mexicana fueron los supermercados Aurrerá. Estos establecimientos fueron fundados por los hermanos Arango de origen mexicano Jerónimo, Plácido y Manuel en 1958, hijos de un emigrante asturiano. Aurrerá abrió el primer autoservicio y tienda de descuento en México y tras sus buenos resultados, en 1965 decidieron establecerse en España. Su éxito fue notable durante la década de los sesenta y comenzaron a diversificar el negocio creando franquicias y la cadena de restaurantes *VIPS*, entre otras marcas. En 1975, la sección de supermercados fue vendida a Galerías Preciados, mientras gran parte del negocio de México se convirtió en socio de la americana Wal-Mart.

A finales de los sesenta y principios de los setenta, comenzaron a salir de sus localidades de origen empresas de supermercados creadas en España. Este fue el caso de la empresa catalana Caprabo (familias Carbó, Prat y Botet) creada en 1959, que no abrió sucursal fuera de Barcelona hasta 1971. Sabeco nacida en Zaragoza en 1960 de la mano de la familia Blasco, abrió su primer establecimiento fuera de Aragón, en Logroño. Lo mismo se puede decir de la canaria Cruz Mayor, las andaluzas El Árbol y Luis Piña o la gallega Supermercados Tabares.

Al mismo tiempo, otro tipo de grupos empresariales se hicieron un hueco en el sector, las llamadas cooperativas y los grupos de compra. El primer ejemplo de ello fue el Grupo Spar, fundado en 1932 por Zoetemer en Holanda. Comenzó a funcionar

en España en 1959. IFA nació en 1967 y le siguió en 1969, la cooperativa Eroski que fundada en el País Vasco.

Por último, los economatos laborales, tuvieron un fuerte impacto local dado que estaban ligados a la administración pública o al ámbito militar (Castro Balaguer, 2010).

2.3.2 Segundo periodo, 1974 a 1996 “Retailing Revolution”

A principios de los años setenta, varios factores entre los que destacan la posición rezagada de España, los cambios regulatorios en Francia, el incremento de turistas en la costa mediterránea y el proceso de incorporación en la comunidad económica europea, fomentaron la liberalización de las estructuras comerciales y favorecieron la expansión de los modelos de distribución europea que pronto se establecieron en nuestro país (Maixé-Altés, 2009).

En 1973, en Prat de Llobregat, se inauguró el primer hipermercado en España con más de 13.000 metros cuadrados bajo el nombre de “Hiper”. Nació bajo el control de la sociedad mercantil, Ibérica de Hipermercados, S.A., formada por capital español aportado por Simago y sus socios franceses Prisunic/Printemps/Euromarché. (Castro Balaguer, 2010). Cuatro meses después, en diciembre, abrió a menos de 500 metros el primer Carrefour en la misma carretera, en Castelldefels. Ninguno de los dos hipermercados recuperó la inversión en el plazo estimado. Las causas principales fueron, por una parte, el cálculo equivocado de la estimación de la demanda del mercado español y por la otra, la capacidad de adaptación de la clientela al nuevo formato. La elección lógica para que ambas cadenas sobrevivieran en España y, por tanto, se pudieran aprovechar del hecho de ser el único país sin restricciones legales importantes, era realizar una alianza estratégica entre ellas. Esta

alianza, que económicamente financió la familia March dio lugar a una nueva marca “Pryca” (acrónimo de “precio y calidad”).

Por otra parte, en 1976 se estableció en Valencia el grupo francés Promodés (familias Halley y Lemonier) dueña principalmente de Continente y Champion (sector alimentación), GOFY (sector restauración) y FeuVert (talleres de automoción). Su socio financiero fue el Banco de Bilbao. Su éxito llegó en abril de 1982 con la inauguración de Continente en Alcobendas, buque insignia del grupo y propulsor del modelo actual de combinar supermercado con galería comercial. En 2000 se firmó el acuerdo de fusión en España con el grupo Pryca (que posteriormente cambiaría al nombre comercial Carrefour).

En 1979 abrió en Madrid el primer supermercado DÍA (Distribuidora Internacional de Alimentos), empresa de origen 100% español. Desde sus inicios, Día basó su crecimiento en una política de tienda de descuento. Su éxito se completaría con una adecuada red y política de franquicias, así como la compra de los supermercados de proximidad DIRSA. En 2010 el Grupo Día, fue comprado por Carrefour. Al año siguiente, se volvería a separar mediante una escisión del grupo francés para comenzar a cotizar en la Bolsa de Madrid²².

En 1961 se inauguraba en Francia, el primer supermercado Auchan. Su primera experiencia internacional fue en 1981 en España, bajo la marca Alcampo (dado su traducción fonética). Su primera tienda se situó en Utebo (Zaragoza). Este primer establecimiento se instaló aprovechando las instalaciones de la empresa multinacional *General Motors* en la región. La consolidación de su éxito y su buque insignia actual llegó en 1983 con la inauguración del primer y verdadero centro

²² Día salió a cotizar en la Bolsa de Madrid, el 5 de junio del 2011 a un precio de 3,5 euros por acción. Véase noticia <http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/3207916/07/11/Dia-comienza-a-cotizar-con-descensos-del-286-hasta-34-euros.html>

comercial moderno, Madrid 2 La Vaguada. Este centro se abriría junto con Galerías Preciados. En los años noventa, el Grupo Auchan decidió diversificar su actividad y crearon tiendas especializadas como Leroy Merlin, Norauto o Decathlon todas ellas filiales dirigidas por la misma familia.

A modo de resumen en la figura 2.2 se presenta un resumen de las principales fechas de entrada en nuestro país de las multinacionales previamente citadas.

Figura 2.2. Entrada de multinacionales de la distribución alimentaria en España
Periodo 1973-1997

Multinacional	Año	País de origen
Centros Comerciales Pryca	1973	Francia
Makro	1974	Alemania
Centros comerciales Continente	1976	Francia
Grupo Día	1979	España
Alcampo	1981	Francia
Grupo Unigro	1988	España
ITM Ibérica	1988	España
Comptoirs Modernes	1989	Francia
E. Leclerc	1990	Francia
Dairy Farm - Tienda descuento	1991	Reino Unido
Booker Cemisce C&C	1992	Reino Unido
Punto Cash	1993	España
Musgrave	1993	Irlanda
Lidl Autoservicios Descuento	1994	Alemania
Penny Market	1995	Reino Unido
Tengelmann- Supermercado Plus	1995	Alemania
Royal Ahold	1996	Alemania
Leader Pride	1997	Francia

Fuente: Anuario Distribución 1997

A pesar de no generar beneficios en las tiendas iniciales, la ascensión del hipermercado se explica por la política financiera que puede considerarse como agresiva, puesta en práctica por las multinacionales recién llegadas. En aquella época y hasta que se promulgó la Ley de Ordenación del Comercio Minorista en

1996, en España estaba permitida la venta con pérdida. La práctica de la venta a pérdida favorecía la generación de flujos de tesorería que permitían la apertura de tiendas con independencia de las pérdidas generadas en los establecimientos. El objetivo principal era adquirir tamaño y cuota de mercado, para así poder realizar economías de escala que llevaran a beneficios futuros. En la figura 2.3 se observa cómo evolucionaron los porcentajes de ventas en función del formato comercial.

Figura 2.3. Evolución del porcentaje de ventas del sector por formato comercial en España, periodo 1977-1998

Formatos	1977	1983	1987	1991	1995	1998
Hipermercados	6	14	16	26	33	32
Super grande	11	22	28	12	11	13
Super pequeño				30	35	38
Autoservicio	20	24	25	14	10	8
Tradicional	63	40	31	18	11	9
Total	100	100	100	100	100	100

Fuente: Anuario Nielsen 1998

En la década de los sesenta, también nacieron los denominados “*cash&carry*”, que se caracterizaban por pago al contado, transporte por cuenta del cliente y cuyos clientes son principalmente empresarios minoristas. Esta modalidad nació en la República Federal Alemana y llegó a España de la mano de Grupo IFA y de la germano-holandesa MAKRO. Los autoservicios mayoristas servían a empresarios minoristas. Este formato impulsó lo que pasó a denominarse las centrales de compras.

La gran novedad de la década de los noventa, tanto en España como en Europa, fue la entrada de los establecimientos de descuento (“*hard discount*”), empresas principalmente alemanas que llevaban tiempo expandiéndose por Europa. Estos son los casos de Lidl, que llegó a España en 1994 o supermercados Plus (empresa Tengermann) que llegó en 1995.

2.3.3 Tercer periodo, 1996- 2010. Proceso de concentración

Este tercer periodo comienza con la promulgación de la Ley 7/1996, del 15 de enero, de ordenación del Comercio Minorista, legislación comercial de carácter restrictivo. Esta norma es considerada la equivalente a la francesa *Loi Royer*²³. La entrada en vigor de esta norma anula ciertas ventajas que hasta entonces disfrutaban las empresas, principalmente extranjeras, y establecía unas reglas legales²⁴.

Los cambios introducidos por esta nueva ley estaban principalmente orientados a defender la posición del comercio tradicional que era el formato más débil de todos. El objetivo era la creación de barreras regulatorias que limitaran la actividad. Entre otras medidas, se estableció el sistema de obtención de licencias, tasas e impuestos regulados. Se reguló el horario comercial, la apertura de festivos y domingos, la venta en periodo de rebajas y la prohibición de las venta a pérdidas.

Desde dicha fecha se desencadenaron los siguientes movimientos corporativos. En 1996, Alcampo compra el grupo francés Docks de France, Sabeco, Jumbo y Expreso en España y Pao de Acucar en Portugal.

En 1998, Continente compra los supermercados SIMAGO y las tiendas de descuento de Dairy Farm. Ese mismo año su competidor, Carrefour compra el grupo francés Comptoirs Modernes integrado por los Super-Maxor y la cadena catalana Superstop.

²³ La *Loi d'orientation du commerce et de l'artisanat* se firmó el 23 de diciembre de 1973 por Jean Royer (nombre por el que se conoce, *Loi Royer*). Sustituye a las leyes francesa previas de 1961 y 1969. Lo novedoso de la norma es la regulación del número y tipo de establecimientos comerciales en función del número de habitantes.

²⁴ Autores que han estudiado los efectos normativos y legislativos sobre el sector son entre otros: Aranda et al. (2002), De la Ballina y González (2007), Rosa (2012) y Rosa y Mora-Sanguinetti (2012).

Finalmente, Carrefour y Continente se fusionaron en el año 2000. La sociedad resultante conservaría el nombre de Carrefour y pasaría a ser líder en Europa y la segunda en la clasificación mundial, sólo por detrás de Wal-Mart. Este nuevo grupo aglutinaba marcas como Continente, Carrefour, Pryca, Día, Champion, Tia, Codec, Ed, Shopi, Stoc o Picard, entre otras. En España, la fusión tuvo consecuencias especiales dado que el nuevo grupo controlaba el 22,4% de la cuota de mercado. La entidad resultante, Centros Comerciales Carrefour, S.A. fue obligada por el gobierno a la venta o cierre de parte de sus tiendas²⁵.

En el mercado emergieron nuevos grupos de distribución como es el caso de Mercadona. Francisco Roig fundó esta empresa valenciana en 1977 como una empresa cárnica. En 1981, su hijo Juan se convierte en el principal accionista y comienza a implantar su estrategia de expansión. Parte de su crecimiento se realiza con la compra de empresas como por ejemplo Superette, Cesta Distribución, Desarrollo de Centros Comerciales, Dinos, Super Aguilar, Almacenes Paquer, Superama, Supermercat Vilaró, Almacenes Gómez Serrano, y otra gran parte por la apertura de nuevos establecimientos fuera de la Comunidad Valenciana. En el ejercicio 1996 poseía 200 tiendas y una década más tarde contaba ya con 1.059 tiendas. Ese año, en 2006, Mercadona logró superar en ventas a Carrefour y desde entonces es líder en el mercado con una cuota aproximada del 25%²⁶.

2.3.4 Cuarto periodo, 2010. Formatos “híbrido” y preferencia por el producto fresco

Dado la cercanía en el tiempo, todavía no existe consenso respecto a la denominación o nombre que debe tener este periodo. Lo que se ha observado en el mercado es una

²⁵ Véase http://elpais.com/diario/2000/05/27/economia/959378410_850215.html, consultada el 18 de enero de 2017.

²⁶ Véase capítulo cinco donde se describe el sector considerando entre otros datos las cuotas de mercado.

serie de novedades en los hábitos de consumo, en el entorno y en los hogares que ha tenido como consecuencia una serie de cambios en los formatos comerciales y en la organización del sector. El final de este periodo tampoco es claro. Expertos en el sector como Alimarket o Marketline o los propios directivos de las principales empresas, consideran que cuando la venta “online” se consolide en el sector habrá comenzado otra nueva etapa.

El sector de la distribución alimentaria se ha convertido en el segmento de la distribución minorista de mayor relevancia por delante del textil y el calzado. El mercado ha ido creciendo y junto a él, el grado de concentración. Desde 2010, no ha habido grandes transacciones a nivel corporativo pero si movimientos de activos entre las empresas del sector. En la figura 2.4 se reflejan las operaciones más relevantes recogidas en el informe que la consultora EY publicó en el 2016.

Figura 2.4. Principales operaciones societarias del sector: Periodo 2010 a 2016

Año	Comprador	Vendedor	Adquirido	Activo compraventa
2010	Consum	Vidal Europa	Vidal Europa	12 supermercados
2010	DÍA	Bon Preu	Bon Preu	2 supermercados
2010	Juan Fornes	Bon Preu	Bon Preu	8 supermercados
2010	Distribuciones Froiz	Ekoama SL	Eko-Ama	13 super ; 4 cash&carry
2011	Juan Fornes	Vidal Europa	Vidal Europa	9 establecimientos
2011	Entidades bancarias	Permira Advisers	Dinosol	60% del accionariado
2011	Grupo Uvesco	Familia Ercoreca	Super Ercoreca	100% del accionariado
2011	Grupo El Árbol	Pascual Hermanos	Super SPAR	19 establecimientos
2011	Eroski	Caixa	Caprabo	9% del accionariado
2012	Agile Finance	Dinosol	Supersol y CashDiplo	100% del accionariado
2012	Aja Inversiones	Dinosol	Hiperdino	100% del accionariado
2012	Eroski	Familia Botet	Caprabo	16%, Alcanza el 100%
2014	HD Covalco	Caro Ruiz SA	Caro Ruiz SA	65% del accionariado
2014	DÍA	Caro Ruiz SA	El Árbol	100% del accionariado
2014	Distribuciones Froiz	Supermercados Moldes	Super Moldes	28 establecimientos
2014	DÍA	Eroski	Eroski	160 establecimientos
2015	Magnetar Capital	-	Dinosol	100% del accionariado
2015	Bright Food	Familia Miquel	Miquel Alimentació	72% del accionariado
2015	Sheikh Hamad-		El Corte Inglés	10% en bonos
2016	Carrefour SA	Eroski	Eroski	36 hipermercados
2016	Carrefour SA	Alvimar	Alvimar	8 establecimientos
2016	Dinosol	Ahorro San Martin	Ahorro San Martín	7 establecimientos
2016	Alimento El Pozo	Los Congelados Pingu	Los Congelados Pingu	12 establecimientos

Fuente: elaboración propia a partir del informe de EY (2016d)

Durante 2010 a 2014, las operaciones del sector fueron movimientos de establecimientos con el fin de afianzar posiciones en mercados locales. En el año 2014, comenzó una de las operaciones de restructuración más importantes, la del grupo vasco Eroski. Ese año la cooperativa vendió ciento setenta establecimientos al grupo Día. En los años siguientes ha continuado la venta de activos que ha considerado como “no estratégicos” para centrarse en aquellos lugares donde goza del liderazgo del sector. La venta de dichos activos ha supuesto la pérdida de 3,4% de cuota de mercado. En 2014 también tuvo lugar la compraventa del grupo El Árbol por parte de Día.

El año 2015 se caracterizó por una fuerte entrada de fondos de capital riesgo en varias empresas destacadas sector. Por una parte la entrada de grupo catari Sheikh Hamad Bin Jassin Al Thani en el grupo El Corte Inglés. Adquirió mediante una operación de bonos convertibles el 10% del grupo pagando Por ello, más de 1.000 millones de euros. El grupo chino Bright Food realizó su primera compra europea pagando 110 millones por el 72% de Miquel Alimentació. Su objetivo es dar entrada los productos chinos en España a la vez que exportar al continente asiático los productos españoles. De menor repercusión fue la compra por el fondo de capital Magnetar de la cadena canaria Dinosol.

2.4 **Nuevos retos del sector**

Tras el repaso histórico que se ha efectuado en el epígrafe anterior, en este epígrafe se exponen los cambios relevantes que actualmente está sufriendo el sector. En concreto se exponen: los cambios en los hábitos de consumo, la aparición de nuevos canales y competidores, la innovación tecnológica, la concienciación social, ecológica y humanitaria del sector o la internacionalización de las empresas españolas.

2.4.1 Nuevos hábitos de consumo y formatos híbridos

En los últimos años, se observa cómo se han ido remodelando los formatos y adaptándose al entorno, surgiendo los denominados formatos híbridos como el hipermercado compacto, o recuperando el denominado supermercado de proximidad. La aparición y consolidación de los denominados “*category killers*”²⁷, ha hecho que las empresas de distribución alimentaria basadas en un modelo de hipermercado grande hayan rediseñado sus espacios.

El surtido también ha sufrido cambios. Los hábitos de consumo han variado, y actualmente se demanda un producto fresco, mejor presentado, ecológico, con origen local incluso con una percepción de producto “*gourmet*”. Se observa una proliferación de alergias e intolerancias en el consumidor que ha dado origen a referencias de productos sin gluten, sin lactosa, sin azúcares que anteriormente se vendían exclusivamente en canales especializados. Se observa una tendencia a la venta asistida en ciertos productos como charcutería, pescadería o carnicería que compite con el mercado tradicional pero que se combina en la misma sala de venta que los productos de autoservicio. Otro fenómeno es el auge de las marcas blancas en detrimento de las marcas de fabricantes. Estos cambios condicionan el tamaño y disposición de los productos en las salas de venta.

Ejemplos concretos de esta tendencia es el concepto inglés “*infarm*”²⁸. Iniciativas como la del grupo alemán Makro que ha incorporado pequeños huertos verticales

²⁷ Terminología empleada en la disciplina del marketing. “*Category killers*”, traducción literal de “asesinos de categorías”. El término fue acuñado en Estados Unidos respondiendo a la distribución de grandes superficies ultra especializadas bien en música, juguetes, bricolaje, muebles, informática y otros productos que dan al cliente la oferta más amplia y variada en su segmento de negocio con los precios más baratos. Ejemplos instalados en España son: Leroy Merlin, BricoMart, Decathlon, Media Market, IKEA y ToyRUs.

²⁸ *Infarm*: concepto anglosajón que hace referencia a la implantación de granja o huertos verticales en las ciudades, edificios o distribuidores alimentarios con el objetivo de producir productos frescos. Ver noticia <https://www.fastcoexist.com/3058155/at-this-supermarket-the-produce-section-grows-its-own-produce>

en los propios supermercados. O la de las empresas americanas como Giant o Whole Foods Market y la alemana Ahold con la instalación de huertos en las azoteas. Estas iniciativas responden a la necesidad de mayor frescura de los productos, así como a la tendencia de supermercados sostenibles y ecológicos. Otro ejemplo de supermercado sostenible es Aldi, Lidl o la canadiense Loblaw que comienzan a incorporar placas fotovoltaicas en las azoteas.

Los cambios sociales también han impactado en el sector. La incorporación de la mujer al mundo laboral, los horarios de trabajo, así como los cambios en la tipología del hogar, el aumento de familias monoparentales y la reducción del número de hijos por familia, han hecho aumentar la demanda de productos precocinados, la comida a domicilio y los horarios prolongados. Las principales empresas del sector han rediseñado parte de sus establecimientos para acondicionarlos a este tipo de formato. Surgen conceptos comerciales como “Contigo” de Eroski, “La Plaza de Día”, “Fornés by masymas”, “Rapid” de Caprabo, “Nyam” de Sorli, “Carrefour Express” o “Supercor Express” que se caracterizan por ser un formato híbrido entre el supermercado mediano y la tienda de convivencia, ubicado en núcleos urbanos residenciales o cerca de centros de trabajo.

Similar a este formato se ha reformulado el tradicional canal de tienda de conveniencia de las estaciones de servicios. Estos establecimientos han aumentado su sala de venta y ampliado su oferta de productos alimentarios. Repsol y El Corte Inglés, entidades cuya alianza es la más antigua firmada en 1998, han transformado su enseña comercial de Opencor en “Super Stop&Go”. Otros ejemplos parecidos son las alianzas entre Cepsa y el grupo francés para explotar la enseña de “Carrefour Express”, la de BP con el grupo Coviran, el grupo Miquel Alimentao con Galp y la enseña comercial “Tangerina” o el caso de Gadisa con abanderados de Repsol en Galicia, creando el concepto “Claudio Express”.

El formato *discounter* también ha evolucionado. Las marcas pioneras en este formato en España, las alemanas Aldi y Lidl, han reconvertido sus establecimientos a supermercados compactos donde la imagen y disposición de los productos adquiere relevancia. El segmento ha quedado reducido al grupo español Día, que ha continuado su apuesta a través de la enseña comercial “MaxiDía”. Junto a él han aparecido otros competidores como la británica Dealz, que ofrecen un descuento agresivo, asociado a las fechas de caducidad de los productos (véase epígrafe 2.5.5 de este capítulo).

El tradicional formato “*cash&carry*”, cuyo máximo exponente en España era Makro también ha cambiado. Ha dejado de ser un segmento reducido a la hostelería para competir con el resto del mercado. El principal cambio viene provocado por el acceso libre de consumidores a dichos establecimientos que por el contrario sí mantienen la característica de ventas mínimas elevada en cuanto a volumen. Actualmente son un formato híbrido entre “cash” y supermercado mediano. Ejemplos de ellos son: “Supeco” de Carrefour, “Maxico” del Cash Lepe, “Cash&Fresh” de Hermanos Martín, “CashEco Familia” de Eco Mora, “Tu Cash” de Hiper Usera, “Cash El Ahorro Familiar” de Hermanos Saavedra, “Comarket” de la catalana Covalco o “Cashber” de Hiperber. En 2014 ha entrado en este segmento la empresa americana “Costco”. Costco es según el último informe de Deloitte (2016), “Global Power Retailing”²⁹ el segundo mayor distribuidor del mundo tan solo por detrás del gigante Wal-Mart Stores. El grupo nació en Seattle en 1983 y explota en la actualidad 687 tiendas repartidas en once países. Su facturación a cierre de 2015 es de 113.670 millones de dólares. En mayo 2014 abrió su primera tienda Sevilla, a finales del 2015 una tienda en Getafe –Madrid y se espera según su plan de inversión nuevas aperturas para los próximos años³⁰.

²⁹ Informe anual elaborado por la auditoría Deloitte que analiza la situación de la distribución en su conjunto a nivel mundial. Incluye un ranking de las 250 mayores empresas.

³⁰ Véase noticia en <http://www.revistainforetail.com/noticiadet/los-planes-de-costco-en-espana/1b423b7a7deeb0a779ec7b67530b67f5> consultada el 3 de febrero de 2017.

Ante estos cambios de formato, los mercados y tiendas tradicionales han tenido que adaptarse para evitar su desaparición. Se observa la creación de mercado de barrios que se han reconvertido en establecimientos “*gourmet*” y de degustación.

Junto a estos cambios comerciales se observan cambios en las relaciones jurídicas. Se incorpora al sector el concepto legal de franquicia. Este concepto está ampliamente desarrollado en el sector complementario de la restauración. Ejemplos de ellos son: el grupo Eroski, el grupo Día y la central de compras Ifa, Carrefour y el grupo catalán Consum comienzan a crecer con este formato.

La aparición de “*category killers*” ha supuesto la reducción drástica del número de referencias principalmente de las categorías de electrónica, deportes, bricolaje, textil o juguetes. Debido a esta transformación los grandes establecimientos se encuentran con espacios libres para los cuales las empresas han ido desarrollando nuevas ideas con el objetivo de rentabilizar sus activos inmobiliarios.

La opción más extendida que surgió junto a las galerías comerciales es el subarriendo a empresas complementarias como zapateros, tintorerías o tiendas de dulces/frutos secos. Dicho concepto se ha ampliado y se comienza a subarrendar espacio dentro de la propia tienda. Se incorporan por tanto a la sala de ventas: conceptos como “*Shop in shop*”³¹, isletas de degustación/“*Snack bar*”³², “*Dark Stores*”³³, servicios de recogida de pedidos online o servicio de ludoteca y sala de

³¹ *Shop in shop*: Concepto anglosajón que hace referencia al subarriendo de espacios en tienda a marcas concretas de fabricantes. Ejemplo actuales en el mercado son: “Sushi Daily –Kellydeli” con Carrefour o E. Leclerc; “Sushi Gourment Espagne” con Eroski, Caprabo o Dinosol; “SushiTake” con Hipercor; “La Finca” con Hipercor; o Carrefour con “Hamburguesa Nostra”.

³² *Snack bar*: concepto anglosajón que hace referencia a pequeños lugares donde se sirven platos por elaborados que se consumen en el acto de manera rápida.

³³ Concepto anglosajón que hace referencia a las zonas cerradas al público destinadas principalmente al almacenaje, preparación y recogida de pedidos *online*.

lactancia. Algunos como la empresa inglesa Tesco³⁴ plantean el subarriendo de las azoteas y las plazas de aparcamiento para viviendas.

2.4.2 Nuevos canales de venta - venta "online"

Según los datos de la CNC (2014), el sector denominado "*e-commerce*" representa el 1,5% del PIB español en 2014. Esto equivale a 15.891 millones de euros y supone un incremento del 24,8% respecto al año previo. La parte más importante de estas ventas corresponden a viajes y alojamientos. El sector de la distribución apenas representa un 4% del mismo, porcentaje menor si se elimina el efecto de la venta de productos de bazar.

Según las cifras de cierre de Alimarket (2015a) el sector del gran consumo cerró 2015 con 21.641 establecimientos con una superficie de 14,6 millones de metros cuadrados. Tanto el número de establecimientos como la superficie han aumentado en los últimos años. Mientras el canal "*online*", cuya primeras ventas comienzan a considerarse por separado a partir del ejercicio 2012, apenas ha tenido crecimiento y su porcentaje supone menos del 1% de la facturación del sector. De estas ventas el 80% se realiza a través de las propias páginas web de los distribuidores convencionales y solo el 20% la realizan empresas consideradas como "*pure players*". Este término hace referencia a aquellas empresas que venden exclusivamente "*online*".

Las razones son diversas³⁵: desde los pocos márgenes de un sector muy orientado al precio, la brecha digital de parte de la población que realiza la compra, las reticencias a testar el producto fresco, la percepción de bajada de calidad, las cuestiones logísticas de la preparación y entrega de los productos, la imposibilidad de

³⁴ Noticia consultada <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/11/19/tesco-towers-supermarket-enters-the-fray-with-a-radical-new-solu/> consultada el 3 de febrero de 2017

³⁵ Véase entre otros los Informe de Kantar WorldPanel (2016) y Alimarket (2016).

repercutir los gastos de envío o la enorme inversión tecnológica que supone para las empresas. Todo ello hace que los operadores tradicionales no hayan invertido en este canal. Según directivos de Mercadona se trata de un canal que actualmente genera pérdidas³⁶. La entrada de Amazon y la incorporación de los “*millennial*”³⁷ al mercado laboral condicionan el cambio que en este aspecto tendrá el mercado (EY, 2016).

En la figura 2.5, se incluye los principales competidores denominados como “*pure players*” que operan en España.

Figura 2.5. Relación de empresas “*pure players*” que operan en España

PURE PLAYERS	CIF	Lugar y fecha de constitución	INCN (mil de €)			# empleados		
			2015	2014	2013	2015	2014	2013
Tudepensa SuperOnline SL	B84541390	Diciembre 2005 Madrid	6.709	5.402	2.954	45	43	31
Ulabox SL	B65410011	Septiembre 2010 Barcelona	4.447	3.116	1.783	32	21	18
Soy Super SL	B86464666	Mayo 2012 Madrid	121	32	13	2	2	n.d.
Deliberry Digital Spain SL	B66565052	Junio 2015 Barcelona	59	n.d.	n.d.	7	n.d.	n.d.
Comprea Technologies SL	B98711799	Febrero 2015 Valencia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

INCN: Importe neto de la cifra de negocios. Importes en miles de euros.

Fuente: elaboración propia desde los datos obtenidos de la base de datos SABI³⁸.

El modelo de gestión de las primeras tres empresas de la figura 2.5 es el mismo. El cliente realiza un pedido “*online*” y este es preparado en los almacenes logísticos de la empresa para su posterior distribución. Ninguna de las tres abarca el territorio nacional completo. Se observa un incremento en sus ventas y en empleados pero ninguna de ellas presenta beneficios en 2015. Además representan cifras muy pequeñas para el sector.

³⁶ Véase noticia, donde el presidente del grupo Mercadona afirma que el negocio *online* solo es aporta el 1% de sus facturación y además les genera entre 30 y 40 millones de pérdidas. <http://ecommerce-news.es/actualidad/mercadona-pierde-30-40-me-al-ano-canal-online-38119.html> consultada el 3 de febrero de 2017.

³⁷ *Millennial* termino que hace referencia a la población nacida en la década de los ochenta y noventa.

³⁸ Se han seleccionado las empresas con mayor repercusión y notoriedad, pudiendo existir otras de menores dimensiones.

Por el contrario, las dos últimas operan de manera diferente. El cliente realiza el pedido “online” y un empleado realiza por él la compra en el establecimiento elegido para su posterior entrega en el domicilio. Al igual que las anteriores tampoco cubre la totalidad del territorio nacional. Ambas empresas ha nacido bajo el concepto de “startup”³⁹ en lanzaderas para emprendedores además de compartir una labor social, cercana a la denominada economía colaborativa.

Deliberry Digital Spain SL⁴⁰, forma parte del grupo empresarial Antai Venture Builder⁴¹, se caracteriza por haber incluido en su modelo de gestión el concepto de “mama shoppers”⁴² o compradoras profesionales. Por su parte, Comprea Technologies SL⁴³, es una empresa valenciana creada en 2015 vía la incubadora Plug y Play Platform. Está presente en Valencia, Madrid y Barcelona y también incorpora el modelo de compradores profesionales.

Junto a estas empresas surge Amazon. Empresa fundada en Seattle en 1994 es considerada como la mayor “marketplace”⁴⁴ del mundo. Lo que nació como una librería digital se ha convertido en la mayor distribución de productos del mundo. Cotiza desde 1997 en el índice Nasdaq de Nueva York. Su última facturación supera los 136 billones de dólares americanos⁴⁵. En España está presente desde el 2011 y desde septiembre 2015 puede realizar venta de productos alimentarios. Su llegada

³⁹ “Startup” concepto anglosajón que hace referencia a empresa emergente, empresa incipiente empleado en la actualidad para referirse a un negocio de reciente creación.

⁴⁰ Deliberry SL, web consultada el 3 de febrero del 2017. <https://www.deliberry.com>

⁴¹ Antai Venture Builder es unas de incubadoras de referencia en Europa, que previamente invirtió en empresas como LetsBonus, Wallapop o Cornerjob. La filial española está ubicada en Barcelona.

⁴² “Mamá Shopper” concepto anglosajón empleado para definir al colectivo de mujeres de más de más de 45 años, con dificultades para acceder al mercado laboral. Con iniciativas como estas se han insertado en el mundo laboral.

⁴³ Comprea SL, web consultada el 3 de febrero del 2017. <https://comprea.es>

⁴⁴ “Marketplace”: según los expertos en marketing se define como un sitio que permite que vendedores y compradores se relacionen para llevar a cabo una transacción comercial. Son una especie de plataformas en las que ambos permanecen hasta que la transacción finaliza.

⁴⁵ Noticia consultada el 3 de febrero del 2017. En ella se presentan los resultados del ejercicio 2016 y donde la compañía presenta un incremento del 27% respecto al año previo. Véase <http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=97664&p=irol-reportsother>.

al mercado ha supuesto un cambio de mentalidad. Los competidores tradicionales deberán adaptarse y posicionarse en el nuevo escenario. Quedan todavía temas pendientes por resolver temas como: la logística de productos frescos, el control de las fechas de caducidad o las devoluciones de venta- logística inversa.

Junto a la venta online surge todo lo relativo a la innovación y transformación digital del sector. Los teléfonos inteligentes, la domótica, los edificios eco-sostenibles y el “*Big data*” son evidencias más que suficientes para creer que el la tecnología condiciona y condicionará la vida diaria y por lo tanto también la del sector.

La innovación tecnológica comenzó con el pago con tarjeta que ha evolucionado al pago por “*contactless*”⁴⁶ o el pago a través del dispositivo móvil. Avance adicional fue el incorporado por Carrefour con el auto escaneado “*Scan&Go*”⁴⁷ en 2010. Dicha incorporación derivó en las cajas de auto servicio⁴⁸ que ya tienen establecidas las principales empresas del sector. Respecto a los servicios financieros complementarios recientes acuerdos comerciales entre entidades bancarias como ING Direct ⁴⁹ con Día permite la retirada de efectivo en los establecimientos del grupo a través de la aplicación de “*Twyp Cash*”, servicio ya existente desde hace años en el Hipermercado E Lecrec de Pamplona.

⁴⁶ *Contactless*: concepto anglosajón que hace referencia al pago mediante tarjeta de crédito sin necesidad de introducir el pin.

⁴⁷ Se trataba de un servicio por el cual el cliente a través de una terminal de venta escaneaba sus propios productos a lo largo de su recorrido por la tienda y al finalizar el mismo abonaba su pedido en una caja registradora donde se vuelca la información sin necesidad de vaciar el contenido del carro. Por motivos culturales y tras una breve implantación en nuestro país, este proyecto fue desechado.

⁴⁸ Se trata de cajas de menores dimensiones donde el cliente final escanea sus propios productos sin apenas ayuda de los empleados del establecimiento. La finalidad es la reducción de personal y una reducción de colas de espera.

⁴⁹ Información consultada el 3 de febrero del 2007. <https://www.ingdirect.es/sobre-ing/prensa/prensa080916.html>

Amazon ha incorporado el concepto de domótica o vivienda inteligente al sector mediante el desarrollo e implantación de dos servicios tecnológicos: “*Dash Bottom*”⁵⁰ y “*Dash Replenishment Services*”⁵¹. Los siguientes pasos son entre otros la mejora de las *web* corporativas para la venta *online*, el desarrollo de “*app*”, la automatización del pago en efectivo que evitaría el paso por caja, el ticket electrónico o el uso del dispositivo móvil como incentivo de compra de manera que acompañe al cliente durante su compra y le informe acerca de los precios/promociones de los distintos productos que está eligiendo o la entrega de los productos mediante drones o sistemas de realidad aumentada.

2.4.3 Internacionalización de empresas españolas

Las empresas españolas de distribución alimentaria apenas tienen presencia internacional, por ejemplo, Día opera en ciertos países de la Latinoamérica y del sureste asiático, el Corte Inglés posee dos tiendas en Portugal, Eroski y Consumo tiene ciertos establecimientos en el sur de Francia pero el resto del sector no tiene presencia fuera de nuestras fronteras.

Que las cadenas de distribución no estén presentes en el territorio nacional no implica que los alimentos de origen español no se vendan internacionalmente. El mercado de abastecimiento que se ha mencionado al inicio de este capítulo tiene una gran capacidad de exportaciones. Son directamente los fabricantes los que establecen canales de ventas fuera de España.

⁵⁰ “*Dash Bottom*” es un botón, conectado por *Wifi* que el consumidor tiene en su casa. Con una sola pulsación ordena la compra de bienes básicos de gran consumo de uso habitual, como papel higiénico, productos de limpieza o productos para el cuidado del bebé. Al estar conectado con la cuenta cliente se genera un pedido automático.

⁵¹ “*Dash Replenishment*” es un avance mayor dado que en este caso lo que está conectado con la cuenta cliente son los electrodomésticos inteligentes que a través de la red avisan cuando sus suministros están próximos a agotarse, creando automáticamente un nuevo pedido.

El mercado exterior es una de las principales vías de crecimiento de la industria alimentaria española. Según datos de MAGRAMA (2015) el saldo comercial mejoró situándose en 6.000 millones de euros de superávit en 2015. Los países tradicionales hacia donde se exporta son Francia, Alemana e Italia. Fuera de Europa, Estados Unidos, Japón, China y Corea. Las empresas españolas con mayor presencia en este mercado son Ebro Foods⁵², AMC Group empresa especialista en zumos y frutas⁵³, la conservera Calvo⁵⁴ y la aceitera Deoleo⁵⁵. Junto a ellas empresas internacionales que han establecido sede importante en nuestro país son Nestlé y Coca-Cola.

2.5 Situación del mercado internacional de la distribución

Deloitte (2016), publica de manera anual el informe sobre el sector de la distribución. Dicho informe incluye un listado de los 250 distribuidores de mayor tamaño en función del importe neto de la cifra de negocios. En la figura 2.6 se incluye los datos publicados relativos al 2015.

⁵² Véase las cuentas anuales de la compañía en <http://www.ebrofoods.es/informacion-para-accionistas-e-inversores/informacion-economico-financiera/informacion-publica-periodica/>

⁵³ Véase las cuentas anuales de la compañía en <http://www.amcgrupo.eu/empresa/amc-grupo/>

⁵⁴ Véase las cuentas anuales de la compañía en <http://www.grupocalvo.com/informacion-financiera/informacion-publica/>

⁵⁵ Véase las cuentas anuales de la compañía en <http://deoleo.com/accionistas-e-inversores/informacion-economica-financiera/?lang=es>

Figura 2.6. Principales distribuidores mundiales. Año 2015.
Cifras en millones de dólares

#	Nombre de la empresa	Origen	INCN	BN	Tipo de establecimiento	# Países
1	Wal-Mart Stores Inc	EE.UU	482.130	15.080	Hiper/supermercado	30
2	Costco Wholesale Corporation	EE.UU	116.199	2.409	Cash&Carry / Mayorista	20
3	The Kroger Co.	EE.UU	109.830	2.049	Supermercado	1
4	Schwarz Unternehmershand (Lidl)	Alemania	94.448	n.d.	Tienda de descuento	26
5	Walgreen Co (Boots)	EE.UU	103.444	4.279	Farmacia / Parafarmacia	10
6	The Home Depot Inc	EE.UU	88.519	7.009	Electrodomesticos	4
7	Carrefour SA	Francia	87.593	1.247	Hiper/supermercado	35
8	Aldi Einkauf GmbH	Alemania	82.164	n.d.	Tienda de descuento	17
9	Tesco PLC	R.Unido	82.466	535	Hiper/supermercado	10
10	Amazon.com	EE.UU	107.006	3.363	Grandes almacenes	14
Empresas de distribución alimentaria hasta el puesto 20						
11	Target Corporation	EE.UU	73.785	3.363	Tienda de descuento	1
13	Metro Ag (Makro)	Alemania	68.066	821	Cash&Carry / Mayorista	32
14	Aeon Co Ltd	Japón	63.066	504	Hiper/supermercado	11
16	Groupe Auchan SA	Francia	60.240	2.546	Hiper/supermercado	13
17	Albertsons Companies Inc	EE.UU	58.734	(502)	Supermercado	1
18	Edeka Group	Alemania	53.810	n.d.	Supermercado	1
19	Casino Guichard Perrachon SA	Francia	51.257	176	Hiper/supermercado	29
20	Seven &iHoldings Co Ltd	Japón	50.119	1.398	Tienda de conveniencia	1
Empresas españolas						
43	Inditex SA	España	23.074	3.182	Textil	88
44	Mercadona SA	España	21.171	679	Supermercado	1
73	El Corte Inglés	España	16.773	174	Grandes almacenes	2
99	Día SA	España	10.021	332	Tienda de descuento	5
168	Grupo Eroski	España	5.828	(68)	Supermercado	3

Notas: INCN- Importe neto de la cifra de negocio, BN- Beneficio neto, n.d-dato no disponible.

Para determinar la posición se considera solamente las ventas de distribución aunque el INCN refleja la totalidad de las ventas del grupo. En ciertos operadores ambas cifras no coinciden.

Fuente: Elaboración propia, a partir del informe de Deloitte (2016).

Se observa como quince de las veinte mayores empresas del *ranking* son del sector alimentario. Wal-Mart Stores es primera y presenta unas ventas muy superiores a la siguiente Costco Wholesale Corporation.

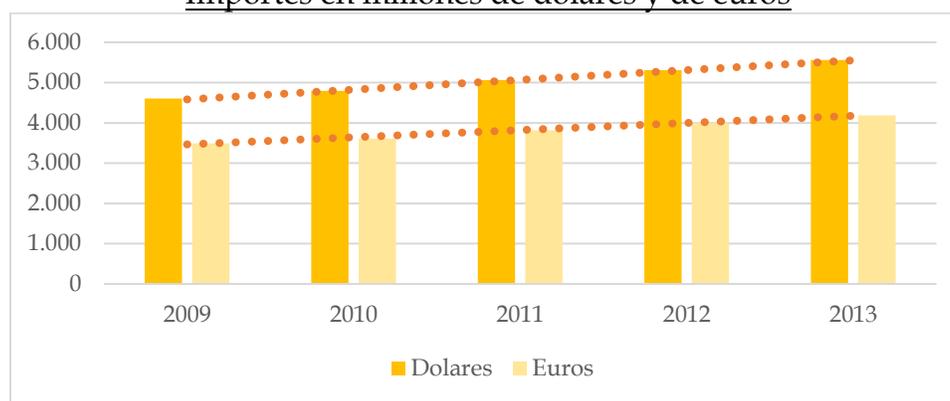
Las empresas presenta también un alto grado de concentración, considerando datos del ejercicio 2015, la multinacional Wal-Mart posee el 8,2% de la cuota mundial. Las primeras ocho empresas del sector alimentario abarcan el 20,2%, porcentaje que aumenta al 25,7% si se consideran las trece empresas presentes en los veinte primeros puestos.

En el caso de España, la primera es el grupo textil Inditex, seguido de Mercadona. Ambas empresas tiene ventas parecidas, pero el beneficio neto del grupo gallego es

superior. El resto de empresas españolas que aparecen vuelven a ser de alimentación: El Corte Inglés, el grupo Día y la cooperativa vasca Eroski.

En la figura 2.7 se incluye la evolución de las ventas mundiales del sector de la distribución alimentaria según el informe de MarketLine (2016a)

Figura 2.7. Evolución de las ventas del sector mundial. Periodo 2009 a 2014.
Importes en millones de dólares y de euros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de MarketLine (2016a)

Se observa un crecimiento positivo desde 2009. La tendencia alcista no ha decaído ni en los años donde la economía ha sufrido un receso económico. Esto se puede explicar por el incremento en Asia a pesar de las tasas negativas en Europa y América. Expertos, en el sector, esperan que la tendencia se mantenga en positivo hasta al menos, 2020.

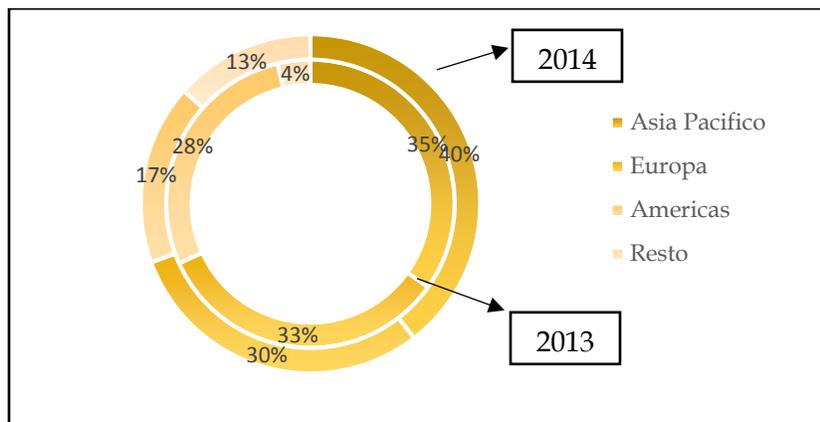
Se trata de un sector muy competitivo basado en el precio dado que la diferenciación del producto es limitada. Los costes están muy ajustados y los márgenes son pequeños pero la alta rotación de los productos hace que sea rentable. Se considera un sector con unas barreras tanto de entrada como de salidas bajas lo que hace que proliferan nichos de mercados por razones de salud (sin gluten, sin azúcares, sin lactosa).

El poder del consumidor final es considerado como alto a pesar de que individualmente la aportación de cada uno de ellos es mínima. Este hecho ha provocado la adaptación de los minoristas al cliente final. Ejemplos de tal adaptación son aquellos establecimientos que han variado su surtido para ofrecer productos más orgánicos, frescos, saludables o incluso éticos debido a la demanda solicitada por el consumidor final. Por el contrario, el poder de los proveedores es bajo. Como se ha analizado a lo largo de este capítulo la producción alimentaria está poco concentrada dado el elevado número de agricultores, ganaderos, pescadores y fabricantes.

Se trata de un mercado, en lenguaje de la disciplina de marketing, con pocos sustitutos. Se puede considerar como producto sustituto el servicio a domicilio de comidas o incluso el mercado de la restauración, pero nunca llegarían a satisfacer la totalidad del mercado. Por lo que una variación en dichos segmentos no supone una variación directa en el sector de la distribución. Por otra parte, la agricultura de subsistencia, agricultura de autoconsumo que actualmente se está desarrollando es todavía muy costosa y al igual que la restauración solo sustituiría a una parte del mercado.

En la figura 2.8 se muestra la descomposición para los años 2013 y 2014 por área geográficas.

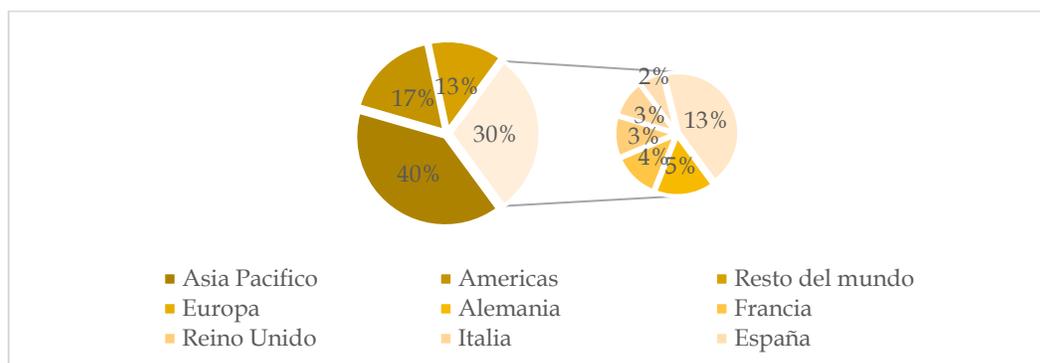
Figura 2.8. Reparto y evolución de las ventas por áreas geográficas mundial. Años 2013 y 2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de MarketLine (varios años)

Se observa el crecimiento de casi el 20% en Asia mientras que Europa y América desciende 6,1% y 2,1% respectivamente. Esto no hace más que consolidar la importancia del sector en el continente asiático.

Figura 2.10. Reparto de las ventas por áreas geográficas mundial. Año 2014



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de MarketLine (2015a)

Dentro de Europa, el líder es Alemania con una cuota de aproximadamente 5% a nivel mundial (15% si se considera Europa), seguido de Francia con un 4% a efectos mundiales (12% si se considera Europa), Reino Unido con 3% y 11% respectivamente e Italia con 3% y 10% para Europa. Nuestro país aporta una cuota cercana al 6% a nivel Europa, que supone un 2% a nivel mundial.

2.6 Conclusiones

A lo largo de este capítulo se ha expuesto las cifras del sector de alimentación, y en concreto las de la distribución minorista. Se concluye que se trata de un sector relevante tanto para la economía mundial como para la economía nacional a la que aporta más de 67.043 millones de euros.

A lo largo de la historia, principalmente la disciplina del marketing ha intentado establecer los distintos formatos comerciales ligándolo a una serie de hábitos de consumo y aspectos sociales. Desde la última década los formatos han variados y evolucionado de manera que en muchas ocasiones dichos conceptos se confunde.

Actualmente debido a los cambios socio-demográficos y culturales el sector se encuentra en un proceso de cambio. La entrada de unos competidores, nuevos productos, nuevos canales, nueva tecnología y nuevas exigencias hacen que los competidores tradicionales deban conocer a fondo sus compañías y sepan posicionarse en el mercado.

Se concluye que es un sector con pocos márgenes y donde la rotación del producto es clave para aumentar tanto el tamaño como el beneficio. Los clientes aportan poco a nivel individual pero sus exigencias condicionan toda la cadena de producción.

Por todo lo anterior se considera que a pesar de ser un sector poco analizado en nuestro país debido principalmente al hecho de que los grandes grupos no cotizan en bolsa, es un sector estratégico y básico para la economía.

CAPÍTULO 3.

El estado de la cuestión y planteamiento de hipótesis

3.1 Introducción

El análisis tradicional de las finanzas se ha centrado en el análisis de las políticas de largo plazo tales como inversiones en activo, estructura de capital, política de dividendos o valoración de empresas. Autores como Miller y Modigliani en sus artículos tanto de 1958 como el de 1961 analizan la relación entre las políticas de inversión a largo plazo y la rentabilidad de los accionistas (Modigliani y Miller, 1958 y Miller y Modigliani, 1961).

Más reciente en el tiempo, son las políticas relativas al capital circulante que comienzan a ser estudiadas en la década de los ochenta cuando las políticas de inversión a largo plazo ya están establecidas. Smith (1980) concluyó acerca de la importancia del capital circulante. En su trabajo midió el impacto que la gestión de dichos activos y pasivos tienen sobre el riesgo y la rentabilidad de las empresas. Como su nombre indica las políticas de gestión del circulante se basan en el estudio y relación de los activos y pasivos corrientes de una empresa. Engloba conceptos tales como fondo de maniobra, fondo de maniobra operativo, ratios de giro, ciclo de maduración, ratios de liquidez o estado de flujos de tesorería, entre otros.

A lo largo de este capítulo se exponen los conceptos relacionados con la gestión del circulante así como un estudio comparativo de los trabajos incluidos en esta área.

En este capítulo se analiza la diferencia entre el principio de caja y el principio de devengo, así como sus implicaciones en los estados financieros. Posteriormente, se expone el concepto de ratios de giros y políticas de gestión del capital circulante, junto a los estudios que sobre los mismos se han realizados.

Se finaliza el capítulo con el estudio del flujo de caja y los posibles destinos del mismo. A lo largo del capítulo, se incluyen las hipótesis planteadas en el estudio obtenidas a raíz de la revisión bibliográfica.

3.2 El principio de caja versus el principio de devengo – Relación entre liquidez y rentabilidad

La relación entre rentabilidad y liquidez es clave (Smith, 1980). Actualmente está aceptada la idea de que una empresa con beneficios puede entrar en suspensión de pagos si no satisface sus deudas a corto plazo. De igual manera una empresa con liquidez no tiene por qué tener beneficios. La rentabilidad se mide considerando

variables incluidas en la cuenta de pérdidas y ganancias mientras que la liquidez se mide con partidas reconocidas principalmente en el estado de flujos de efectivo.

La cuenta de pérdidas y ganancias se rige por el principio de devengo. El Plan General de Contabilidad (BOE, 2007a) en la sección tercera del marco conceptual lo define como *“los efectos de las transacciones o hechos económicos se registrarán cuando ocurran, imputándose al ejercicio al que las cuentas anuales se refieran, los gastos e ingresos que afecten al mismo, con independencia de la fecha de su pago o de su cobro”*. Por otro lado, el estado de flujos de caja se rige por el criterio de caja: *“las entradas y salidas de efectivo se contabilizan en el momento que el banco efectúa la operación, y el dinero está disponible en la cuenta bancaria”*.

El resultado del ejercicio es el último epígrafe de la cuenta de pérdidas y ganancias. Recoge, por tanto, el resultado de la actividad del ejercicio económico correspondiente. Se trata de una magnitud ampliamente analizada tanto por usuarios internos de la contabilidad, como consejos de administración, equipos de dirección, empleados y sindicatos, así como por usuarios externos, como administraciones públicas, inversores, clientes y proveedores (Parte-Esteban y Gonzalo Angulo, 2009). El resultado del ejercicio es una magnitud base para calcular, entre otras, las ratios de rentabilidades, determinar ciertas cláusulas bancarias como *“covenants”*⁵⁶ o determinar la retribución variable de los directivos. Su simple anuncio en prensa impacta en el mercado de valores.

El estado de flujos de efectivo informa sobre el origen y la utilización de los activos monetarios representativos de efectivo, y otros activos líquidos equivalentes, clasificando así los movimientos por actividad (PGC, 2008). En este estado contable, la última línea se denomina *“aumento o disminución del efectivo equivalente”* que

⁵⁶ *“Covenants”*: término inglés empleado para referirse a los indicadores financieros-contables utilizados por las entidades bancarias para asegurarse el repago de la deuda. Mediante estos indicadores se controla el riesgo de crédito de una empresa.

coincide con la variación de la partida del balance de situación denominada “Efectivo y otros líquidos equivalentes”. Esta magnitud apenas tiene relevancia y su atención por parte de los usuarios externos es mucho menor que el beneficio, no así por el equipo de dirección que es consciente de la necesidad de controlarlo (Gonzalo Angulo, 2003; Rojo Ramirez, 2008; Ibáñez Jimenez y Parte- Esteban, 2008). La obligación de elaborar este documento nace, en España, con el nuevo plan de contabilidad en 2008⁵⁷, y sólo para aquellas empresas que no puedan presentar estados financieros abreviados. Cuando un usuario externo, como por ejemplo un posible inversor, o bien un analista, quieren analizar esta magnitud, no suele utilizar la reflejada en el estado contable, sino que emplean diversos ejercicios de aproximación. Los más habitual es emplear el denominado “beneficio antes de intereses e impuestos, [BAII] en inglés “EBITDA” (“*earning before interests, tax, depreciations y amortization*”) o bien utilizar el flujo de caja libre (en inglés “*free cash flow*”) (AECA, 1998).

El EBITDA es la magnitud que representa el resultado bruto de la explotación. Muchos analistas y usuarios externos la emplean como aproximación a los excedentes líquidos generados y por lo tanto lo asimilan a la caja generada en el periodo. Sin embargo, dicha simplificación no es del todo correcta, por ello, la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas [AECA] ha emitido la opinión N^o4 (AECA, 2016). En dicho dictamen, la asociación define el concepto de “tesorería procedente de la explotación o tesorería generada por las operaciones” con el objetivo de establecer el correcto uso del término en cada caso. De este modo define como tesorería de explotación al resultante de EBITDA ajustado por los aumentos o disminuciones de capital circulante. AECA considera capital circulante a la variación interanual de las cuentas de existencias, clientes/cuentas por cobrar y acreedores /proveedores/ cuentas por pagar.

⁵⁷ En el plan general de 1990, existía el estado de origen y aplicación de fondos. Aunque su finalidad era parecida al estado de flujos de efectivos ambos documentos no son comparables.

En la década de los ochenta aparecen los primeros estudios, donde se empieza a analizar la subjetividad que existe en la cuenta de pérdidas y ganancias debido al uso del principio de devengo. Las estimaciones contables, el uso del valor razonable, la contabilización de las provisiones, deterioros de valor o la amortización, son ejemplos del empleo de estimaciones que pueden hacer variar la cuenta de pérdidas y ganancias en mayor o menor medida. Autores como Gómez y Barrafón (1995) y Gallén y Giner (2005) concluyeron que con la entrada del plan contable de 1990 se aumentó la manipulación de los ajustes por devengo en la cuenta de pérdidas y ganancias. Posteriormente, Cañibano Calvo y Gisbert (2007) y Parte-Esteban y Gonzalo Angulo (2009) confirman que con la entrada en vigor del tercer plan contable en 2008 la flexibilidad con la que cuentan los directivos a la hora de aplicar los principios contables se ha visto aumentada. Este aumento de discrecionalidad permite a las compañías interpretar la norma y adaptarla a su caso particular. Son los directivos los que mayor información tienen y deben emplearla para mostrar la imagen fiel de la empresa. El plan contable define que hechos deben ser contabilizados, pero el principio de devengo y la interpretación del principio de caja determina el momento y el importe a registrar. Ambas decisiones, están sujetas a cierto margen de subjetividad por parte de los directivos responsables de su inclusión en las cuentas anuales.

Sloan (1996) y Dechow (1994), defiende la contabilidad basada en el “valor razonable” y defiende que la generación de caja es una magnitud relevante en el funcionamiento de una empresa. Según estos autores, una empresa es exitosa en la medida que es capaz de generar más cobros que pagos debe satisfacer. Estudios que concluyen de manera similar, son entre otros: Rayburn (1986), Carslaw (1988), Thomas (1989), Jones (1991), Bartow (1993), Barth et al. (1995), DeAngelo et al. (1996), Bernard y Skinner (1996), Subramanyam (1996), Burgstahler y Dichev (1997), DeFond (1994), McNichols y Wilson (1988), McNichols (2001), Dechow et al. (2003), Richardson et al. (2006), Mulenga (2015) o Scott et al. (2006).

Todos ellos analizaron con datos cuantitativos el efecto sobre el mercado, generalmente medido por medio de la cotización, de una bajada de beneficios o un anuncio de pérdidas por parte de una empresa. El estudio más amplio fue el de Burgstahler y Dichev que analizó una media de 3.500 empresas para el periodo 1977 a 1994 y concluyeron que las empresas tienden a la presentación de pequeños beneficios o pequeños incrementos positivos en las cuentas con el objetivo de evitar una caída en la cotización bursátil de la compañía si se presentaran resultados negativos o un descenso en las principales magnitudes. Dechow y Dichev (2002) definen los beneficios como la suma de la caja generada y las provisiones. Según estos autores las provisiones son estimaciones efectuadas por la dirección con una gran proporción de subjetividad y que en ocasiones es intencionadamente erróneamente calculada para reflejar unos beneficios inexistentes. Realizaron un estudio sobre más de 15.000 observaciones para el periodo 1987 a 1999. Xie y Davidson (2001) concluyen que la presencia de un comité interno de auditoría, un mayor nivel de formación del consejo de administración y un mayor número de consejeros reducen el criterio subjetivo de estas provisiones.

Por otra parte, Fairfield et al. (2003) y Collins y Hribar (2000), defienden que la contabilidad no está tan distorsionada, y que las cuentas compensatorias, que surgen de la aplicación del principio de devengo y del principio de prudencia, son necesarias para mejorar la rentabilidad de los años sucesivos. Obviar esta circunstancia sería tener un menor resultado en los años posteriores. Estos autores centran sus trabajos en el uso y el efecto que tienen las estimaciones de los directivos sobre el resultado de las empresas. Son partidarios del concepto de contabilidad creativa⁵⁸ como herramienta para interpretar los estados financieros. Defienden que los directivos son los que poseen mayor información, que deben emplear en la

⁵⁸ Estos autores consideran que la “contabilidad creativa” es la conclusión a la que deben llegar los directivos al interpretar la norma contable. Entiende que hay siempre un componente subjetivo de interpretación que debe respetarse.

elaboración de las cuentas mediante estimaciones y en la creación de cuentas compensatorias (Bergstresser y Philippon, 2006 y Healy, 1985). Naser (1993) definía la contabilidad creativa como *“el proceso de manipulación de las cifras contables aprovechando las lagunas de las reglas contables y las opciones de valoración y presentación contenidas en las mismas para transformar los estados contables reales a los que se quieren que sean y por lo tanto, el proceso por el cual las operaciones son estructuradas para obtener los resultados contables deseados, más que informar de modo neutral”*. Los autores de esta segunda corriente consideran que emplear tan solo el flujo de caja para el análisis económico-evolutivo de las empresas es una simplificación que conlleva a una pérdida de información. Otros autores que han desarrollado trabajos en este campo son Kasnik (1999), Trueman y Titman (1988), Burns et al. (2003), Titman et al. (2004), Anderson y García-Feijoo (2006), entre otros.

Se encuentra por tanto en la literatura académica distintas opiniones sobre que magnitudes proporcionan la mejor imagen fiel de las cuentas. Si se acepta que la contabilidad tiene como finalidad proporcionar la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa (PGC, 2008) la cuestión es determinar cuál de las dos magnitudes, si el beneficio o la caja generada, cumple mejor ese objetivo.

El ciclo de actividad también llamado ciclo de explotación o ciclo de maduración, condiciona las diferencias existentes entre el beneficio y el flujo de caja generado. Se entiende por ciclo de actividad el tiempo que tarda una empresa en completar una transacción desde la compra de materias primas, fabricación, comercialización, venta y cobro de la misma. Las empresas distribuidoras, empresas de servicios o empresas que no producen de manera directa sus bienes dicho ciclo se reduce a la compra, comercialización, venta y cobro de la transacción (Gitman, 1974).

En empresas de ciclo corto, las provisiones y las cuentas de compensación son poco significativas y su efecto suele anularse de un ejercicio al siguiente. En este tipo de empresas las provisiones a largo plazo no suelen ser relevantes (Gitman y Sachdeva, 1982). Por lo tanto, para este tipo de empresas tanto el beneficio como la caja aportan y predicen de manera similar la evolución de la empresa.

Mientras que en empresas con ciclo de explotación elevado la proporción de provisiones y cuentas de compensación son mayores lo que hace que las diferencias entre el flujo de caja y el resultado del ejercicio se incrementen. En este caso es necesario considerar ambas magnitudes para un estudio completo sobre la evolución de la compañía. Autores como Lazaridis y Tryfonidis (2006) y Ebben y Johnson (2011) analizaron las diferencias entre empresas manufactureras y minoristas en Grecia y en Estados Unidos respectivamente. Ambos estudios concluyeron que en el sector minorista el ciclo de explotación tiende a ser negativo mientras que las empresas industriales tienen en media un ciclo de explotación más elevado.

Otra variable que provoca grandes diferencias es la inversión necesaria en activos fijos. Las empresas que requieran una inversión relevante en activos fijos suelen tener asociados unas cuentas compensatorias como amortizaciones, deterioro, provisiones de grandes reparaciones, desmantelamiento o litigios también significativas (José et al., 1996), algunas de estas cuentas compensatorias surgen por motivos legales y otras responden a la gestión corriente de la actividad que desempeñan. El funcionamiento contable de estas cuentas y la aplicación de los principios de prudencia y devengo hacen que el gasto imputado en la cuenta de resultados por este motivo se reparta en varios ejercicios con independencia de la corriente monetaria, que suele ser un único pago. Esta linealización del resultado es una de las razones que explica la diferencia entre el resultado de explotación y el flujo de caja operativo será mayor en este tipo de empresas. Sectores que poseen este

tipo de características son, entre otras, empresas industriales, manufactureras, fabricantes de medios de transporte tanto aéreo como terrestre o marítimo, empresas constructoras o empresas de infraestructuras. Por el contrario, las empresas de servicios, de consumo o de distribución poseen menor distorsión por esta razón por lo que ambas magnitudes tienden a parecerse (Filbeck y Krueger, 2005).

3.3 **Fondo de maniobra - Necesidades operativas de financiación**

El concepto de fondo de maniobra, en inglés “*working capital*”, ha sido ampliamente estudiado. Según Naser et al. (2013) es un concepto que sirve para medir la liquidez de las empresas mientras que Samiloglu y Akgün (2016) opinan que su gestión no solo afecta a la liquidez sino también a la rentabilidad de la empresa. Baghci et al., (2012) analizaron su impacto en la creación de valor de las empresas. Mientras que Ganesan (2007) concluyó que es un concepto que toda empresa, con independencia de su sector debe monitorizar. Para Oladipupo y Okafar (2013) la gestión del circulante es imprescindible en la política de dividendos de una compañía dado que en la medida que no se genera caja no se puede retribuir al accionista. Consideran que una correcta gestión de estas partidas asegura la continuidad del negocio.

El objetivo final de una buena gestión del fondo de maniobra permite a la empresa tener los activos suficientes para operar con normalidad y evitar incumplimientos comerciales y financieros en el corto plazo (Samiloglu y Akgün, 2016). Consideran que los directores y gestores del fondo de maniobra deben evitar el exceso de los mismos para evitar costes adicionales así como desaprovechamiento de los activos.

En la década de los treinta se encuentran los primeros estudios en relación al fondo de maniobra. Stecher (1930) analizaba el fondo de maniobra en las empresas ferroviarias inglesas con el fin de determinar el valor de la misma. Smith (1980) analizó el impacto de la gestión sobre la rentabilidad y el nivel de riesgo asumible.

Su conclusión es que gran parte de las quiebras o desequilibrio patrimoniales pueden evitarse con una correcta gestión de los activos y pasivos corrientes. En la investigación mediante encuestas a directivos realizadas por Burns y Walker (1991) concluyen que el tiempo que los directivos dedican a las decisiones relativas a los activos y pasivos circulantes es superior al tiempo que dedican a las políticas de inversión y decisiones sobre activos fijos. Este mismo estudio concluye que la frecuencia con la que se analiza las políticas relativas a inversiones a corto plazo es diaria mientras que las decisiones estructurales de inversiones a largo plazo son revisadas con menos asiduidad.

El fondo de maniobra se define como la parte del activo corriente que está financiada por los capitales permanentes, es decir, por el neto y el pasivo a largo plazo. Se calcula como la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Aunque algunos estudios lo analizan en forma de cociente para evitar el efecto tamaño y poder así realizar comparaciones entre empresas con tamaños dispares. Su signo e interpretación es el siguiente:

- a. Si el signo es positivo o en el caso de calcularlo como cociente, superior a la unidad, se entiende que la empresa no tendría dificultades en el corto plazo para hacer frente al pago de deudas.
- b. Mientras que, si el signo es negativo o el cociente inferior a la unidad, la empresa tendría problemas de liquidez en el corto plazo dado que para cancelar las deudas en el corto plazo tendría que desprenderse de inversiones a largo plazo o recurrir a un endeudamiento superior.

De esta manera, la teoría clásica de una estructura óptima de capital sería aquella en la que los activos fijos fueran inferiores a los recursos permanentes, calculados estos como fondos propios más deuda a largo plazo; y que los activos corrientes superiores a los pasivos corrientes (Muñoz Orcera, 2009).

Como para toda teoría, existen excepciones. En el mercado se pueden encontrar empresas cuyo fondo de maniobra podría ser negativo, y no presentan problemas de liquidez o incumplimientos de pagos en el corto plazo. Este tipo de empresas suelen ser los distribuidores en concepto amplio (alimentarios, textiles, bienes de consumo, empresas de restauración). La razón de ello es que estas empresas suelen cobrar al contado a sus clientes (generalmente el consumidor final) mientras que se financian de manera gratuita con sus proveedores a los que pagan en el transcurso normal de sus operaciones (30 -90 días). Esto supone que los activos corrientes serán inferiores a sus pasivos corrientes. En este tipo de empresas la gestión del stock es fundamental para evitar las denominadas roturas de stock.

Una depuración del fondo del maniobra es el fondo de maniobra operativo o fondo de maniobra necesario (conocido en inglés por "*net working capital*") o "necesidades operativas de financiación" [NOF](Bagur Feminías y Chamorro Mora 2009 y Hawawini et al. 2013).

Las NOF se definen como la diferencia entre el activo circulante necesario para las operaciones de la empresa que son caja mínima, existencias y clientes; y el pasivo circulante sin deuda financiera , es decir, proveedores, acreedores y cuentas por pagar (Fernández, 2008). De esta manera, de la fórmula inicial del fondo de maniobra se separa el concepto financiero que incluye: inversiones financieras, tesorería y deuda, de las cuentas puramente operativas y vinculadas a la actividad principal de la empresa (Ross et al., 2002).

Las cuentas puramente operativas: existencias, clientes y proveedores no plantean dilema alguno. Pero en cambio existe en la literatura debate acerca del tratamiento que debe recibir la caja. Se considera que la caja tiene dos componentes: la parte operativa que sería el mínimo de caja que la empresa debe tener para su normal funcionamiento, y el exceso de la misma. El exceso de caja suele considerarse un

componente financiero y por lo tanto debe restar a la deuda, logrando así el concepto de deuda neta (Berk et al., 2008). Sagan (1955) ya afirmó en su época, que el importe denominado como caja operativa era muy ingenioso de calcular. En la literatura académica el concepto de caja operativa es considerado como teórico debido a la imposibilidad de calcularlo sin datos internos y de gestión. Dicho importe está condicionado no solo por el sector, sino por la política de gestión de la tesorería de cada empresa. Razón por la cual se omite en la mayoría de los casos de los estudios académicos a efectos de cálculos como el fondo de maniobra operativo.

Se concluye por tanto que las tres cuentas básicas de las necesidades operativas de financiación son existencias, clientes y proveedores. Estas partidas son según Napompech (2012) una necesidad diaria en las empresas. Para medir, evaluar y analizar estas partidas la literatura académica emplea los ratios de giro: periodo medio de venta, periodo medio de cobro, periodo medio de pago y ciclo de maduración.

3.4 Revisión bibliográfica sobre el ciclo de explotación

Con el fin de poder comparar empresas de distintos sectores y de distintos tamaños surgen en la literatura académica los estudios que tienen como variables principales los ratios de giro. En el sector de la distribución, donde se engloba esta tesis, los ratios principales son:

- Periodo medio de venta (en adelante PMV), conocido en inglés como “*days inventory outstanding, DIO*”: es el número de días que la empresa mantiene en sus inventarios las existencias o mercaderías hasta el momento de su venta.
- Periodo medio de cobro (en adelante PMC), en inglés “*days sales outstanding, DSO*”: es el número de días transcurridos entre la venta y el cobro, el denominado crédito comercial.

- Periodo medio de pago (en adelante PMP), en inglés “*days payable outstanding, DPO*”: es el número de días que por promedio la empresa tarda en pagar a sus proveedores.
- Ciclo de maduración o ciclo de explotación (en inglés “*cash conversion cycle,*” en adelante CCC) se define como el número de días que transcurre desde la compra del bien por parte de la empresa hasta que finalmente es cobrado del cliente final al que es vendido (Dong y Su, 2010). Se calcula como resultado de la suma del PMV mas el PMC menos el PMP.

Las tres primeras ratios miden aspectos parciales de la gestión del circulante pero el uso del ciclo de maduración se emplea para medir la liquidez dinámica de las empresas. Para muchos autores el CCC es un *proxy* a la gestión del circulante y su eficiencia (García Lorenzo, 2011).

Cuanto mayor es el ciclo de maduración, mayor es la inversión en activos y pasivos corriente que se necesita; y por tanto, mayor son los costes de financiación. Mientras que un menor número de días indica una mayor rentabilidad de la empresa (Nobanee y Al-Hajjar 2009).

La correlación entre los distintos elementos del ciclo de maduración y los impactos de ellos sobre la rentabilidad de las empresas han sido objeto de análisis por parte de muchos autores a lo largo de la historia. La mayoría de los estudios que se han analizado plantean hipótesis parecidas, sin embargo, utilizan distintas muestras de empresas, ya sea por razones geográficas, por razones sectoriales, el número de empresas analizadas o el periodo histórico considerado. En la figura 3.1 se resumen las conclusiones de estos autores que incluyen, en primer lugar, las características de sus estudios, así como las conclusiones a la que llegan cuando relacionan el PMV, PMC, PMP y CCC con la rentabilidad. Los estudios han sido colocados por orden alfabético de sus respectivos autores.

Figura 3.1. Relación de estudios que analizan PMC, PMV, PMP, CCC y la rentabilidad

Autor(es) y Año	# Empresas	Sector de actividad	Tipo de empresa	País de la muestra	Período analizado	Tipo de correlación con la rentabilidad			
						PMV	PMC	PMP	CCC
Achchuthan y Rajendran, 2013	25	Manufactureras	Cotizadas	Sri Lanka	2007-2011	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Ademola, 2014	122	Alimentación	Cotizadas	Nigeria	2002-2011	Negativa	Negativa	Negativa	Positiva
Afrifa Adjapong, 2015	79	Todos	Cotizadas -MAB	R.Unido	2009-2012	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Ahmadi et al., 2012	33	Alimentación	Cotizadas	Irán	2006-2011	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Alavinasab y Davoudi, 2013	147	Todos	Cotizadas	Irán	2005-2009	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Ali, 2011	160	Textil	Cotizadas	Pakistán	2000-2005	No concluye	Positiva	Negativa	Positiva
Appuhami, 2008	416	Todos	Cotizadas	Tailandia	2000-2005	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Arbidane y Ignatjeva, 2013	182	Manufactureras	Cotizadas	Letonia	2004-2010	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Arkhtar, 2014	27	Químicas	Cotizadas	Pakistán	2005-2011	Positiva	Positiva	No concluye	Positiva
Arshad y Gondal, 2013	21	Cementeras	Cotizadas	Pakistán	2004-2010	Negativa	Positiva	No concluye	Negativa
Arunkumar y Ramanan, 2013	1.198	Manufactureras	Cotizadas	India	2005-2010	Negativa	Negativa	Positiva	No concluye
Ashikin, 2014	N/D	Seis sectores	Todo	Malasia	2008-2012	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Attari y Raza, 2012	31	Manufactureras	Cotizadas	Pakistán	2006-2010	Negativa	No concluye	No concluye	Negativa
Azeez et al., 2016	60	Conglomerados	Todo	Nigeria	2003-2014	No concluye	Negativa	Positiva	No concluye
Baños-Caballero et al., 2010	4.076	Todos	PYMES	España	2001-2005	Negativa	Negativa	No concluye	Negativa
Bellouma, 2011	386	Todos	PYMES	Túnez	2001-2008	Negativa	Negativa	No concluye	Negativa
Burns y Walker, 1991	36	Manufactureras	PYMES	Estados Unidos	1980-1988	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Charitou et al., 2016	43	Todos	Cotizadas	Grecia	1998-2007	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Danuletiu, 2010	20	Todos	Todo	Rumania	2004-2008	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Deloof, 2003	1.009	Todos	Todo	Bélgica	1992-1996	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Deloof y Jegers, 1996	N/D	Todos	Todo	Bélgica	N/D	No concluye	Positiva	No concluye	No concluye
Dong y Su, 2010	130	Todos	Cotizadas	Vietnam	2006-2008	Negativa	No concluye	Negativa	Negativa
Ebben y Johnson, 2011	1.712	Manufactureras y minoristas	PYMES	Estados Unidos	2002-2004	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Eljelly , 2004	29	Todos	Cotizadas	Arabia Saudi	1996-2000	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Falope y Ajilore, 2009	50	Todos	Cotizadas	Nigeria	1996 -2005	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Filbeck y Krueger, 2005	N/D	Todos	Todo	R.Unido	1996-2000	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Ganesan, 2007	349	Telecomunicaciones	Cotizadas	Estados Unidos	2001-2007	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
García-Teruel y Solano-Martinez, 2007	8.872	Todos	PYMES	España	1996-2002	Negativa	Negativa	No concluye	Negativa
García Lourenco, 2011.	2.974	Todos	Cotizadas	Europa	1998-2009	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Gaur y Kesavan, 2006	353	Distribución	Cotizadas	Estados Unidos	1985 -2003	Negativa	No concluye	No concluye	Negativa
Gill, y Biger, 2013	180	Manufactureras	Cotizadas	Estados Unidos	2009-2011	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Gill et al. 2010	88	Todos	Cotizadas	Estados Unidos	2005-2007	No concluye	Negativa	No concluye	Positiva
Hoang, 2015	98	Manufactureras	Cotizadas	Vietnam	2009-2014	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Hutchison, 2007	22.000	Todos	Todo	Mundial	1999-2005	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Huynh, 2012	62	Manufactureras y servicios	Cotizadas	Alemania	2006-2010	Positiva	Negativa	Negativa	Positiva
Iseri y Chambers, 2003	10	Alimentación	Cotizadas	Turquía	1998-2000	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Jaramillo, 2016	N/D	Químicas	Todo	Colombia	2008-2014	Positiva	Positiva	Negativa	Positiva
José et al., 1996	2.718	Todos	Todo	Estados Unidos	1974 -1993	Negativa	Negativa	No concluye	Negativa

Figura 3.1. Relación de estudios que analizan PMC, PMV, PMP, CCC y la rentabilidad (continuación)

Autor(es) y Año	# Empresas	Sector de actividad	Tipo de empresa	País de la muestra	Período analizado	Tipo de correlación con la rentabilidad			
						PMV	PMC	PMP	CCC
Karaduman et al., 2011	N/D	Todos	Cotizadas	Turquía	2005-2008	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Karama, 2014	7	Agricultura	Cotizadas	Kenia	2009-2013	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Kök et al., 2013	N/D	Manufactureras	Cotizadas	Turquía	1990-2009	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Kroes y Manikas, 2014	1.233	Manufactureras	Todo	Mundo	2009-2012	Negativa	Negativa	No concluye	No concluye
Lazaridis y Tryfonidis, 2006	131	Todos	Cotizadas	Grecia	2001-2004	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Lyrودي y Lazaridis, 2000	82	Alimentación	Cotizadas	Grecia	1997	No concluye	No concluye	No concluye	Positiva
Li-Han et al. 2014	N/D	Mayoristas y minoristas	Cotizadas	China	2000-2005	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Long et al., 1993	356	Todos	Todo	Estados Unidos	N/D	No concluye	Positiva	No concluye	No concluye
Mandal y Goswami, 2010	N/D	Energía	Todo	India	1998-2007	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Manzoor, 2013	N/D	Cementeras	Cotizadas	Pakistán	2005-2008	Negativa	Negativa	No concluye	Negativa
Mathuva, 2009	30	Todos	Cotizadas	Kenia	1993-2008	Positiva	Negativa	Positiva	Negativa
Mohamad y Saad, 2010	172	Todos	Cotizadas	Malasia	2003-2007	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Naimulbari, 2012	N/D	Farmacéuticas	Cotizadas	Bangladés	2005-2008	No concluye	Negativa	Positiva	Negativa
Napompech, 2012	255	Todos	Cotizadas	Tailandia	2007-2009	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Nimalathasan, 2010	31	Todos	Cotizadas	Sri Lanka	2003-2007	Negativa	Negativa	No concluye	Negativa
Nobanee y Al Hajjar, 2009	2.123	Todos	Cotizadas	Japón	1990-2004	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Oladippupo y Okafor, 2013	12	Manufactureras	Cotizadas	Nigeria	2002-2006	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Padachi, 2006	58	Manufactureras	PYMES	Mauritana	1998-2003	No concluye	Negativa	Negativa	Negativa
Ponsian et al., 2014	3	Farmacéuticas	Cotizadas	Tanzania	2002-2012	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Raheman et al., 2010	204	Manufactureras	Cotizadas	Pakistán	1998-2007	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Raheman y Nasr, 2007	94	Todos	Cotizadas	Pakistán	1999-2004	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Samiloglu y Akgün, 2016	120	Todos	Cotizadas	Turquía	2003-2012	No concluye	Negativa	No concluye	Negativa
Sharma y Kumar, 2011	263	Todos	Cotizadas	India	2000-2008	Negativa	Positiva	Negativa	Positiva
Sheikh et al., 2016	177	Textil	Cotizadas	Pakistán	2008-2015	Positiva	Negativa	Negativa	Positiva
Shin y Soenen, 1998	58.985	Todos	Todo	Estados Unidos	1975-1994	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Soykan y Ulucak, 2016	123	Todos	Cotizadas	Turquía	2009-2014	No concluye	Negativa	No concluye	Negativa
Tariq et al., 2013	N/D	Cementeras	Cotizadas	Pakistán	2007-2011	Negativa	Positiva	Negativa	Positiva
Thapa, 2013	30	Alimentación	Cotizadas	EEUU y Canadá	2000-2009	No concluye	No concluye	No concluye	Positiva
Too et al., 2016	N/D	Manufactureras	Cotizadas	Kenia	2008-2013	Negativa	Negativa	Positiva	Negativa
Topa et al., 2013	18	Alimentación	Cotizadas	Turquía	2009-2012	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Usama, 2012	18	Alimentación	Cotizadas	Pakistán	2006-2010	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Uyar, 2009	166	Textil y comercio	Cotizadas	Turquía	2007	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Vishnani y Shah, 2007	23	Tecnológicas	Cotizadas	India	1994-2005	Negativa	Negativa	Positiva	No concluye
Vural et al. 2012	75	Todos	Cotizadas	Turquía	2002-2009	No concluye	No concluye	Negativa	Negativa
Wang, 2002	N/D	Manufactureras	Todo	Taiwan y Japón	1998-2000	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Warrad, 2013	11	Químicas	Cotizadas	Jordania	2009-2011	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa
Yazir et al., 2014	16	Cementeras	Cotizadas	Pakistán	2007-2012	Negativa	Negativa	Negativa	Negativa
Yucal y Kurt, 2002	N/D	Manufactureras y minoristas	Cotizadas	Turquía	1998-2000	No concluye	No concluye	No concluye	Negativa

Fuente: elaboración propia, a partir de los distintos estudios.

La rentabilidad es medida en la mayoría de los estudios como rentabilidad económica (ROA), en otros estudios se emplea el beneficio operativo.

No están incluidos en la figura 3.1, aquellos estudios teóricos o que no incluyen el efecto que las ratios de giro tienen sobre la rentabilidad. Los primeros estudios teóricos son, entre otros, el de Soenen (1986), Stecher (1930), Saccurrato (1994) o Chittenden et al. (1998). Soenen analizó la gestión del circulante a partir de cuestionarios realizados a un grupo reducido de directivos de empresas. Concluyó que los directivos consideran imprescindibles las decisiones relativas a los activos y pasivos circulantes. Intentó delimitar en tiempo los recursos empleados, llegando a la conclusión de que se trata de decisiones que deben tomarse a diario. Stecher (1930) demostró las diferencias que existían entre empresas manufactureras y empresas de distribución, concluyendo que por su funcionamiento, las primeras tenían a la fuerza un ciclo de explotación mayor. Saccurrato (1994), Peterson y Rajan (1997) y Chittenden et al. (1998) estudiaron el efecto tamaño en el capital circulante. Su conclusiones muestra que empresas pequeñas, tienen un menor acceso a financiación bancaria por lo que los pasivos circulante adquieren mayor importancia.

Tras ellos, en los años noventa cuando el acceso a la información financiera contable es más accesible comienza a surgir estudios cuantitativos que miden estas relaciones e impactos. De dicha década se han encontrado tres estudios Burns y Walker (1991), José et al. (1996), Shin y Soenen (1998). Esto demuestra la importancia secundaria del tema en la literatura académica en ese momento.

Burns y Walker (1991) analizaron treinta y seis empresas manufactureras concluyendo solo sobre el ratio de ciclo de explotación. Los otros dos artículos son macro-estudios que se publican con poco margen histórico de diferencia, la muestra es parecida en cuanto a sectores, países y años de estudios y solo se diferencian en

el número de empresas analizadas. Las conclusiones son parecidas, ambos concluyen que excepto en algunos casos concretos, una política agresiva⁵⁹ en la gestión del circulante conlleva aumentos de rentabilidad.

José et al. (1996) analizan las ratios de manera individual concluye que existe una relación inversa entre la rentabilidad y el PMV, la rentabilidad y el PMC. Respecto al PMP no concluyen dado las diferencias sectoriales. A lo largo del trabajo emplea el tamaño y el sector como variables de control por lo que concluye que un análisis segmentado de la muestra considerando estas variables hace que los importes del modelo cambien pero se mantiene el signo de la relación inversa.

Por su parte Shin y Soenen (1998) analizan el ciclo de conversión como agregación de las ratios de giro. Concluyen igual que el estudio previo, que existe una relación inversa entre CCC y la rentabilidad. Estos autores no estudiaron la relación que las distintas ratios de giro tienen sobre la rentabilidad de manera individual. En cambio, el estudio si consideró el efecto tamaño, llegando a la conclusión de que es una variable relevante dado que empresas líderes o dominantes en un sector gozan de una posición privilegiada a la hora de negociar plazos más reducidos en cuanto a cobro de clientes y más amplios en cuanto a pago de proveedores. A partir del año 2000 y tal y como se observa en la figura 3.1 han proliferado este tipo de estudios.

El PMV ha sido estudiado por más de cuarenta estudios. Con alguna excepción, se confirma la relación inversa de estas variables. Los distintos autores defienden la idea de que una mayor rotación de existencias supone por una parte un incremento en el volumen de ventas, y por otra parte, una reducción de los costes de almacenaje (Singhal, 2005) lo cual implica en ambos caso una mejora de la rentabilidad. La

⁵⁹ Entendida como política agresiva a aquella que en el mundo anglosajón se denomina "*aggressive working capital management*", y cuya finalidad es reducir al máximo el ciclo de explotación con el fin de necesitar menos activos y aumentar la rentabilidad

reducción excesiva de los inventarios puede conllevar a las denominadas roturas de *stock* que mermaría la rentabilidad.

Estudios que no se enmarcan en la línea general son: Mathuva (2009), Huynh (2012), Arkhtar (2014), Sheikh et al. (2016) y Jaramillo (2016) que defienden la relación directa de ambas variables. Otros estudios no concluyen al respecto al obtener correlaciones poco significativas; estos son Ali (2011), Naimulbari (2012), Samiloglu y Akgün (2016), Azeez et al. (2016) o Soykan y Ulucak (2016).

Más numerosos aún son los estudios que analizan la relación entre el PMC y rentabilidad. Se observa un amplio consenso respecto a la relación inversa que tienen entre sí ambas variables. En este caso la teoría indica que una reducción del PMC supone disponer anticipadamente de la tesorería que invertida de manera eficiente se traduce en un aumento de la rentabilidad (Gallinger, 1997 y Bauer, 2007). Esta idea está parcialmente extendida pero existen excepciones como son los estudios de Deloof y Jegers (1996), Ali (2011), Arshad y Gondal (2013), Tariq et al. (2013), Arkhtar (2014) y Jaramillo (2016) donde no se cumple esta relación. Estos autores defienden el modelo establecido por Long et al. (1993) y Wort y Zumwalt (1985) por el cual un aumento en el PMC, permite al cliente un mayor tiempo para probar los productos, lo cual genera confianza que se traduce en un aumento de ventas posteriores. Los estudios de Nobanee y Al-Hajjar (2009) y Attari y Raza (2012) no concluyen al respecto del PMC al obtener correlaciones de Pearson poco significativas.

El PMP es la ratio menos analizada y por consiguiente la menos modelizable. Hasta donde se ha podido analizar, las conclusiones relativas a esta ratio están dividida. La mitad de los estudios concluyen que existe una relación inversa mientras que la otra mitad afirma la relación directa. Los primeros defienden la teoría de que un cumplimiento puntual y adelantado de la deuda con proveedores supondrá en el

futuro una mejor posición y mejores precios con los suministradores así como unos ahorros de coste de financiación (Deloof, 2003 o García-Teruel o Solano-Martinez, 2007). Por el contrario los autores que defiende una relación directa, consideran que un aplazamiento supone una financiación gratuita y posibilidad de invertir esa tesorería en otros activos con mayor rentabilidad (Napompech, 2012 o Stewart, 1995). Los estudios que concluyen acerca de esta variable lo hacen con un nivel inferior de significatividad y en más de una docena de ellos no se concluye al respecto. El impacto de las variables de control como el sector o el periodo histórico en esta ratio es mayor que en las dos anteriores. Así Kök et al. (2013) consideran que en época de bonanza esta ratio suele descender mientras que en épocas de recesión su aumento es considerable. Se llega a la conclusión en base a los estudios previos, que generalizar el comportamiento del PMP no es posible.

Finalmente, el ciclo de maduración, es la variable más analizada⁶⁰. Más de setenta estudios la analizan. En sesenta de ellos concluye en una relación inversa entre el CCC y la rentabilidad pero también se han encontrado otros estudios que concluyen que existe una correlación directa. Ejemplo de estudios que defienden esta relación positiva son: Ali (2011), Huynh (2012), Thapa (2013), Tariq et al. (2013), Arkhtar (2014), Jaramillo (2016) y Sheikh et al. (2016). Aparentemente no existe ningún punto en común en las muestras de los estudios que defiende la excepción.

Respecto a la zona geográfica de los estudios, se observa que suelen ceñirse a un país concreto. Solamente Kroes y Manikas (2014) analizan una muestra global de empresas del mundo entero dado que toman como fuente primaria *Standard y Poor*⁶¹ aunque sus conclusiones no se subdividen por país de origen.

⁶⁰ Algunos autores calculan el CCC restando al PMP el PMC y PMV lo cual implica que el signo es contrario al explicado en esta tesis. A efectos de este documento las conclusiones se han homogenizado.

⁶¹ *Standard y Poor*: empresa estadounidense de servicios financieros, es considerada una de las tres agencias de calificación de crédito más grandes, junto a *Moody 's Investors* y *Fitch Ratings*.

García (2011) analizaron 2.974 empresas cotizadas de once ciudades de Europa: Ámsterdam, París, Lisboa, Madrid, Bruselas, Frankfurt, Atenas, Londres, Varsovia, Helsinki y Milán, para el periodo de 1998 a 2009. En este estudio la rentabilidad se midió mediante el beneficio operativo. Los autores encontraron una relación inversa entre los cuatro ratios de giro y la rentabilidad. Separando por países se observa que el CCC es significativo en todos excepto en Finlandia y España. El signo de la relación es negativo en todos excepto Polonia y España. El estudio también demostró la diferencia en la rentabilidad considerando la variable sector así como el momento histórico del mismo.

Bargliano y Sembenelli (2004) analizaron 2.093 empresas francesas junto con 2.254 inglesas y 1.560 italianas. Otros estudios que analizan diferencias de país son entre otros; Thapa (2013) que compara empresas de Canadá y Estados Unidos; Wang (2002) que compara Taiwán y Japón; y Omag (2009) que compara Estados Unidos y Turquía.

A nivel individual los países más analizados son Pakistán y Turquía con más de diez estudios, le siguen Estados Unidos con siete estudios. Los estudios sobre Turquía o Estados Unidos son similares en sus conclusiones dado que todos los estudios analizados concluyen que el CCC y la rentabilidad tienen una relación inversa. Mientras en Pakistán la relación varía en función del sector; las alimentarias y manufactureras presentan una relación negativa mientras que las cementeras y textiles presentan una relación positiva.

En Europa, los primeros y más citados son los estudios de Soenen (1993) sobre empresas del Reino Unido y el de Deloof (2003) sobre empresas belgas. Ambos estudios fueron pioneros a la hora de incluir el CCC como media resumen de la evolución y representatividad de la gestión del circulante. Ambos autores consideraron que el análisis era imprescindible realizarlo a nivel sectorial dado las

diferencias sectoriales condicionan la longitud del ciclo. Por otra parte, ambos concluyen que una reducción del CCC supone un aumento de rentabilidad de la empresa.

En España, solamente se han encontrado dos estudios. García-Teruel y Martínez-Solano (2007) que analizan 8.872 empresas y Baños-Caballero et al. (2010) que analiza 4.076 empresas. Ambos estudios analizaron la globalidad de las empresas consideradas como PYMES⁶² (pequeñas y medianas empresas) en España. Concluyeron que existe una relación inversa entre el PMC, PMV y CCC con la rentabilidad. Ninguno de los dos estudios pudo concluir acerca del PMP al no obtenerse datos significativos. Los estudios demostraron que la variable sector es clave y condiciona no solo la rentabilidad sino también la longitud del ciclo, mientras que la variable tamaño no es significativa en su muestra dado la similitud de las empresas.

A pesar de ser estudios publicados en los últimos años el periodo analizado de muchos de ellos comienza en la década de los noventa. Solo se han encontrado tres estudios que además son los más amplios tanto si se considera el periodo analizado como el número de empresas, que analizan parte de los años setenta. Son los estudios de José et al. (1996), que analizaron 2.718 empresas americanas para los veinte años transcurridos entre 1974 y 1993.

Shin y Soenen (1998) ampliaron la muestra a 58.985 empresas americanas para los años 1975 a 1995. Ambos estudios afirmaron la relación inversa del CCC sobre la rentabilidad y la diferenciación por sector. Respecto a la situación macroeconómica concluyeron que en época de crisis el CCC aumentaba, provocado por una subida

⁶² No existe una definición global de PYMES, cada país establece sus límites. Su categorización condiciona la cantidad de información económica contable que debe ser publicada. La exigencia de una PYME es menor que la de un grupo grande. En España se consideran tres variables: número de empleados, total de activo e importe neto de la cifra de negocios.

principalmente de PMV y PMC, lo cual no ocurre en épocas de bonanza económica. Finalmente, Gaur y Kesavan (2006) estudiaron 353 empresas del sector de la distribución americanas para el periodo 1985 a 2003. Concluyeron la relación negativa entre PMV y la rentabilidad.

Tras estos estudios se encuentra una serie de estudios cuyo periodo analizado supera los diez años. Destacar por número de años y número de empresas, los estudios de Mathuva (2009) que analizó 30 empresas de Kenia durante quince años Nobancee y Al-Hajjar (2009) que analizó 2.123 empresas de Japón durante 1990-2004. Posteriormente, existen estudios más reducidos que apenas abarca los cinco años. El estudio más reducido encontrado es el realizado por Uyar (2009) que analizó solo el año 2007 de las empresas cotizadas en Turquía.

En cuanto al tipo de empresas se observa que por una parte se analizan empresas cotizadas o pertenecientes a un índice bursátil de referencia como es *Nairobi Stock Exchange*, *Karachi Stock Exchange*, *New York Exchange*, *Vietnam Stock Market*, *Tokyo Stock Exchange*, *Borsa Instabul* y *Athens Stock Exchange*, entre otros. Se ha encontrado un estudio que analiza las empresas cotizadas en el mercado alternativo bursátil [MAB] en el Reino Unido (Adjapong, 2015), y sus conclusiones son similares a las obtenidas por Filback y Krugger (2005) que estudia una muestra del mismo país.

Por otro lado, han surgido análisis sobre empresas consideradas como PYMES para este tipo de empresas, se concluye que la gestión del circulante es crucial dado el acceso restringido a la financiación bancaria y a la financiación bursátil. Autores que defienden esta idea son, entre otros: Grablowsky (1984), Walker (1989), Moss y Stine (1993), Blumenthal, (1994), Peterson y Rajan (1997), Scholtens (1999), Demirguc-Kunt y Maksimovic (2002), Niskanene y Nisknen (2006), Bellouma (2011). Autores como Falope y Ajilore (2009) demuestran que las ratios varían en función del tamaño

de la empresa. Concluye que la rentabilidad de las empresas pequeñas se ve más influenciada por cambios en el CCC y sus componentes.

En cuanto al sector de actividad y número de empresas analizadas, los estudios más numerosos son los que analizan de manera conjunta varios sectores a la vez. Al menos existen diez estudios cuyas muestras superan las mil empresas. Todos ellos concluyen de manera similar indicando que el sector de actividad condiciona la rentabilidad y los periodos medios de giros (Hawawini et al.2013).

A estos estudios le siguen aquellos que analizan las diferencias entre dos sectores. La diferencia entre empresas manufactureras y empresas minoristas ha sido analizada por varios autores. Stecher (1930) ya enunció que el CCC de empresas minoristas era menor que el de las manufactureras tras su encuesta a directivos de empresas en los Estados Unidos. Conclusión parecida es a la que llegan Yücel y Kurt (2002) sobre empresas cotizadas en el índice Bursátil de Estambul, indicando que no solo el sector, sino también el tamaño y el periodo histórico influyen en el CCC. Uyar (2009) concluyó acerca del impacto que el CCC tiene para las empresas textiles frente a las empresas minoristas. Lazaridis y Tryfonidis (2006) concluyeron que para una muestra de empresas griegas existen diferencias entre las empresas manufactureras, de servicios, mayoristas y minoritas. En este sentido, los autores indican que el signo del CCC de empresas minoristas tiende a ser negativo, mientras que el número de casos de empresas con CCC positivo en el sector de manufactureras es mayor. Por su parte, Karaduman et al. (2011) concluye que existe un punto óptimo de CCC y que este está correlacionado significativamente con el sector de actividad. Omag (2009) combina la variable sector y la variable geográfica al analizar empresas turcas y americanas. Llegó a la conclusión que las variaciones y los movimientos ante variables macro es más elevado en el caso de Turquía. Ebben y Johnson (2011) analizan las PYMES, considerando 879 empresas manufactureras y 833 empresas de distribución en Estados Unidos durante el periodo comprendido entre 2002 y 2004.

Por último, Ashikin (2014) analiza seis diferentes sectores para Malasia durante un periodo de cuatro años y Bellouma (2011) estudió 386 empresas de Túnez.

Tras estos estudios multisectoriales como se observa en la figura 3.1 están los estudios que analizan solo un sector de actividad. El sector más analizado es el manufacturero, el cual es analizado por al menos quince estudios, seguidos por el sector del cemento. Los estudios que analizan un único sector tienen por lo general un número más reducido de empresas en la muestra. Se destaca por número reducido de empresas los estudios de Ponsian et al. (2014) que analiza tres empresas farmacéuticas de Tanzania; Karama (2014) analiza siete empresas de agricultura; y Warrad (2013) que analiza once empresas químicas de Jordania.

Sobre el sector de la alimentación, objeto de esta tesis, se han encontrado menos de diez estudios. El denominador común de dichos estudios es que las empresas incluidas en las muestras son empresas cotizadas en la Bolsa del país de referencia, entre otros, Nigeria, Irán, Turquía, Grecia, Canadá o Pakistán. Incluso en Turquía, país para el cual se han encontrado dos estudios, las diez y dieciocho empresas respectivamente analizadas forman parte del índice *Retail Trade Index de la Borsa Instabul* (BIST XTCRT), que engloba como su nombre indica empresas del sector de la distribución.

Usama (2012) siguiendo el estudio de sus compatriotas Raheman y Nasr (2007), concluye que para dieciocho empresas del sector de alimentación el signo de las relaciones es el mismo. Confirman una relación negativa para las cuatro (PMV, PMP, PMC y CCC) con respecto al beneficio operativo aunque señala que la relación con el PMP es débil. A diferencia de otros estudios previamente citados no emplea la ROA como medida de rentabilidad sino que emplean lo que ellos denominan el beneficio operativo neto definido como beneficio operativo más amortizaciones entre el total de activos, sin considerar los activos financieros.

Conclusiones parecidas fueron las alcanzadas por Ahmadi y Garajafarand (2012) que concluyo la relación inversa entre las cuatro ratios y la rentabilidad para treinta y tres empresas cotizadas en el *Tehran Stock Exchange* durante el periodo 2006 a 2011. Este estudio empleó el beneficio operativo como medida de rentabilidad.

En Turquía se han encontrado dos estudios, Topa et al. (2013), analizaron una muestra de dieciocho empresas para el periodo 2009 a 2012 y Iseri y Chambers (2003) que realizaron un estudio reducido sobre diez empresas para el periodo 1998 a 2000. Ambos estudios concluyen de manera global sobre la relación inversa entre CCC y la rentabilidad, pero no concluyeron respecto a las otras tres ratios de giro.

Thapa (2013) realizó el único estudio de este sector que compara dos países: Estados Unidos y Canadá. Considera que se trata de un sector en crecimiento incluso en épocas de recesión, pero dado su dependencia al mercado de materias primas concluye que la gestión eficiente del capital circulante es clave no solo para el crecimiento sino también para la rentabilidad de estas empresas. A diferencia de estudios previos que analiza los tres componentes del ciclo de explotación con relación a la rentabilidad, Thapa analiza la relación de la longitud del ciclo a otras variables. De esta forma concluye que existe una relación positiva entre el CCC y la rentabilidad y entre el CCC y el flujo de caja generado. Por el contrario demuestra una relación inversa entre CCC y edad, tamaño, deuda, crecimiento y total activos. La muestra incluye treinta empresas del sector de bebidas y comidas para el periodo 2000 a 2009.

Ademola (2014) realizó el estudio más reciente que se ha encontrado del sector de la alimentación. Analiza las empresas del sector en Nigeria para el periodo 2002 a 2011. Concluye la relación inversa entre las tres ratios de giro (PMV, PMC y PMP) y la rentabilidad media mediante el ROA. Por su parte el estudio de Lyroudi y Lazaridis

(2000) fue el primero en este sector y se realizó sobre una muestra de empresas griegas

En base a lo anterior se concluye que una gestión eficiente y adecuada del capital circulante conlleva aumentos de rentabilidad. Las empresas analizadas en los estudios citados, son empresas no financieras. Se excluye de esta revisión las entidades bancarias y aseguradoras.

El estudio que en esta tesis se plantea cubrirá el hueco existente en estos estudios si se tiene en consideración el sector, el país de análisis y el periodo analizado. El objetivo de esta tesis es analizar sesenta y cinco grupos financieros del sector de la distribución alimentaria en España para el periodo 2000 a 2014.

Dada la literatura revisada se llega a la conclusión que la gestión de capital circulante impacta en la rentabilidad de la empresa. Por lo tanto con el fin de cubrir los objetivos propuestos en el capítulo uno de esta tesis, se plantean las siguientes hipótesis:

H1: En el sector de la distribución en España, el CCC es mayoritariamente negativo.

Se plantea el signo de ciclo de explotación como media conjunta entre los días que la empresa tarda en vender más los días que la empresa tarda en cobrar menos los días que tardan en pagar. Con la hipótesis uno se pretende comprobar que el sumatorio del PMV y PMC es inferior al PMP.

H2: Las empresas que tiene un CCC más bajo presentan una mayor rentabilidad.

Se plantea la relación inversa entre la rentabilidad y el ciclo de explotación de los distribuidores alimentarios en España.

H2.1: Existe una relación negativa entre el PMV y la rentabilidad.

H2.2: Existe una relación negativa entre el PMC y la rentabilidad.

H2.3: Existe una relación positiva entre el PMP y la rentabilidad.

En las hipótesis una y dos se plantean la relación teniendo en cuenta el CCC como medida resumen de tres ratios diferentes. Con las hipótesis 2.1, 2.2 y 2.3 se pretende aislar el efecto de cada una de manera individual: dado que se considera que no tiene porque están relacionadas las tres entre sí. Por ello, se plantea la relación inversa con las dos primeras PMV y PMC mientras que se plantea una relación directa con el PMP.

3.5 Políticas de gestión del capital circulante - Búsqueda del punto óptimo

Como se comentado anteriormente, existen multitud de estudios que muestran la relación que existe entre CCC (y cada uno de los componentes del mismo) y la rentabilidad. La mayoría de ellos llegan a la conclusión de que cuanto menor son los días del CCC, mayor es la rentabilidad y menor son las necesidades operativas de financiación. La mayoría de ellos concluyen que existe una relación lineal entre las variables contempladas. Estudios recientes como los de Afza y Nazir (2008), Teruel y Solano (2007), García (2011), Karaduman et al. (2011), Baños-Caballero et al. (2012), Thapa (2013) y Konuk y Zeren (2014) plantean si esa relación en lugar de ser lineal es cóncava. Es decir, plantean si llegado un momento la reducción en días no se traduce en un aumento de rentabilidad.

Ciertos autores comienzan a considerar el efecto que una reducción de inventarios pudiera tener sobre las ventas. Una reducción excesiva puede provocar roturas de

stock o interrupciones en el proceso productivo o simplemente pérdida de ventas (Blinder y Maccini, 1991). Por su parte una reducción en el PMC puede suponer un descontento de los clientes que pudieran decidir cambiar de proveedor. Autores como Long et al. (1993) y Emery (1997) consideran que ampliar el PMC permite aumentar las ventas dado que el cliente tiene un mayor tiempo para probar el producto y sentirse satisfecho con el mismo. La idea planteada por Emery (1997) no afecta a nuestra muestra dado que es costumbre en nuestro sector, realizar el pago de la compra en el mismo instante que se realiza.

Ampliar el PMP permite a las empresas una mayor flexibilidad, y por supuesto una vía gratuita de financiación (Ahmadi y Garajafarand 2012). Pero llevado al extremo un importe elevado en esta ratio puede llegar a suponer costes financieros, además de no disfrutar de descuentos por pronto pago (Soenen, 1993).

Por ello, se plantea la existencia de un punto de inflexión en la regresión. Los autores plantean regresiones donde se emplean variables de control como el tamaño, el nivel de endeudamiento o el incremento de ventas con el fin de determinar la existencia o no de dicho punto.

Baños-Caballero et al. (2010) han realizado el estudio más extenso y reciente sobre este punto. El estudio fue realizado sobre unos datos de panel de 4.076 PYMES españolas durante el periodo 2001 a 2005. Consideraron como variables del modelo: la generación de caja, el grado de deuda, el crecimiento en ventas, el tamaño, la edad de la compañía, el total de activos materiales, el ROA y el sector. Como variables macroeconómicas incluyeron el tipo de interés y el producto interior bruto. El estudio concluye que existe un punto objetivo al que tienden las empresas realizando ajustes en el capital circulante de manera relativamente rápida. Según ellos, la velocidad de este ajuste está condicionada por la dificultad de acceder a financiación a largo plazo. Además, confirman teorías como el acceso de las PYMES

a la financiación bancaria a largo plazo o la existencia de diferencias entre sectores. En cambio, no pueden concluir acerca de otras afirmaciones realizadas previamente como es la influencia de la economía o el tamaño de empresa en la rentabilidad de la misma. Consideran que el periodo analizado no les permite extraer conclusiones sobre las variables macroeconómicas, y que el tamaño no influye en las empresas de su muestra, dado que todas las incluidas en la misma tiene un tamaño parecido. Aunque el estudio realizado por los españoles fue el primero que concluyó estadísticamente la existencia del punto óptimo y por lo tanto la relación lineal se convertía en una u-invertida, otros autores como Filbeck y Krueger (2005), Lazaridis y Tryfonidis (2006) y Appahami (2008) habían planteado la hipótesis de la posible existencia de dicho punto en estudios preivos.

Posteriormente, en el tiempo son las investigaciones de Karaduman et al. (2011), Thapa (2013), Kök et al. (2013) Li-Han et al. (2014), Charitou et al. (2016) y Soykan y Ulucak (2016) entre otros pero que llegaron a la misma conclusión de que existe dicho punto óptimo en las muestras que ellos analizaron

Por el contrario Konuk y Zeren (2014) realizaron un estudio similar para determinar el punto óptimo. Concluyeron que dicho punto no existe en el caso de quince empresas alimentarias que cotizan en el índice BIXT de Turquía para los años 2008 a 2013. Conclusión parecida a la obtenida por Wang (2002) para su muestra de empresas taiwanesas y japonesas.

Buscar el nivel óptimo y la velocidad de adaptación a los cambios producidos, son esenciales para la empresa. Cuanto menor es el ciclo de maduración, se considera que la empresa es más dinámica, y por lo tanto exige una política más agresiva y un mayor control de los activos y pasivos circulantes. Esta política de gestión se denomina en el mundo anglosajón como "*aggressive working capital management*", y su finalidad es reducir al máximo el ciclo de explotación con el fin de necesitar

menos activos y aumentar la rentabilidad (Shin y Soenen, 1998, Eljelly, 2004 y Afza y Nazir 2007). Mientras que una mayor inversión en activos corrientes es señal de una política más conservadora y reporta menor rentabilidad.

Estas otras políticas son las denominadas “*conservative policies*”. Suponen para la empresa tener una mayor inversión en activos corrientes y un ciclo de maduración mayor. Este tipo de políticas conllevan un menor riesgo. Estudios que relacionan el riesgo de las empresas y su políticas de gestión del circulante son, entre otros los de Pinches et al. (1993), Brigham y Ehrhardt (2004) y Moyer et al. (2005).

En base a los estudios mencionados previamente, se plantea la tercera hipótesis del estudio:

H3: Existe un punto óptimo en las ratios de giro.

3.6 Generación de efectivo y destino del mismo

La relación entre rentabilidad y liquidez es clave (Smith, 1980). Actualmente se acepta la idea de que una empresa con beneficios positivos puede entrar en suspensión de pagos si no satisface sus deudas a corto plazo. Es ampliamente aceptado que la generación de efectivo es conceptualmente distinto al beneficio y que no tiene por qué haber una relación homogénea entre ambas variables. Algunos autores que relacionan esta magnitud con las ratios de giro o con la rentabilidad son: Fazarri y Peterson (1993), Charitou et al. (2001) y Kroes y Manikas, (2014), entre otros.

El estado de flujos de efectivo es obligatorio desde la entrada en vigor del nuevo plan general de contabilidad en enero de 2008. Asimismo, solo es de aplicación para empresas que presenten estados financieros normales y no puedan por tanto

acogerse a plan general de PYMES. Considerando que no se tendría todas las observaciones de esta variable, se ha decidido emplear un *proxy* a la misma.

Distintos autores a lo largo de la literatura han definido aproximaciones a esta variable, Beaver (1968) definió el *cash flow* como el beneficio ajustado por las amortizaciones y depreciaciones. Jensen (1986) propone un cálculo que solo puede hallarse con información privada de la compañía. Martín y Gámez (1992) consideran que deben ajustarse los intereses pagados. Sharma e Iselin (2003) lo determinan ajustándolo por los dividendos recibidos y pagados. Subramanyam y Wild (2009) lo definen como beneficio neto de explotación después de impuestos (en inglés *NOPAT- net operating profit after tax*) menos los incrementos en activos fijos (en inglés *NOA- net operating asset*). Penman y Yehuda (2009) lo definen en su estudio como flujo de caja de explotación menos inversión en activos fijos. Marsky y Chen (2014) analizaron más de 115.940 observaciones de empresas americanas durante el periodo 1988 a 2010. Determinaron el flujo de caja como el beneficio ajustado por las inversiones y los dividendos satisfechos a los accionistas. Llegaron a la conclusión de que dicho flujo de caja tiene una relación positiva con el precio de las acciones.

Con el fin de intentar homogenizar el cálculo, AECA (2016) publicó una opinión técnica al respecto y en ella determinan que el cálculo del *cash flow* operativo debe ser el resultado de explotación ajustado por las amortizaciones y depreciaciones así como por el ajuste de las variaciones de necesidades operativas de financiación.

El hecho de cobrar un gran porcentaje de sus ventas al contado o en su defecto a 30 días (funcionamiento de las tarjetas de crédito dedicadas al consumo particular) hace que empresas como los distribuidores alimentarios, objeto de esta tesis, tiendan a ser grandes generadores de efectivo como se pretende demostrar con este trabajo.

Se expone a continuación los distintos fines que puede tener el exceso de tesorería para los distribuidores alimentarios:

1. Financiar nuevos activos fijos, apertura de nuevos establecimientos o renovación de los actuales. Si la empresa decide realizar estas inversiones la tesorería acumulada que se presenta en el activo corriente disminuirá mientras que el activo no corriente, el epígrafe de inmovilizado material aumentaría. En este caso el fondo de maniobra descendería convirtiéndose en negativo si fuera necesario.
2. Retribuir al accionista mediante el pago de dividendos. Esto supondría disminuir la caja y como contra partida un menor importe de reservas lo que supone un menor valor del patrimonio neto. Al igual que ocurría en el caso de la compra de nuevos activos, esta decisión hace disminuir el activo corriente y por lo tanto el fondo de maniobra variaría en la misma dirección y en el mismo importe.
3. Cancelación anticipada o de manera acelerada de las deudas financieras bancarias. La deuda bancaria se clasifica en función de su vencimiento, pero si se considera un pago anticipado, lo normal es que disminuyera el pasivo no corriente, por lo que se repetiría lo mismo con el fondo de maniobra al descender la caja contra la amortización de la deuda esta magnitud se vería afectada con una reducción en su valor.
4. Diversificar en otros negocios mediante la compra de acciones en empresas con otro o el mismo objeto social. Este tipo de inversiones tiene una vocación de permanencia es decir, que el objetivo último es mantenerlo en el largo plazo, por ello, contablemente deben recogerse en el activo financiero no corriente. Al igual que ocurría en el caso de la inversión en nuevas tiendas se trata de

reclasificar los importes de tesorería del corto plazo al largo plazo. Una vez más el fondo de maniobra descendería.

5. Invertir en inversiones financieras a corto plazo con el fin de obtener una rentabilidad adicional y superior a la recibida en una simple cuenta corriente. En este caso hay una clara vocación de especulación por lo que el PGC indica con independencia de cuyo se liquiden Finalmente, estas inversiones, estas deben presentarse en corto plazo. El impacto que en este caso sufre el fondo de maniobra es distinto a los cuatro casos previos, en este caso el fondo de maniobra aumentaría.

Tras plantear los posibles destinos del flujo de caja generado, se plantean tres hipótesis para analizar las tres primeras alternativas propuestas previamente. No se plantean para la opción de inversión ni en activos financieros a largo plazo ni en activos financieros a corto plazo, dado que se ha concluido que en nuestra muestra estos importes son residuales por lo que no se puede hacer un análisis con suficiente robustez.

H4.1.: Existe una relación directa entre el *cash flow* generado y el importe de dividendos satisfecho en el periodo siguiente.

H4.2: Existe una relación directa entre el *cash flow* generado y la variación del inmovilizado material del periodo siguiente.

H4.3: Existe una relación inversa entre el *cash flow* generado y la variación de deuda.

3.7 Conclusiones

Los estudios donde se analizan las decisiones de las partidas incluidas en el activo y pasivo corriente, es decir, la gestión del circulante, son más recientes en el tiempo que las que analizan las políticas de inversión a largo plazo o las políticas de dividendo. A lo largo de este capítulo se ha expuesto la literatura académica al respecto planteando las hipótesis a validar en nuestro estudio.

Existe cierto consenso respecto a la correlación de los ratios de giro y la rentabilidad. Por ellos se propone una relación inversa para el PMV, PMC y CCC y una relación directa para PMP. Dichas relaciones han sido propuestas en las hipótesis 2.1, 2.2 y 2.3.

Posteriormente, siguiendo a varios autores se ha propuesto la hipótesis seis donde se expone la existencia o no de un punto óptimo en los ratios de giro. Es decir, determinar si existe un punto en el que la mejora de la variable es marginal y por lo que la relación lineal se convierte en una “u- invertida”.

Tras concluir acerca de la gestión del capital circulante de las empresas del sector, se analizó la generación de efectivo. Se propone, H 4.1, H 4.2 y H 4.3 relativas al destino de la caja generada por las empresas del sector.

En el próximo capítulo se expone la metodología empleada para el estudio empírico planteado para lograr testar los objetivos propuestos a través de las hipótesis planeadas en este capítulo. En el capítulo cinco se incluyen el estudio junto a los resultados del mismo.

CAPÍTULO 4.

Metodología de la investigación

4.1 Introducción

En este capítulo se describe la metodología seguida en la investigación de cara a concluir acerca de las cuatro hipótesis planteadas en el capítulo anterior.

Se compone de cuatro partes. En primer lugar, se describe el elemento subjetivo del trabajo, es decir, los distribuidores alimentarios en España. Se detalla la obtención, construcción y depuración de la muestra; y se detallan las fuentes primarias empleadas.

En segundo lugar, se analiza el elemento temporal. Se exponen las particularidades de empresas con cierre fiscal distinto al año natural, así como la coexistencia de dos planes contables durante el periodo analizado.

En tercer lugar, se describe el elemento objetivo del estudio: las variables empleadas y el proceso que se emplea para su cálculo.

Se concluye el capítulo exponiendo las herramientas y metodología estadística empleadas durante el estudio.

4.2 Elemento subjetivo: los distribuidores alimentarios

El elemento subjetivo del estudio son los distribuidores minoristas de alimentación en España. A continuación, se describe el proceso de obtención, tratamiento y elaboración de la base de datos empleada.

4.2.1 Selección del universo. Depuración y obtención de la muestra

Como fuente primaria del análisis empírico se ha acudido a la base de datos *SABI*[®], base de datos ampliamente empleada por la comunidad científica. Dicha base de datos se alimenta de los datos facilitados por las empresas españolas y portuguesas en el Registro Mercantil. Los criterios empleados en la selección y depuración de la muestra se muestran en la figura 4.1 resumen:

Figura 4.1. Selección y depuración de la muestra

CRITERIOS	Nota	# empresas
CNAE 2009	a.	45.501
Estados jurídico en España: Activa		1.724.556
Ingresos de explotación. Últ. año disponible, min=15.000€		22.144
Total Activo. Últ. año disponible, min=15.000€		37.609
Distribuidores alimentarios con distinto CNAE	b.	18
Universo		267
Eliminadas por no cumplir criterios	c.	(134)
Total de empresas de la muestra		133
Grupos financieros		65

Fuente: Elaboración propia

Nota a la figura:

- a. Empresas incluidas en los siguientes CNAE⁶³: 4639 - Comercio al por mayor, no especializado, de productos alimenticios, bebidas y tabaco, 4711 - Comercio al por menor en establecimientos no especializados, con predominio en productos alimenticios, bebidas y tabaco, 4719 - Otro comercio al por menor en establecimientos no especializados, 4729 - Otro comercio al por menor de productos alimenticios en establecimientos especializados.
- b. Se incluyen una serie de empresas con CNAE distinto a los mencionados en la nota previa, que sí son distribuidores alimentarios.
- c. Se eliminan:
 - Empresas especializadas tales como cárnicas, fruterías, pescaderías, frutos secos/aperitivos, bebidas y vinotecas, venta de productos dietéticos, distribuidores de producto congelado o importadoras de comida internacional.
 - Centrales de compra que venden únicamente a mayoristas, las empresas matrices de grupo alimenticios si únicamente son tenedoras de acciones financieras y las productoras de productos alimentarios tales como salsas, jamones, azúcares o ingredientes.
 - Empresas que tienen su CNAE erróneamente asignado: tales como empresas de tabaco, venta en el aeropuerto, empresas ópticas o empresa de fotografía.
 - Empresas que no tuvieran, al menos, datos completos de cuatro ejercicios económicos.

Para determinar si cada empresa cumple o no con las condiciones para estar incluido en la muestra final, se han consultado las distintas web de las empresas y la base de

⁶³ CNAE: Código Nacional de Actividades Económicas. Se trata de la clasificación que realiza el Instituto Nacional de Estadística.

datos de Alimarket que clasifica las empresas dando prioridad a su actividad y no a su CNAE. El resultado son 133 empresas. Para todas ellas se han obtenido los datos financieros del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias para los ejercicios 2000 a 2014. Todas ellas representan la totalidad de las zonas geográficas de España, así como una variedad de formatos comerciales, metros cuadrados de sala de venta o tamaño empresarial diverso. [Véase anexo 1, donde se incluye el detalle completo de las empresas incluidas en la muestra].

4.2.2 Nota especial sobre grupos de empresas

El artículo 42 del Código de Comercio señala la obligación de formular y presentar cuentas anuales e informe de gestión consolidado a la sociedad dominante pero no exime de presentar a nivel individual. Esto supone que las cuentas anuales consolidadas están concebidas como un complemento a la información ofrecida en las cuentas anuales de la sociedad dominante.

Benau y Diez (1993) presentaban las dificultades que plantea el análisis e interpretación de los estados financieros consolidados. Algunos de los aspectos que planteaban quedan resueltos con la nueva normativa de consolidación, Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre. A pesar de ello, a efectos de esta tesis no se han analizado cuentas anuales consolidadas. La razón que justifica esta exclusión, es la diversificación de los grupos empresariales. Por regla general, las sociedades matrices o las empresas del resto del grupo no se dedican al mismo sector, por lo que el análisis de las cuentas consolidadas no sería el adecuado para concluir acerca del sector alimentario en España. Véase, por ejemplo, El Corte Inglés, que posee diversas líneas de negocio, algunas alimentarias y otras no. Las cuentas consolidadas de la matriz incluyen las cifras de todas las filiales y el resultado son unas cifras consolidadas donde la línea de alimentación posee un peso relativo pequeño. Por ello, para este estudio se han considerado solo aquellas que responden a los criterios

previamente citados, que en el caso del grupo El Corte Inglés son las empresas Opcor y Supercor (Supermercados el Corte Inglés).

Se han detectado en la muestra, empresas que pertenecen al mismo grupo financiero y que por diversas razones se mantienen como sociedades jurídicas distintas. Las razones son en algunos casos comerciales (grupo que poseen distintas sociedades en función del formato comercial), fiscales (sociedades creadas en la Comunidad Autónoma de Navarra o Canarias), legales (sociedades por establecimiento) o fusiones en las que se siguen manteniendo activas las dos sociedades jurídicas. A pesar de que jurídicamente se presente como diversas empresas, tanto el mercado como el consumidor las percibe como del mismo grupo. Además, estas relaciones societarias condicionan muchas de las decisiones financieras, como la política de compra, la política de tesorería e incluso la política de precios. Empresas como Alimarket y Nielsen las consideran de manera conjunta en sus análisis por lo que a efectos de esta tesis se han agrupado por grupo financiero.

Las 133 empresas se han convertido en 65 grupos financieros que serán los finalmente analizados⁶⁴. Los datos financieros de cada grupo se obtienen mediante la agregación de las partidas tanto del balance como de la cuenta de pérdidas y ganancias. Siguiendo con el proceso de consolidación, tras la agregación de partidas se debieran realizar las eliminaciones de inversión-fondos propios así como los saldos y transacciones intergrupo. Dado que no se posee información al respecto y dado que las magnitudes que en su caso se verían afectadas son menores, no se han realizado dichas eliminaciones. Se asume el posible exceso que pudieran presentar ciertos epígrafes de las cuentas anuales.

⁶⁴ Véase el Anexo 1 donde se incluye la relación de empresas incluidas en cada uno de ellos.

Tras este proceso, la muestra es un panel de 65 grupos financieros para el periodo 2000 a 2014, por lo tanto 975 observaciones (año-compañía). Se trata de un panel descompensado debido a que ciertas empresas se constituyeron en España después del año 2000 por lo que no se tienen observaciones de dichos ejercicios para dichas empresas. Dentro de la comunidad científica y hasta donde se ha podido comprobar, el estudio será el mayor en cuanto a número de empresas del sector alimentario se refiere. Los estudios previos del sector alimentario analizaban muestras reducidas. En el caso de España no existe, hasta donde se ha podido comprobar, ningún estudio de estas características sobre este sector.

Todos los datos monetarios están presentados tomando como referencia el euro.

4.3 Elemento temporal

A continuación, se describe el horizonte temporal. Se expone la razón de elección del periodo considerado en el estudio, el tratamiento de las empresas con cierre contable distinto al año natural y las limitaciones de la muestra al existir dos normativas contables distintas durante el periodo analizado.

4.3.1 Horizonte temporal

Respecto al marco temporal, se ha partido de la premisa de utilizar los datos más recientes disponibles y remontarse un número suficiente para intentar realizar un análisis evolutivo de cierta significación. Se ha tomado el último año completo publicado y disponible en la base de datos que es el ejercicio 2014⁶⁵. El estudio se remonta quince años atrás, hasta 2000.

⁶⁵ La recogida de datos para esta tesis se cerró en septiembre 2016. En dicho momento SABI® solo tenía disponibles los datos de ciertas empresas para el ejercicio 2015. Dichos datos no eran suficientes para el estudio planteado, por lo que se ha decidido no incluir dicho año en el análisis.

Con quince años de horizonte temporal el estudio que aquí se presenta se convertirá dentro de la comunidad académica en uno de los mayores en cuanto a esta variable, dado que la gran mayoría de los estudios no superan los diez años analizados. Este horizonte permite comprobar si el sector ha sufrido por factores macroeconómicos como épocas de bonanza frente a época de recesión económica.

4.3.2 Cierre económico y fiscal

El 74% de las empresas de la muestra consideradas a nivel individual⁶⁶ tiene un cierre económico-fiscal que coincide con el año natural. En cambio para el 26% restante (treinta cinco empresas) esta fecha no coincide con el 31 de diciembre. A fin de poder comparar los datos, se ha considerado lo siguiente:

- Empresas con cierre el 31 de enero o 28 de febrero: corresponde principalmente a empresas del grupo El Corte Inglés (Supercor y Opencor), del Grupo Eroski, Lidl, Sanchez Romero, Covalco y Consum. Para estas empresas el cierre correspondiente a febrero 2014, corresponde al ejercicio que comienza el 1 de marzo del 2013 y finaliza el 28 de febrero de 2014. Por lo que incluye diez meses del ejercicio 2013 y dos del ejercicio 2014, dicho ejercicio se considera a efectos del estudio el 2013, al tener mayor número de meses coincidentes en el año natural.
- Empresas con cierre el 30 de septiembre, 31 de octubre, 30 de noviembre: existe once empresas con dicho cierre, Grupo E. Lecrec, Metro y ciertas empresas del Grupo Spar. Se sigue el mismo criterio de número de meses para asignar los ejercicios económicos.

⁶⁶ En este caso se analiza cada empresa jurídica por separado porque la ley de sociedad de capital no obliga a tener el mismo cierre fiscal a empresas del mismo grupo financiero. En la muestra se encuentra empresas del mismo grupo con cierre fiscales distintos.

4.3.3 Coexistencia de dos normativas contables

Se ha decidido realizar un estudio de quince años aun sabiendo que durante el mismo coexisten dos planes contables. Los ejercicios 2008 a 2014 están regulados por el PGC 2007⁶⁷ mientras que los ejercicios 2000 a 2007 están regulados por el PGC 1990.

Muchos han sido los autores que han analizado los impactos del cambio normativo y sus efectos en la comparabilidad de los estados financieros. Autores como Nevado Peña (2007), Sousa Fernández (2008), Fitó et al. (2010), Bertrán y Gutiérrez (2010), Hernández y Renart (2010), Garrido Miralles y Vázquez Veira (2011) o Gonzalo Angulo (2014) han analizado los cambios de manera general o desde una perspectiva histórica. Junto a ellos otros autores han analizado las partidas concretas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, que han sufrido mayores cambios de enfoque. Así Cañibano Calvo y Clemente., (2007) analizaron los impactos en las ratios relativas a los activos intangibles; la eliminación de los gastos de establecimiento y la interrupción de amortizar el fondo de comercio. Cañibano Calvo (2011) concluyó acerca del aumento de información que debe desglosarse respecto a los instrumentos financieros, la inclusión de conceptos como valor razonable o coste amortizado de la deuda y la imputación directa en patrimonio neto de ciertas operaciones. Por su parte, Carbajo y Blanco (2009) analizaron los impactos fiscales. López-Albert (2008) analizó los impactos en las combinaciones de negocios.

⁶⁷ El PGC 2007 se caracteriza por mantener la misma estructura del plan contable al que sustituye, el plan general de contabilidad de 1990, lo cual, sin duda, contribuyó a facilitar su aplicación. Mantiene las cinco partes, siendo las tres primeras de obligado cumplimiento. La cuarta y la quinta no son de obligado cumplimiento en lo que a numeración, denominación y movimiento de cuentas se refiere, pero sí en cuanto a las definiciones. El PGC 2007, está inspirado en las NIC/NIIF que tuvieron su referencia en la contabilidad inglesa. La contabilidad anglosajona siempre se ha caracterizado por ser, a diferencia del sistema continental (presente, entre otros países, en España), una contabilidad enfocada al inversor. Esto supone dar preferencia al valor de mercado y a la rentabilidad.

El cambio supone dar prevalencia del fondo económico sobre la forma jurídica-mercantil. Pero como se expondrá a lo largo de este capítulo para las partidas consideradas para el estudio (partidas del activo y pasivo circulante comercial) y el sector objeto de esta tesis, el cambio es menor que el sufrido en otros sectores como la banca, empresas tenedoras de acciones o empresas con un elevado importe en instrumentos o deuda financiera.

La investigación que aquí se presenta es un estudio que abarca los ejercicios económicos desde el 2000 al 2014. No es objeto de esta tesis analizar las diferencias de ambos planes ni reconstruir los estados financieros con el fin de poder realizar una perfecta comparación debida principalmente a su imposibilidad. Por ello, no se han reconstruido los estados financieros para hacerlos homogéneos a los actuales. Se considera que las cifras son válidas dado que son el resultado de la normativa vigente en dicho momento y han sido verificadas por los auditores correspondientes.

Con el fin de dar robustez a todo el periodo propuesto, se ha realizado el estudio planteado, en primer lugar, con el periodo global (2000 a 2014) y posteriormente se ha repetido con la muestra segmentada. Por una parte, se ha analizado el periodo 2000 a 2007 y, en segundo lugar, el periodo 2008 a 2014. Las conclusiones son similares, lo que indica que el cambio de plan contable no afectó de manera significativa al sector de la distribución alimentaria en España.

4.4 Metodología aplicada a la investigación

Con el fin de validar los objetivos planteados en esta tesis y tras la revisión bibliográfica efectuada en el capítulo tres, se han planteado las siguientes hipótesis:

H1: En el sector de la distribución en España, el CCC es mayoritariamente negativo.

H2: Las empresas que tiene un CCC más bajo presentan una mayor rentabilidad

H2.1: Existe una relación negativa entre el PMV y la rentabilidad.

H2.2: Existe una relación negativa entre el PMC y la rentabilidad.

H2.3: Existe una relación positiva entre el PMP y la rentabilidad.

H3: Existe un punto óptimo en las ratios de giro.

H4: Posibles destinos del *cash flow*.

H4.1.: Existe una relación directa entre el *cash flow* generado y el importe de dividendos satisfechos en el periodo siguiente.

H4.2: Existe una relación directa entre el *cash flow* generado y la variación del inmovilizado material del periodo siguiente.

H4.3: Existe una relación inversa entre el *cash flow* generado y la variación de la deuda.

Con el fin de validar dichas hipótesis se lleva a cabo un análisis estadístico que consta de las siguientes etapas: un análisis descriptivo, un análisis de correlaciones y finalmente, regresiones con datos de panel.

En primer lugar, se realizará un análisis descriptivo de la muestra, en el que se examinarán los estadísticos descriptivos de las principales variables del estudio junto a un análisis de tendencia y dispersión. Con dicho análisis descriptivo se pretende ofrecer una idea general, sintetizada, de las características de las empresas incluidas en la muestra.

Asimismo, en esta primera parte del trabajo, se corroborarán las asunciones extraídas de la revisión de la literatura, es decir, se validarán las hipótesis uno, dos y tres. En la hipótesis (H1) se plantea el signo del CCC de sector, la relación entre de las distintas ratios de giro y la rentabilidad (H 2, H 2.1, H 2.2, H 2.3) y se determina si existe o no un punto óptimo en dichas ratios. Para validar esta hipótesis se utilizará una aproximación tanto descriptiva como inferencial, utilizando contrastes de significación estadística para medidas de tendencia central como la media, o medidas de asociación, como el coeficiente de correlación Pearson, cuando así se requieran. Adicionalmente, este análisis descriptivo permitirá identificar las variables que de forma más notable correlacionan con la rentabilidad de la empresa, para la muestra, lo que soportará la elección de variables de control a considerar en las etapas posteriores.

Por otra parte, con el fin de validar la correlación entre variable de series temporales como son las hipótesis una y dos, se emplea el coeficiente de Pearson. Es una medida de relación lineal entre dos variables aleatorias cuantitativas. A diferencia de la covarianza, la correlación de Pearson es independiente de la escala de medida de las variables por lo tanto es un índice que mide la correlación y el signo de la misma entre dos variables. Puede tomar valor entre [-1 y 1]. En los estudios mencionados en el capítulo tres es ampliamente empleado.

Mayorga y Muñoz (2000) establecen diferentes modelos para estimar la relación de causalidad entre distintas variables. Existen dos tipos de datos. Por una parte las series temporales donde la información de la que se dispone es la de un único individuo a lo largo de distintos periodos temporales mientras que la denominada sección cruzada es cuando para un mismo individuo se tiene varias magnitudes. Frente a estas dos dimensiones existen los modelos econométricos de datos de panel que permiten el análisis tridimensional ya que analizan un conjunto de individuos, y un conjunto de variables, para un periodo temporal. Esta tercera opción es la que

aplica a los datos de esta tesis doctoral. Esta metodología es la empleada por la mayoría de los estudios previos revisados. Tiene ciertas ventajas, como son las asunciones de heterogeneidad, menos colinealidad entre variables, mayor información y mayor libertad de eficiencia (Baltagi y Wu 1999 y Baltagi y Li 2002). Finalmente, con el fin de determinar el destino de los flujos de caja generados, se propone un modelo de datos de panel que propondrá que la variable explicada será los diversos destinos y la variable explicativa el *cash flow* operativo desfasado un ejercicio. El modelo incluye una serie de variables de control, como se ha comentado con anterioridad. Éstas son: el tamaño de la empresa, la antigüedad de la misma, la pertenencia a un grupo financiero y la influencia en el territorio nacional.

De manera específica, es previsible que las variables, que de alguna manera dan cuenta del tamaño o dimensión de las empresas, estas son, volumen de ventas, inversión en inmovilizado material y *cash flow* generado, presenten alta correlación. En consecuencia, previo a su inclusión en el modelo de datos de panel, se llevará a cabo un análisis factorial para determinar la conveniencia de incorporar dichas variables de control de manera individualizado o de manera agregada en un único factor.

Para concluir acerca de la idoneidad o no de agrupar variables así como evitar la colinealidad, se emplea el método de componentes principales junto al contraste de Kaiser-Meyer-Olkin (en adelante KMO). Esta técnica tiene por finalidad transformar un conjunto de variables a un número menor de factores que engloben la mayor cantidad de información de las variables origen. Los nuevos factores se denominan componentes principales. El contraste de KMO verifica la robustez de dicha agrupación en factores.

Los programas informático-estadísticos que se han empleado son Excel y *STATA 10*.

4.5 Elemento objetivo: las ratios como herramienta de la investigación

El análisis de los estados financieros mediante el uso de ratios está ampliamente extendido en la literatura académica. El número de ratios que se pueden calcular es muy elevado (AECA 2010). Aunque los directivos de las empresas son conscientes de la amplitud de ratios que tienen a su disposición a la hora de tomar decisiones, suelen considerar solo un grupo reducido de ellas (Sanz Santolaria 2002). Existen estudios que intentan determinar que ratio o grupo de ratios contienen la mayor información, o cuales predicen mejor los beneficios futuros o las quiebras. Ejemplos de dichos estudios son, entre otros, los de Beaver (1966), Altman (1968), Pinches et al. (1993), Elam, (1975), Libby (1975), Pinches et al. (1975), Jonhson (1979), Ohlson (1980) o Gombola y Ketz (1983).

Existen, a su vez, infinidad de clasificaciones. Se pueden separar las ratios entre: liquidez, actividad, rentabilidad y endeudamiento. Aunque la clasificación no es cerrada y que un mismo ratio pudiera incluirse en dos categorías distintas.

El estudio de Gambola y Ketz (1983) se centró en el sector de la distribución separando el comportamiento de las empresas distribuidoras frente a las manufactureras. El objetivo era, mediante un análisis factorial, reducir las 58 ratios iniciales a un conjunto menor de factores, y comparar así su evolución para los años 1971 a 1980. Pretendía mostrar que los factores de importancia eran distintos en función del sector. Concretamente pusieron de manifiesto lo que ocurre en el sector de la distribución, dado que hasta entonces los análisis no habían considerado la diferenciación considerando el sector de la empresa. Los autores concluyeron que existen ocho factores relevantes en los cuales se agrupan las ratios, que son: i) ROA (beneficio sobre activo), ii) Posición de caja, iii) Endeudamiento financiero, iv) Flujo de caja, v) Clientes, vi) Estructura de la deuda, vii) Gastos operativos y viii) Liquidez a corto plazo; siendo los dos últimos una novedad con respecto a los estudios

anteriores (Pinches et al. 1993). Expusieron que para las empresas distribuidoras los ratios de giro condicionan su estructura del balance, que se trata de un sector con márgenes reducidos, cuyo fondo de maniobra suele ser negativo y que su ciclo de maduración es inferior en las empresas manufactureras. Tras dicho estudio y como se ha mencionado en el capítulo tres, la gestión del circulante ha sido analizada por diversos autores y todos concluyen que los ratios más idóneos para analizar la gestión del circulante son los ratios de giro y el *cash flow*, razón por la cual se han elegido dichas variables para esta tesis.

Para el presente estudio, sin embargo, se ha considerado apropiado clasificar las distintas variables usadas en dos grupos principales: en primer lugar, aparece el conjunto de ratios que sirven directamente al objetivo de la tesis, como son los ratios de giros, la rentabilidad, la generación de efectivo y los destinos de los fondos generados.

En el capítulo tres se expuso que los posibles destinos del flujo de caja son, principalmente, cinco: la inversión en nuevos activos materiales o su remodelación, el pago de dividendos, el repago de la deuda bancaria, la inversión en activos financieros o la permanencia en la misma cuenta de tesorería. Las tres primeras posibilidades están consideradas en esta tesis y por ello, están explicadas a continuación. Por el contrario la inversión en activos financieros no se considera dado las peculiaridades de los grupos incluidos en la muestra. Como se menciona en el capítulo anterior, muchas de las empresas consideradas en la muestra pertenecen a un grupo empresarial mayor con estructuras accionariales en muchas ocasiones cruzadas. Al realizar la agregación de las cuentas de cara al estudio no se ha realizado el asiento de consolidación de inversión -fondos propios que afecta de manera directa a este epígrafe. Debido a dicha limitación, este posible destino no será analizado sino que se incluye en el error estimado del modelo. Junto a esta posibilidad, está la posibilidad que tienen las empresas de no invertir el excedente

de tesorería o invertirlo en activos financieros de gran liquidez, en ambos caso esos importes quedarían recogidos en la misma cuenta sobre la que se efectúa el análisis por lo que también se recogerá en la parte residual del modelo.

Junto a las variables principales expuestas, la investigación que aquí se presenta incluye una serie de variables de control como son la edad, el volumen de ventas o el inmovilizado material. Se completa la base de datos, con la inclusión de variables no financieras como son: presencia en territorio nacional y pertenencia a uno u otro grupo financiero. Estas dos últimas variables son, también variables de control.

A continuación, se presenta cada una de ella, definiéndolas brevemente, explicando la forma en que son calculadas y cómo han sido incorporadas a los análisis de esta tesis doctoral.

4.5.1 Las principales variables

4.5.1.1 Las ratios de giro

Las ratios de giro generalmente aceptados son: periodo medio de inventarios, periodo medio de fabricación, periodo medio de venta, periodo medio de cobro y periodo medio de pago a proveedores. La suma de los anteriores se define como ciclo de explotación o de maduración. En empresas comerciales, donde no existe un periodo de fabricación, el ciclo de explotación se reduce al: periodo medio de ventas, periodo medio de cobro y periodo de pago.

Cuanto mayor es el ciclo de maduración medido en días, mayor necesidad de activos y pasivos circulantes es necesario y mayores los costes de financiación (Nobanee y Al-Hajjar 2009).

El periodo medio de venta (en adelante PMV) mide el número de días que la empresa mantiene en sus inventarios las existencias o mercaderías hasta su venta (Pinches et al. 1993, Dambolena y Khoury 1980, Gombola y Ketz 1983). En el sector de la distribución alimentaria, esta magnitud tiende a ser pequeña debido a la caducidad de los alimentos. Se eleva en aquellos establecimientos que incorporan productos de limpieza, droguería y cuidado personal, siendo aún mayor en el caso de los hipermercados, donde los alimentos comparten espacio de venta con pequeños electrodomésticos, textil, muebles o bazar.

El cálculo de esta magnitud responde a la siguiente fórmula:

$$\text{Rotación de inventarios} = \text{Aprovisionamientos} / \text{Existencias medias} \quad (1)$$

medido en número de veces

$$\text{Periodo medio de venta} = \text{PMV} = 360 / \text{Rotación del inventario} \quad (2)$$

medido en días

De esta forma, la primera fórmula, expresa el número de veces a lo largo del año que la empresa ha logrado vender sus productos, mientras que la segunda mide en días el tiempo que la empresa tarda en vender sus *stocks*. Conocer estas magnitudes es necesario para una gestión óptima del inventario, que evite tanto roturas de *stock*, así como gastos innecesarios de almacenaje. En el caso de los distribuidores alimentarios, un exceso de periodo medio de venta podría traducirse en una pérdida directa, debido a que deben cumplir con requerimientos sanitarios de caducidad de los productos, no pudiendo venderlos tras dicha fecha.

La venta o la compra de un producto registrada en la cuenta de pérdidas y ganancias no siempre significan que se haya cobrado o pagado el mismo. La aplicación del criterio de caja y el principio de devengo tiene como consecuencia la aparición del denominado crédito comercial y las partidas de clientes, deudores, proveedores y acreedores en el balance de situación.

El periodo medio de cobro (en adelante PMC) es la ratio que mide en días, cuantos días tarda la empresa en cobrar y por lo tanto cuánto tarda la empresa en hacer líquido su derecho de cobro (Urías Valiente 1991, Somoza y Vallverdú 2003). Esta ratio viene representada por las siguientes fórmulas:

$$\text{Rotación de clientes} = \text{INCN} / \text{Clientes medios} \quad (3)$$

medido en número de veces
y donde INCN es el importe neto de la cifra de negocios

$$\text{Periodo medio de cobro} = \text{PMC} = 360 / \text{Rotación del clientes} \quad (4)$$

medido en días

Por último, el periodo medio de pago (en adelante, PMP) es el número de días que por promedio la empresa tarda en pagar a sus proveedores (Micha, 1984 Urías Valiente 1991 y Somoza y Vallverdú 2003). Se calcula con las siguientes fórmulas:

$$\text{Rotación de proveedores} = \text{Compras} / \text{Proveedores medios} \quad (5)$$

medido en número de veces
y donde
Compras = Aprovisionamiento +/- Variación de existencias

$$\text{Periodo medio de pago} = \text{PMP} = 360 / \text{Rotación de proveedores}, \quad (6)$$

medido en días

Al contrario de lo que ocurre con el PMC y PMV, un aumento en el periodo medio de pago favorece la financiación de la empresa debido a que se considera que esta financiación comercial es “gratuita”⁶⁸.

⁶⁸ Se considera gratuita en contraposición de la deuda bancaria que tiene un tipo de interés explícito. En el caso de los proveedores al ser una deuda comercial y menor de un año no suele tener un interés determinado por contrato sino que va implícito en el precio de compra.

El ciclo de maduración o periodo de maduración (en inglés “*cash conversion cycle*”, en adelante CCC) se define como el número de días que transcurren desde la compra del bien hasta que finalmente es cobrado del cliente (Dong y Su, 2010). Se emplea para medir la liquidez dinámica de las empresas, así como medida de gestión del circulante. Para muchos autores el CCC es un *proxy* a la gestión del circulante y su eficiencia (García 2011).

El ciclo de maduración de una empresa comercial es el resultado de las tres ratios de giros explicadas previamente y se define siguiendo la siguiente fórmula:

$$CCC = PMV + PMC - PMP \quad (7)$$

Si el resultado es negativo significa que tanto la venta y el cobro a los clientes se realizan antes de tener que pagar a los proveedores. Esta situación es la idónea dado que en este caso se recibe financiación gratuita. Por el contrario, si es positivo significa que la empresa debe adelantar el dinero a sus proveedores sin haberlo cobrado a sus clientes. En este caso se exige una mayor inversión en activo circulante y la empresa pasaría de ser financiada a financiar a sus clientes.

4.5.1.2 La rentabilidad - ROA

Según la Real Academia Española, la rentabilidad es “la cualidad de rentable o la capacidad de rentar”. A su vez se entiende por rentar, “producir o rendir beneficio o utilidad”. En el ámbito financiero, la rentabilidad siempre ha sido estudiada como cociente de dos magnitudes. Representa el porcentaje de beneficio que se ha obtenido teniendo en cuenta la inversión realizada. Esta definición da un concepto amplio, dado que no existe una única medida de rentabilidad. Se puede medir por ejemplo: la rentabilidad de la empresa, la rentabilidad de activo, la rentabilidad de la inversión, la rentabilidad por metro cuadrado, la rentabilidad por empleado, la

rentabilidad por zona geográfica, etc. Las posibles combinaciones entre numerador y denominador son muy elevadas. Los estudios analizados y aplicables al objeto de esta tesis emplean, de manera mayoritaria, la rentabilidad de los activos medida por la ratio ROA (en inglés “*Return on assets*”).

La rentabilidad económica o rentabilidad de los activos es la relación entre el beneficio de explotación y el total de activos medios del ejercicio. Se emplea para medir la eficiencia de los activos con independencia de las fuentes de financiación empleadas, es decir, la capacidad que tienen los activos de generar beneficios.

$$\text{ROA} = \text{Beneficio explotación} / \text{Total de activos medios} \quad (8)$$

En el capítulo tres se detallaron los estudios anteriores a esta tesis que analizan la correlación entre las ratios de giro y la rentabilidad. La mayoría de ellos empleaba la ROA, pero existen varios estudios que en su lugar o de manera complementaria emplean el beneficio sobre ventas calculado como ventas menos aprovisionamientos dividido entre total de activos. Ejemplos de ello son: Deloof (2003), Falope y Ajilore (2009), Gil et al. (2010), Raheman et al. (2010), Usama (2012), Vural et al. (2012), Napompech (2012), Too et al. (2016) y Sheikh et al. (2016). Otros estudios emplean el margen directo de las ventas sobre el total de activos como son García (2011), Topa et al. (2013) ó Lazaridis y Tryfonidis (2006).

4.5.1.3 Generación de efectivo - Flujo de caja operativo

Como se ha mencionado en el capítulo tres, la generación de efectivo o en inglés *cash flow* ha sido determinada a lo largo de la literatura mediante distintas fórmulas. La considerada para esta tesis doctoral es la definición establecida por AECA (2016).

Dicha asociación la define como el resultado de explotación ajustado por las amortizaciones y depreciaciones así como por el ajuste de las variaciones de necesidades operativas de financiación. Para evitar el efecto tamaño se considera siguiendo la siguiente fórmula:

$$\text{Cash flow Operativo} = \text{Ln}(\text{Cash flow Op}) \quad (13)$$

donde *Cash flow* operativo= Resultado de explotación + amortizaciones + depreciaciones +/- variación de NOF,
donde NOF es la variación de existencias, clientes y proveedores.

4.5.1.4 Inversión en inmovilizado material

Como se expuso en el capítulo tres existen diversos destinos posibles en los que las empresas pueden invertir el excedente que generan. El primero de ellos es la inversión en activos fijos materiales, es decir, la apertura o remodelación de nuevos establecimientos. El cálculo de esta inversión corresponde a la variación positiva de dicho epígrafe en el balance. De tal manera que si existe un descenso en la cuenta dicha observación no es considerada dado que no respondería a una política de inversión en nuevas tiendas.

$$\text{VarInmMaterial} = \text{Ln}(\text{InmMaterial}_n - \text{InmMaterial}_{n-1}) \quad (14)$$

4.5.1.5 Pago de dividendos

El segundo destino posible para el flujo de caja operativo generado es el pago de dividendos al accionista. Mediante esta vía se retribuye a los dueños de la sociedad. Tras la junta general de accionistas, el resultado del ejercicio debe ser reclasificado o bien a reservas (ya sean positivas o negativas) o bien a cuentas a pagar en concepto

de dividendo. Bajo esta premisa y considerando que una reducción de fondos propios supone una retribución al accionista, esta variable ha sido calculada como diferencia interanual de dicho epígrafe. Posteriormente, solo se consideran aquellas con signo negativo desechando los aumentos al responder principalmente a ampliaciones de capital.

$$\text{PagoDividendos} = \text{Ln}(\text{Div}) \quad (15)$$

$$\text{Donde Div} = \text{FFPP}_n - \text{FFPP}_{n-1}$$

4.5.1.6 Pago de deuda

El tercer destino analizado responde a la política de financiación y por tanto a lo relativo a la deuda bancaria. Como se ha mencionado a lo largo del trabajo, el sector de la distribución alimentaria se financia, principalmente, mediante el crédito comercial concedido por sus proveedores. Adicionalmente puede solicitar préstamos bancarios que deberá devolver según los calendarios establecidos por la entidad bancaria. Aquellas empresas que optan por este tipo de financiación tienen un flujo recurrente de tesorería destinado a este fin, por ello, se incluye como posible destino en nuestro modelo. Su cálculo es la variación interanual de la deuda considerando tanto la deuda corriente como no corriente.

$$\text{PagoDeuda} = \text{Ln}(\text{VarDeuda}) \quad (16)$$

$$\text{donde VarDeuda} = (\text{DeudaLP}_n + \text{Deuda CP}_n) - (\text{Deuda LP}_{n+1} + \text{Deuda CP}_{n-1})$$

4.5.2 Las variables de control

A continuación, se incluye las variables de control empleadas en el estudio junto al cálculo del mismo.

4.5.2.1 Edad de la empresa

En estudios previos, se considera que una empresa con mayor antigüedad que otra, cuenta con una mayor aceptación entre los consumidores lo que se traduce en un mercado potencial más amplio (Petersen y Rajan 1997). Indudablemente también afecta a la relación con sus proveedores y entidades bancarias al tener éstas un mayor conocimiento y experiencia con la primera, lo que se traduce en una mayor confianza a la hora de otorgar crédito adicional. Chiou et al. (2006) demostraron una relación positiva entre la edad con el ciclo de explotación. Berger y Udell (1998) concluyeron que existía una relación inversa entre el coste de la deuda y la edad de la empresa. Por ello, se incluiría la edad como variable de control en el estudio. Se calcula como logaritmo de la edad de la empresa, para evitar el efecto tamaño. La edad de la empresa es el tiempo en años transcurrido desde su constitución al periodo de análisis.

$$\text{Edad} = \text{Año}_x - \text{Año Constitución} \quad (9)$$

$$\text{EdadEmpresa} = \text{Ln}(\text{Edad}) \quad (10)$$

Dado que el estudio se realiza para grupos de empresas, se considera la primera fecha de constitución con independencia que sea o no de la matriz o de la empresa más relevante del grupo. Asimismo, para los grupos internacionales se considera como fecha de constitución la fecha en la que la filial española se creó en España como sociedad jurídica independiente. No se consideran los periodos previos en los que la empresa usó las empresas internacionales como vehículos de venta en España, si no tenía obligación de presentar cuentas anuales en España.

4.5.2.2 El volumen de ventas

Estudios previos concluyen que el volumen de ventas de una empresa influye no solo en la rentabilidad de la empresa, sino que facilita la obtención de financiación externa. Se considera una variable relevante para autores como José et al. (1996). Para otros, como Baños-Caballero (2010), se considera que en la muestra no es representativo dado que todas las empresas tienen un tamaño parecido. En la base de datos que aquí se emplea, existen grandes diferencias en cuanto al volumen de las ventas. El líder del sector es Mercadona cuyas ventas en 2014 alcanzaron los 18.441 millones de euros y, por el contrario, Comercial Gordillo (última empresa en dicha clasificación) posee unas ventas de 16.426 euros el mismo año. La muestra contiene veintinueve grupos financieros cuyas ventas no alcanzaron los 100.000 euros, otras veintidós empresas cuyas ventas se sitúan entre 100.000 y 1.000.000 euros y sólo doce superan el millón de euros. Por esta razón se considera que la variable debe ser considerada y debido a las diferencias debe ser normalizada. Con el fin de evitar el efecto tamaño la variable es tomada como logaritmo (Chiou et al. 2006; Keischnick 2006).

$$\text{Tam} = \text{Ln}(\text{INCN}) \quad (11)$$

Donde INCN es el importe neto de la cifra de negocio

4.5.2.3 Inmovilizado material

Los distribuidores alimentarios en España realizan sus ventas a través de tiendas físicas, dado que la venta online no alcanza el 1%⁶⁹ de las ventas del sector. Esta

⁶⁹ Desde hace unos años los distribuidores alimentarios han comenzado a implantar la venta online o telefónica. A pesar de la era tecnológica actual, el porcentaje de las ventas por canales distintos al tradicional es muy residual. En el último informe de Alimarket (2016f) y CNC (2014), se indican que las ventas por este canal apenas representan el 1% del total.

inversión en activo fijo se representa en el epígrafe del inmovilizado material. Se trata de una variable relevante, que no está incluida en la gestión del circulante como tal. Existen empresas en la muestra que poseen la propiedad de todas sus tiendas y en otras ocasiones estas tiendas pueden estar totalmente amortizadas y por lo tanto su valor en el activo del balance es cero. Otras empresas optan por el alquiler, por lo que tampoco tiene reflejo en el balance de situación los importes correspondientes. Esto supone que los datos pudieran no ser totalmente comparables.

Con el fin de superar esta limitación se podría emplear el número de establecimientos o los metros cuadrados de tienda como aproximación de esta variable para evitar el hecho de no incluir las tiendas que tengan un valor cero o incluso que no estén en el balance. Se deshecha esa idea dado que sería considerar que la inversión en un supermercado en una zona céntrica de una gran ciudad tiene la misma inversión que un supermercado de proximidad en una población reducida.

Esta variable ha sido empleada en estudios previos como por ejemplo, entre otros: Fazzari y Peterson (1993) y Baños-Caballero et al. (2010). Como conclusión, aun siendo conscientes de las limitaciones de la variable se considera como relevante en el estudio. Su cálculo para evitar el efecto tamaño es el logaritmo del epígrafe correspondiente:

$$\text{InmMaterial} = \text{Ln}(\text{Inmovilizado material}) \quad (12)$$

4.5.2.4 Pertenencia a un grupo financiero

La pertenencia o no a un grupo financiero/empresarial condiciona no solo la política de tesorería sino también la política de inversión, la política de precios así como la estrategia corporativa comercial. Aunque no se han encontrado estudios previos que consideren dicha variable, a efectos de esta tesis se considera como una variable no

financiera que se empleará para segmentar la muestra en sub-muestras para analizar su comportamiento. Se medirá como una variable de escala con tres posibles valores:

- Tipo 1. Empresa individual: empresas que no pertenecen a ningún grupo financiero.
- Tipo 2. Grupo nacional: empresas que pertenecen a un grupo financiero, alimentario o no, con matriz española.
- Tipo 3. Grupo internacional: empresas cuya matriz es internacional

4.5.2.5 Influencia en el territorio nacional

Estudios como Alimarket (2015c) hacen referencia a la zona de influencia a la hora de analizar y describir el sector separando entre líderes nacionales como Mercadona, Eroski o Carrefour y líderes locales como Ahorramás en Madrid, Gadisa en Galicia, Dinosol en Canarias, Covirán en Granada, Fragadis en Tarragona, Luis Piña en Jaén, Semark (supermercado Lupa) en Cantabria, Supersol en Málaga o Manacor en Baleares. Se considera un rasgo característico de la empresa, por ello, se va a considerar como una segunda variable de control de carácter no financiero. Se trata de una variable de escala que podía tomar tres valores:

- Tipo 1. Influencia local: empresas que operan a nivel geográfico reducido. Poseen establecimientos como máximo en tres provincias españolas o en una única comunidad autónoma de tamaño pequeño.
- Tipo 2. Influencia media: empresas que operan en varias comunidades autónomas. Las empresas incluidas en esta categoría, tienen a través de sus

establecimientos y puntos de venta al público acceso a aproximadamente el 50% del territorio nacional.

- Tipo 3. Influencia nacional: se asigna este valor a aquellas empresas que estén presentes en la práctica totalidad del territorio nacional (a falta de una o dos provincias).

Para clasificar esta variable, se ha considerado el ámbito de actuación y no el número de establecimientos. Por lo tanto si una empresa tiene, por ejemplo, diez establecimientos en una única provincia, será del tipo 1, mientras que si los tiene repartidos por todo el territorio será del tipo 2.

4.5.2.6 Formatos comerciales

Como se ha analizado en el capítulo tres, son varios los autores que consideran el tipo de actividad o sector como variable clave que afecta al CCC y por tanto a la rentabilidad (Shin y Soenen 1998; Deloof 2003 o Baños-Caballero et al. 2007, entre otros). En esta tesis, el sector a analizar es la distribución alimentaria minorista. Se podría subdividir considerando la variable “formatos comerciales” por lo que se tendrían al menos las siguientes categorías: hipermercados, supermercados y *cash&carry*, tiendas de descuento, entre otras.

Entre ellas, se observan diferencias relevantes en la gestión empresarial. La principal, que afecta a la gestión del circulante, es el periodo medio de venta. En los hipermercados, al tener una parte de productos considerados como producto no perecedero (véase ventas de las secciones de textil, muebles, electrodomésticos, informática o bazar), el periodo medio de venta es superior a aquellos

establecimientos considerados como supermercados que no poseen estas categorías⁷⁰. Se trata, pues, de una variable relevante.

A pesar de ello existen dos limitaciones que impiden separar claramente la muestra. Por una parte que un mismo grupo financiero posee diversos formatos comerciales (véase por ejemplo Carrefour, Eroski o el Corte Inglés) y por otra parte, como se ha expuesto en el capítulo dos, los formatos comerciales han ido evolucionando a lo largo de los últimos años y han tendido a homogenizarse. Por ello, no es posible realizar la subcategorizar de manera correcta considerando esta variable.

4.5.3 Resumen de las variables

Tras la exposición de las variables consideradas en el estudio, en la figura 4.2 se muestra un resumen de las mismas, así como en que hipótesis planteadas se van a emplear.

Figura 4.2. Relación de los ratios e hipótesis empleadas en la investigación

RATIO	CÁLCULO	HIPÓTEIS
Variables principales		
Período medio de venta	$PMV = 360 / RotExist$	H 2.1, H3
Período medio de cobro	$PMC = 360 / RotClientes$	H 2.2, H3
Período medio de pago	$PMP = 360 / RotProv$	H 2.3, H3
Ciclo de explotación	$CCC = PMV + PMC - PMP$	H1, H2
Rentabilidad económica	$ROA = BenefExpl / TotalActivoMedio$	H2, H 2.1, H 2.2, H 2.3, H3
CashFlow operativo	$CashFlow Op = Ln(Cashflow Op)$	H 2.1, H 2.2, H 2.3, H3
CashFlow operativo desfasado	$CashFlow Op = Ln(Cashflow Op_{x-1})$	H 4.1, H 4.2, H 4.3
Variación Inmovilizado material	$Ln(InmMaterial_n - InmMaterial_{n-1})$	H 4.2
Dividendos pagados	$DivPagado = Ln(Div)$	H 4.1
DivPagado	$Div = FFPP_n - FFPP_{n-1}$	H 4.1
Deuda pagada	$VarDeuda = Ln(Deuda)$	H 4.3
VarDeuda	$VarDeuda = (DeudaLP_n + Deuda CP_n) - (Deuda LP_{n+1} + Deuda CP_{n-1})$	H 4.3
Variables de control		
Tamaño en función de INCN	$Tam = Ln(INCN)$	H 2.1, H 2.2, H 2.3, H3, H 4.1, H 4.2, H 4.3
Edad de la empresa	$Edad = Ln(Edad)$	H 2.1, H 2.2, H 2.3, H3, H 4.1, H 4.2, H 4.3
Inmovilizado material	$InmMat = Ln(InmovMat)$	H 2.1, H 2.2, H 2.3, H3
Presencia en el territorio	PreTerritorio = Valores 1, 2, 3	Todas
Pertenencia a Grupo financiero	PertGrupoFin = Valores 1, 2, 3	Todas

Notas a la tabla:

(a) Dividendo pagado: solo tiene sentido cuando los fondos propios disminuyen

(b) Deuda pagada: solo se considera cuando existe un descenso en la deuda

Fuente: elaboración propia

⁷⁰ Este hecho ha sido contrastado con los datos de la muestra. Mercadona, considerado como supermercado tiene un PMV medio de 17 días mientras que Carrefour que tiene diversos formatos siendo el hipermercado el de mayor peso dentro de su estructura tiene un PMV medio de 39,6 días.

4.6 Conclusiones

A lo largo de este capítulo se ha expuesto los elementos básicos para el estudio que se plantea: la muestra, el periodo analizado, las variables y la metodología.

Los datos utilizados, así como la longitud de la serie temporal de los mismos, suponen, en ellos mismos, una novedad que esta tesis aporta a la literatura académica. Como se ha mencionado a lo largo del capítulo, los estudios previos en este campo, dedicados al sector alimentario hasta donde se ha podido comprobar son seis: Ahmadi y Garajafarand (2012), Thapa (2013), Iseri y Chambers (2003), Topa et al. (2013), Usama (2012), Ademola (2014) y Konuk y Zeren (2014); ninguna de ellas tenía más de treinta tres empresas en la muestra. El estudio que aquí se plantea incluye 65 grupos financieros formados a su vez por 133 empresas de carácter individual.

Respecto a lugar de origen, España, hasta donde se ha podido comprobar solo existen dos macro-estudios que analizan la globalidad de los sectores como son los realizados por Baños-Caballero et al. (2010) y García-Teruel y Martínez-Solano (2007). Respecto al periodo analizado, son pocos los estudios que analizan periodos superiores a diez años: Azeez et al. (2016), Charitou et al. (2016) Falope y Ajilore (2009) José et al. (1996), Kök et al. (2013), García (2011), Mathuva (2009), Nobanee y Al-Hajjar (2009), Ponsian et al. (2014), Raheman et al. (2010), Shin y Soenen (1998) y Vishnani y Shah (2007). El estudio que aquí se plantea consta de quince años dado que cubre el periodo entre 2000 y 2014.

Por su parte, las variables empleadas en esta tesis han sido contrastadas ampliamente en la literatura, como se ha expuesto en el capítulo tres y son las que se emplean con asiduidad en los estudios sobre la gestión de capital circulante.

Con respecto a la metodología, la técnica de datos de panel, además de ser la más apropiada para los datos de esta tesis, como ya se ha expuesto, ha sido también utilizada en numerosos estudios similares expuestos en el capítulo previo y suponen una mejora metodológica antes los modelos tradicionales de regresión múltiples utilizados en los primeros estudios sobre el tema, porque permiten el tratamiento de datos de corto longitudinal como los que aquí se analizan. Además, esta técnica es complementada con técnicas estadísticas multivalentes para lograr un uso y aprovechamiento óptimo de toda la información de la cual se dispone.

En consecuencia, además de la novedad de esta tesis ofrece al respecto del ámbito de los datos, los objetivos propuestos son por una parte se corrobora estudios previos con la validación de las hipótesis sobre el sector y posteriormente, determina la vinculación de la caja generada con sus posibles destinos.

CAPÍTULO 5.

Estudio empírico y resultados

5.1 Introducción

Tras haber expuesto la revisión bibliográfica, haber planteado las hipótesis y descrito la metodología, se exponen a continuación los resultados del estudio realizado.

En primer lugar, se realiza un análisis descriptivo y evolutivo de la muestra. Se analizan las principales magnitudes del sector prestando atención a las ventas, la concentración del mercado, la rentabilidad, las ratios de giro y las variables de control incluidas en el estudio. A continuación, se validan cada una de las cuatro hipótesis planteadas y se indican los paralelismos con los estudios revisados en el capítulo tres.

5.2 Análisis descriptivo del sector de la distribución en España entre 2000 y 2014

5.2.1 Magnitudes agregadas del sector

La base de datos que se va a emplear para testar las hipótesis planteadas en el capítulo tres está compuesta por 65 grupos de distribución alimentarias para el periodo 2000 al 2014, por lo que se tienen 975 observaciones (año-compañía). Los 65 grupos representan la totalidad de formatos comerciales, tamaños de empresas e influencia en el territorio nacional.

Con la finalidad de establecer el tamaño de las empresas que se han considerado en la muestra de esta tesis; la figura 5.1 muestra los importes agregados de las principales magnitudes de los estados financieros.

Figura 5.1. Datos agregados de la muestra. Importes en millones de euros⁷¹

Datos en millones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2014-2000
Total activo	16.789	19.176	21.806	24.409	26.643	29.248	30.849	33.562	36.617	35.701	35.184	35.714	35.443	34.850	34.094	103,1%
Inmovilizado material	7.414	8.386	9.128	9.642	10.311	11.078	11.846	13.262	13.917	12.987	13.075	12.971	13.086	12.988	13.089	76,6%
INCN	30.192	33.949	38.825	43.267	47.350	51.255	54.997	60.157	64.891	62.159	63.945	64.575	64.702	64.659	65.350	116,4%
CashFlow operativo	n.d.	977	3.343	2.474	3.371	2.379	3.204	2.756	2.881	3.152	2.419	2.482	2.755	2.228	2.646	170,7%
Dividendos pagados	n.d.	78	219	252	488	357	663	2.296	774	657	1.240	990	623	1.301	1.082	1284,3%
Datos en personas	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variación
Nº de empleados	178.227	198.692	218.324	238.536	259.460	271.063	281.332	299.188	353.749	287.317	290.994	294.044	292.960	291.999	288.008	45,0%

Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

Se observa como el sector elegido presenta unas cifras relevantes para la economía española. Durante el periodo analizado y para todas las variables expuestas la tendencia ha sido de crecimiento, a pesar de sufrir pequeños retrocesos entre 2009 y 2011.

El total de activo ha aumentado de 16.789 millones de euros en el año 2000 a más de 34.094 millones de euros en 2014. Lo que supone un incremento de 103,1% Por su parte, el epígrafe del inmovilizado material, partida más relevante del balance

⁷¹ Las cifras aquí presentadas están en línea con los informes sectoriales así como con los datos del ministerio. Las diferencias son menores y son consecuencia de la muestra considerada en cada caso.

(véase que supone aproximadamente un 40% del total) ha aumentado un 76,6% hasta llegar a los 13.089 millones de euros. Como se ha mencionado en el capítulo dos, el sector cuenta con más de 23.345 puntos de venta, lo que supone casi 15 millones de metros cuadrados de tienda.

El importe neto de la cifra de negocios ha aumentado en un porcentaje incluso mayor al experimentado por el total de activos, su incremento en el periodo analizado es de un 116%. En 2000 apenas llegaba a los 30.192 millones de euros, en 2005 ya había superado los 51.254 millones de euros y el último dato disponible de la muestra indica más de 65.350 millones de euros en 2014.

El número de empleados ha aumentado un 45% en el periodo analizado, y en 2014 se sitúa en 288.000 personas. Si considera que la población total en España en dicho año ascendió a 46.449.565 personas⁷², las personas que emplean de manera directas las empresas de nuestra muestra suponen un 0,6% del total de la población, porcentaje que se eleva a 1,26% si se considera exclusivamente la población activa.

Los dividendos también han experimentado un aumento positivo a lo largo del periodo a pesar de las variaciones que han tenido. Si se calcula como porcentaje de las ventas en el año 2001 ascendió al 0,2% mientras que en 2014 suponían el 1,7%.

Finalmente, se observa como la caja generada es positiva en todos los años. El año 2001 es especialmente menor que el resto de años. Si se elimina dicho ejercicio el importe oscila en un horquilla de 2.300 y 3.300 millones de euros. Dicho importe supone entre un 4% y 6% de las ventas. A diferencia de las ventas, cuyo crecimiento es constante a lo largo del periodo, el *cash flow* operativo sufre mayores variaciones

⁷² Datos obtenidos de www.ine.es consultado el 3 de febrero de 2017.

que no están relacionadas directamente con el incremento o variaciones en las ventas.

Las variaciones en la variable *cash flow* operativo se explica en parte por el efecto de cierre de las cuentas anuales y el riesgo de corte. Mientras, las ventas recoge el comportamiento de los doce meses, el *cash flow* operativo es la suma de varias cuentas en un día determinado.

5.2.2 Evolución de las variables consideradas en el estudio

El importe neto de la cifra de negocios es una de las magnitudes más relevantes en los estados financieros. En la figura 5.2, se incluyen los datos de los grupos financieros que en 2014 han superado 2 millones de euros de ventas junto con el PIB⁷³ español. [Véase el Anexo 2 se encuentra el detalle completo de las ventas por distribuidor].

Figura 5.2. Evolución de las ventas de las principales empresas del sector en millones de euros

#	Empresa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variación 2000-2014
1	Mercadona	3.124	4.186	5.378	6.706	8.144	9.602	11.286	12.985	14.284	14.402	15.243	16.448	17.523	18.034	18.442	490%
2	G Carrefour	7.610	7.539	7.658	8.610	9.345	9.691	9.709	10.304	10.599	9.906	9.619	9.428	9.050	8.859	8.843	16%
3	G Eroski	2.699	3.204	3.675	3.969	4.638	5.089	5.326	6.922	7.491	6.566	6.786	6.430	6.004	5.717	5.497	104%
4	G Dia	3.635	3.936	4.046	4.193	4.390	4.561	4.806	4.750	5.386	5.374	5.424	5.442	5.652	5.526	5.263	45%
5	G Auchan	3.086	3.420	3.672	3.982	4.270	4.463	4.625	4.677	4.746	4.541	4.574	4.476	4.459	4.380	4.358	41%
6	G Lidl	778	946	1.170	1.410	1.543	1.736	1.843	2.051	2.238	2.158	2.268	2.331	2.400	2.532	2.709	248%
7	G ECI	2.417	2.752	3.037	3.367	3.486	3.722	3.875	3.829	3.577	3.070	2.940	2.657	2.439	2.339	2.316	-4%
	Resto	6.843	7.965	10.190	11.029	11.534	12.392	13.527	14.639	16.570	16.140	17.091	17.363	17.174	17.271	17.923	162%
	TOTAL	30.192	33.949	38.825	43.267	47.350	51.255	54.997	60.157	64.891	62.159	63.945	64.575	64.702	64.659	65.350	116%
	PIB España	646.250	699.528	749.288	803.472	861.420	930.566	1.007.974	1.080.913	1.116.207	1.079.034	1.080.913	1.070.413	1.039.758	1.025.634	1.037.025	
	% sobre PIB	4,67%	4,85%	5,18%	5,38%	5,50%	5,51%	5,46%	5,57%	5,81%	5,76%	5,92%	6,03%	6,22%	6,30%	6,30%	

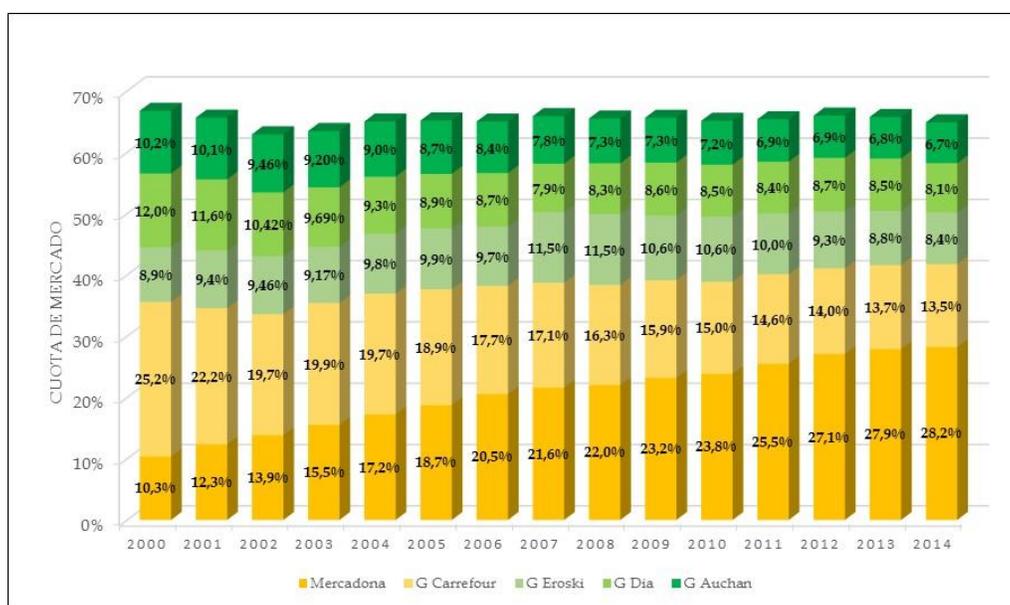
Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

⁷³ PIB: Producto interior bruto. Obtenido del www.ine.es

Se observan que el sector ha crecido de manera considerable así como su importancia respecto al PIB. En el 2000 suponía el 4,67% y en 2014 supone 6,30% del indicador nacional.

Se trata de un sector altamente concentrado. Como se muestra en la figura 5.3, las ventas agregadas de las primeras cinco empresas superan el 65% de las ventas agregadas del sector para todos y cada uno de los años analizados. Se observa que aunque hasta el 2007, incluido, Carrefour era el líder del sector y posteriormente, Mercadona es el líder, el porcentaje se ha mantenido en línea en todos los años analizados.

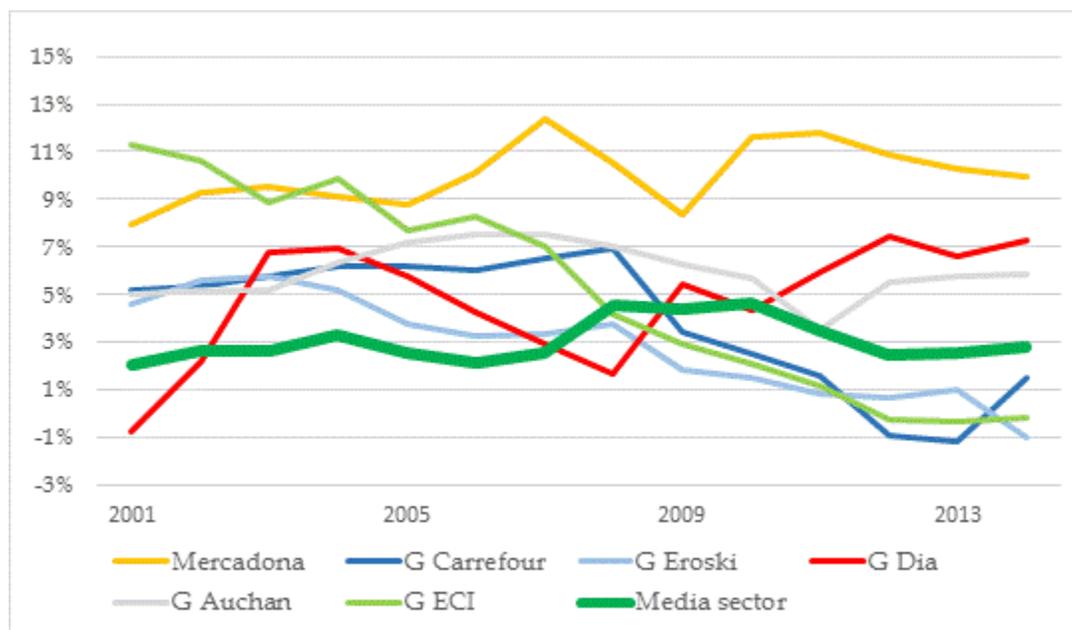
Figura 5.3. Grado de concentración del sector considerando la variable INCN



Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

Con el fin de medir la rentabilidad a lo largo de esta tesis, tal y como se indica en el capítulo tres, se ha empleado el rentabilidad económica, en inglés *return on asset*. En la figura 5.4 se incluye una gráfica donde se observa la evolución de esta variable a lo largo del periodo analizado. Se ha incluido la media del sector así como la evolución de dicha ratio para las empresas mencionadas previamente.

Figura 5.4. Evolución de la rentabilidad del sector y de las principales empresa del mismo. Rentabilidad medida con la ROA



Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

Se observa que la rentabilidad del sector es baja, se sitúa en torno al 3% para el periodo analizado. A pesar de ello se encuentran diferencias relevantes en el sector. El líder, Mercadona posee retornos más elevados situados en media en 10%. La rentabilidad del Grupo Carrefour era superior a la media del sector cuando el grupo francés era líder del sector (periodo 2001 a 2006) pero tras ser superado por la cadena valenciana, se observa como su rentabilidad ha disminuido, llegando incluso a ser negativa en alguno de los años analizados. El Grupo Eroski ha tenido una evolución similar al Grupo Carrefour, dado que hasta el 2008 su ROA era superior al 3% mientras que en los últimos años ha descendido hasta el 1%. Por el contrario, el Grupo Día ha experimentado un incremento en esta magnitud situándose en el 2014 en un 7%. Las variaciones del grupo francés Auchan han sido menores y en el periodo analizado su rentabilidad media ha sido del 6%. Finalmente, el Grupo el Corte Inglés ha experimentado una caída muy pronunciada. Se trata de un grupo que en los primeros años se caracterizaba por una política de precios altos, por lo que obtenía rentabilidades superiores al 10% pero que, a medida que la competencia

ha ido incrementado, ventas y cuota de mercado ha ido ajustando los precios, razón por la cual ha sufrido un descenso hasta situarse en tasas negativas.

El inmovilizado material es la partida más relevante del balance de las empresas incluidas en la muestra. Representa, como se ha expuesto en el epígrafe previo, el 40% del total del activo. En la figura 5.5 se incluye la evolución de esta partida para las empresas cuyo importe en 2014, supera los 700 millones.

Figura 5.5. Evolución del importe recogido en el epígrafe de inmovilizado material

#	Empresa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	Mercadona	551	745	882	1.009	1.478	1.717	1.934	2.145	2.297	2.370	2.372	2.372	2.557	2.727	2.913
2	G ECI	1.384	1.600	1.803	2.029	2.155	2.309	2.309	2.475	2.578	2.568	2.585	2.521	2.457	2.190	2.159
3	G Lidl	284	331	356	403	495	647	772	847	943	1.065	1.144	1.190	1.218	1.244	1.363
4	G Eroski	594	900	948	1.013	1.050	1.072	1.104	1.891	1.964	1.647	1.599	1.378	1.311	1.277	1.038
5	G Auchan	794	911	918	939	852	855	883	904	935	900	881	859	864	843	836
6	G Carrefour	2.332	2.179	2.157	2.057	2.004	2.107	2.252	2.216	1.969	749	698	804	754	714	716
	Resto	1.473	1.719	2.063	2.193	2.276	2.371	2.593	2.783	3.231	3.689	3.796	3.845	3.925	3.993	4.064
	TOTAL	7.414	8.386	9.128	9.642	10.311	11.078	11.846	13.262	13.917	12.987	13.075	12.971	13.086	12.988	13.089
	C6 sobre total	80%	79%	77%	77%	78%	79%	78%	79%	77%	72%	71%	70%	70%	69%	69%

Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

Se observa que las empresas con mayor importe en este epígrafe, son las empresas líderes en ventas del sector, que además tienen presencia en la totalidad del territorio nacional. Mercadona es la primera del *ranking* con un importe cercano a los 3.000 millones de euros. Al igual que sucede con las ventas la inversión en el inmovilizado material de la empresa valenciana ha ido en aumento. Esta cadena se caracteriza por mantener un único formato de supermercado con una superficie media de 1.300 metros cuadrados. Tras su apertura en 2014 en Guipúzcoa, es la única empresa que tiene presencia en todas las provincias peninsulares de España⁷⁴. El último dato dispone indica que Mercadona posee 1.574 establecimientos. Tras el líder, está el Grupo Corte Inglés con 2 millones de euros en inmuebles. Este grupo se ha caracterizado por tener grandes superficies de venta y en lugares estratégicos, lo que suponía que el valor que se recoge en esta cuenta es elevado. En tercer lugar, el grupo

⁷⁴ Mercadona tiene presencia en todas las provincias españolas aunque le falta presencia en las islas: Hierro y la Gomera así como en Ceuta y Melilla.

alemán Lidl ha experimentado un incremento a medida que se ha ido estableciendo en el territorio español. Su llegada a España se produce en 1994 y en la actualidad posee 535 tiendas. Estable ha sido la evolución del Grupo Auchan y el Grupo Eroski. Finalmente, mencionar la evolución del Grupo Carrefour. Se observa un descenso importante en el año 2008, cuyo por motivos estratégicos el grupo decidió separar mercantilmente sus inmuebles, creando una empresa paralela tenedora de los principales activos inmobiliarios que a su vez arrienda a las empresas cuya actividad es la distribución minoristas de los productos. De esta forma, la contabilización pasa a ser un alquiler recogido en la cuenta contable de “arrendamientos y cánones” en lugar de la cuenta contable “amortización del inmovilizado”. Este tipo de decisiones jurídicas también están presente parcialmente en otras empresas del sector, en las cuales una empresa del grupo es la dueña del inmueble y subarriendan diversas empresas del grupo. La concentración del sector vuelve a ser elevada dado que el 70% del valor de los inmuebles del sector está recogido en las seis empresas de mayor tamaño.

Como se ha expuesto en el capítulo tres, con el fin de validar las hipótesis planteadas, se han empleado tres variables cualitativas como variables de control, éstas son: la edad, la presencia en el territorio nacional y la pertenencia a un grupo financiero.

La edad ha sido calculada como la diferencia entre el año analizado y el año de constitución de la empresa. En la figura 5.6 se muestra la antigüedad por tramo de la muestra.

Figura 5.6. Composición de la antigüedad de las empresas de la muestra

Fecha de constitución	# Empr	Antigüedad
Década de los 30	1	85 años
Década de los 40	1	74 años
Década de los 50	2	55 años
Década de los 60	6	45 -55 años
Década de los 70	14	35 -45 años
Década de los 80	23	25 -35 años
Década de los 90	11	15 -25 años
Década de los 2000	7	Menos de 15 años

Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

La empresa más antigua de la muestra considerada es el Grupo Unide que nació en 1931 como central de compra, diez años más tarde se creó el Grupo Ifa que también nació como central de compras. Tras ellas, en los años cincuenta se constituye el Grupo Más y Mas y el Grupo Eroski. En la década de los sesenta se constituyen jurídicamente en España los grupos francés Carrefour y Auchán, así como el grupo Día que nace en julio de 1966. En el rango de 35 a 45 años de antigüedad están las empresas relevantes del sector como son: Mercadona, Gadisa, Ahorramas, Hiber, Gigante o el Corte Inglés. La década de los ochenta es la más fructifera, dado que se crean veintitrés empresas de la muestra pero todas ellas son de tamaño mediano o con presencia local. Se destaca entre otros, Condis, Semark, Covalco, Bon Preu, Manacor o los grupos internacionales como Metro y E Lecrec. En los noventa aparece Lidl, la irlandesa Murgrave y muchos de los denominados *cash&carry*. Las empresas más jóvenes consideradas son, entre otras, Sánchez Romero creada en 2003, Aldi cuya entrada en nuestro país fue en noviembre 2004 y Supersol constituida en 2008.

La variable grupo financiero trata de recoger el efecto de pertenencia a un grupo empresarial mayor que condiciona, entre otras cosas, la estrategia comercial, la política de precios, la decisiones de financiación, la política de inversión o el pago de dividendos. Esta variable puede tomar tres valores: grupo local, grupo nacional

o grupo internacional. En el primer grupo, es el más numeroso con treinta y tres empresas, los grupos nacionales son veinticinco y, finalmente, hay siete grupos internacionales.

Por su parte, la variable influencia en el territorio nacional responde a la capacidad de la empresa de llegar a su mercado potencial. De esta manera, la muestra tiene treinta y tres empresas cuya presencia es local (coincide el número con las empresas del grupo financiero, local pero no son las mismas), veintiún empresas de carácter medio y once empresas con presencia en la mayor parte del territorio.

Como se observa, ambas segmentaciones de la muestra no coinciden en su totalidad pero si existen, varios puntos en común. Se observa cierta relación entre ambas variables dado que en treinta y cinco empresas el grado de influencia coincide con su grupo financiero. Así hay veinticinco empresas que tienen una influencia baja y un grupo local; hay ocho empresas cuyo grupo es nacional y tiene presencia media y, por último, las dos empresas francesas, Auchan y Carrefour, que tienen una presencia en la totalidad del territorio y pertenecen a un grupo internacional. En la figura 5.7 se representa la distribución de la muestra en función de ambas variables no financieras.

Figura 5.7. Relación de empresas de la muestra en función de su influencia en el territorio y el grupo financiero al que pertenecen

Influencia	Nacional	Mercadona, Dia, ECI, IFA, Eroski, Unide, Consum, SPAR y Coviran	Auchan y Carrefour	
	Medio	Barea, Dispreu, Alimerka, Alsara, Mas y Mas, Uvesco, MaskCompra, Semark	Ahorramás, Dinosol, Covalco, Froiz, Supersol, Unagas, Pedro Duque y Sánchez Romero	Aldi, E Lecrec, Lidl y Metro
	Bajo	Abanescu, Bon Preu, Cash Europa, Cash Lepe, Cash Levante, Comercial Gordillo Hasta 25 empresas	Alfusus, Almacenes Yebenes, Comercial Martinez, Deza, Condis, Gigante y Novavendo	Musgrave
	Local	Nacional	Internacional	
Grupo Financiero				

Fuente: elaboración propia a partir de la muestra

Se observa que el número de empresas de carácter “local” es treinta y tres, el mismo número que empresas de influencia “baja”; aunque entre ellas hay siete empresas distintas. En el grupo local están Barea, Dispreu, Alimerka, Alsara, MasyMas, Uvesco, Maskcompra y Semark que aun siendo empresas de carácter local, tienen establecimientos físicos en varias provincias. Mientras que Alfusrú, Almacenes Yebenes, Comercial Martínez, Condis, Gigante⁷⁵ y Novavendo estando respaldadas por un grupo financiero nacional, solo tienen establecimientos en una o dos provincias.

El número de empresas con un grupo nacional asciende a veinticinco, de las cuales siete, como se ha mencionado antes, tienen influencia local, ocho tienen una influencia media y nueve operan a nivel nacional. Éstas son: Mercadona, Día, El Corte Inglés, IFA, Eroski, Unide, Consum, Spar y Coviran.

Finalmente, los grupos internacionales son solo siete. Auchan y Carrefour que operan a nivel nacional, Aldi, E Leclerc Lidl y Metro, que aunque está en proceso de expansión todavía no alcanza más que la mitad del territorio nacional, y por último Musgrave. Este último es un grupo irlandés que en España compro la compañía valenciana Dialsur y actualmente opera en dicha provincia.

Las hipótesis planteadas, van a ser analizadas tanto para la totalidad de la muestra como para la muestra segmentada considerando estas variables. Dado que las conclusiones en todas las hipótesis son similar cuando se segmenta por grupo financiero que cuando se hace por presencia en el territorio nacional, se ha decidido exponer los resultados en los epígrafes siguientes los resultados obtenidos cuando la muestra es segmentada por “grupo financiero”.

⁷⁵ Con fecha mayo 2017, Gigante ha sido absorbido por el Supermercado BM. Véase noticia <https://avilared.com/not/26230/bm-supermercados-compra-gigante-con-implantacion-en-arenas>

5.2.3 El efecto tamaño en el sector

Como se concluye del estudio anterior, se trata de un sector donde el tamaño es relevante dado que condiciona grandes decisiones de inversión, financiación y estrategia comercial. Con el fin de controlar dichas características, se han incluidos como variables de control de las primeras hipótesis tres: el importe neto de la cifra de negocios, el importe total del inmovilizado material y el *cash flow* operativo generado. Las tres han sido consideradas como logaritmo neperiano para evitar el efecto tamaño de los individuos de la muestra.

Tras varias estimaciones, se observa que pudiera existir colinealidad entre estas variables. La razón es que pudieran estar explicando lo mismo. Para verificar este punto, se procede a calcular los contrastes de componentes principales para verificar si sería interesante incluir los efectos de estas tres variables en una única.

Los coeficientes de Pearson que se obtienen son positivos y significativos al 99% entre las tres variables. El test de componentes principales indica que sí se agruparan en un único factor el efecto de los tres, se recogería el 72,56% de la información. El contraste de KMO es de 56,43%. Con estos datos se concluye que es conveniente recoger las tres variables en una sola. Dado que las tres magnitudes recogen en cierta manera, el efecto del tamaño de la distintas empresas de la muestra, se crea una variable nueva denominada "*Size*" que será empleada en lugar de las tres anteriores.

5.3 El ciclo comercial en el sector

En este epígrafe se expone la evolución de las ratios de giro junto a la rentabilidad y la validación de la primera hipótesis planteada. En la figura 5.8 se incluye la relación de los estadísticos descriptivo de las variables consideradas.

Figura 5.8. Estadísticos descriptivos de la muestra. Medidos en días y en porcentaje

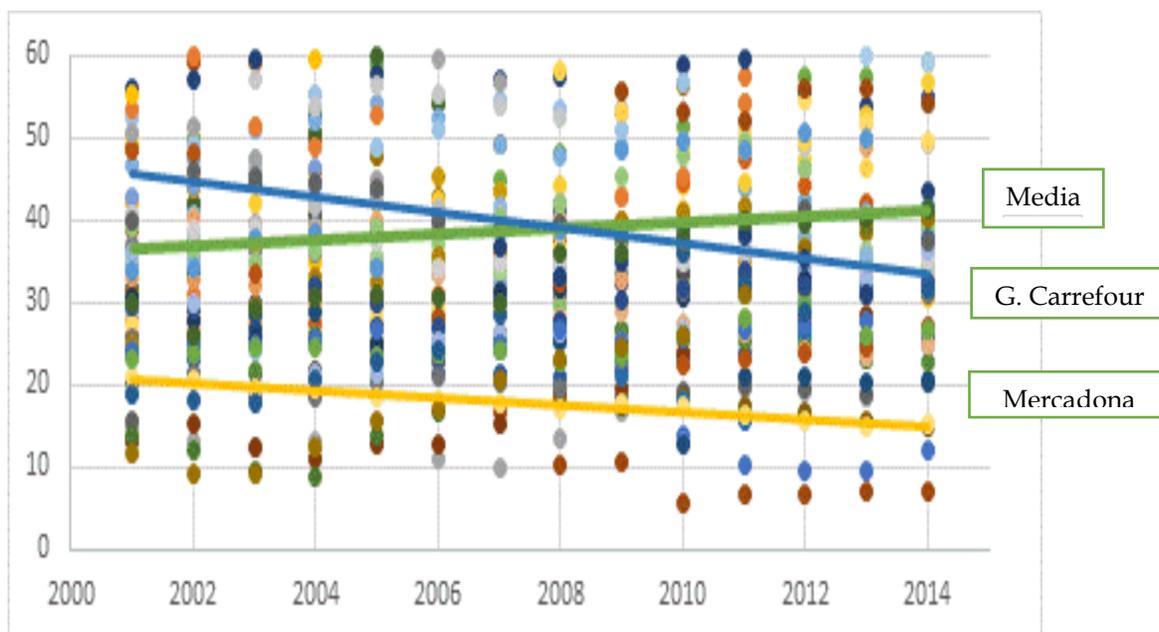
Variable	Obs	Medía	Desv.Típica	Min	Max
CCC (días)	858	-5,76	31,81	-86,57	123,18
PMV (días)	858	38,90	18,80	5,63	128,67
PMC (días)	858	26,19	34,72	0,13	266,69
PMP (días)	858	70,86	25,03	0,32	218,65
ROA (%)	858	0,03	0,08	-0,50	0,41

Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

Se observa que para el periodo analizado el periodo medio de venta es de 38,9 días, el de cobro 26,2 y el de pago 70,9 días. Esto supone tener un ciclo de maduración negativo. Se confirma que el sector tiene una rentabilidad media baja, 3,05%, un volumen elevado de ventas que es clave para crecer y mejorar la rentabilidad.

El periodo medio de venta ha sufrido un aumento en el periodo analizado llegando a ser de 41 días en 2014. Además se aprecia diferencias entre empresas que tiene una parte de sus establecimientos bajo el formato de hipermercados (véase entre otros, Carrefour) frente a los que solo tienen supermercado (véase entre otros Mercadona). Los primeros tienden a tener el PMV más elevado debido a las ventas de bazar. En la figura 5.9 se muestra en una gráfica de puntos el periodo medio de venta por año y distribuidor. Se ha incluido la línea de tendencia del sector (marcada en color verde), el Grupo Carrefour para el cual se observa un descenso desde los 49 días a los 33 días mientras que para Mercadona (color naranja) se observa una variación de 21 días a 15 días.

Figura 5.9. Evolución del periodo medio de venta para el periodo 2000 a 2014

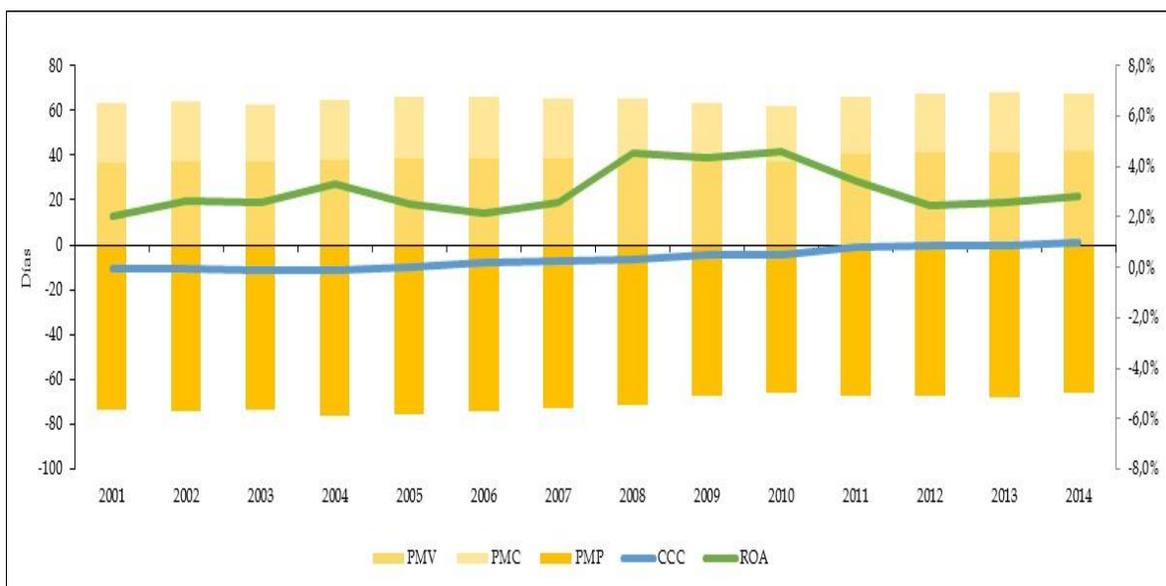


Leyenda: línea verde- media del sector, línea azul - G Carrefour y línea naranja - Mercadona.
Fuente: elaboración propia a partir de la muestra

Por su parte, el PMC y PMP han descendido en el periodo analizado. En primer lugar, el importe de clientes es reducido y solo se observan importes en empresas que pertenecen a un grupo y recogen, entre otros saldos, las cuentas intergrupo. Por su parte el PMP también ha descendido lo cual está en línea con diversas políticas efectuadas por normativa legal encaminada a reducir este periodo. La Ley 15/2010, de 5 de julio de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por lo que se establece las medidas de lucha en contra de la morosidad en las operaciones comerciales establece el límite de dicho periodo en 60 días. En el año 2014 la media del sector 66 días mientras que en el año 2000 se situaba en 73 días.

En la figura 5.10 se expone la evolución de las ratios de giro junto a la rentabilidad media, mediante la ROA del sector, a lo largo del periodo analizado.

Figura 5.10. Relación de las ratios de giro con la ROA. Periodo 2001 -2014



Nota: el eje principal mide los días de las cuatro variables de giro: PMV, PMC, PMP y CCC mientras que el eje secundario está representado en porcentaje y mide la rentabilidad media del sector durante el periodo analizado.
Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

En primer lugar, se observa como el ciclo de explotación en el periodo analizado se ha aumentado paulatinamente desde los (10,29) a 1,19 días en 2014. Esta evolución es consecuencia del movimiento de las otras tres ratios. El periodo medio de venta, se ha ido incrementado a lo largo de los años, en 2001 se situó en 38,38 días y en 2014 el sector presenta una media de 41,73 días. Por el contrario el periodo medio de cobro ha disminuido desde los 27,16 días a los 25,74 días. Finalmente, el periodo medio de pago también ha experimentado una tendencia negativa al reducirse de los 73,83 días a 66,28 días.

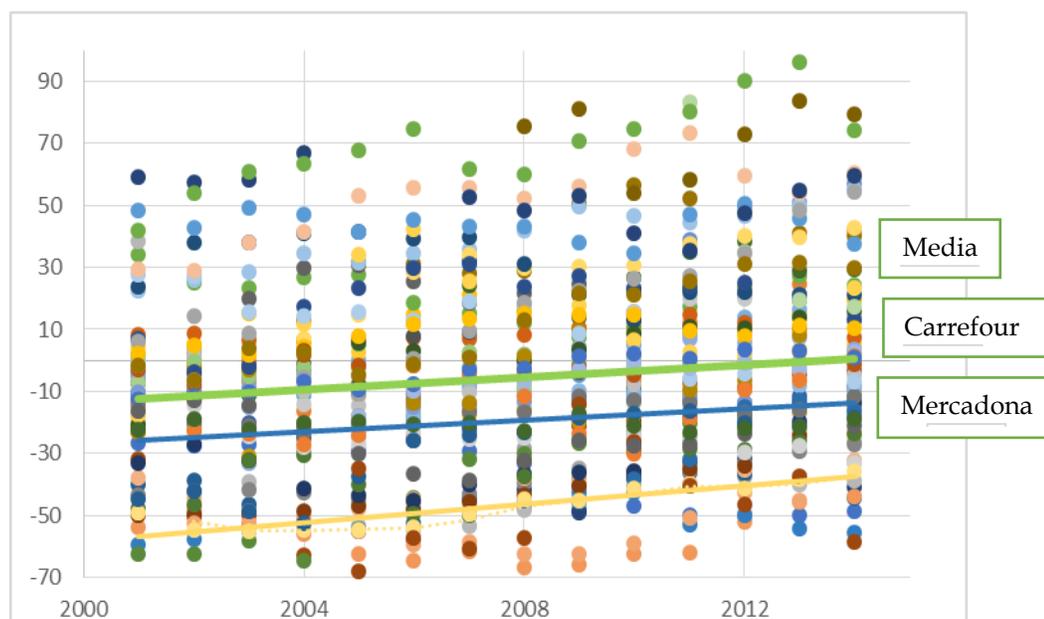
La rentabilidad, medida mediante la ratio ROA, ha sufrido más cambios. En 2001 presentaba el valor más bajo de toda la muestra, un 2% y fue incrementándose hasta 2004 que alcanzó el 3,3%. Experimentó después una reducción los tres años siguientes. El periodo 2008 a 2011 presenta los máximos alcanzados en el periodo, analizado, llegando a 4,6%. Los últimos tres años vuelve a la media del periodo que se sitúa en torno al 3%.

Tras la revisión bibliográfica efectuada en el capítulo tres de esta tesis, se expuso la primera hipótesis de este estudio que se enuncia del siguiente modo:

H1: En el sector de la distribución en España, el CCC es mayoritariamente negativo.

Con el fin de validar esta hipótesis y verificar el signo del CCC se realiza una observación de la muestra, un cálculo de sus percentiles y se representan en un histograma los resultados que se exponen en las siguientes figuras.

Figura 5.11. Evolución del ciclo de explotación para el periodo 2000 - 2014



Leyenda: línea verde- media del sector, línea azul - G Carrefour y línea naranja - Mercadona.
Fuente: elaboración propia a partir de la muestra

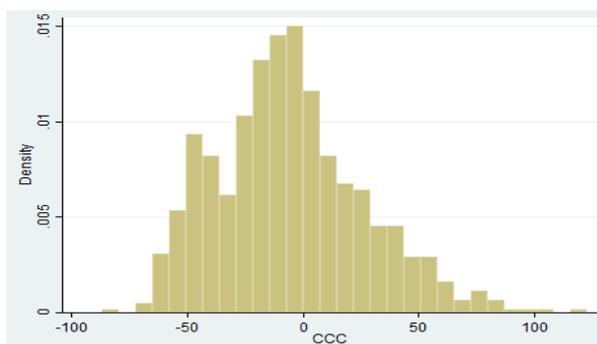
Figura 5.12. Detalle de los percentiles de la variable CCC

CCC				
Percentiles	Menor			
1%	-62,5619	-86,5751		
5%	-53,6321	-56,0709	Observaciones	858
10%	-47,0348	-66,8185	Media	-5,7613
25%	-27,0006	-65,9057	Desv. Típica	31,8151
50%	-7,9461			
	Mayor			
75%	13,1155	90,2346	Varianza	1012,2
90%	38,6188	96,2909	Skewness	0,5028
95%	53,1516	103,5892	Kurtosis	3,2000
99%	79,2223	123,1887		

Fuente: elaboración propia a raíz de los resultados obtenidos.

En la figura 5.11 se intuye como el número de empresas que poseen un CCC negativo es superior a las observaciones con un ciclo positivo. De las 858 observaciones analizadas, el signo negativo se da en 527 veces, es decir, se cumple en 61,42% de los casos. Concretamente, el 75% de los casos es inferior a 13 días. El número de casos en los que el ciclo de explotación presenta un importe elevado es reducido. En la figura 5.13 se corrobora dichas conclusiones con la presentación del histograma de la variable CCC.

Figura 5.13. Histograma de la variable CCC



Fuente: elaboración propia a raíz de los resultados obtenidos.

Considerando los resultados obtenidos con el estudio de los estadísticos descriptivos y análisis de percentiles, se afirma que esta hipótesis se cumple. Se llega a la conclusión de que el sector de la alimentación en España para el periodo 2000 a 2014 posee un ciclo de explotación negativo o muy bajo.

Como se ha mencionado en el epígrafe anterior, las primeras hipótesis se analizarán no solo con la totalidad de la muestra sino también con la muestra segmentada considerando la variable grupo financiero con el fin de determinar la robustez de los resultados.

Se ha analizado la composición de la variable ciclo de explotación considerando el grupo financiero al que pertenece, dado que, como concluyeron entre otros Thapa (2013), el poder de negociación de las grandes empresas es mayor, lo cual incide de manera directa en los periodos de cobro y pago. Por otra parte, esta variable condiciona también el periodo medio de venta, puesto que los grupos de mayor tamaño tienen un mayor volumen de ventas. En la figura 5.14 se incluyen los resultados obtenidos de dicho análisis.

Figura 5.14. Distribución del CCC según el grupo financiero

	Totalidad			Gr. 1. Local			Gr. 2. Nacional			Gr. 3. Internacional		
	Obs	% s/total	% acum	Obs	% s/total	% acum	Obs	% s/total	% acum	Obs	% s/total	% acum
CCC < 0	527	61%	61%	223	52%	52%	221	67%	67%	83	88%	88%
0 < CCC < 10 días	111	13%	74%	70	16%	68%	36	11%	78%	5	5%	94%
11 < CCC < 30 días	110	13%	87%	76	18%	85%	28	8%	86%	6	6%	100%
CCC > 30	110	13%	100%	64	15%	100%	46	14%	100%	0	0%	100%
	858	100%		433	100%		331	100%		94	100%	

Fuente: elaboración propia a partir de la muestra.

Se observa que el porcentaje de casos en los que el CCC es negativo es siempre superior al 50%, siendo más elevado cuanto mayor es el grupo financiero. Para las empresas locales se cumple en un 52% de los casos, mientras que para los grupos internacionales se cumple en un 88%. Si se considera como barrera los 10 días, los

porcentajes aumentan hasta alcanzar el 68%, 78% y 94% respectivamente. Por lo tanto el número de casos en que el ciclo es elevado (considerado este como superior a 30 días) es muy reducido respecto al total.

Estos resultados confirman la robustez del resultado dado que la hipótesis se cumple tanto para la muestra global como para la muestra segmentando por la variable grupo financiero. También se puede confirmar que la pertenencia a un grupo financiero de mayor tamaño y relevancia tiene impacto en el CCC dado que en media éste se reduce; lo que es coherente con la idea de tener un mayor poder de negociación con los proveedores. Estos resultados están en línea con los resultados obtenidos por Gambola y Ketz (1983) y Pinches et al. (1993).

5.4 La gestión del capital circulante y la rentabilidad

En este epígrafe se analiza la relación existente entre las distintas variables que miden la gestión del capital circulante y la rentabilidad. En el capítulo tres se expusieron una serie de hipótesis que a continuación se comprueban sobre la muestra.

H2: En España, las empresas del sector de la distribución alimentaria que tienen un CCC más bajo presentan una mayor rentabilidad.

Con esta hipótesis se plantea la relación inversa entre el ciclo de explotación y la rentabilidad de la empresa, medida por medio de la ROA. Para validar esta hipótesis se calcula la correlación de Pearson entre ambas variables. Se obtiene una relación débil pero significativa al 5% (*p-value* 0,0212). Por lo tanto la H2 planteada se acepta.

El ciclo de explotación lo componen tres ratios. En la figura 5.15 se muestra la correlación de cada una de ellas con la rentabilidad, así como entre ellas.

Figura 5.15 Correlación de Pearson entre ROA - PMV, PMC y PMP

	ROA	PMV	PMC	PMP
ROA	1			
PMV	-0,121 0,000 ***	1		
PMC	-0,071 0,038 **	-0,125 0,000 ***	1	
PMP	-0,089 0,009 ***	0,130 0,000 ***	0,511 0,000 ***	1

Nota: *, **, *** indica significación 10%, 5% y 1% respectivamente.

Fuente: elaboración propia a partir de los resultado.

Se observa una relación inversa y significativa entre las tres ratios de giro y la ROA. Todas ellas con un nivel de significación alto, 99%, 96% y 99% respectivamente. La correlación entre las tres variables de giro también es elevada por lo que se plantea si el hecho de emplear una ratio como el ciclo de explotación como medida resumen de las tres anteriores es o no adecuado. Dicha posibilidad se analiza con el análisis de componentes principales y el contraste de Kaiser-Meyer-Olkin [KMO].

Los datos indican que el primer factor recogería el 50,36% de la información y con dos factores se recogería el 85,61%. El contraste de KMO es de 42,98%. Ambos contrastes concluyen de manera semejante, estadísticamente no compensa englobar en una única variable sino tratarlas como variables distintas. Por esta razón se plantea la descomposición en tres sub-hipótesis:

H2.1: Existe una relación negativa entre el PMV y la rentabilidad.

H2.2: Existe una relación negativa entre el PMC y la rentabilidad.

H2.3: Existe una relación positiva entre el PMP y la rentabilidad.

Para las tres hipótesis previas y tras los resultados obtenidos con el coeficiente de Pearson, se plantean las siguientes regresiones:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMV_{it} + \beta_2 PMC_{it} + \beta_3 PMP_{it} + \beta_4 LnEdad_{it} + \beta_5 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMV_{it} + \beta_2 LnEdad_{it} + \beta_3 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMC_{it} + \beta_2 LnEdad_{it} + \beta_3 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMP_{it} + \beta_2 LnEdad_{it} + \beta_3 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Donde:

ROA significa *return on asset*,

PMV significa periodo medio de venta,

PMC significa periodo medio de cobro,

PMP significa periodo medio de pago,

LnEdad significa el logaritmo neperiano de la edad, entendida ésta como el tiempo transcurrido desde su constitución en España,

Size recoge el efecto tamaño medido como compendio del *cash flow* generado, el importe neto de la cifra de negocio y el inmovilizado material,

β son los parámetros a estimar,

ε es la perturbación aleatoria que incluye todos aquellos efectos no recogidos explícitamente en el modelo,

t es el tiempo, toma valores desde 2000 al 2014, y

i son cada uno de los distribuidores alimentarios, tomando valores de 1 a 65.

Los datos de la muestra corresponden a un panel de 65 grupos financieros. Por lo tanto, se debe determinar si se emplea efectos fijos o efectos aleatorios en el modelo de panel. Para ello se obtienen los resultados de ambas regresiones y se realiza el Test de Bresch - Pagan y Hausman⁷⁶. Ambos contrastes indican que se debe emplear un modelo de panel de efectos fijos, por ello se han usado errores estándar robustos

⁷⁶ El Test de Hausman compara las estimaciones de los dos modelos básicos dentro del análisis de datos de panel: efectos fijos y efectos aleatorios. Dicho test analiza si las estimaciones consistentes y eficientes son significativamente distintas (Wong, 1996).

para realizar la inferencia válida. Los resultados obtenidos para dichos modelos son los que se presentan en la figura 5.16:

Figura 5.16. Resultado del modelo de regresión con efectos fijos. PMV, PMC y PMP

	Variable Y = ROA							
	Totalidad		PMV		PMC		PMP	
	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value
PMV	-0,0016	0,000 ***	-0,0014	0,003 ***				
PMC	-0,0001	0,807			0,0000	0,952		
PMP	0,0003	0,440					-0,0003	0,418
LnEdad	-0,0155	0,286	-0,0184	0,191	-0,0262	0,114	-0,0287	0,086 *
Size	0,0536	0,000 ***	0,0528	0,000 ***	0,0566	0,000 ***	0,0550	0,000 ***
R cuadrado	0,0268		0,027		0,0195		0,0202	
F valor	9.70	0,000	14.02	0,000	10.24	0,000	10.92	0,000
# Observ	858		858				858	
# Empresa	65		65				65	
	Efectos fijos		Efectos fijos		Efectos fijos		Efectos fijos	

Nota: *,**,*** indica significación 10%, 5% y 1% respectivamente. La inferencia está basada en un error estándar robusto a la heterocedasticidad.

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

Se observa como las variables PMV y *size* son las más significativas en los cuatro modelos. La primera de ellas con una relación inversa, es decir, cuanto más se reduce el PMV aumenta la ROA. Concretamente, un descenso de un día en el periodo medio de venta supone un aumento de 0,16% de la rentabilidad. Esta conclusión está en línea con la mayoría de los estudios analizados. Como se expuso en el capítulo tres, solo unos pocos estudios verificaba la relación directa entre la rentabilidad y el PMV. Considerando el sector de alimentación los resultados obtenidos están en línea con Ademola (2014), Usama (2012) y Ahmadi y Garajafarand (2012) además de coincidir con ambos estudios realizados en España por Baños-Caballero et al. (2010) y García-Teruel y Martínez-Solano (2007).

Mientras el tamaño de la empresa medido como variable resumen, *Size*, incluye el efecto de las variables del *LnCash flow*, *LnINCN* y *LnInmMaterial*. Esta variable tiene una relación directa con la rentabilidad. Lo que implica que un aumento de tamaño aumenta la rentabilidad. Esta conclusión, respalda la idea de tratarse de un sector

con márgenes reducidos en los que el tamaño es una forma esencial de crecimiento, donde la economía de escala está muy presente. Esta conclusión está en línea con los estudios realizados por José et al. (1996), Shin y Soenen (1998) Yasir y Yousaf (2002) y Karadalgli (2012).

Por el contrario, en el estudio realizado, ni el PMC, ni el PMP, ni la LnEdad de la empresa son significativos.

Que el periodo medio de cobro no sea relevante confirma el hecho de que estas empresas suelen tener en el epígrafe de clientes unos valores residuales o, en su caso, importes con empresas del grupo, con la cual mantienen saldos vivos que no están vinculadas directamente con la actividad de la sociedad. Estas conclusiones respaldan las obtenidas por Thapa (2013), Lyroudi y Lazaridis (2000), Iseri y Chambers (2003) y Topa et al. (2013), estos cuatro trabajos analizaron muestras de empresas del sector de alimentación. Las conclusiones de Uyar (2009) sobre empresas minoristas también son coincidentes. Mientras que el estudio de Ali (2011), que analizó 160 empresas minoristas en Pakistán, mostraba una relación positiva entre ambas variables y Usama (2012) concluía una relación negativa al respecto.

Por otro lado, un aumento en el periodo medio de pago no implica una mayor rentabilidad. En el capítulo tres se exponía que, hasta donde se ha podido analizar, esta variable ha sido la menos modelizable a lo largo de los estudios. Los resultados obtenidos en este trabajo no son concluyentes, al igual que los tres estudios previamente citados relativos al sector alimentario. También son coincidentes con los dos estudios realizados a nivel España así como otros realizados en lugares dispares como Estados Unidos (José et al. 1996), Pakistán (Manzoor 2013), Sri Lanka (Nimalathasan 2010), Mauritana (Padachi 2006) o Turquía (Samiloglu y Akgün 2016) entre otros.

Se puede afirmar que los resultados son robustos, dado que las conclusiones obtenidas son iguales tanto cuando se considera la regresión de manera conjunta para las tres variables de giro, como cuando se realiza de manera individualizada para cada una de ellas.

Al igual que se ha hecho previamente con la hipótesis uno, se ha segmentado la muestra en función del grupo financiero y restimado la primera regresión. Con ello se pretende detectar diferencias entre los subgrupo o, por el contrario, verificar la robustez de los resultados. En la figura 5.17 se muestran los resultados obtenidos considerando dicha segmetación.

Figura 5.17 Resultados obtenidos segmentado la muestra por grupo financiero de la regresión de la ROA

	Variable Y = ROA									
	Totalidad		G.Local		G.Nacional		G.Internacional			
	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value		
PMV	-0,0016	0,0000 ***	-0,0013	0,0120 **	-0,0016	0,0230 **	-0,0002	0,7880		
PMC	-0,0001	0,8070	0,0002	0,3610	-0,0012	0,0290 **	0,0006	0,5450		
PMP	0,0003	0,4400	-0,0005	0,2370	0,0012	0,0000 ***	0,0010	0,0260 **		
LnEdad	-0,0155	0,2860	-0,0137	0,4240	-0,0386	0,1800	0,0187	0,2270		
Size	0,0536	0,0000 ***	0,0508	0,0000 ***	0,0509	0,0150 **	0,0220	0,0690 *		
R cuadrado	0,0268		0,0892		0,0113		0,4743			
F valor	9.70	0,0000	19.79	0,0000	5.40	0,0018	25.24	0,0006		
# Observ	858		433		331		94			
# Empresa	65		33		25		7			
	Efectos fijos		Efectos fijos		Efectos fijos		Efectos fijos			

Nota: *, **, *** indica significación 10%, 5% y 1% respectivamente. La inferencia está basada en un error estándar robusto a la heterocedasticidad.

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

Como se indica en la figura 5.17 el subgrupo más numeroso es el “local” con treinta y tres empresas, seguido del “nacional” con veinticinco empresas y el “internacional” con siete empresas.

Se concluye que para las empresas de carácter local, las variables más relevantes son el periodo medio de venta y el tamaño, ambas son significativas al 5% (*p-value* 0,0210 y 0,0000 respectivamente). Esto se traduce en que las empresas más pequeñas de la muestra logran aumentar su rentabilidad con una buena gestión de la rotación de sus existencias y/o aumentando su volumen de negocio, mientras que la correlación con las variables PMC, PMV y edad no son significativas. Para este sub-grupo de la muestra solo se puede validar la H 2.1, dado que los valores obtenidos para el PMC y PMV no son significativos.

En cambio en las empresas de carácter nacional todas las variables son significativas al 5% (*p-value* <0,05), excepto la edad. Estas empresas están ya consolidadas en el mercado por lo que cualquier mejora en sus ratios de circulante o incremento en ventas supone un aumento de rentabilidad. Se observa una relación inversa con el periodo medio de venta y de cobro y directa con el periodo medio de pago y el tamaño. La variable que mayor impacto tiene es el tamaño, dado el valor de su coeficiente es de 0,0509. Se puede concluir que estas empresas disfrutaban de un mayor poder de negociación con sus proveedores, por lo que un aumento en el periodo de pago les permite obtener rentabilidad adicional al poder invertir dicho excedente. Esto último, es coincidente con lo expuesto por Napompech (2012) y Stewart (1995). Además, una reducción del periodo de venta (Singhal 2005) o de cobro (Gallinger 1997 y Bauer 2007) hace que la empresa sea más eficiente y por lo tanto aumente su rentabilidad.

Para este subgrupo de la muestra se cumplen las tres hipótesis planteadas con relación a la gestión del circulante. Se cumple H 2.1, H 2.2 y H 2.3.

Por último, se encuentra el grupo internacional. Las conclusiones no son representativas al ser una muestra muy reducida, de siete empresas. La variable más significativa es el PMP y tiene una relación positiva con la rentabilidad, por lo que

se cumpliría la H2.3 condicionado al tamaño de la muestra. La variable tamaño es significativa al 10% (*p-value* 0,0690) y su relación es directa con la ROA, lo que significa que para este tipo de empresas un aumento en el tamaño supone un aumento de rentabilidad. Respalda la idea de que se trata de un sector con márgenes reducidos donde un aumento de ventas mejora la rentabilidad debido a las economías de escala.

En la figura 5.18 se resumen las conclusiones para las hipótesis tres, cuatro y cinco, considerando, en primer lugar, la totalidad de la muestra y, posteriormente, los subgrupos en función de la variable escala, grupo financiero.

Figura 5.18. Conclusión sobre el cumplimiento o no de las hipótesis H 2.1, H 2.2 y H 2.3 con la muestra segmentada considerando la variable de control “grupo financiero”

	Totalidad	G. Local	G. Nacional	G. Internacional
PMV - H 2.1	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No significativa
PMC - H 2.2	No significativa	No significativa	Se cumple	No significativa
PMP - H 2.3	No significativa	No significativa	Se cumple	Se cumple
LnEdad	No significativa	No significativa	No significativa	No significativa
Size	Significativa	Significativa	Significativa	Significativa

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos

Se concluye, por tanto, que la gestión del capital circulante influye significativamente en la rentabilidad de las empresas de la muestra. En línea con autores previos como son, entre otros, Baños-Caballero et al. (2010), Karaduman et al. (2011), Charitou et al. (2016) o Thapa (2013) se plantea si pudiera existir un punto óptimo en las ratios de giro en el cual la relación se invierta transformándose la relación en un “u - invertida”. Por ello, se plantea la tercera hipótesis que se enuncia a continuación:

H3: Existe un punto óptimo en las ratios de giro

Manteniendo la metodología empleada previamente para validar el impacto de las distintas ratios de giro en la rentabilidad, para validar la H3, se plantea la inclusión en las regresiones de los términos cuadráticos del PMV, PMP y PMP para determinar si son o no significativos lo que supondría la existencia de dichos puntos de inflexión.

Para determinar dicho punto, se plantean las siguientes ecuaciones:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMV_{it} + \beta_2 PMV_{it}^2 + \beta_3 PMC_{it} + \beta_4 PMP_{it} + \beta_5 LnEdad_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMV_{it} + \beta_2 PMC_{it} + \beta_3 PMC_{it}^2 + \beta_4 PMP_{it} + \beta_5 LnEdad_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMV_{it} + \beta_2 PMC_{it} + \beta_3 PMP_{it} + \beta_4 PMP_{it}^2 + \beta_5 LnEdad_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 PMV_{it} + \beta_2 PMV_{it}^2 + \beta_3 PMC_{it} + \beta_4 PMC_{it}^2 + \beta_5 PMP_{it} + \beta_6 PMP_{it}^2 + \beta_7 LnEdad_{it} + \beta_8 Size_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Donde:

ROA significa *return on asset*,

PMV significa periodo medio de venta,

PMC significa periodo medio de cobro,

PMP significa periodo medio de pago,

LnEdad significa el logaritmo neperiano de la edad, entendida esta como el tiempo transcurrido desde su constitución en España.

LnSize recoge el efecto tamaño medido como compendio del *cash flow* generado, el importe neto de la cifra de negocio y el inmovilizado material,

β son los parámetros a estimar,

ε es la perturbación aleatoria que incluye todos aquellos efectos no recogidos explícitamente en el modelo,

t es el tiempo, toma valores desde 2000 al 2014, y

i son cada uno de los distribuidores alimentarios, tomando valores de 1 a 65.

Los resultados obtenidos para el término cuadrático no son significativos en ninguna de las cuatro regresiones planteadas. Por lo que no se han encontrado

evidencias de la existencia del punto óptimo tal y como se planteaba en la hipótesis tres. Esto supone que la relación es decreciente en todo el recorrido. Por lo tanto, se debe rechazar dicha hipótesis. La conclusión está en línea con los autores Konuk y Zaren (2014) que intentaron determinar el punto óptimo en empresas de alimentación de Turquía para el periodo 2008 a 2013 y con Wang (2002); ambos estudios concluyeron que dicho punto no existía al obtener valores poco significativos.

5.5 La generación del cash flow operativo y su destino

En este último epígrafe del capítulo, se analiza el *cash flow* operativo. Dada las características y conclusiones alcanzadas previamente, se puede afirmar que el sector de la distribución alimentaria en España genera un importante volumen de efectivo. En la figura 5.19 se exponen las cifras agregadas de dicha variable para todas las empresas incluidas en la muestra.

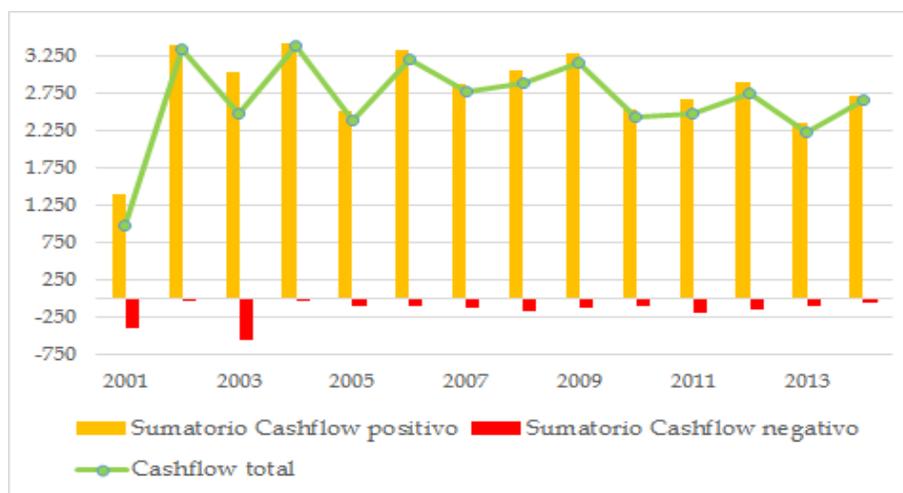
Figura 5.19. Importes agregados de la variable *cash flow* operativo para el periodo 2000 a 2014. Importes en millones de euros

	<i>Cashflow</i> total		Sumatorio <i>Cashflow</i> positivo			Sumatorio <i>Cashflow</i> negativo		
	# Emp	Importe	# Emp	% s/Total	Importe	# Emp	% s/Total	Importe
2001	58	977	44	76%	1.382	14	24%	(405)
2002	58	3.343	47	81%	3.382	11	19%	(39)
2003	60	2.474	46	77%	3.021	14	23%	(547)
2004	60	3.371	51	85%	3.405	9	15%	(34)
2005	61	2.379	47	77%	2.495	14	23%	(116)
2006	62	3.204	50	81%	3.311	12	19%	(107)
2007	61	2.756	50	82%	2.872	11	18%	(116)
2008	64	2.881	50	78%	3.060	14	22%	(179)
2009	65	3.152	59	91%	3.283	6	9%	(131)
2010	65	2.419	52	80%	2.530	13	20%	(111)
2011	65	2.482	53	82%	2.673	12	18%	(192)
2012	65	2.755	54	83%	2.900	11	17%	(146)
2013	65	2.228	58	89%	2.337	7	11%	(109)
2014	65	2.646	60	92%	2.715	5	8%	(69)
Variación periodo		171%			96%			-83%

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos

En el capítulo tres, se definió la variable *cash flow* operativo como el sumatorio del beneficio de explotación más la amortización más la variación de capital circulante, considerando que el capital circulante es la suma de clientes más existencias menos proveedores. A diferencia de lo observado en el importe neto de la cifras de negocios, los incrementos en esta variable no son constantes año a año debido al cálculo expuesto. Los importes recogidos en balance son cuentas estáticas, es decir, recoge el saldo en un día determinado, el del cierre. Este hecho es denominado en auditoría como un riesgo de corte⁷⁷. Las empresas debe cerrar en un día determinado y por razones diversas el importe recogido en las cuentas de balance puede tener una variación significativa de un día a otro simplemente como consecuencia de una gestión corriente de pagos y cobros. A pesar de ello se observa como las cifras son elevadas y positivas. En la figura 5.19 se ha separado los flujos positivos generados de los negativos. El sumatorio de empresas que tiene flujos negativos es pequeño tanto en importe como en número de empresas. En todos los años al menos el 75% de las empresas arrojan cifras positivas. En la figura 5.20 se representa esta relación.

Figura 5.20. Representación de las *cash flow* operativo para el periodo 2000 - 2014. Datos de millones de euros



Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

⁷⁷ En auditoría, se conoce como riesgo de corte, aquel para el cual se verifica que las transacciones han sido registradas en el periodo correcto y no en el siguiente.

En el capítulo tres, se expusieron los posibles destinos a los que las empresas pueden destinar la caja generada. Los más relevantes son: el pago de dividendo, la inversión en activos materiales y el repago de deuda. La última hipótesis propuesta propone analizar si existe vinculación entre el flujo de caja generado y los destinos expuestos.

5.5.1 El pago de dividendos

El primer destino que se analiza es el pago de dividendos. En la figura 5.21 se expone los importes agregados satisfechos en concepto de dividendos por las empresas del sector.

Figura 5.21. Importes pagados en concepto de dividendos. Datos de millones de euros. Periodo 2000 - 2014

	Total muestra		Primero		Segundo		Tercero		Cuatro		Quinto		Subtotal 5 primeras	
	# Emp	Importe	Empresa	Importe	Empresa	Importe	Empresa	Importe	Empresa	Importe	Empresa	Importe	Importe	% s/Total
2001	23	78	G Metro	32	G Auchan	22	Dinosol -Aja	11	Mercadona	5	G Uvesco	2	72	92%
2002	26	219	G Carrefour	152	G Auchan	39	Mercadona	7	G Uvesco	6	PedroDuque	4	208	95%
2003	21	252	G Carrefour	152	G Auchan	38	G Metro	21	G Spar	16	Mercadona	9	236	94%
2004	20	488	G Carrefour	297	G Auchan	162	Mercadona	13	G E Lecrec	5	G Alimerka	3	479	98%
2005	27	357	G Carrefour	191	G Dia	44	G Auchan	36	G Lidl	35	Mercadona	15	321	90%
2006	25	663	G Carrefour	308	G Dia	181	G Auchan	80	G Lidl	35	Mercadona	18	622	94%
2007	25	2.296	G Carrefour	2.088	G Auchan	107	G Lidl	30	Mercadona	21	G Uvesco	16	2.262	99%
2008	32	774	G Carrefour	379	G Spar	103	G Auchan	95	G ECI	79	Mercadona	30	685	88%
2009	33	657	G Carrefour	200	G ECI	148	G Dia	115	G Auchan	105	Mercadona	26	595	91%
2010	35	1.240	G Dia	526	G Auchan	332	G ECI	263	Mercadona	28	G Spar	25	1.174	95%
2011	32	990	G Dia	405	G ECI	207	G Carrefour	133	G Auchan	117	Mercadona	57	918	93%
2012	34	623	G Auchan	180	Mercadona	162	G Dia	89	G ECI	88	G Gadisa	33	552	89%
2013	36	1.301	G ECI	657	G Carrefour	268	G Dia	149	Mercadona	96	G Auchan	71	1.242	95%
2014	42	1.082	G ECI	504	G Carrefour	162	G Dia	141	Mercadona	97	G Auchan	61	965	89%

Fuente: elaboración propia en base a la muestra.

Se observa que el número de empresas que han pagado dividendos a sus accionistas ha ido en aumento durante el periodo analizado. Si en 2001 apenas veintitrés empresas optaron por este tipo de retribución a los dueños, en 2014 casi el doble de ellas ha decidido esta opción. El importe agregado, a excepción de alguna variación puntual, también ha sido creciente y constante en el tiempo.

Una vez más la variable “tamaño” afecta de manera relevante. No solo en porcentaje sino también en valor absoluto, se observa como los importes más elevados corresponde a las empresas líderes del sector: Carrefour, Día, Auchan, El Corte Inglés o Mercadona. El grado de concentración es importante dado que entre las cinco empresas que mayores dividendos reparte abarca más del 90% de total satisfecho.

La razón adicional al hecho de que esta variable debe ser tomada en formato logaritmo neperiano para poder comparar las empresas incluidas en la muestra.

A continuación, se expone la hipótesis a validar:

H 4.1: Existe una relación directa entre el *cash flow* generado y el importe de dividendos satisfecho en el periodo siguiente.

Para ello, se plantea la siguiente ecuación que se aplica a los datos de panel, teniendo en cuenta que la variable *cash flow* debe estar desfasada en un periodo;

$$\text{LnPagoDiv}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{LnCash flowOp}_{it-1} + \beta_2 \text{LnINCN}_{it} + \beta_3 \text{LnEdad}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Donde:

LnPagodividendo es el logaritmo neperiano del importe pago en concepto de dividendo a los accionistas,

LnCash flowOp significa el logaritmo neperiano del flujo de caja operativo generado,

LnINCN significa el logaritmo neperiano del importe neto de la cifra de negocio,

LnEdad significa el logaritmo neperiano de la edad, entendida esta como el tiempo transcurrido desde su constitución en España,

α es la constante para cada uno de los distribuidores,

β son los parámetros a estimar,

ε es la perturbación aleatoria que incluye todos aquellos efectos no recogidos explícitamente en el modelo,

t es el tiempo, toma valores desde 2000 al 2014, y

i son cada uno de los distribuidores alimentarios, tomando valores de 1 a 65.

En la figura 5.22 se incluyen los resultados de la regresión planteada con el fin de validar la hipótesis siete. Se muestran los datos obtenidos para la totalidad de la muestra, así como cuando la muestra se subdivide en función de la variable de escala “grupo financiero”.

Figura 5.22. Resultado sobre la H 4.1 para la totalidad de la muestra y para la muestra segmentada considerando la variable “grupo financiero”

	Variable Y = ROA									
	Totalidad		G.Local		G.Nacional		G.Internacional			
	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value		
LnCashFlow	0,0528	0,0010 ***	0,0218	0,2730	0,0772	0,0160 **	0,0881	0,0090 ***		
LnINCEN	0,6975	0,0000 ***	0,6402	0,0210 **	0,5257	0,0450 **	2,2167	0,0200 **		
LnEdad	1,3412	0,0010 ***	0,9042	0,0870 *	2,4574	0,0010 ***	-0,2447	0,8200		
R cuadrado	0,2856		0,1745		0,2033		0,4208			
Wald Chi	48.39	0,0000	16.21	0,0000	19.60	0,0000	47.31	0,0000		
# Observ	802		402		313		87			
# Empresa	65		33		25		7			
	Efectos aleatorios		Efectos aleatorios		Efectos aleatorios		Efectos aleatorios			

Nota: *,**,*** indica significación 10%, 5% y 1% respectivamente. La inferencia está basada en un error estándar robusto a la heterocedasticidad.

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

Se observa como las tres variables: *cash flow* operativo, importe neto de la cifra de negocios y edad son significativas en la regresión planteada. Si se considera la totalidad de la muestra, el nivel de significatividad de las tres variables es superior a 99%. Las tres variables tienen una relación directa con el pago de dividendos y sus valores son elevados 0,0528, 0,6975 y 1,3412 respectivamente. Es decir, cuanto mayor

es la caja generada, mayor son las ventas y mayor edad de la empresa, mayores será los dividendos pagados a los accionistas al año siguiente.

En el caso de empresas de carácter local, aquellas que no poseen un grupo financiero como respaldo, la variable *cash flow* operativo no es significativa. Lo cual indica que con independencia de esta variable, las empresas incluidas en esta categoría pagan dividendos a sus accionistas. Lo cual es razonable dado que en este grupo hay un gran grupo de empresas medianas que retribuyen a sus dueños vía dividendos. Mientras en el grupo nacional y el grupo internacional, el *cash flow* presenta una relación es positiva y significativa superior al 98% con el dividendo pagado. El valor que toma es relevante dado que asciende a 0,0772 y 0,0881 respectivamente. Esto indica que un aumento de la caja generada se traduce en un pago mayor en dividendos al año siguiente.

El importe neto de la cifra de negocios correlaciona de manera directa y con un nivel de significación superior al 5% en todos los casos; tanto cuando se considera la totalidad de la muestra como cuando se subdivide considerando la variable de grupo financiero. Se aprecia el sentido creciente de la relación con el aumento en el coeficiente del 0,64 del grupo local al 2,21 del grupo internacional. Por último, la edad también es significativa, considerando toda la muestra pero no lo es para el grupo local ni para las empresas internacionales.

Las conclusiones obtenidas para validar la hipótesis 4.1 son robustas, dado que son similares tanto para la muestra sin subdividir como con la muestra subdividida, lo cual no solo indica robustez sino también uniformidad en el comportamiento entre los individuos de la muestra. Se puede concluir que cuanto mayor caja se genera, mayores son los importes que se distribuyen en concepto de dividendos. Se cumple por tanto, la H 4.1.

5.5.2 La inversión en inmovilizado material

El segundo destino que se analiza es la inversión en inmovilizado material. Como se ha mencionado en el capítulo dos, se trata de un sector cuyas práctica totalidad de las ventas e efectúan de manera presencial, dado que las ventas *online* apenas supone un 1% del total. El sector ha experimentado, a lo largo del periodo analizado, un aumento considerable de los metros cuadrados de superficie de ventas. En la figura 5.23 se expone los metros cuadrados totales de la muestra para el periodo 2008 a 2014. Los datos han sido incluidos en la base de datos y como fuente primaria se han consultado los diversos anuarios de Alimarket.

Figura 5.23. Evolución de la superficie en metros cuadrados de los establecimientos del sector. Datos agregados

	# Establecimientos		M ² Cuadrados	
	Totales	Variación	Totales	Variación
2008	20.467		12.644.189	
2009	20.953	2%	12.892.515	2%
2010	21.456	2%	13.119.819	2%
2011	21.869	2%	13.269.509	1%
2012	22.453	3%	13.656.055	3%
2013	22.887	2%	13.897.356	2%
2014	23.345	2%	14.891.528	7%

Fuente: elaboración propia en base a los datos obtenidos a través de Alimarket (varios años).

Se observa que existe un incremento en el número de establecimientos presente año a año en el sector, en torno al 2% anual. Del mismo signo aunque de importe distinto, es el incremento en metros cuadrados de tienda. Se plantea si dicho incremento se financia con la caja generada o no. Por ello, se plantea la siguiente hipótesis:

H 4.2: Existe una relación directa entre el *cash flow* generado y la variación del inmovilizado material del periodo siguiente.

Es decir, se plantea una relación directa entre las variables dado que se considera que el aumento de caja generada pudiera ir destinado a la apertura de nuevos establecimientos. Para ello se define la siguiente ecuación:

$$\text{LnVarInmMat}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{LnCash flowOp}_{it-1} + \beta_2 \text{LnINCN}_{it} + \beta_3 \text{LnEdad}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Donde:

LnVarInmMat es el logaritmo neperiano de la variación del inmovilizado material,
LnCash flowOp significa el logaritmo neperiano del flujo de caja operativo generado,

LnINCN significa el logaritmo neperiano del importe neto de la cifra de negocio,
LnEdad significa el logaritmo neperiano de la edad, entendida esta como el tiempo transcurrido desde su constitución en España,

α es la constante para cada uno de los distribuidores,

β son los parámetros a estimar,

ε es la perturbación aleatoria que incluye todos aquellos efectos no recogidos explícitamente en el modelo,

t es el tiempo, toma valores desde 2000 al 2014, y

i son cada uno de los distribuidores alimentarios, tomando valores de 1 a 65.

Los resultados obtenidos se muestran en la figura 5.24:

Figura 5.24. Resultado sobre la H 4.2 para la totalidad de la muestra y para a muestra segmentada considerando la variable “grupo financiero”

	Variable Y = ROA							
	Totalidad		G.Local		G.Nacional		G.Internacional	
	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value
LnCashFlow	0,0032	0,9590	0,0047	0,9350	-0,0688	0,4790	0,1312	0,6660
LnINCN	2,3491	0,0090 ***	2,9512	0,0000 ***	1,7193	0,1820	13,2084	0,0110 **
LnEdad	-7,8635	0,0000 ***	-7,2131	0,0050 ***	-8,4429	0,0290 **	-15,2618	0,0050 ***
R cuadrado	0,0227		0,0452		0,0004		0,0182	
F valor	7.20	0,0003	7.79	0,0005	3.25	0,0395	7.38	0,0194
# Observ	802		402		313		87	
# Empresa	65		33		25		7	
	Efectos fijos		Efectos fijos		Efectos fijos		Efectos fijos	

Nota: *, **, *** indica significación 10%, 5% y 1% respectivamente. La inferencia está basada en un error estándar robusto a la heterocedasticidad.

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

La figura 5.24 recoge los resultados obtenidos al aplicar la regresión con datos de panel de efectos fijos. Se ha calculado dicha regresión cuatro veces: una para los sesenta y cinco empresas como global y para los tres subgrupos: local treinta y tres empresas, nacional veinticinco empresas e internacional siete empresas.

Como se observa en la figura 5.24 la caja generada en el periodo anterior no tiene incidencia alguna en la variación del inmovilizado, el resultado es el mismo considerando la muestra en su globalidad como si se considera la muestra segmentada por grupo financiero.

Esta conclusión reafirma la idea de que muchas empresas del sector tiene o bien una empresa del grupo que posee los activos inmobiliarios⁷⁸ o bien que el crecimiento no se realiza solo a través de tiendas propias sino que se realiza a través del alquiler de nuevos establecimientos. A continuación, se expone las magnitudes agregadas del inmovilizado material junto a su variación para la totalidad del sector como para las empresas principales del mismo. La figura 5.25 se vuelve a contrastar el nivel de concentración del sector.

Figura 5.25. Evolución del inmovilizado material durante el periodo 2000 - 2014. Importes en millones de euros

Empresa	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mercadona	551	745	882	1.009	1.478	1.717	1.934	2.145	2.297	2.370	2.372	2.372	2.557	2.727	2.913
GECI	1.384	1.600	1.803	2.029	2.155	2.309	2.309	2.475	2.578	2.568	2.585	2.521	2.457	2.190	2.159
GLidl	284	331	356	403	495	647	772	847	943	1.065	1.144	1.190	1.218	1.244	1.363
GEroski	594	900	948	1.013	1.050	1.072	1.104	1.891	1.964	1.647	1.599	1.378	1.311	1.277	1.038
GAuchan	794	911	918	939	852	855	883	904	935	900	881	859	864	843	836
GCarrefour	2.332	2.179	2.157	2.057	2.004	2.107	2.252	2.216	1.969	749	698	804	754	714	716
Resto	1.473	1.719	2.063	2.193	2.276	2.371	2.593	2.783	3.231	3.689	3.796	3.845	3.925	3.993	4.064
TOTAL	7.414	8.386	9.128	9.642	10.311	11.078	11.846	13.262	13.917	12.987	13.075	12.971	13.086	12.988	13.089
C6 sobre total	80%	79%	77%	77%	78%	79%	78%	79%	77%	72%	71%	70%	70%	69%	69%

Fuente: elaboración propia en base a la muestra.

⁷⁸ Las empresas inmobiliarias no están incluidas en la muestra a pesar de pertenecer al mismo grupo empresarial. Como se menciona en el capítulo cuatro, solamente se incluye las empresas del grupo dedicada a la venta de alimentos. Véase, entre otros, los casos del grupo Carrefour o del grupo Eroski.

Se concluye que el aumento de las primeras cinco empresas: Mercadona, El Grupo Corte Inglés, Lidl, Eroski y Auchan es exponencial, mientras que el Grupo Carrefour tiene un descenso pronunciado en 2008 momento en el que grupo por motivos estratégicos, separó jurídicamente la sociedad inmobiliaria de la empresa puramente comercial.

La edad y el importe neto de la cifra de negocios sí inciden a la hora de ampliar la red comercial. Se observa una relación positiva con las ventas lo cual es razonable dado que a medida que crecen las ventas, la inversión en activo material debe ser mayor aunque ésta no sea necesariamente financiada con el exceso de caja generado en año previo.

Por el contrario, se observa que la antigüedad de la empresa tiene una relación inversa, lo que soporta la idea de que una empresa joven tiene una mayor necesidad de expansión que una empresa ya consolidada. Las empresas de mayor trayectoria ya tiene establecidas sus tiendas y éstas contablemente van perdiendo valor debido al efecto de la amortización acumulada. Esto es coherente con la relación inversa entre las variables “variación del inmovilizado material” y “edad”.

Con los resultados obtenidos y que se muestran en la figura 5.25 se debe rechazar la H 4.2 que plantea una relación directa entre la inversión en inmovilizado material y la caja operativa generada. Hasta donde se tiene conocimiento, esta hipótesis no había sido planteada previamente en la literatura.

5.5.3 La deuda financiera

El último destino que se analiza en esta tesis, es la deuda financiera y su repago adelantado. En primer lugar, la figura 5.26 incluye las magnitudes agregadas de los importes recogidos en la deuda bancaria a corto plazo, así como su importancia dentro del balance de situación.

Figura 5.26. Evolución de la deuda bancaria en el periodo 2000 - 2014.
Importes en millones de euros

	Deuda bancaria		Total Pasivo
	Importe	% s/Total	
2000	390	2%	16.789
2001	252	1,3%	19.176
2002	371	1,7%	21.806
2003	134	0,6%	24.409
2004	181	0,7%	26.643
2005	253	0,9%	29.248
2006	367	1,2%	30.849
2007	306	0,9%	33.562
2008	582	1,6%	36.617
2009	147	0,4%	35.701
2010	175	0,5%	35.184
2011	168	0,5%	35.714
2012	163	0,5%	35.443
2013	172	0,5%	34.850
2014	131	0,4%	34.094

Nota: porcentaje de deuda sobre el total del pasivo

Fuente: elaboración propia en base a la muestra.

En primer lugar, y lo más destacado de esta variable, es el reducido número de empresas que tiene deuda bancaria así como su poca importancia en la totalidad del balance de situación. Se recuerda que este tipo de empresas cuentan con una financiación gratuita comercial realizada, por sus proveedores. Con el fin de validar la relación de este destino con el flujo de caja, se plantea la siguiente hipótesis:

H 4.3: Existe una relación inversa entre el *cash flow* generado y la variación de deuda.

$$\text{LnVarDeuda}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{LnCash flowOp}_{it-1} + \beta_2 \text{LnINCN}_{it} + \beta_3 \text{LnEdad}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Donde:

LnVarDeuda es el logaritmo neperiano de la variación de la deuda financiera,

LnCash flowOp significa el logaritmo neperiano del flujo de caja operativo generado,

LnINCN significa el logaritmo neperiano del importe neto de la cifra de negocio,

LnEdad significa el logaritmo neperiano de la edad, entendida esta como el tiempo transcurrido desde su constitución en España,

α es la constante para cada uno de los distribuidores,

β son los parámetros a estimar,

ε es la perturbación aleatoria que incluye todos aquellos efectos no recogidos explícitamente en el modelo,

t es el tiempo, toma valores desde 2000 al 2014, y

i son cada uno de los distribuidores alimentarios, tomando valores de 1 a 65.

Por último, se exponen los resultados de la regresión número once que representa el tercer destino posible del *cash flow* operativo. En dicha regresión se relaciona la variación de la deuda financiera con respecto a la caja generada en año anterior, el importe neto de la cifra de negocios y la edad. Se pretende validar si existe una relación entre el pago adelantado de la deuda de estas empresas por el hecho de generar una tesorería. Se trata de una hipótesis que hasta donde se ha podido comprobar en la literatura previa no se había propuesto con anterioridad.

Al igual que en los casos anteriores se analizan los datos tanto de manera conjunta como segmentada. En este caso la metodología empleada es la de efectos aleatorios de datos de panel, dado que del contraste estadísticos de Besh Roger se obtiene que α es único por lo que se rechaza la hipótesis nula.

Figura 5.27. Resultado sobre la H 4.3 para la totalidad de la muestra y para a muestra segmentada considerando la variable “grupo financiero”

	Variable Y = ROA							
	Totalidad		G.Local		G.Nacional		G.Internacional	
	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value	Coef	P.Value
LnCashFlow	-0,0134	0,6560	0,0152	0,7770	-0,0418	0,2370	-0,5298	0,0000 ***
LnINCEN	0,0836	0,0000	1,2909	0,0230 **	0,3649	0,2500	0,8329	0,0320 **
LnEdad	0,5532	0,1750	0,1559	0,7570	1,0320	0,2170	-0,9414	0,9090
R cuadrado	0,2610		0,1674		0,2657		0,1625	
Wald Chi	36.61	0,0000	16.75	0,0008	5.55	0.1359	146.13	0,0000
# Observ	290		145		110		35	
# Empresa	60		29		24		7	
	Efectos aleatorios		Efectos aleatorios		Efectos aleatorios		Efectos aleatorios	

Nota: *, **, *** indica significación 10%, 5% y 1% respectivamente. La inferencia está basada en un error estándar robusto a la heterocedasticidad.

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

Lo primero que se observa es el descenso considerable en el número de observaciones, si en las regresiones previas se tenía más de 800 observaciones en este caso son tan solo 60. Esto reafirma la idea de que se trata de un sector con poca deuda financiera. Al ser la variable utilizada “variación de deuda” para que el dato sea válido es necesario que la misma empresa tenga deuda dos años consecutivos. Se ve por tanto, que son reducidas las ocasiones en las que esto ocurre (290 veces de las 858 posible).

Se observa que no existe apenas relación, excepto en el grupo internacional. Por lo que se rechaza la hipótesis, de que una mayor generación de caja hace que las empresas del sector repaguen su deuda antes de lo previsto esto es H 4.3.

5.6 Conclusiones

Con el objetivo de alcanzar los objetivos descritos en el capítulo uno de esta tesis, se ha realizado, en primer lugar, un análisis descriptivo y, en segundo lugar, validado las cuatro hipótesis que surgen de la revisión bibliográfica efectuada en el capítulo tres y cuya metodología ha sido expuesta en el capítulo cuatro.

Las conclusiones que se han extraído parten de una muestra de 65 grupos financieros para el periodo 2000 a 2014. Lo que supone 975 observaciones (año-empresas), que incluyen la variedad de los distintos formatos comerciales existentes en España, así como representación de todas las zonas geográficas.

Como se ha observado se trata de un sector en crecimiento en todas las variables analizadas: total de activos, ventas, inversión, dividendos pagados o empleados, entre otros. El total de activo se ha duplicado hasta alcanzar los 34.094 millones de euros en 2014. Por su parte, los más de 23.345 puntos de venta tienen un valor contable que asciende a 13.088 millones de euros en 2014. El número de empleados dedicados a la industria supone el 0,6% de la población española total y un 1,2% de la población activa.

Se trata de un sector cuyas ventas aportan un 6,3% al PIB nacional. Las ventas agregadas del sector ascienden en 2014 a 117.573 millones de euros. Solo siete empresas tiene importes superior a dos millones de euros e incluso en este selecto grupo existen grandes diferencias. El líder del sector, Mercadona, registró unas ventas superiores a 18.442 millones mientras que el segundo en la lista, Carrefour tan solo alcanzó 8.843 millones. El tercer lugar lo ocupa el grupo vasco Eroski con 5.497 millones, seguido del Grupo Día con 5.263 millones, Grupo Auchan con 4.358 millones y cierran el grupo alemán Lidl con 2.709 millones y el Grupo El Corte Inglés con 2.316 millones. Se observa, por tanto, una concentración elevada. La ratio C5⁷⁹ asciende por lo menos al 65% en todos los años estudiados. Estos grandes líderes nacionales comparten liderazgo con empresas locales que, aunque su importe de ventas no es comparable si lo son en cuanto a cuota de número de establecimientos en regiones concretas como Ahorramás en Madrid, Gadisa en Galicia o Dinosol en Canarias.

⁷⁹ C5: hace referencia a la cuota agregada del mercado de los primeros cinco del sector.

El sector presenta unas ratios de giro contraria a la mayoría de los sectores dado que el CCC es, en media, negativo. Esto es la venta y el cobro a los clientes se hace, por media, 5,76 días antes de lo que se paga a los proveedores, por lo que las empresas pueden decidir qué hacer que dicho excedente de tesorería. El periodo medio de venta se sitúa en 38,90 días, aunque este ha sufrido ligeros aumentos en los últimos años llegando a estar en 41,7 días en 2014.

Por su parte el periodo medio de cobro se sitúa en media 26,19 días y su tendencia ha sido descendiende en el periodo analizado, en 2014 es 25,74 días. Finalmente, el periodo medio de pago es en medio 70,86 días y también ha sufrido descenso a lo largo del periodo dado que el último dato que se tiene es de 66,27 días. Se concluye que se trata de un sector que genera importes considerados de tesorería. Estudiar el destino del mismo es parte de los objetivos de esta tesis.

Por otro lado, se trata de un sector con márgenes reducidos. La ROA media del sector no supera 4,6% se trata de un sector donde el tamaño es un elemento esencial para lograr aumentar beneficios al tener mayor número de transacciones y poder aprovechar las economías de escala.

Siguiendo la línea de estudios previos se han planteado cuatro hipótesis para validarlas con ayuda principalmente del programa estadístico STATA. La primera de las hipótesis plantea el signo que tiene el CCC. Se concluye que se trata de un sector con un CCC mayormente negativo dado que en 75% de los casos es así o menor de 13 días. Dichos resultados son robustos dado que se ha comprobado que se cumple tanto para la totalidad de la muestra como para la muestra subdividida considerando la variable escala de “grupo financiero”.

En segundo lugar, se planteaba si el hecho de que el CCC sea negativo, esto implica una mayor rentabilidad. Por ello, mediante una correlación de Pearson se analiza el

signo y el valor de la relación entre las variables. Se obtiene que existe una correlación negativa y significativa. Por lo que se valida esta segunda hipótesis que está en línea con estudios previos, entre ellos: Ahmadi y Garajafarand (2012), Usama (2012) como estudios que analizaron el sector de la alimentación; Gaur y Kesavan (2006) que concluyó de manera similar con una muestra dedicada a la distribución en general; o los dos estudios realizados en España Baños-Caballero et al. (2010) y García-Teruel y Martínez-Solano (2007).

Dado que el CCC lo componen tres ratios se decide analizar el efecto por separado de la ratios PMV, PMC y PMP. Para ellos se plantean las hipótesis 2.1, 2.2 y 2.3 con una regresión de datos de panel. Con los resultados obtenidos se puede concluir que la ratio más relevante es el PMV y la variable *Size*⁸⁰. En este caso, al igual que se realizó para la hipótesis uno, se ha estimado cada una de las regresiones para la muestra segmentada. Los resultados son similares. Se concluye de manera similar a los estudios previamente citados realizados, tanto en el sector de alimentación como en España.

La hipótesis tres planteaba la existencia de un punto óptimo que no ha sido encontrado, al igual que no fue detectado por Konuk y Zaren (2014) ni por Wang (2002).

Finalmente, se plantean las tres últimas hipótesis de la tesis que hasta donde se ha podido verificar en la literatura, supone una novedad dado que no se han encontrado estudios previos que plantean regresiones parecidas. En este último caso, se busca una correlación entre el *cash flow* operativo en un periodo con el movimiento de tres variables en el año siguiente: pago de dividendos, inversión en inmovilizado material y repago de la deuda financiera. Para ello se plantean tres

⁸⁰ *Size* es un variable resumen del importe neto de la cifra de negocios, el inmovilizado material y el *cash flow* generado.

regresiones una por cada destino, que se calcula con la metodología de los datos de panel. En los dos primeros casos los datos de panel son con efectos fijos y en la tercera con efectos aleatorios. Las conclusiones son que sí existe una alta vinculación entre la caja generada y los dividendos pagados, vinculación que no se aprecia ni con el incremento del epígrafe del balance que recoge la inversión en nuevos establecimientos ni con el repago adelantado de la deuda.

En la figura 5.28 se incluye un cuadro resume con las conclusiones alcanzadas en cada una de las hipótesis planteadas considerando, en primer lugar, la totalidad de la muestra, y en segundo lugar, la muestra segmentada por grupo financiero. Esta variable de control es una variable escala que puede tomar tres valores: local, nacional e internacional.

Figura 5.28. Cuadro resumen de validación de las hipótesis del estudio

	Hipótesis	Totalidad	G.Local	G.Nacional	G.Internacional
H1- CCC negativo	Mayoritariamente	Se cumple	Se cumple	Se cumple	Se cumple
H2- CCC y ROA	Correlación negativa	Se cumple			
H 2.1 - PMV y ROA	Correlación negativa	Se cumple	Se cumple	Se cumple	No significativa
H 2.2 - PMC y ROA	Correlación negativa	No significativa	No significativa	Se cumple	No significativa
H 2.3 - PMP y ROA	Correlación positiva	No significativa	No significativa	Se cumple	Se cumple
H3 - Punto óptimo	PMV	No existe			
	PMC	No existe			
	PMP	No existe			
H 4.1 - <i>Cashflow</i>	Dividendos	Se cumple	No significativa	Se cumple	Se cumple
H 4.2 - <i>Cashflow</i>	Variación InnMat	No significativa	No significativa	No significativa	No significativa
H 4.3 - <i>Cashflow</i>	Variación deuda	No significativa	No significativa	No significativa	No significativa

Fuente: elaboración propia en base a los resultados obtenidos.

CAPÍTULO 6.

Conclusiones e implicaciones futuras en el sector

En el capítulo uno de esta tesis, se establece como objetivo principal el análisis de la gestión del capital circulante de las empresas del sector de la distribución alimentaria en España para el periodo 2000 a 2014. Junto a él se planteaban una serie de objetivos secundarios: una revisión bibliográfica, un análisis de correlaciones entre las ratios de giro y la rentabilidad; y el estudio de los posibles destinos del exceso de flujo de caja generado por las empresas del sector. Dichos objetivos se plantean tras la realización de una revisión bibliográfica efectuada en el capítulo tres en el cual se llega a la conclusión del vacío existente en la literatura académica al respecto.

En el capítulo dos se realiza un repaso histórico del sector así como la exposición del panorama actual de la distribución alimentaria en España, con referencia al mercado internacional.

En el capítulo tres se expone la evolución en el estudio de las políticas de gestión del capital circulante. La investigación sobre ellas comenzó durante los años noventa, aunque existen ciertos estudios previos a dicha fecha. Es partir del año 2000 es cuando proliferan artículos que vinculan y buscan correlacionar las ratios de giro con la rentabilidad. Esta revisión nos permite plantear las cuatro hipótesis de del estudio.

La metodología empleada, la realización del estudio y sus resultados se muestran en los capítulos cuatro y cinco. Finalmente, para cerrar esta tesis se incluye el capítulo de conclusiones.

En los siguientes epígrafes, se recopilan las conclusiones de esta tesis separándolas en los siguientes apartados: conclusión sobre la revisión bibliográfica y las políticas de gestión del circulante, el impacto de las ratios de giro sobre la rentabilidad para la muestra seleccionada y las conclusiones alcanzadas respecto al estudio de los flujos de caja.

Se cierra el capítulo con unas reflexiones sobre las posibles implicaciones de esta tesis sobre el sector y los futuros trabajo o líneas de investigación surgidas a partir del trabajo realizado.

6.1 Conclusiones sobre la revisión bibliográfica

A lo largo del capítulo tres se realizó una revisión bibliográfica sobre las políticas de gestión del circulante, el impacto de las ratios de giro sobre la rentabilidad y los flujos de tesorería.

Se estudió el tratamiento que la literatura académica ha dado a las diferencias entre el criterio de caja y el principio de devengo. El criterio de caja rige el estado de flujos de tesorería mientras que en la cuenta de pérdidas y ganancias se emplea el principio de devengo. Tanto la generación de tesorería como el resultado del ejercicio son magnitudes esenciales en el análisis de los estados financieros. Miden conceptos distintos pero su análisis debe ser complementario.

La cuenta de pérdidas y ganancias incluye una serie de gastos e ingresos que deben imputarse en base a una serie de estimaciones realizadas por los directivos como son las cuentas compensatorias: las provisiones, los deterioros de valor o la recuperabilidad de las cuentas a cobrar, entre otras. Son los gestores los que tiene una mayor información sobre estas cuentas y los que deben aplicando su criterio estimarlo los importes a registrar. Por otro lado, el estado de flujos de efectivo no tiene tanto margen de discrecionalidad.

En función del sector de actividad de la empresa las diferencias entre el resultado y la caja pueden ser mayores o menores. Para el caso de las empresas de distribución las diferencias son menores y se compensa de un ejercicio económico a otro, dado que el importe de las cuentas compensatorias es menor. Por ello, con el fin de analizar la gestión del capital circulante, se emplean las ratios de giro (periodo medio de venta, periodo medio de cobro, periodo medio de pago y ciclo de explotación) y la caja generada, el análisis combinado es un buen compendio para entender funcionamiento del sector.

En el apartado cuatro del capítulo tres, se expuso en la figura 3.1 un cuadro comparativo de los estudios realizados respecto a las ratios de giro y la rentabilidad. Hasta donde se ha podido comprobar, existen más de setenta estudios todos ellos, con ciertas similitudes, con respecto a la metodología empleada y las hipótesis planteadas. En dicha figura se incluía por una parte las características de la muestra considerada (país, número de empresas analizadas, sector donde operaban, tamaño de empresa y periodo analizado) y por otra parte, las relaciones entre la rentabilidad y las cuatro variables de giro. Es un tema ampliamente tratado desde el año 2000. Las diferencias entre ellos, además de las conclusiones a las que llegan son la muestra y el periodo analizado. Hasta donde se ha podido comprobar las muestras empleadas en los estudios, con alguna excepción, son reducidas. Los análisis se efectúan sobre sectores concretos y para periodos no superiores a diez años. Existen alguna excepción como José et al. (1996) que analizaron 2.718 empresas americanas para los veinte años transcurridos entre 1974 y 1993; Shin y Soenen (1998) que estudian una muestra de 58.985 empresas americanas para los años 1975 a 1995, Gaur y Kesavan (2006) estudiaron 353 empresas del sector de la distribución americanas para el periodo 1985 a 2003; Mathuva (2009) que consideró 30 empresas de Kenia durante quince años y Nobancee y Al-Hajjar (2009) que concluyó sobre 2.123 empresas de Japón durante 1990-2004.

Por otra parte, los estudios que analizan el sector de la distribución se reducen, hasta donde se ha podido comprobar, al trabajo de Usama (2012), Iseri y Chambers (2003), Ahmadi y Garajafarand (2012), Thapa (2013) y Topa et al. (2013). Los países considerados en estos estudios son: Pakistán durante el periodo 2006-2010, Turquía para 1998 a 2000, Irán el periodo 2006 a 2011, Estados Unidos y Canadá para los años 2000 a 2009 y Turquía de 2009 a 2012.

Finalmente, en cuanto al país considerado para esta tesis, España, solo se ha podido verificar la existencia de los estudios de García-Teruel y Martínez-Solano (2007) y Baños-Caballero et al. (2010).

Por ello, el estudio que se ha planteado aquí intenta cubrir un hueco en la literatura académica en cuanto a la muestra, el país y el periodo considerado.

Por otra parte, en la literatura científica han aparecido dos políticas relativas a la gestión de captial circulante; denominadas en el mundo anglosajón como “*aggressive working capital management*”, para referirse a empresas que intenta reducir al máximo el número de días del ciclo de explotación y por otro lado una “*conservative policies*” que da preferencia a tener un volumen más elevado de activos y pasivos corrientes, que aunque mermen en cierta medida la rentabilidad suponen un riesgo menor en términos comerciales y estratégicos. Estudios que han analizado estas políticas son entre otros: Pinches et al. (1993), Brigham y Ehrhardt (2004) o Moyer et al. (2005).

6.2 Conclusiones sobre el mercado de la distribución en España

Como se ha expuesto tanto en el capítulo dos como en el cinco junto a los resultados del estudio empírico, el sector de la alimentación en España en el año 2015 aporta un 8% al PIB nacional, emplea al 2,4% de la población activa y recibió una inversión de 1.628 millones de euros desde el exterior; cifras que muestran su importancia dentro del tejido empresarial español. Se trata de un sector que se subdivide en dos: el mercado ascendente cuyo grado de concentración es bajo y el mercado descendientes donde las cinco mayores empresas (Mercadona, Grupo Carrefour, Grupo Eroski, Grupo Día y Grupo Auchan) acumulan el 65% de la facturación del sector.

Se trata de un sector ampliamente estudiado desde otras disciplinas académicas como el *marketing* o la perspectiva histórica. A lo largo del capítulo dos se expuso la evolución histórica que desde su nacimiento, que según los historiadores se sitúa en 1959 en Sainte-Geneviève-des-Bois (Castro Balaguer 2010 y Cliquet et al. 2006) hasta el momento actual. Hay que destacar que los cambios y la velocidad de los mismos, que se han experimentado en los últimos cinco años, están llamados a condicionar el futuro del sector. En concreto nos referimos a: los cambios en los hábitos de consumo, la aparición de nuevos canales y competidores, la innovación tecnológica, o la internacionalización de las empresas españolas son cambios relevantes que modificarán el poder de las empresas, las barreras de entrada y salida del mercado, así como la proliferación de nichos de mercado.

En el capítulo cinco, además se llega a la conclusión de otros hechos tales como: alto grado de concentración, las cinco mayores empresas aglutinan el 65% de las ventas, sector estable con crecimientos paulatinos, en 2014, 65.350 millones de euros, sector que no ha sufrido retrocesos en épocas de crisis pero con márgenes reducidos, la ROA media asciende 3%. Las cifras de ventas son la suma agregada de millones de transacciones diarias que no superan en media los 30 euros (MAGRAMA, 2015). Esto implica poca o ninguna dependencia de un cliente concreto y un sector competitivo en precio dado que la diferenciación del producto es muy baja.

Las variables absolutas impiden una comparación entre las empresas del sector debido a las diferencias de tamaño, por ello, la mayoría de las variables o bien han sido normalizadas o bien se han expresado como porcentaje. Se concluyó que ninguna de las empresas líderes del sector presenta los mejores márgenes en términos relativos por lo que su crecimiento y capacidad financiera se basa en un aumento de ventas. Los márgenes son ajustados, por lo que solo cabe aumentar el número de unidades vendidas con el fin de obtener economías de escala. Son

precisamente empresas con menores volúmenes de ventas que suelen actuar de manera, local, las que obtienen márgenes superiores.

El estudio empírico, efectuado sobre 133 empresas agrupadas en 65 grupos financieros, considera el periodo 2000 a 2014 y abarca la variedad de formatos, tamaños e influencia en el territorio por lo que las conclusiones obtenidas son robustas. Si se consideran las variables no financieras como la pertenencia a un grupo financiero e influencia en el territorio nacional, se observa que la combinación más repetida, veinticinco veces, es la de ser una empresa sin grupo financiero que actúa a nivel local. Se concluye que todos los grupos internacionales tienen una influencia medio o alta, es decir, que se han implantado en España con al menos presencia en la mitad del territorio. En cambio, las empresas españolas que operan a nivel nacional, no han decidido aún internacionalizarse, excepto el Grupo Día o algún establecimiento concreto en la frontera como el Grupo Condis o el Grupo Eroski o el establecimiento que el Grupo Corte Inglés tiene en Lisboa.

Se observa un liderazgo repartido entre empresas que operan a nivel nacional con empresas de carácter local que poseen cuotas relevantes en sus respectivas comunidades como son, entre otras, Ahorramás en Madrid, Gadisa en Galicia, Dinosol en Canarias, Covirán en Granada, Fragadis en Tarragona, Luis Piña en Jaén, Semark (supermercado Lupa) en Cantabria, Supersol en Málaga o Manacor en Baleares. Por ello, se puede concluir, que los líderes nacionales comparten mercado con una amplia variedad de empresas de tamaño menor que siguen existiendo a pesar del aumento de las grandes compañías.

Tras el análisis de la información financiera de las empresas de la muestra se llega a la conclusión de que las partidas más relevantes de los estados financieros son: el inmovilizado material, las existencias, la caja, el resultado, los proveedores, el importe neto de la cifra de negocios y los dividendos satisfechos. Por ello, son estas

variables que, junto a otras no financieras como pertenencia al grupo financiero, influencia en el territorio o edad, han sido consideradas en la tesis. En la mayoría de estas variables, la dispersión es baja en la muestra estudiada, es decir, la importancia en porcentaje de dichos epígrafes es parecida para todas las empresas con independencia del tamaño de la misma.

Las principales diferencias se encuentran en el inmovilizado material dado que se encuentran empresas que optan por el alquiler, mientras otras optan por la compra y explotación directa de los locales. En esta segunda opción, se dividen en empresas cuya cartera inmobiliaria es más antigua y por tanto su valor contable es menor a aquellas cuyos nuevos establecimientos han sido más recientes. Estas diferencias en la estrategia corporativa de las empresas condicionan el epígrafe de inversión en el inmovilizado material.

Por otra parte, se observa dispersión en el pago de dividendos. A pesar de que se haya normalizado la variable tomando logaritmos hay empresas, generalmente las líderes del sector y los grupos internacionales, cuyas políticas de dividendos son más agresivas, mientras que en empresas de carácter local optan en mayor medida por la reinversión en la compañía.

El hecho de que la cuenta de proveedores sea la partida más relevante de todo el pasivo se constata, a lo largo de toda la muestra, lo que respalda la idea de ser un sector con una financiación comercial gratuita; siendo, por tanto, la deuda bancaria de un importe residual y que en muchas empresas no existe.

6.3 Conclusiones sobre el impacto de los ratios de giro sobre la rentabilidad

A partir de la revisión bibliográfica efectuada en el capítulo tres, se plantean cuatro hipótesis para buscar correlaciones entre las distintas ratios de giro con la rentabilidad.

Tras la comparación de más de setenta estudios, se pueden establecer un comportamiento homogéneo en cuanto a la relación existente entre las cuatro variables de giro y la rentabilidad aunque como suele ocurrir existen excepciones a la regla general.

En primer lugar, el periodo medio de venta presenta en la mayoría de los estudios una relación inversa con la rentabilidad. La idea financiera que soporta dicha vinculación es que una mayor rotación de existencias supone, por una parte, un incremento en el volumen de ventas, y, por otra parte, una reducción de los costes de almacenaje (Singhal 2005).

En segundo lugar, el periodo medio de cobro presenta una correlación inversa en un amplio número de estudios. Soporta la premisa de disponer anticipadamente de la tesorería para que ésta sea invertida de manera eficiente, lo que se traduce en un aumento de la rentabilidad (Gallinger, 1997 y Bauer, 2007).

En tercer lugar, el periodo medio de pago, es la ratio en la que menor consenso existe. La relación natural es que sea directa dado que supone una financiación gratuita por medio de los proveedores (Napompech 2012 o Stewart 1995).

Finalmente, está el ciclo de explotación donde la mayoría de los autores confirman que la relación con la rentabilidad es inversa.

A la luz de la teoría general se encuentran siempre las excepciones, así, autores como Mathuva (2009), Huynh (2012), Arkhtar (2014), Sheikh et al. (2016) y Jaramillo (2016) defiende la relación directa entre el PMV y la rentabilidad para evitar roturas de *stock*. Por otra su parte, Long et al. (1993), Wort y Zumwalt (1985), Deloof y Jegers (1996), Ali (2011) y Arshad y Gondal (2013), entre otros, postulan que un aumento en el PMC, permite al cliente un mayor tiempo para probar los productos, lo cual genera confianza que se traduce en un aumento de ventas posteriores. Finalmente Deloof (2003) o García-Teruel y Martínez-Solano (2007) reafirman con sus investigaciones que un pago adelantado a los proveedores supone un ahorro de costes financieros que hacen aumentar la rentabilidad de la empresa, al obtener descuentos por pronto pago.

Finalmente, el estudio del fondo de maniobra y el ciclo de maduración ha sido estudiado a lo largo de la literatura académica. Sectores, cómo la distribución, justifican que aun teniendo estas magnitudes en negativo, (contraria a la norma general), no presentan problemas de liquidez sino que incluso, un mayor importe negativo supone mayores rentabilidades. Eso se valida con la primera hipótesis planteada en el estudio.

Siguiendo la literatura científica y tras validar el signo del ciclo de explotación, se plantea la segunda hipótesis que indica la relación inversa entre la rentabilidad y el CCC. Las hipótesis 2.1 y 2.2 plantean la relación inversa entre el PMV, PMC y la rentabilidad y la 2.3a plantea la correlación directa respecto al PMP.

Aplicando el coeficiente de Pearson, se puede concluir acerca de la correlación negativa existente entre el PMV y la rentabilidad. El PMC y PMP no arrojan resultados significativos. Con el fin de dar robustez a los resultados se ha validado las hipótesis previas con la muestra segmentada mediante la variable no financiera de “grupo financieros “. Los resultados obtenidos están en línea con los generales

por lo que se concluye acerca de la robustez de las conclusiones alcanzadas. Esto supone que una reducción en el período medio de venta implica un aumento directo de la rentabilidad, por aumento de ventas o reducción de costes de inventarios.

En contra de lo propuesto, ente otros, por Baños-Caballero et al. (2012), Karaduman et al. (2011), Thapa (2013), Li-Han et al. (2014) y Charitou et al., 2016 no se ha encontrado un punto óptimo en las ratios de giro (Hipótesis tres del estudio). Esto soporta las conclusiones expuestas por Konuk y Zeren (2014) y Wang (2002) que concluyeron que para muestras menores de 100 empresas este punto es complicado de encontrar, dada la falta de observaciones.

6.4 Conclusiones sobre los flujos de efectivo

Se puede concluir que el sector de la distribución se caracteriza por generar liquidez. Por ello, se planteó una novedad, que hasta donde alcanza nuestro conocimiento, no se había analizado previamente. En las hipótesis 4.1, 4.2 y 4.3 se han expuesto modelos de regresión de datos de panel, para determinar si el flujo de caja generado del año anterior (variable “*cash flow operativo*”) condiciona el pago de dividendos, la inversión en activos materiales o el repago de la deuda del año siguiente.

Como se ha expuesto en el capítulo cinco al validar la H 4.1, tanto el *cash flow* generado, las ventas así como la edad tienen una correlación positiva y significativa sobre el nivel de dividendos a repartir. De esta manera, un aumento de cualquiera de las tres supone un incremento similar en la retribución al accionista. Esta relación se aprecia en toda la muestra aunque el nivel de significatividad es mayor en las empresas que pertenecen a grupo financiero nacional o internacional.

Por el contrario, la inversión en el inmovilizado material no está condicionadas por el *cash flow* operativo generado en el año previo, hipótesis 4.2. Este hecho reafirmaría la idea de que las opciones a la hora de aumentar la red comercial son variadas:

desde el alquiler a terceros, como la remodelación de inmuebles existentes o la compra de nuevos establecimientos. En cambio en esta regresión si se observa que la red comercial está determinada por las ventas con una relación positiva y con la edad de la empresa con una correlación inversa. Esto reafirmaría la idea de que las empresas con aumentos de volumen de negocio precisan de un aumento de establecimientos; por otra parte, las empresas ya consolidadas en el sector no amplían anualmente su red dado que ya la tienen establecida.

Por último, se valida la H 4.3 que hacía referencia al hecho de la existencia de una relación inversa entre el *cash flow* generado y el repago de la deuda financiera. Se reafirmar el hecho de que las empresas de la muestra poseen un nivel bajo de deuda dado que las observaciones en este último modelo descendió de 975 a las 290 observaciones dado que el resto eran nulas. Con este descenso, las conclusiones no son extrapolables dado que además no se obtienen resultados significativamente concluyentes.

6.5 **Implicaciones futuras en el sector**

Con las conclusiones que se han expuesto en los epígrafes previos se ha logrado el objetivo propuesto para esta tesis, que era analizar la gestión del capital circulante en el sector de la distribución alimentaria. Así como los objetivos secundarios planteados en el capítulo inicial.

Se concluye que el estado de flujos de efectivo es un estado contable poco empleado es su formato actual, dado que tanto los investigadores como los inversores, los analistas o los directivos lo modifican para sus propios análisis. A raíz de la opinión emitida por AECA (2016), el legislador podría plantearse la posibilidad de cambiar la presentación de este documento con el fin de hacerlo más útil y adaptarlo a la necesidades de los usuarios.

Considerando la base de datos que se ha construido así como los cambios que se plantean que pueden acontecer en el futuro próximo en el sector y en las investigaciones relativas al capital circulante, se detallan a continuación una serie de futuras líneas de investigación que no han sido cubiertas con esta tesis por diversas razones.

- En base a los destinos posibles para la caja generada, estudiar si existe un comportamiento modelizable que permita agrupar a las empresas en diversos *cluster* atendiendo a estas decisiones. Establecidas las distintas políticas estratégicas sobre el *cash flow* ver su incidencia en la rentabilidad de las empresas.
- Debido a la limitación de información financiera interna, se podría estudiar el impacto que la nueva normativa de arrendamientos (NIIF 16) tendrá sobre el sector. Por una parte se observa un incremento en la deuda financiera de las empresas cuya tendencia será el alquiler de tiendas frente a la compra. Dicho cambio impactará, sobre todo, en las ratios de solvencia.
- Como se ha mencionado previamente el canal *online* apenas ha llegado al sector. Se trata de un sector cuyos márgenes son reducidos y que tiene principalmente tres variables: volumen, precio de venta y costes directos del producto. Por una parte se puede considerar que un nuevo canal supondrá un aumento positivo de las ventas. Por otra parte, autores como por ejemplo Arce-Urriza y Cebollada (2013), han concluido que el consumidor *online* es menos sensible al precio pero más fiel a la marca cuyo realiza la compra por canales alternativos que no permite ver físicamente el producto elegido. Esta sensibilidad podría ser considerada si se tuviera que elevar el precio de venta teniendo en cuenta que tal y como han manifestado los directivos de las grandes empresas los costes logísticos no están cubiertos, lo que hace que

actualmente este canal genere pérdidas. La realidad es que habrá que encontrar la vía para que el canal sea viable y condicionar la rentabilidad de las empresas.

- Por otra parte, el canal *online* seguirá condicionado variables como la redistribución de la superficie de venta o las remodelaciones en tiendas dado que está tendrá que ser reutilizadas si las ventas por dicho canal descienden. Asimismo, se cambiarán las ratios de giro. El PMC podría llegar a convertirse en negativo dado que se pague la compra antes de ser entregadas las mercancías a los consumidores o por un descenso más pronunciado en el PMV.
- La variable “metros cuadrado de sala de venta” no se ha incluido en el análisis, entre otras razones, porque solo se tenían los datos correspondientes a los ejercicios 2008 a 2014. En su lugar se ha incluido el logaritmo neperiano del inmovilizado material a pesar de como se ha mencionado en alguna ocasiones tiene sus limitaciones. Incorporar al estudio una variable no financiera como ésta podría explicar algunas de las hipótesis que no han podido ser verificadas por tener un bajo nivel de significatividad.
- Otro punto interesante a analizar si sería conveniente o no las empresas del sector dieran el paso y decidieran cotizar en el mercado bursátil, logrando así la visualización y notoriedad que actualmente no tiene. Se puede analizar si las ventajas de cotizar supone o no un incremento en ventas, mejoras en márgenes o profesionalización del sector.
- El estudio abarca empresas que operan en España aunque algunas de ellas poseen capital extranjero. Sería interesante saber si el sector se comporta igual o no en otros mercados. Asimismo, se podría analizar qué mercados están más maduros que el español con el fin de prevenir posibles movimientos.

BIBLIOGRAFÍA

- Achchuthan, S., y Rajendran, K. (2013). Corporate governance practices and working capital management efficiency: special reference to listed manufacturing companies in Sri Lanka. *Information & Knowledge Management* 3(2),
- Ademola, O. J. (2014). Working capital management y profitability of selected quoted food y beverages manufacturing firms in Nigeria. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 2(3), 10-21.
- AECA (1998): El estado de flujos de tesorería. *Documento núm. 20 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad.*
- AECA (2010): El análisis contable del rendimiento y la valoración de empresas: actividades financieras y operativas. *Documento núm. 10 valoraciones de empresas.*
- AECA (2016): Concepto y uso del EBITDA como recurso generador de explotación. *Opinión n° 4 de la Comisión de Principios y Normas de Contabilidad.*
- Afeef, M. (2011). Analyzing the Impact of Working Capital Management on the Profitability of SME's in Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, 2(22).
- Afrifa, G. A. (2015). Working capital management practices y profitability of AIM listed SMEs. *Journal of Enterprising Culture*, 23(01), 1-23.
- Afza, T., y Nazir, M. S. (2007). Is it better to be aggressive or conservative in managing working capital. *Journal of Quality and Tecnology Management*, III(I), 11-21.
- Afza, T., y Nazir, M. S. (2008). Working capital approaches y firm's returns. *Pakistan Journal of Commerce y Social Sciences*, 1(1), 25-36.
- Ahmadi, M., Arasi, I. S., y Garajafarand, M. (2012). Studying the relationship between working capital management y profitability at Tehran stock exchange: a case study of food industry. *Research Journal of Applied Sciences, Engineering & Technology*, 4(13), 1868-1874.

- Akhtar, N. (2014). Impact of efficient management of working capital on profitability: chemical companies listed at the KSE. *Pakistan Business Review*, 16(2), 333-446.
- Akoto, R. K., Awunando-Vitor, D., y Angmor, P. L. (2013). Working capital management y profitability: Evidence from Ghanaian listed manufacturing firms. *Journal of Economics & International Finance*, 5(9), 373-379.
- Alavinasab, S. M., y Davoudi, E. (2013). Studying the relationship between working capital management y profitability of listed companies in Teheran stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 2(7), 1-8.
- Albisu Aguado, L. M., y Gracia Royo, A. (2008). Food distribution chains y their suppliers: some key issues. *Centro de investigación y tecnología agroalimentaria de Aragón*. Gobierno de Aragón. Documento de trabajo.
- Ali, S. (2011). Working capital management y the profitability of the manufacturing sector: A case study of Pakistan's textile industry. *The Lahore Journal of Economics*, 16(2), 141-178.
- Alimarket (2008a). Anuario de distribución.
- Alimarket (2009a). Anuario de distribución.
- Alimarket (2010a). Anuario de distribución.
- Alimarket (2010b). *Distribución: Rentabilidad versus expansión*.
- Alimarket (2011a). Anuario de distribución.
- Alimarket (2011b). *La distribución alimentaria resiste a la debilidad*.
- Alimarket (2011c). *Hipermercados: Reinventarse o Sobrevivir*.
- Alimarket (2012a). Anuario de distribución.
- Alimarket (2012b). *Distribución alimentaria: Mercadona se escapa*.
- Alimarket (2012c). *Canales de venta alternativos a la Gran Distribución: La tradición se especializa*.
- Alimarket (2013a). Anuario de distribución.
- Alimarket (2013b). *Distribución: La eficiencia se hace determinante*.
- Alimarket (2014a). Anuario de distribución.

- Alimarket (2014b). *Informe del sector de la distribución alimentaria en España por ingresos.*
- Alimarket (2014c). *Análisis del mercado e-commerce de alimentación.*
- Alimarket (2014d). *Informe de la distribución alimentaria en Madrid.*
- Alimarket (2015a). *Anuario de distribución.*
- Alimarket (2015b). *Informe sobre la innovación en el sector de Alimentación y bebidas.*
- Alimarket (2015c). *Informe del sector de la distribución alimentaria en España por ingresos.*
- Alimarket (2015d). *Informe del mercado e-commerce: El gran reto de la alimentación.*
- Alimarket (2016a). *Anuario de distribución*
- Alimarket (2016b). *Industria Alimentaria: Regreso a la línea de salida.*
- Alimarket (2016c). *Distribución Alimentaria: El crecimiento ya es tendencia.*
- Alimarket (2016d). *Tendencias en Distribución: Pensando diferente para el cliente conectado.*
- Alimarket (2016e). *Supermercados: Se buscan nuevas vías de crecimiento.*
- Alimarket (2016f). *Informe e-commerce es alimentación: en vías de desarrollo.*
- Alimarket (2016g). *La gran mutación de Lidl. Apuesta por una cuarta generación de supermercados eco sostenibles.*
- Alimarket (2016h). *Informe de cash&carry en España. Adiós a la distribución mayorista tradicional.*
- Alimarket (2016i). *Informe del mercado de franquicias y asociados.*
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Al-Malla, M. (2012). The impact of Working Capital Management Policies on firm's Profitability y Value: the case of Jordan. *International Research Journal of Finance y Economics*, 85(4), 1450-2887.
- ANGED (2011). Informe anual.
- ANGED (2014). Informe anual.
- Appuhami, B. R. (2008). The impact of firms' capital expenditure on working capital management: An empirical study across industries in Thailand. *International Management Review*, 4(1), 8-21.

- Aranda García, E., Casares Ripol, J., y Martín Cerdeño, V. J. (2002). Los horarios en distribución comercial. La importancia del tiempo para consumidores, empresas y decisores públicos. *Distribución y consumo*, (64), 19-33.
- Arbidane, I., y Ignatjeva, S. (2013). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: a Latvian Case. *Global Review of Accounting and Finance*, (4)1, 148-158
- Arbidane, I. (2015). Management of current assets in the context of increasing the Enterprise's Profitability. *Environment, Technology, Resources, Rezekne, Latvia Proceedings of the International Scientific y Practical Conference*, (2), 27-34.
- Arce-Urriza, M., y Cebollada-Calvo, J. J. (2011). Una comparación del comportamiento del consumidor en los canales online y offline: sensibilidad al precio, lealtad de marca y efecto de las características del producto. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 14(2), 102-111.
- Arshad, Z., y Gondal, M. Y. (2013). Impact of working capital management on profitability a case of the Pakistan cement industry. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5(2), 384-390.
- Arunkumar, O. N., y Ramanan, T. R. (2013). Working capital management y profitability: A sensitivity analysis. *International Journal of Research y Development*, 2(1), 52-58.
- Ashikin, M. (2014). *Working capital policies y firm performance* (Doctoral dissertation) Universiti Utara Malaysia.
- Attari, M. A., y Raza, K. (2012). The optimal relationship of cash conversion cycle with firm size y profitability. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2(4), 189-203.
- Audicana Arcas, J. (2002). Mercadona-Conservas Ubago: el concepto de interproveedor. *Caso de Estudio del Instituto Internacional San Telmo*.
- Azeez, O. T., Abubakar, M. A., y Olamide, F. T. (2016). Analysis of the Effects of Working Capital Management on Profitability of Listed Nigerian Conglomerate Companies. *FWU Journal of Social Sciences*, 10(1), 10-20.

- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., y Martínez-Solano, P. (2010). Working capital management in SMEs. *Accounting and Finance*, 50(3), 511-527.
- Ballina Ballina, F. (1993). Los modelos de evolución del comercio minorista. Análisis para la síntesis. *ESIC-Market*, 81(3), 51-65.
- Baltagi, B. H., y Wu, P. X. (1999). Unequally spaced panel data regressions with AR (1) disturbances. *Econometric Theory*, 15(06), 814-823.
- Baltagi, B. H., & Li, D. (2002). Series estimation of partially linear panel data models with fixed effects. *Annals of economics and finance*, 3(1), 103-116.
- Bagchi, B., Chakrabarti, J., y Roy, P. B. (2012). Influence of working capital management on profitability: a study on Indian FMCG companies. *International Journal of Business and Management*, 7(22), 1-10.
- Bagur Femenías, LL., y Chamorro Mora, LL. (2009). Las necesidades operativas de fondos: un caso práctico basado en información contable. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 9, 159-164.
- Bauer, D. (2007). Working capital management: Driving additional value within AP. *Financial Executive*, 23(8), 60-63.
- Barth, M. E., y Landsman, W. R. (1995). Fundamental issues related to using fair value accounting for financial reporting. *Accounting Horizons*, 9(4), 97-112.
- Barreiro, D. (2006). La distribución alimentaria en España. *Eurocarne*, 16(146), 33-40.
- Barreiro, D. (2012). Informe sobre el consumo alimentario en España. *Eurocarne: La revista internacional del sector cárnico*, 209, 52-56.
- Bartov, E. (1993). The timing of asset sales y earnings manipulation. *Accounting Review*, 68(4), 840-855.
- Beaver, W. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4(3), 71-111.
- Benau, M. A. G., y Díez, B. A. (1993). Análisis financiero de los grupos de empresas. *Revista española de financiación y contabilidad*, 22(76), 593-648.

- Bellouma, M. (2011). The impact of working capital management on profitability: the case of small y medium-sized export companies in Tunisia. *Management international/International Management/ Gestión Internacional*, 15(3), 71-88.
- Berger, A. N., y Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6), 613-673.
- Bergstresser, D., y Philippon, T. (2006). CEO incentives y earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529.
- Bernard, V. L., y Stober, T. L. (1989). The nature y amount of information in cash flows and accruals. *Accounting review*, 64(4), 624-652.
- Bernard, V. L., y Skinner, D. J. (1996). What motivates managers' choice of discretionary accruals?. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 313-325.
- Bertrán, M. A. F., Valls, F. G., y Gutiérrez, S. M. (2010). Efectos del nuevo PGC en los estados financieros: El problema de la comparabilidad de los datos. *Universia Business Review*, 4(28), 136-149.
- BMI Research (2017). *Spain Retail Report*.
- Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., y Sloan, R. G. (2001). Do analysts y auditors use information in accruals?. *Journal of Accounting research*, 39(1), 45-74.
- Brush, T. H., Bromiley, P., y Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth y firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472.
- Burgstahler, D., y Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases y losses. *Journal of accounting y economics*, 24(1), 99-126.
- Burns, R., y Walker, J. (1991). A survey of working capital policy among small manufacturing firms. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(1), 61-74.
- Burns, R., Natascha y Simi Kedia (2003). Do executive stock options generate incentives for earning management? Evidence form accounting restatements. *Harvard Business School & Ohio State University, NBER working paper*.

- Bustos-Reyes, C. A., y González-Benito, O. (2008). Store y store format loyalty measures based on budget allocation. *Journal of Business Research*, 61(9), 1015-1025.
- Cabal García, E. y Cuervo Huergo, J. C. (2013). Metodología de elaboración práctica del estado de flujos de efectivo: un enfoque de empresa. *Revista de Contabilidad y Tributación*, 367
- Cabana, F. (Coord) (2006). *Cien empresarios catalanes*. LID. Madrid
- Cañibano Calvo, L. y Clemente, A. G. (2007). Los activos intangibles en el nuevo Plan General Contable. *Revista del instituto de estudios económicos*, (2), 191-212.
- Cañibano Calvo, L., y Gisbert, A. (2007). La reforma contable española de 2007. *AECA, Revista de la Sociedad Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (80), 2-7.
- Cañibano Calvo, L. (2011). Valoración contable de acciones clasificadas como "Activos financieros disponibles para la venta". *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (95), 7-9.
- Carbajo Blanco, D. (2009). Las regormas del Impuesto sobre Sociedades derivadas del nuevo modelo contable. *Partida Doble*, (207), 28-49.
- Carbonell Ureña, J.F. (2012). La industria alimentaria española: situación y previsiones futuras, 27. Comunicación personal.
- Carmona, X. (Coord) (2009). *Empresarios de Galicia*. Fundación Caixa Galicia. A Coruña.
- Carslaw, C. A. (1988). Anomalies in income numbers: Evidence of goal oriented behavior. *The Accounting Review*, 63(2), 321-327
- Carslaw, C. A., y Mills, J. R. (1991). Developing ratios for effective cash flow statement analysis. *Journal of Accountancy*, 172(5), 63-73.
- Casares Ripol, J. (2004). Las transformaciones en la distribución comercial 1978-2003. Nuevas ideas para contemplar el paisaje. *Revista del Instituto de Estudios Económicos, 25 años de Economía de Mercado*, 2, 107-127.

- Casares Ripol, J. y Martín Cerdeño, V. (2003). Evolución de la distribución comercial y de los hábitos de compra: del dualismo al polimorfismo. *Revista del Instituto de Estudios Económicos, 25 años de Economía de Mercado*, 811, 323-347.
- Casares Ripol, J. y Rebollo Arévalo, A. (2000). *Distribución comercial*. Madrid. Civitas
- Castro Balaguer, R. (2008). Autopista hacia el cambio: la gran distribución francesa en España desde la década de los setenta. *I Jornadas de Historia Empresarial España-Europa*.
- Castro Balaguer, R. (2010). Máquinas de vender. Una historia de la gran distribución francesa en España desde los años sesenta. *Revista de Historia Industrial*, 44, 97-137.
- Charitou, M. S., Elfani, M., y Lois, P. (2016). The Effect of Working Capital Management On Firm's Profitability: Empirical Evidence From An Emerging Market. *Journal of Business & Economics Research* 14(3), 111-118.
- Charitou, A. G., y Venieris, G. (1990). The need for cash flow reporting: Greek evidence. *The British Accounting Review*, 22(2), 107-117.
- Chiou, J. R., Cheng, L. y Wu, H. W. (2006). The determinants of working capital management. *Journal of American Academy of Business*, 10(1), 149-155.
- Cliquet, G., Perrigot, R., y Saura, I. G. (2006). El futuro de los hipermercados en España: ¿qué se puede aprender de la experiencia francesa?. *Información Comercial Española, ICE. Revista de economía*, 828, 35-52.
- Collins, D., y Hribar, P., (2000). Earning-based and accrual-based market anomalies: one effect or two?. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 101-123.
- Comisión Nacional de la Competencia [CNC] (2011). Informe sobre las relaciones entre fabricantes y distribuidores en el sector alimentario.
- Cuartas, J. (2005). *Biografía de El Corte Inglés. Historia de un gigante*. Oviedo. El Cruce D.L.
- Cuesta Valiño, P. (1998). Análisis de las empresas líderes del sector de hipermercados en España: Pryca, Continente, Alcampo, Hipercor y Eroski. *Distribución y consumo*, (37), 15-55.

- Cuesta Valiño, P. (1999). Centros comerciales en España: Concepto, tipología y evolución. *Distribución y consumo*, (48), 5-26.
- Cuesta Valiño, P. (2004). Treinta años de hipermercados en España. *Distribución y consumo*, (74), 46-56.
- Dambolena, I. G., y Khoury, S. J. (1980). Ratio stability and corporate failure. *The Journal of Finance*, 35(4), 1017-1026.
- Danuletiu, A. E. (2010). Working capital management y profitability: a case of Alba county companies. *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica*, 12(1), 364-374.
- Dávara, A. (2003). Dossier hipermercados. *Distribución Actualidad*, 319,43-89.
- Davidson, W. N., Xie, B., y Xu, W. (2004). Market reaction to voluntary announcements of audit committee appointments: The effect of financial expertise. *Journal of Accounting y Public Policy*, 23(4), 279-293.
- De Castro, E. L. (2007). El marketing y la reconfiguración de las estructuras comerciales: los centros comerciales. *Meditaraneo Ecómico*, 11.
- De la Ballina, F.J. y González F. (2007). La desregulación de horarios comerciales: evidencias económicas del RD6/2000. *Boletín Económico de Información Comercial Española*, 2.904, 45-62.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., y Skinner, D. J. (1996). Reversal of fortune dividend signaling y the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of financial Economics*, 40(3), 341-371.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings y cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting y economics*, 18(1), 3-42
- Dechow, P. M., y Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals y earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C.R. y Sloan R.G. (2007). Predicting material accounting manipulations. *Disponibile id=997483*.

- Dechow, P. M., Richardson, S. A., y Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of accounting studies*, 8(2-3), 355-384.
- Dechow, P. M., Sloan R.G. y Seeeney A.P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Rewiew*, 70(2), 193-225
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., y Sweeney, A. P. (1996). Causes y consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Deloitte, L. L. P. (2010a). *Emerging from the downturn. Global powers of retailing.*
- Deloitte, L. L. P. (2010b). *¿Es posible manejar una hoja de ruta en el entorno actual?. Gestionando en condiciones de inestabilidad. Revista Consumo y Valor N^a 1.*
- Deloitte, L. L. P. (2011a). *Leaving home: Global Powers of Retailing.*
- Deloitte, L. L. P. (2011b). *Pequeños gigantes de la distribución española. El valor de la cercanía al consumidor en un mundo globalizado. Revista Consumo y Valor N^a 2.*
- Deloitte, L. L. P. (2012a). *Switching Channels: Global Powers of Retailing.*
- Deloitte, L. L. P. (2012b). *Consolidación en tiempos de cambio. Un sólido camino hacia el crecimiento. Revista Consumo y Valor. N^a 3.*
- Deloitte, L. L. P. (2015a). *Global Powers of Retailing. Embracing innovation.*
- Deloitte, L. L. P. (2016b). *Global Powers of Retailing. Navigating the new digital divide.*
- Deloitte, L. L. P. (2017). *Global Powers of Retailing. The art y science of customers.*
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of business finance and Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Deloof, M., y Jegers, M. (1996). Trade credit, product quality, y intragroup trade: some European evidence. *Financial management*, 33-43.
- Dieguez Soto, J. (2009). Análisis crítico del Estado de Flujos de Efectivo de las actividades de explotación del PGC 2007 y su utilización en la evaluación de la solvencia empresarial. *Revista de Contabilidad y Tributación*, 319.
- DeFond, M. L., y Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation y manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1), 145-176.

- Degeorge, F., Patel, J. y Zeckhauser R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1-3.
- Ding, S., Guariglia, A., y Knight, J. (2013). Investment y financing constraints in China: does working capital management make a difference?. *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1490-1507.
- Dong, H., y Su, J. T. (2010). The relationship between working capital management y profitability: a Vietnam case. *International Research Journal of Finance and Economics*, 49, 62-71.
- Ebben, J. J., y Johnson, A. C. (2011). Cash conversion cycle management in small firms: Relationships with liquidity, invested capital, y firm performance. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 24(3), 381-396.
- Elam, R. (1975). The effect of lease data on the predictive ability of financial ratios. *The Accounting Review*, 50(1), 25-43.
- Eljelly, A. M. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International Journal of Commerce y Management*, 14(2), 48-61.
- EY (2014). *Informe de valoraciones retail & consumer products*. Marzo.
- EY (2016a). *Fusiones y adquisiciones en el sector consumo: múltiplos de valoración*.
- EY (2016b). *Evolución y perspectivas del e-Commerce en 2017*.
- EY (2016c). *La pérdida de la gran distribución comercial 2016*.
- EY (2016d). *Radiografía del sector de la distribución alimentaria en España*.
- Falope, O., y Ajilore, O. (2009). Working capital management and corporate profitability: evidence from panel data analysis of selected quoted companies in Nigeria. *Research Journal of Business Management*, 3, 78-84.
- Fairfield, P. M., Whisenant, J. S., & Yohn, T. L. (2003). Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing. *The accounting review*, 78(1), 353-371.

- Fazzari, S. M., y Petersen, B. C. (1993). Working capital y fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, 24(3), 328-342.
- Fernández Nogales, Á., Martínez Castro, E., y Rebollo Arévalo, A. (2008). 1977-2006: 30 años de evolución del sistema de distribución comercial en España. *Distribución y consumo*, (100), 175-204.
- Federación Española de las Industrias de Alimentación y Bebidas [FIAB], (2012) Industria de Alimentación y Bebidas. Sector estratégico para España.
- Federación Española de las Industrias de Alimentación y Bebidas [FIAB], (2014) Informe económico 2014.
- Federación Española de las Industrias de Alimentación y Bebidas [FIAB], (2015) Informe económico 2015.
- Filbeck, G., y Krueger, T. M. (2005). An analysis of working capital management results across industries. *American Journal of Business*, 20(2), 11-20.
- Fitó, M. À., Gómez, F., y Moya, S. (2010). Efectos del nuevo PGC en los estados financieros: El problema de la comparabilidad de los datos. *Universia Business Review*, 4(28), 136-149.
- Food Drink Europe (2016). *European Food and Drinks industry 2014-2015*.
- Gallén, M. L., & Giner, B. (2005). La alteración del resultado a través del análisis de la distribución de frecuencias. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 124, 141-182.
- Gombola, M. J., y Ketz, J. E. (1983). Financial ratio patterns in retail and manufacturing organizations. *Financial Management*, 45-56.
- Ganesan, V. (2007). An analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment industry. *Rivier academic journal*, 3(2), 1-10.
- Gago González, J.M. (2007). *El pequeño comercio en la posguerra castellana: de la cartilla de racionamiento a los supermercados*. Valladolid Ed. Junta de Castilla y León.

- García, J. F. L. (2011). *The impact of working capital management upon companies' profitability: evidence from European companies* (Doctoral dissertation), Porto University, Lisboa.
- García, J., y Delgado, J. (2012). Análisis de la competencia en el mercado minorista en España. *The Brattle Group*
- García Martín, V., y Ballester Casado, M. (1992). Los conceptos de "Cash-Flow": un análisis comparativo. *Actualidad Financiera*, (48).
- García-Teruel, P., y Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of managerial finance*, 3(2), 164-177
- Garrido Miralles, P., y Vázquez Veira, P. J. (2011). NIIF vs. PGC 2007: las diferencias más notables. *Partida Doble* (232), 11-23.
- Gaur, V., y S. Kesavan. (2006). The Effects of Firm Size y Sales Growth Rate on Inventory Turnover Performance in the U.S. Retail Sector, In *Retail Supply Chain Management*, 25-52.
- Germán, L. (Coord.) (2009). *Grandes empresarios aragoneses*, LID. Madrid.
- Gill, A., Biger, N., y Mathur, N. (2010). The relationship between working capital management y profitability: Evidence from the United States. *Business and Economics Journal*, 10(1), 1-9.
- Gill, A. S., y Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms. *Managerial Finance*, 39(2), 116-132.
- Gitman, L. J. (1974). Estimating corporate liquidity requirements: a simplified approach. *Financial Review*, 9(1), 79-88.
- Gitman, L. J., & Sachdeva, K. S. (1982). A framework for estimating and analyzing the required working capital investment. *Review of Financial Economics*, 17(3), 36-51.

- Givoly, D., y Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows y accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320.
- Gobierno de España (2013). *Líneas estratégicas para la internacionalización del sector agroalimentario*. Mayo.
- Gold, P., y Woodliffe, L. H. (2000). Department stores in Spain: why El Corte Ingles succeeded where Galerías Preciados failed. *International Journal of Retail & Distribution Management*, 28(8), 333-340.
- Gómez, P. A., y Barrafón, M. L. (1995). El impacto de la regulación contable en la manipulación del beneficio. Estudio empírico de los efectos del PGC de 1990. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 13-40.
- Gómez Muñoz, A, Haro Giménez, T y Padilla Romero L. (1995). La franquicia como alternativa para las cadenas de distribución alimentaria. *Distribución y consumo*, (64), 64-73.
- Gonzalo Angulo, J. A. (2003). El estado de flujo de efectivo y el estado de cambios en el patrimonio neto: origen, contenido y utilidad. *Boletín de estudios económicos*, 58(178), 41-73.
- Gonzalo Angulo, J. A. (2004). Principales cambios entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y el PGCE. *Partida doble*, (152), 6-31.
- Gonzalo Angulo, J. A. (2014). La reforma contable española de 2007: un balance. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 183-200.
- González, M. V. R. (1996). Establecimientos de descuento en Europa. Nuevos retos para la distribución comercial. *Distribución y consumo*, (28), 7-21.
- Grandío A. y Maixe-Altés, J.C. (Coords) (2008). *Vegalsa-Eroski. Homenaje a un Emprendedor Gallego, Ventura González Prieto y la distribución alimentaria en Galicia, 1945-2007*. A Coruña. Gesbiblo.
- Haq, I. U., Sohail, M., Zaman, K., y Alam, Z. (2011). The relationship between working capital management and profitability: a case study of cement industry in Pakistan. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2(2), 365-372.

- Hawawini, G., Viallet, C., y Vora, A. (2013). Industry influence on Corporate working capital decisions. *Munich Personal RePEc Archive*.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decision. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Hernandez, S. M., y Renart, M. A. (2010). Información financiera: experiencias de un año de aplicación de la nueva normativa. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 10, 175-192.
- Hoang, T. V. (2015). Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: The Case of Listed Manufacturing Firms on Ho Chi Minh Stock Exchange. *Asian Economic y Financial Review*, 5(5), 779-789.
- Hutchison, P. D., Farris II, M. T., y Yers, S. B. (2007). Cash-to-cash analysis and management. *The CPA Journal*, 77(8), 42-49.
- Huynh, N. T. (2012). *The influence of working capital management on profitability of listed companies in the Netherlands* (Master's thesis), University of Twente, Enschede.
- Ibañez Jimenez, E. y Parte-Esteban, L.P. (2008). El estado de flujos de efectivo: presentación y análisis. *Partida Doble*, 199, 64-79.
- IDEAS (2006). La gran distribución: supermercados, hipermercados y cadenas de descuento. *Observatorio de Corporaciones Transnacionales*. Boletín N° 15.
- Iseri, M., y Chambers, N. (2003). Production and retail trade, cash process of examination of the Fund/Portfolio Manager. *International Mali Journal*, 62, 1-6.
- Jagongo, A. O., y Makori, D. M. (2013). Working Capital Management y Firm Profitability: Empirical Evidence from manufacturing y construction Firms Listed on Nairobi Securities Exchange, Kenya, *International Journal of Accounting and Taxation*, 1(1), 1-14.
- Jaramillo Aguirre, S. (2016). The relationship between the management of working capital and corporate profitability in the chemicals distribution industry in Colombia. *Revista Finanzas y Política Económica*, 8(2), 327-347.

- Jayarathne, T. A., (2014). Impact of working capital management on profitability: Evidence from listed companies in Sri Lanka. In *Proceedings of the 3rd International Conference on Management y Economics*, 26, 269-274.
- Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- José, M. L., Lancaster, C., y Stevens, J. L. (1996). Corporate returns y cash conversion cycles. *Journal of Economics y finance*, 20(1), 33-46.
- KantarWorldPanel (2016). Anuario de distribución alimentaria en España.
- Kasnik, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earning management. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 57-81.
- Karadagli, E. C. (2012). The effect of Working capital Management on the Profitability of Turkish SMEs. *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 5(2), 36-44.
- Karaduman, H. A., Akbas, H. E., Caliskan, A. O., y Durer, S. (2011). The relationship between working capital management y profitability: evidence from an emerging market. *International Research Journal of Finance y Economics*, 62(6), 61-67.
- Kieschnick, R., Laplante, M., y Moussawi, R. (2006). Corporate working capital management: determinants and consequences. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- Kök, D., Coskun, E., y Ispir, M. S. (2013). Sectorial Differentiation y Mean Reverting Tendency in Working Capital Policies. *Business and Economics Research Journal*, 4(4), 49.
- Konuk, F., y Zeren, F. (2014). Is cash conversion cycles optimum in Turkish listed food-beverage firms?. *Theoretical and Applied Economics*, 21(12 (601)), 153-164.
- KPMG (2016): Alimentación y bebidas: tendencias 2016. II Estudio sobre la industria de alimentación y bebidas en España.

- Kroes, J. R., y Manikas, A. S. (2014). Cash flow management y manufacturing firm financial performance: A longitudinal perspective. *International Journal of Production Economics*, 148, 37-50.
- Lazaridis, I., y Tryfonidis, D. (2006). The Relationship between working capital management y profitability of listed companies in the Athens stock exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19, (1), 1-12.
- Libby, R. (1975). Accounting ratios and the prediction of failure: Some behavioral evidence. *The Journal of Accounting Research*, 150-161.
- Long, M.S., Malitz I.B. y Ravid, S.A (1993). Trade Credit Quality Guarentee y Product Marketability. *Financial Management*, 22, (4), 117-127.
- López, A. S., y Calafell, J. V. (2009). Una comparación de la selección de los ratios contables en los modelos de predicción de la insolvencia empresarial. *Economía industrial*, 373, 153-168.
- López-Albert, H. (2008). Operaciones entre las empresas del grupo. *Fundamentos teóricos y práctico del nuevo plan general de conatble*. Pamplona. Thomson-Aranzadi.
- Lozano, J. C. (2010). Cincuentenario del primer Sabeco. *Aral*, 1574, 34-35.
- Li-Hua, L., Szu-Hsien L., Yi-Min L. y Chun-Fan Y. (2014). The Analysis of Company Liquidity a Using Cash Conversion Cycle Application: Evidence from Taiwan. *Global Journal of Business Research*, 8(5), 97-103.
- Lyrودي, K., y Lazaridis, Y. (2000). The cash conversion cycle y liquidity analysis of the food industry in Greece. *EFMA 2000*, Athens, 1-32.
- Maixé-Altés, J. C. (2009). La modernización de la distribución alimentaria en España, 1947-1995. *Revista de Historia Industrial*, 41, 125-160.
- Manzoor, H. (2013). Working capital management y profitability: Evidence from cement sector of Pakistan, listed on Karachi stock exchange. *Journal Business. Administration Management Science*, 2, 215-223.
- MaketLine, (2014a). *Global Food Retail*. June.
- MaketLine, (2014b). *Food Retail in Spain*. June.

- MaketLine, (2014c). *Food Retail in Europe*. June.
- MaketLine, (2015a). *Global Food Retail*. August.
- MaketLine, (2015b). *Food Retail in Europe*. August.
- MaketLine, (2015c). *Food Retail in Spain*. August.
- Martínez, S. C., y Casielles, R. V. (2015) Creación de experiencias de compra offline y online en el sector de la distribución comercial:¿ Qué papel juegan las emociones del consumidor?. *Fundación Ramón Areces. Cátedra de Distribución comercial. Universidad de Oviedo*, 229-334.
- Mathuva, D. (2009). The Influence of working capital management components on corporate profitability: a survey on Kenyan listed firm. *Research Journal of Business Management*, 3, 1-11.
- Mayorga, M., y Muñoz, E. (2000). La técnica de datos de panel una guía para su uso e interpretación. *Banco Central de Costa Rica. Departamento de investigaciones económicas*.
- Mercasa (2016). Informe sobre la producción, industria, distribución y consumo alimentario en España.
- McNichols, M., y Wilson, G. P. (1988). Evidence of earnings management from the provision for bad debts. *Journal of accounting research*, 26, 1-31.
- McNichols, M. F. (2001). Research design issues in earnings management studies. *Journal of accounting and public policy*, 19(4), 313-345.
- Micha, B. (1984). Analysis of business failures in France. *Journal of Banking & Finance*, 8(2), 281-291.
- Miller, M. H., y Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, y the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Ministerio de Medio Ambiente y Medio Rural y Marino. (2010). *Estudio de mercado observatorio del consumo y la distribución alimentaria. Monográfico especial distribuidores*.
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente [MAPAMA] (2015) *Informe anual de la industria alimentaria española periodo 2013-2014*.

- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente [MAPAMA] (2016a) *Informe anual de la industria alimentaria española periodo 2014-2015*.
- Ministerio de Agricultura, Alimentación y Medio Ambiente [MAPAMA] (2016b) *Informe de consumo de alimentación en España 2015*. Mayo.
- Modigliani, F., y Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance y the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
- Mohamad, N. E., y Saad, N. B. (2010). Working capital management: The effect of market valuation y profitability in Malaysia. *International Journal of Business y Management*, 5(11), 140-147.
- Mollá Descals, A., Gil Saura, I., Frasquet Deltoro, M., y Vallet Bellmunt, T. (2002). Tendencias de la investigación en distribución comercial en España. *Distribución y consumo*, (61), 114-127.
- Mulenga, M. J. (2015). The Relative Ability of Earnings and Cash Flow from Operations in Predicting Future Cash Flows: Evidence from India. *International Journal of Accounting y Financial Reporting*, 5(2), 178-194.
- Muñoz Orcera, R. (2013). *Contabilidad financiera*. Madrid. International Technical & Financial Institute.
- Muñoz Orcera, R. (2009). *Fundamentos de Contabilidad*. Madrid: International Technical & Financial Institute.
- Muriel, J. A. C. (2006). Grupo Eroski refuerza su cultura corporativa mediante la formación en liderazgo. *Capital humano: revista para la integración y desarrollo de los recursos humanos*, 19(202), 24-35.
- Myal, N., y Goswami, S. (2010). Impact of Working Capital Management on Liquidity, Profitability and Non Insurable Risk and Uncertainty Bearing: A Case Study of Oil and Natural Gas Commission (ONGC). *Great Lakes Herald*, 4(2), 21-42.
- Naimulbari, K. (2012). A research paper on the impact of working capital management on profitability of pharmaceuticals sector in Bangladesh. Disponible: 231675.

- Napompech, K. (2012). Effects of Working Capital Management on the Profitability of Thai Listed Firms. *International Journal of Trade, Economics y Finance*, 3(3), 227.
- Naser, K. H. (1993). *Creative financial accounting: its nature y use*. Prentice Hall.
- Naser, K. A., Nuseibeh, R. A., y Al-Hadeya, A. H. (2013). Factors influencing corporate working capital management: Evidence from an emerging economy. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 2(1), 11-30.
- Nevado Peña, D. (2007). Diferencias entre el PGC y el Plan General Contable de PYMES. *Estrategia financiera*, (243), 22-40.
- Nimalathasan, B. (2010). Working capital management y its impact on profitability: A study of selected listed manufacturing companies in Sri Lanka. *Information Management*, 12, 76-83.
- Nielsen (1998). Anuario de distribución.
- Nobanee, H., y Al-Hajjar, M. (2009). A note on working capital management y corporate profitability of Japanese firms. *Disponible en SSRN 1433243*.
- Ohlson, J. A. (1980). Financial ratios y the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of accounting research*, 18(1), 109-131.
- Oladipupo, A. O., y Okafor, C. A. (2013). Relative contribution of working capital management to corporate profitability and dividend payout ratio: Evidence from Nigeria. *International Journal of Business and Finance Research*, 3(2), 11-20.
- Ormaza, I. (1992). Las relaciones producción alimentaria/distribución: el dominio de los fabricantes. *Distribución y Consumo*, (6), 10-25.
- Padachi, K. (2006). Trends in working capital management y its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms. *International Review of business research papers*, 2(2), 45-58.
- Pais, M. A., y Gama, P. M. (2015). Working capital management y SMEs profitability: Portuguese evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 11(3), 341-358.
- Parte-Esteban, L.P, y Gonzalo Angulo, J. A. (2008). ¿ Añaden las partidas extraordinarias calidad al resultado?. *Universia Business Review*, 3(18).

- Parte-Esteban, L. P., y Gonzalo Angulo, J. A. (2009). ¿ Se maquillan los resultados de las cotizadas en España?. *Universia Business Review*, 1(21).
- Petersen, M. A., y Rajan, R. G. (1997). Trade Credit: Theory and evidence. *Review of Financial Studies*, 10(3), 661-691.
- Pinches, G. E., Eubank, A. A., Mingo, K. A., y Caruthers, J. K. (1975). The hierarchical classification of financial ratios. *Journal of Business Research*, 3(4), 295-310.
- Pinches, G. E., Mingo, K.A., y Caruthers, J. K. (1993). The stability of financial patterns in industrial organizations. *The Journal of finance*, 28(3), 399-396.
- Ponsian, N., Chrispina, K., Tago, G., y Mkiibi, H. (2014). The effect of working capital management on profitability. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 2(6), 347-355.
- Prada Ospina, R. (2016). Las TIC, factor de efectividad en la aplicación del mercadeo digital en negocios de retail. *Revista EAN*, (80), 105-116.
- Prieto, D. (2006). El comercio se revoluciona: con la apertura en Madrid de Galerías Preciados llega a España un nuevo concepto: los grandes almacenes. *Unidad Editorial*, (1943), 103-111.
- Puelles Pérez, J. A., y Puelles Gallo, M. (2008). Marcas de Distribuidor (MDD): 100 ideas clave Iniciativas empresariales más novedosas a nivel mundial. *Distribución y consumo*, (100), 241-256.
- Puelles Pérez, J. A., y Puelles Gallo, M. (2003). Marcas de Distribuidor. Más de 30 años de un proceso dinámico e imparable. *Distribución y consumo*, (69), 55-71.
- Raheman, A., Afza, T., Qayyum, A., y Bodla, M. A. (2010). Working capital management and corporate performance of manufacturing sector in Pakistan. *International Research Journal of Finance y Economics*, 47(1), 156-169.
- Raheman, A., y Nasr, M. (2007). Working capital management and profitability—case of Pakistani firms. *International review of business research papers*, 3(1), 279-300.
- Rayburn, J. (1986). The association of operating cash flow y accruals with security returns. *Journal of Accounting Research*, 24, 112-133.

- Rebollo Arévalo, A. (2002) Concentración en el sector de la distribuciones comercial en España. *Distribución y consumo*, (47), 55-71.
- Rehman, M. U., y Anjum, N. (2013). Determination of the impact of working capital management on profitability: an empirical study from the cement sector in Pakistan. *Asian Economic y Financial Review*, 3(3), 319-332.
- Reyes, C. A. B., y Benito, Ó. G. (2006). Papel del formato comercial en la lealtad al establecimiento minorista. *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, (828), 269-288.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., y Tuna, I. (2006). The implications of accounting distortions y growth for accruals y profitability. *The Accounting Review*, 81(3), 713-743.
- Rodríguez Vilariño, M.L. (1994). Utilidad del análisis de ratios para la predicción de la insolvencia empresarial. *Actualidad Financiera*, (34), 699-773.
- Rodríguez-García, M., Domínguez-Caamaño, P., y Prado-Prado, J. C. (2016). La Nueva Cadena de Suministro en la Era de los E-Retailers: Una Revisión Bibliográfica Actualizada. *Dirección y Organización*, (59), 18-31.
- Rojo Ramirez, A. (2008). Estado de flujos de efectivo y análisis de la empresa. *Partida Contable*, 204, 48-64.
- Rosa, M.D. (2012). Regulación de los horarios comerciales en España y comparación internacional. *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, 3023, 41-50.
- Rosa, M.D., y Mora-Sanguinetti, J.S. (2012). Comercio minorista y regulación autonómica: efectos en la densidad comercial, el empleo y la inflación. *Revista de economía aplicada*, 20(59), 5-54.
- Ruiz-Maya Pérez, L. y Martín Pliego, J. F. (2001). *Estadística: II: Inferencia*. Madrid. AC.
- Rujoub, M. A., Cook, D. M., y Hay, L. E. (1995). Using cash flow ratios to predict business failures. *Journal of Managerial Issues*, 7(1), 75-90.

- Samiloglu, F., y Akgün, A. I. (2016). The Relationship between Working Capital Management and Profitability: Evidence from Turkey. *Business and Economics Research Journal*, 7(2), 1-14.
- Santemases Mestre, M., (1999). *Marketing. Conceptos y Estrategía*. Madrid. Ed.Piramides.
- Santolaria, C. J. S. (2002). Guía de los principales ratios. *Acciones e investigaciones sociales*, 14, 137-148.
- Sanz Santolaria, J. (2002). Guía de los principales ratios. *Acciones e Investigaciones sociales*, 14, 137-148.
- Sellers-Rubio, R., y Mas-Ruiz, F. (2006a). Economic efficiency in supermarkets: evidences in Spain. *International Journal of Retail and Distribution Management*, 34(2), 155-171.
- Sellers-Rubio, R., y Mas-Ruiz, F. (2008). Rentabilidad, poder de mercado y eficiencia en la distribución comercial minorista. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, 17(4),157-170.
- Sellers-Rubio, R., y Mas-Ruiz, F. J. (2009). Efficiency vs. market power in retailing: Analysis of supermarket chains. *Journal of Retailing and Consumer Services*, no. 16, vol.1, 61-67.
- Serer, G. L., Campillo, J. P., y Ferrer, E. J. V. (2009). Modelización temporal de los ratios contables en la detección del fracaso empresarial de la PYME española. *Revista española de financiación y contabilidad*, (143), 423-448.
- Sharma, A. K., y Kumar, S. (2011). Effect of working capital management on firm profitability empirical evidence from India. *Global Business Review*, 12(1), 159-173.
- Sheikh, N. A., Rafique, A., y Abbasi, M. N. (2016). Impact of Working Capital on Performance of Textile Firms Listed on PSX. *Pakistan Journal of Social Sciences (PJSS)*, 36(1), 409-419.
- Shin, H. H., y Soenen, L. (1998). Efficiency of working capital management and corporate profitability. *Financial practice and education*, 8, 37-45.

- Skousen, C. J., Guan, L., y Wetzel, T. S. (2004). Anomalies y unusual patterns in reported earnings: Japanese managers round earnings. *Journal of international financial management and accounting*, 15(3), 212-234.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals y cash flows about future earnings?. *The Accounting review*, 71(3), 289-315.
- Somoza López, A., y Vallverdú Calafell, J. (2003). Un modelo de predicción de la insolvencia empresarial basado en variables financieras. Su aplicación al caso textil catalán (1994-1997). *Revista de Contabilidad*, 6(11), 173-191.
- Sousa Fernández, F. (2008). Ante una nueva configuración del resultado empresarial. *Partida Doble*, (203), 60-77.
- Sousa Fernández, F. (2009). La formulación del Estado de Ingresos y Gastos Reconocidos y del Estado Total de Cambios en el Patrimonio Neto del PGC 2007: perspectiva conceptual y técnica. *Revista Técnica Contable*, 61(718), 4-32.
- Soykan, M. E., y Ulucak, R. (2016). Is There a Non-linear Relationship between Net Trade Cycle and Corporate Performance in Turkey?. *International Business Research*, 9(6), 95-101.
- Smith, K. V. (1980). Profitability versus liquidity tradeoffs in working capital management. *Readings on the management of working capital*, 549-562.
- Smith, K. V., y Sell, S. B. (1980). Working capital management in practice. *Readings on the management of working capital*, 51-84.
- Stecher, K. (1930). The Determination of Working Capital in Railroad and Public Utilities Valuations. *The Yale Law Journal*, 39(7), 927-956.
- Stern, L. W., El-Alsary, A., Coughlan, T., y Cruz Roche, I., (1998). *Canales de comercialización*. Madrid. Prentice Hall.
- Stewart, G. (1995). Supply chain performance benchmarking study reveals keys to supply chain excellence. *Logistics Information Management* 8(2), 38-44.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 249-281.

- Tariq, H., Mümtaz, R., y Rehan, M. F. (2013). Working Capital Management and Firm Performance: Evidence from Pakistan. *European Journal of Business y Management*, 5(20), 86-91.
- Tauringana, V., y Adjapong Afrifa, G. (2013). The relative importance of working capital management and its components to SMEs' profitability. *Journal of Small Business y Enterprise Development*, 20(3), 453-469.
- Thapa, P. D. (2013). How does profitability get affected by working capital management in food y beverages industry?. *Journal of Advanced Research in Management (JARM)*, (2), 79-88.
- Thomas, J., (1989). Unusual patterns in reported earnings. *The Accounting Review*, October 64(4), 773-787.
- Toboso, P. (2000). *Pepín Fernández: 1891-1982: Galerías Preciados, el pionero de los grandes almacenes*. Madrid. LID Editorial Empresarial.
- Toboso, P. (2002). Grandes almacenes y almacenes populares en España. Una visión histórica. *Documentos de trabajo de Historia Económica (Fundación SEPI)*.
- Too, S. K., Kubasu, A., y Langat, L. C. (2016). Effect of Working Capital Management Practices on a Firm's Profitability: A Case of Manufacturing Firms Listed in Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Economics, Commerce y Management*, 4(6), 701-736.
- Torres, E. (dir.) (2000). *Los 100 empresarios españoles del siglo XX*. Madrid. LID.
- Trueman, B., y Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of accounting research*, 26, 127-139.
- Urías Valiente (1991). *Análisis de los estados financieros*. Madrid. McGraw-Hill.
- Urriza, M. A., Calvo, J. J., Orbaiz, M.L., y Monge, M.E. (2013). Determinantes de la elección de internet como canal de compra y estrategia multicanal de la empresa.: Efectos en los consumidores, las empresas, los individuos y la sociedad. En *Estrategias de distribución y comportamiento de compra multicanal: Tendencias y oportunidades para que fabricante y distribuidor rentabilicen sus decisiones de marketing*, 209-220. Fundación Ramón Areces.

- Usama, M. (2012). Working capital management y its affect on firm's profitability and liquidity: In other food sector of (KSE) Karachi stock exchange. *Arabian Journal of Business y Management Review (Oman Chapter)*, 1(12), 62-73.
- Uyar, A. (2009). The relationship of cash conversion cycle with firm size y profitability: an empirical investigation in Turkey. *International Research Journal of Finance y Economics*, 24(2), 186-193.
- Vazquez Casiells, R., y Trespacios Gutiérrez, J.A. (1997). *Distribución comercial. Estrategias de fabricantes y detallistas*. Madrid. Pirámides.
- Vela, C., y Bocigas, O. (1992). *Fundamentos de marketing*. Madrid. Universidad Pontificia de Comillas.
- Vilas, J. M. (2011). *Marcas líderes y distribuidores: Buenas prácticas de colaboración*. ESIC Editorial.
- Vallet Bellmunt, T., y Mollá Descals, A. (2006). Las estrategias del comercio especializado. *Revista ICE*, 827, 137-166.
- Velázquez, F. J., y Blanco, C. F. (2005). La distribución alimentaria en España: orientación al mercado, resultados e influencia del entorno. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 11(3), 173-191.
- Vidal, J (dir.) (2000). *Cien empresarios valencianos*. LID. Madrid.
- Vilas, J. M. (2011). Marcas líderes y distribuidores. Buenas prácticas de colaboración. *Distribución y consumo*, (117), 23-30.
- Vishnani, S., y Shah, B. K. (2007). Impact of working capital management policies on corporate performance – An empirical study. *Global Business Review*, 8(2), 267-281.
- Vivas, E. (2007). La distribución moderna: la invasión de los supermercados. *Viento Sur*, 94, 56-64.
- Vural, G., Sökmen, A. G., y Çetenak, E. H. (2012). Affects of working capital management on firm's performance: evidence from Turkey. *International Journal of Economics y Financial Issues*, 2(4), 488-495.

- Wang, Y. J. (2002). Liquidity management, operating performance, and corporate value: evidence from Japan y Taiwan. *Journal of Multinational Financial Management*, 12(2), 159-169.
- Warrad, L. (2013). The impact of working capital turnover on Jordanian Chemical industries profitability. *American Journal of Economics y Business Administration*, 5(3), 116-119.
- Wong, K. F. (1996). Bootstrapping Hausman's exogeneity test. *Economics Letters*, 53(2), 139-143.
- Xie, H., (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*. 76, 357-373.
- Xie, B., Davidson, P., y DaDalt, J. (2001). Earning management y corporate goverance: the roles of the board y audit committee. *Working paper Southern Illinios Univoersity. Carbondale,IL.*
- Yasir, M., Majid, A., y Yousaf, Z. (2014). Cash conversion cycle and its impact upon firm performance: An evidence from cement industry of Pakistan. *Global Business y Management Research*, 6(2), 139-149.
- Yucel, T., y Kurt, G. (2002). Cash conversion cycle, cash management and profitability: An empirical study on the ISE Traded companies. *The ISE Review*, 6(22), 1-15.
- Zeller, T. L., y Stanko, B. B. (1994). Operating cash flow ratios measure a retail firm's ability to pay. *Journal of Applied Business Research*, 10(4), 51-59.
- Zygmunt, J. (2013, March). Does liquidity impact on profitability. *Conference of informatics y management sciences*, 25, 247-251s.

Disposiciones normativas

Ley 7/1996, de 15 de enero de ordenación del Comercio Minorista.

Real Decreto 1514/2007 de 16 de noviembre por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. [BOE, 2007a].

Real Decreto 1643/1990 de 20 de diciembre por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad. [BOE, 2007b].

Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre, por el que se aprueban las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas y se modifica el Plan General de Contabilidad aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre y el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas aprobado por Real Decreto 1515/2007, de 16 de noviembre.

Resolución de 29 de diciembre de 2010, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, sobre la información a incorporar en la memoria de las cuentas anuales en relación con los aplazamientos de pago a proveedores en operaciones comerciales.

Real Decreto 509/2000 de 14 de abril, por el que se crea el observatorio de precios de los alimentos

Páginas web consultadas

- Ahorramas. http://www.ahorramas.com/n_empresa_historia.php. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)
- Alimerka. <http://www.alimerka.es/web/index.php/conoce-la-empresa> (Última consulta el 25 de octubre de 2016)
- Bon Preu. <http://www.bonpreu.es/pag1.php?idF=5&idSubF=58> (Última consulta el 25 de octubre de 2016)
- Caprabo. <http://www.caprabo.com/es/conoce-caprabo/> (Última consulta el 31 de octubre de 2016)
- Cencosu (Grupo Spar Canarias)
<http://www.cencosu.es/spar/index.php?lang=es&mopt=1>. (Última consulta el 31 de octubre de 2016)
- Central de compras- Euromandi. <http://www.euromadi.es/info/grupo-emd-internacional-3.htm>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)
- Fórmula adecuada para Cataluña. <http://www.fac-sa.es/> (Última consulta el 31 de octubre de 2016)
- Gigante. <http://www.gigante.es/Nosotros.aspx>. (Última consulta el 25 de marzo de 2013)
- Grupo Alcampo (Auchan).
http://www.alcampo.es/conocenos?p_p_id=highlightedlinks&p_p_lifecycle=0&p_p_col_id=column-4&p_p_col_count=1 (Última consulta el 28 de marzo de 2017)
- Grupo Aldi. https://www.aldi.es/aldi_newsletter_aldi_16.html (Última consulta el 28 de marzo de 2017)
- Grupo Carrefour <http://www.carrefour.es/grupo-carrefour/carrefour-en-espanya/>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)
- Grupo DIA. <http://www.diacorporate.com/es/compania/historia/>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Grupo Eroski. <http://www.eroski.es/conoce-eroski>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Grupo. IFA. <http://www.grupoifa.com/compania.aspx> (Última consulta el 25 de octubre de 2016)

Grupo Gadis. <http://www.gadisa.es/gadis/index.php>. (Última consulta el 31 de octubre de 2016)

Grupo Gadisa. <http://www.gadisa.es/index.php?id=19>. (Última consulta el 31 de octubre de 2016)

Grupo Luis Piña- Mas y Mas. <http://www.super-masymas.com/index.php>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Gupo Metro. <http://www.makro.com/> (Última consulta el 31 de octubre de 2016)

Grupo Miquel Superficie de Alimentacio. <http://www.miquel.es/sobre-el-grupo/historia>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Grupo Semark. <http://www.lupa.com/conocenos.html>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Grupo Uvesco. <https://www.uvesco.es/nodo.php?ID=11>. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Hiper Usera. <http://www.hiperusera.es/conozca%20las%20tiendas.swf>. (Última consulta el 31 de octubre de 2016)

Hipercor. <http://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/elcorteinglescorporativo/portal.do?IDM=121&NM=3> . (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Hipermercados E Lecrec. <http://www.e-leclerc.es/mission>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Lider aliment. <http://www.lideraliment.es/lideraliment.html>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Lidl. http://www.lidl.es/cps/rde/xchg/lidl_es/hs.xsl/5309.htm. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Mercadona. <https://www.mercadona.es/indexie.php>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Opencor. <http://www.opencor.es/opencor/conocenos/>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Simply-Sabeco <http://www.simply.es/pagestatica.aspx?id=6>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Supercor.<http://www.elcorteingles.es/informacioncorporativa/elcorteinglescorporativo/portal.do?IDM=3077&NM=3>. (Última consulta el 28 de marzo de 2017)

Supermercado BM <https://www.bmsupermercados.es/inicio.php?lang=1>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Supermercado Bolaños. <http://www.grupobolanos.com/gran-canaria/grupobolanos/>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Supermercado Cayetano y Euromarket.<http://mijas.costasur.com/sites/cayetano-euromarket/es/index.html>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Supermercado Dani. <http://www.supermercadosdani.es/historia/>. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supermercado Froiz. <http://www.froiz.es/evolucion.php>. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supermercado El Árbol <http://www.grupoelarbol.com/es-es/conoceelarbol/quienessomos.aspx> (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supermercado Hiber <http://www.supermercadoshiber.es/>.(Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supermerkats Keisy <http://www.keisy.es/empresa-keisy-supermercats.php>. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supermercados Marcial. <http://www.supermercadosmarcial.es/es/conocenos/>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Supermercado Plaza. <http://supermercadosplaza.es/>. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supermercado Sánchez Romero. <http://www.sanchez-romero.com/?q=node/43>. (Última consulta el 18 de noviembre de 2016)

Supermercado Spar. http://www.spar.es/centros_distribucion.html. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

Supersol <http://www.supersol.es/inicio/>. (Última consulta el 19 de agosto de 2016)

ANEXOS

Anexo 1. Relación de las empresas incluidas en la muestra

Anexo 2. Detalle de las ventas por grupo financiero para el periodo 2000 a 2014

ANEXO 1: Relación de las empresas incluidas en la muestra (1 de 6)

#	#	G. Financiero	Sociedad mercantil	Código NIF	F. constitución	Cierre contable	Influencia	G. Finan	Provincia	Director ejecutivo	Nombre auditor
1	1	Mercadona	Mercadona SA	A46103834	18/01/1977	Diciembre	3	2	Valencia	Inmo Alameda SL	Deloitte SL
2	2	G Carrefour	Carrefour Navarra SL	B31632664	15/06/1998	Diciembre	1	3	Navarra	Don Antonio Lopez Gomez	Mazars Auditores SL
2	3	G Carrefour	Carrefour Norte SL	B48609069	28/02/1994	Diciembre	1	3	Vizcaya	Don Marcel Raoul Clouzard	Mazars Auditores SL
2	4	G Carrefour	Centros Comerciales Carrefour SA	A28425270	01/01/1976	Diciembre	3	3	Madrid	Don Noel Prioux	Mazars Auditores SL
2	5	G Carrefour	Costasol De Hipermercados SL	B29866019	23/10/1997	Diciembre	1	3	Málaga	Don Aurelio Martin Simon	Mazars Auditores SL
2	6	G Carrefour	Grup Supeco Maxor SL	B60981057	29/11/1995	Diciembre	3	3	Madrid	Don Marcel Raoul Clouzard	Mazars Auditores SL
2	7	G Carrefour	Iliturgitana De Hipermercados SL	B23357700	28/10/1996	Diciembre	1	3	Jaen	Don Luis Pina Nunez	Mazars Auditores SL
2	8	G Carrefour	Supermercados Champion SA	A28090108	15/02/1960	Diciembre	3	3	Madrid	Don Marcel Raoul Clouzard	Mazars Auditores SL
3	9	G Eroski	Caprabo SA	A08115032	08/05/1959	Enero	3	2	Barcelona	Don Martin Gandiaga	Macg Asesores Auditores SL
3	10	G Eroski	Cecosa Hipermercados SL	B48231351	23/06/1987	Enero	3	2	Madrid	Don Miren Josebe Baztarrica	Audiatlantica SL
3	11	G Eroski	Cecosa Supermercados SL	B95390761	20/10/2005	Enero	3	2	Vizcaya	Doña Rosa Maria Carabel	Vidiella Y Rosa Auditores
3	12	G Eroski	Equipamiento Familiar y Servicios SA	A20372306	23/05/1991	Enero	1	2	Vizcaya	Cecosa Hipermercados SL	Miguel Angel Ramirez Auditores SL
3	13	G Eroski	Eroski Sociedad Cooperativa	F20033361	11/08/1969	Enero	1	2	Vizcaya	Don Javier Amezaga Salazar	Audiatlantica SL
3	14	G Eroski	Gestion De Hipermercados Caprabo Eisa SL	B64694219	23/10/2007	Enero	1	2	Barcelona	Doña Rosa Maria Carabel	Auren Auditores Lpa Slp
3	15	G Eroski	Supermercados Picabo SL	B64694151	23/10/2007	Enero	3	2	Barcelona	Doña Rosa Maria Carabel	Macg y Auditores Asociados SL
3	16	G Eroski	Vego Supermercados SA	A36651313	27/06/1987	Enero	2	2	A Coruña	Doña Rosa Maria Carabell	Auditoria I Control Auditores SL
4	17	G Dia	Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	A28164754	24/07/1966	Diciembre	3	2	Madrid	Don Pablos Ricardo Curras	Trujillano Y Asociados Auditores SL
4	18	G Dia	Grupo El Arbol Distribucion Y Super. SA	A80223258	18/12/1991	Diciembre	3	2	Madrid	Don Ole Van Der Straaten	Gramaudit SL
4	19	G Dia	Twins Alimentacion SA - Dia Maxi	A80782519	14/01/1994	Diciembre	3	2	Madrid	Don Antonio Aranz Martin	Despatx I Gabinet D Auditoria SL
5	20	G Auchan	Alcampo SA	A28581882	13/07/1979	Diciembre	3	3	Madrid	Don Pedro Alonso Villoslada	Gesem Auditores Y Consultores SL
5	21	G Auchan	Sabeko Banaketa SA	A20672200	27/08/1999	Diciembre	2	2	Vizcaya	Doña Marie Coignard Patrick Jean	Activa Auditoria & Consultoria, Slp
5	22	G Auchan	Sociedad Hispanica Desarrollo SA- Alcampo	A34005728	17/05/1974	Diciembre	1	3	Guipuzcoa	Don Juan Antonio Garcia Rivas	Activa Auditoria & Consultoria, Slp
5	23	G Auchan	Supermercados Sabeco SA	A50008150	01/07/1960	Diciembre	3	3	Zaragoza	Don Agustin Jose Esbec Albalad	Santander Auditores SL
5	24	G Auchan	Zelaira SA	A20529335	01/06/1995	Diciembre	1	3	Guipuzcoa	Don Javier Irasporza Guilisagasti	Pde Auditores SL

ANEXO 1: Relación de las empresas incluidas en la muestra (2 de 6)

#	#	G. Financiero	Sociedad mercantil	Código NIF	F. constitución	Cierre contable	Influencia	G.Finan	Provincia	Director ejecutivo	Nombre auditor
6	25	G Lidl	Lidl Supermercados SA	A60195278	02/12/1992	Febrero	3	3	Barcelona	Don Miguel Aranda	Pkf Attets Servicios Empresariales SL
7	26	G ECI	Gestion De Puntos De Venta Gespevesa SA	A81931214	28/01/1998	Diciembre	3	2	Madrid	Don Victor Del Pozo Gil	Cms Auditors Associats SL
7	27	G ECI	Hipercon SA	A28642866	02/07/1979	Febrero	3	2	Madrid	Don Anselmo Carlos Martinez	Cms Auditors Associats SL
7	28	G ECI	Supercor SA	A78476397	10/04/1987	Febrero	3	2	Madrid	Don Jorge Valls	Audirisk-Control SL
8	29	G Consum	Consum S Coop	F46078986	11/06/1975	Enero	3	2	Valencia	Don Juan Luis Durich Esteras	Grupo Auditor Ros SL
9	30	G Spar	Agrucan SL	B38238788	29/06/1990	Diciembre	1	2	SC Tenerife	José Padilla Francés SL	Uniaudit Oliver Camps SL
9	31	G Spar	Central de Compras de Super. Canarias SL	B35105055	08/10/1986	Diciembre	1	3	Las Palmas GC	Alvymat SA	Uniaudit Oliver Camps SL
9	32	G Spar	Fragadis SL	B43396985	10/01/1994	Diciembre	1	2	Tarragona	Don Jose Fraga Molluna	Auditest Sap
9	33	G Spar	Jose Padilla Frances SL	B35325422	04/02/1993	Diciembre	1	3	Las Palmas GC	Don Juan Alberto Padilla Frances	Acr Auditores Group SL
9	34	G Spar	Lider Aliment SA	A06335582	03/11/2000	Diciembre	1	3	Badajoz	Don Oscar Marin Garcia	Cefisa Auditores Slp
9	35	G Spar	Miquel Alimentacio Grup SA	A17371758	31/05/1993	Diciembre	3	3	Girona	Don Pere Laymon Pubill	Auditoria I Control Auditors SL
9	36	G Spar	Spar 2000 SL	B35627371	13/09/2000	Diciembre	1	2	Las Palmas GC	Don Carlos Sanchez Estefani	Auditoria I Control Auditors SL
9	37	G Spar	Supermercados Marcial SL	B35637792	05/07/2000	Diciembre	1	1	Las Palmas GC	Don Francisco Gonzalez Viera	Auren Auditores Mad SL
9	38	G Spar	Supermercados Mogan SL	B35291798	06/11/1991	Diciembre	1	3	Las Palmas GC	Don Franco De La Cruz	Afirmare Auditores Slp
9	39	G Spar	Tomas Barreto SA	A38022992	20/12/1979	Diciembre	1	3	SC Tenerife	Don Tomas Barreto Lorenzo	Macg Y Auditores Asociados SL
9	40	G Spar	Valvi Alimentacio I Serveis SL	B17205410	24/11/1988	Septiembre	1	3	Girona	Don Jordi Noguer De Palol	Euroglobal Consulting Auditors SL
10	41	Ahorramas	Ahorramas SA	A28600278	01/01/1979	Diciembre	1	2	Madrid	Don Juan Luis Chaparro Lopez	Geslocal Auditores SL
11	42	G Metro	Makro Autoservicio Mayorista SA	A28647451	07/07/1980	Septiembre	3	3	Madrid	Don Anton Hiller Hans	Asesores Y Consultores Financieros Indep
12	43	G IFA	Cabrero E Hijos SA - Altoaragón	A22000590	30/12/1941	Diciembre	1	2	Huesca	Don Santiago Cabrero	Abante Norte Auditores Slp
12	44	G IFA	Hiper Usera SL	B85139855	01/07/2007	Diciembre	1	1	Madrid	Don Francisco Sanchez	Osp Y Asociados Auditores SL
12	45	G IFA	Ifa Retail SA	A28190551	02/06/1967	Diciembre	3	2	Madrid	Ifa Retail SA	Auditest Sap
12	46	G IFA	Vicente Alonso SL	B11009917	01/01/1976	Diciembre	1	1	Cádiz	Doña Begona Alonso Tosso	Audicubic SL

ANEXO 1: Relación de las empresas incluidas en la muestra (3 de 6)

#	#	G. Financiero	Sociedd mercantil	Código NIF	F. constitución	Cierre contable	Influencia	G.Finan	Provincia	Director ejecutivo	Nombre auditor
13	47	Bon Preu	Bon Preu SA	A08665838	24/12/1980	Febrero	1	1	Barcelona	Don Joan Font Fabrego	Vives Sintes Compania De Auditoria SL
14	48	Dinosol -Aja	Dinosol Supermercados SL	B61742565	19/08/1998	Diciembre	2	2	Las Palmas GC	Don Francisco Javier Puga	Audiconsult SL
15	49	G Gadisa	Atlantica Saga Ourense SL	B15735624	22/03/2000	Diciembre	1	1	A Coruña	Don Roberto Tojeiro Diaz	Carrero Lancho Auditores SL
15	50	G Gadisa	Ecomas Supermercados SL	B15368368	23/03/1992	Diciembre	1	1	A Coruña	Don Roberto Jose Tojeiro	Mundiaudit SL
15	51	G Gadisa	Hipermercados Y Economatos SA - Gadisa SA	A47012646	24/04/1976	Diciembre	2	2	Valladolid	Don Carlos Manuel Cano Diaz	Plf Rma Auditores Y Consultores SL
15	52	G Gadisa	Mercartabria SL	B15535552	14/09/1995	Diciembre	1	1	A Coruña	Don Carlos Manuel Cano Diaz	Integracion De Tecnicas De Gestion Audit
15	53	G Gadisa	Pontevicus SL	B15705676	10/08/1999	Diciembre	1	2	A Coruña	Don Roberto Tojeiro Rodriguez	A Y T Auditores SL
16	54	G Uvesco	Distribucion Supermercados SL	B20099586	21/11/1985	Diciembre	1	2	Guipuzcoa	Almacen de la Patata SA	Diez Izquierdo y Asociados Auditores SL
16	55	G Uvesco	Supermercados Ercoreca SA	A48092985	04/01/1979	Diciembre	2	1	Vizcaya	Unialco SA	Diez Izquierdo y Asociados Auditores SL
16	56	G Uvesco	Unialco SL	B20030052	09/06/1967	Diciembre	1	1	Guipuzcoa	Hipermercados Beta SA	Diez Izquierdo y Asociados Auditores SL
16	57	G Uvesco	Uvescaya SL	B48797914	18/01/1996	Diciembre	2	1	Vizcaya	Don Jose Ramon Fernandez	Diez Izquierdo y Asociados Auditores SL
16	58	G Uvesco	Ves SL	B39014386	23/06/2000	Diciembre	1	1	Cantabria	Don Jose Ramon Fernandez	Diez Izquierdo y Asociados Auditores SL
17	59	G Supersol	Cashdiplo SL	B85556587	23/10/2008	Diciembre	2	2	Madrid	Don Jose Luis Sanz Otero	KPMG Auditores
17	60	G Supersol	Supersol Spain SL	B86310521	11/10/2011	Diciembre	2	2	Madrid	Don Arunas Zimmickas	Ernst & Young SL
18	61	G Condis	Condis Supermercats SA	A08721177	10/12/1981	Diciembre	1	2	Barcelona	Don Manel Romero	Deloitte SL
19	62	G Mas y Mas	Hijos De Luis Rodriguez SA	A33026105	02/03/1979	Diciembre	1	1	Asturias	Doña Eva Macrina Rodriguez	KPMG Auditores
19	63	G Mas y Mas	Juan Fornes Fornes SA	A03140456	21/01/1984	Diciembre	1	1	Alicante	Don Juan Jose Fornes Artigues	Ernst & Young SL
19	64	G Mas y Mas	Luis Piña SA	A23060288	25/11/1987	Diciembre	1	1	Jaen	Don Alberto Jesus Pina Leon	Ernst & Young SL
19	65	G Mas y Mas	Sucesores De Pedro Soriano Buform SL	B03003993	17/06/1958	Enero	1	1	Alicante	Don Bartolome Soriano Galiana	Gesem Auditores Y Consultores SI
20	66	G Alimerka	Alimerka SA	A33093097	15/12/1986	Diciembre	2	1	Asturias	Don Alejandro Fernandez	Pricewaterhousecoopers Auditores SL
21	67	G Aldi	Aldi Dos Hermanas Supermercados SL	B91405142	17/11/2004	Diciembre	3	3	Sevilla	Doña Cecilia De Alzugaray	Ficesa Treuhand SA
21	68	G Aldi	Aldi Masquefa Supermercados SL	B63667109	17/11/2004	Diciembre	3	3	Barcelona	Don Christian Babler Font	Ficesa Treuhand SA
21	69	G Aldi	Aldi Pinto Supermercados SL	B84160233	17/11/2004	Diciembre	3	3	Madrid	Don Pablo Engelmann Arrasate	Ficesa Treuhand SA
21	70	G Aldi	Aldi San Isidro Supermercados SL	B53948204	17/11/2004	Diciembre	3	3	Alicante	Don Oskar Church Martin	Ficesa Treuhand SA

ANEXO 1: Relación de las empresas incluidas en la muestra (4 de 6)

#	#	G. Financiero	Sociedad mercantil	Código NIF	F. constitución	Cierre contable	Influencia	G. Finan	Provincia	Director ejecutivo	Nombre auditor
22	71	G Froiz	Distribuciones Froiz SAU	A36036739	03/07/1986	Diciembre	2	2	Pontevedra	Don Magin Alfredo Froiz Planes	Activa Auditoria & Consultoria, Slp
22	72	G Froiz	Victoriano Moldes Ruibal SA	A36013837	29/12/1979	Diciembre	1	1	Pontevedra	Don Fernando Moldes Lopez	Activa Auditoria & Consultoria, Slp
23	73	Coviran	Coviran Sociedad Cooperativa Andaluza	F18004937	01/01/1961	Diciembre	3	2	Granada	Don Luis Maria Osuna Hervas	Ernst & Young SL
24	74	Semark	Semark Ac Group SA - Supermercado Lupa	A39050349	14/11/1985	Diciembre	2	1	Cantabria	Don Antonio Vega Jose	Santander Auditores SI
25	75	G E Lecrec	Arancedis SL	B81786386	07/07/1997	Septiembre	2	3	Madrid	Don Philippe Gruau	Doña Virginia Briones Alonso
25	76	G E Lecrec	Carbadis SL	B37333093	23/12/1997	Octubre	1	3	Salamanca	Don Santos Dominique Alves	Doña Virginia Briones Alonso
25	77	G E Lecrec	Eurohiper Distribucion SL	B13202460	24/02/1994	Noviembre	1	3	Ciudad Real	Don Jean Jimenez	Doña Natividad Bioque Nunez
25	78	G E Lecrec	Toriadis SL	B24322109	10/08/1995	Septiembre	1	3	León	Don Manuel Rilo Dopico	Doña Virginia Briones Alonso
25	79	G E Lecrec	Soriadis SL	B42141176	15/12/1995	Noviembre	1	3	Soria	Doña Maria Del Pilar Antolin	Doña Natividad Bioque Nunez
25	80	G E Lecrec	Mirandadis SL	B83080754	24/08/2001	Septiembre	1	3	Burgos	Don Michael Chauvin Jean	Doña Virginia Briones Alonso
25	81	G E Lecrec	Vitoriadis SL	B01384205	06/04/2005	Octubre	1	3	Alava	Don Philippe Pichon	Doña Virginia Briones Alonso
25	82	G E Lecrec	Almendis SL	B84378298	01/06/2005	Octubre	1	3	Badajoz	Don Jose Antonio Quintana	Doña Virginia Briones Alonso
25	83	G E Lecrec	Trujillodis SL	B83960922	30/03/2004	Septiembre	1	3	Cáceres	Don Michel Bernard Chauvin	Doña Virginia Briones Alonso
25	84	G E Lecrec	Pamplona Distribucion SA	A31232309	13/12/1988	Octubre	1	3	Navarra	Doña Catherine Vallois	Don Fernando Nicasio Tejada Zabalegui
25	85	G E Lecrec	Vallecadis SL	B86234572	06/06/2011	Octubre	1	3	Madrid	Don Pedro Vazquez Gomez	Doña Virginia Briones Alonso
26	86	G Unide	Union Detallistas Españoles Sociedad Coop	F28154946	06/09/1931	Diciembre	3	2	Madrid	Don Celso Lopez Martin	Pricewaterhousecoopers Auditores SL
27	87	Superf Aliment	Superficies De Alimentacion SA	A08586539	30/07/1979	Diciembre	1	1	Barcelona	Don Vicente Santos Olmo	KPMG Auditores
28	88	G Musgrave	Musgrave España SA	A80837941	10/03/1994	Diciembre	2	3	Alicante	Don Luis Lopez Lopez	Pricewaterhousecoopers Auditores SL
29	89	Cash Lepe	Cash Lepe SL	B21053848	22/03/1988	Diciembre	1	1	Huelva	Don Francisco Javier Diaz Orta	Pde Auditores SI
30	90	G Unagas	Eco Mora SA	A45038809	17/06/1985	Diciembre	1	1	Toledo	Don Antonio Gomez Crespi	Don Eulogio Pinazo Castano
30	91	G Unagas	Overseas Imports SL	B38437109	02/12/1996	Diciembre	2	3	SC Tenerife	Don Garry Richardson	Plf Attets Servicios Empresariales SL

ANEXO 1: Relación de las empresas incluidas en la muestra (5 de 6)

#	#	G. Financiero	Sociedad mercantil	Código NIF	F. constitución	Cierre contable	Influencia	G. Finan	Provincia	Director ejecutivo	Nombre auditor
31	92	Super Mas	Grupo Hermanos Martin SA	A41418237	10/07/1990	Diciembre	1	1	Sevilla	Don Julio Martin Gonzalez	Don Fernando Alfaro Lopez
32	93	G Manacor	Centros De Ahorro San Martin SL	B38101945	18/07/1988	Diciembre	2	1	SC Tenerife	Don Juan Aguilo Veny	CMS Auditors Associats SL
32	94	G Manacor	Hiper Manacor SA	A07169287	19/11/1985	Diciembre	1	1	Baleares	Doña Cristina Nicolau Suner	CMS Auditors Associats SL
33	95	G Plusfresc	Supsa Supermercats Pujol SL	B25008632	03/02/1970	Diciembre	1	1	Lleida	Don Francisco Gonzalez Cascales	Audirisk-Control SL
34	96	G Hiperber	Hiperber Distribucion Y Logistica SA	A53747929	21/03/2003	Diciembre	1	1	Alicante	Don Jose Bernabeu Santonja	Grupo Auditor Ros SL
35	97	G Covalco	Caro Ruiz SA	A14030027	27/10/1980	Enero	2	2	Córdoba	Jucalara SL	Grant Thornton
35	98	G Covalco	Coaliment Andalucía SL	B62213814	09/03/2000	Enero	1	2	Barcelona	Don Juan Castillo Lara	Grant Thornton
35	99	G Covalco	Coaliment Aragon SA	A63627327	30/09/2004	Enero	1	2	Barcelona	Don Miguel Castells Garcia	Grant Thornton
35	100	G Covalco	Coaliment Castilla SA	A45039617	16/08/1985	Enero	1	2	Toledo	Don Jose Pablo Montes	Grant Thornton
35	101	G Covalco	Coaliment Valencia SA	A43339506	20/02/1992	Enero	1	2	Barcelona	Don Jordi Saperas Vergara	Grant Thornton
36	102	S Facsa	Formula Adecuada Para Cataluña SA	A59320143	11/05/1990	Diciembre	1	1	Barcelona	Doña Julia Martos Borrega	Uniaudit Oliver Camps SL
36	103	S Facsa	Keisy SL - Supermercados Jespac SA	B58758673	31/08/1988	Diciembre	1	1	Barcelona	Don Carlos Martin Juan	Uniaudit Oliver Camps SL
37	104	G Alsara	Coop Detallista Alimentacion San Rafael Sca	F14015267	21/05/1965	Enero	2	1	Córdoba	Don Juan Rafael Garcia Baena	Auditest Sap
38	105	Hiber	Supermercados Hiber SA	A28571750	04/04/1979	Diciembre	1	1	Madrid	Don Gabriel Ruiz Largo	Actuarios de Seguros y Econo Auditores SL
39	106	Cash Europa	Nagarmur SL	B30374540	01/07/1993	Diciembre	1	1	Murcia	Don Antonio Tomas Navarro	ACR Auditores Group SL
40	107	G Piedra	Comercial Piedra Trujillo SL	B14068431	30/12/1985	Diciembre	1	1	Córdoba	Don Francisco Javier Piedra	Cefisa Auditores Slp
41	108	Almacenes Yebe	Almacenes Yebenes SA	A14103071	30/12/1987	Diciembre	1	2	Córdoba	Don Antonio Jesus Yebenes	Qrs Auditoria SL
42	109	Abanescu	Abanescu SL	B17286006	28/01/1991	Diciembre	3	3	Girona	Don Abel Escudero Martinez	Auditoria I Control Auditors SL
42	110	Abanescu	Euromercat Escudero SL	B17431396	20/01/1995	Diciembre	3	3	Girona	Don Antonio Escudero Martinez	Auditoria I Control Auditors SL
43	111	Deza	Deza Calidad SA	A14051585	30/12/1983	Diciembre	1	2	Córdoba	Don Antonio Deza Portero	Auren Auditores SL
44	112	Cash Levante	Cash Levante SL	B30312482	07/01/1992	Diciembre	1	1	Murcia	Don Juan Antonio Martinez Gomez	Auditeco SA
45	113	Maskcompra	Maskomo SL	B29539210	26/12/1991	Diciembre	2	1	Málaga	Don Sergio Cubero Lara	Afirmare Auditores Slp
46	114	PedroDuque	Pedro Duque Canarias SA	A38082608	05/03/1987	Diciembre	2	2	SC Tenerife	Don Pedro Duque Ucar	Macg Y Auditores Asociados SL
47	115	Novavenda	Comerbal SA	A17061656	15/12/1982	Diciembre	1	2	Girona	Don Francesc Xavier Llompart	Euroglobl Consulting Auditores SL

ANEXO 1: Relación de las empresas incluidas en la muestra (6 de 6)

#	#	G. Financiero	Sociedd mercantil	Código NIF	F. constitución	Cierre contable	Influencia	G.Finan	Provincia	Director ejecutivo	Nombre auditor
48	116	S Dani	Supermercados Dani SL	B18029801	31/07/1997	Diciembre	1	1	Granada	Don Daniel Lozano Magana	Geslocal Auditores SL
49	117	Nudisco	Kuups Design International SL	B54401930	09/02/2009	Agosto	1	1	Valencia	Don Miguel Angel Alcaraz	Asesores y Consultores Financieros Indep
50	118	SuperCash Avile	Supercash Aviles SL	B74175522	27/06/2006	Diciembre	1	1	Asturias	Don Jose Maria Muniz Diaz	Abante Norte Auditores Slp
51	119	S Plaza	Establecimientos Plaza SA	A28793016	28/10/1982	Diciembre	1	1	Madrid	Doña Maria Del Pilar Plaza Diez	Don Miguel Angel Delgado Cuevas
52	120	Comer Martinez	Comercial Martinez Sanchez SL	B36010031	26/12/1977	Diciembre	1	2	Pontevedra	Don Sergio Luis Martinez Abal	Osp Y Asociados Auditores SL
53	121	Barea	Manuel Barea SA	A41126889	01/01/1983	Diciembre	2	1	Sevilla	Don Manuel Barea Velasco	Auditest Sap
54	122	Alfrusur	Alfrusur SA	A17087008	17/04/1985	Diciembre	1	2	Girona	Don Joaquim Raurich Santalo	Audria Auditoria Y Consultoria, SLP
55	123	DisBosch	Distribuidora Bosch Hermanos SA	A25020629	06/04/1979	Diciembre	1	1	Lleida	Doña Maria Nuria Bosch Llobet	Euroaudit Auditores SA
56	124	S Boya	Supermercado Boya SL	B25276346	11/02/1992	Diciembre	1	1	Lleida	Doña Maria Dolores Abadia	Audicubic SL
57	125	Dispreu	Dispreu Logistica SL	B57599714	11/12/2008	Diciembre	2	1	Baleares	Don Domingo Marques Gimenez	Vives Sintes Compania De Auditoria SL
58	126	S Sanchez Rome	Supermercado Sanchez Romero SL	B83671883	30/05/2003	Enero	2	2	Madrid	Don Javier Sanchez Romero	PricewaterhouseCoopers Auditores SL
59	127	S Bolaños	Supermercados Bolaños SL	B35329077	18/03/1993	Diciembre	1	1	Las Palmas GC	Don Jose Bolanos Leon	Audiconsult SL
60	128	HTambo	Hiper Tambo SL	B10010775	09/01/1980	Diciembre	1	1	Cáceres	Don Manuel Garcia Barra	Carrero Lancho Auditores SL
61	129	S Llobet	Supermercados Llobet SA	A08612103	02/01/1980	Diciembre	1	1	Barcelona	Don Ignacio Llobet Vendrell	Faura-Casas Auditors Consultors SL
62	130	Comer Gordillo	Comercial Gordillo SL	B35065903	07/12/1982	Diciembre	1	1	Las Palmas GC	Don Domingo Jose Gordillo	Mundiaudit SL
63	131	Jose Sanchez	Jose Sanchez Diaz y Hermanos SL	B35044155	14/05/1979	Diciembre	1	1	Las Palmas GC	Don Francisco Sanchez Acosta	Pkf Rma Auditores Y Consultores SL
64	132	G Gigante	Cermol 79 SA	A28581247	20/06/1979	Diciembre	1	2	Madrid	Don Justo Javier Fernandez	Integracion De Tecnicas De Gestion Audit
65	133	G Upper	Grupo Upper Sociedad Cooperativa	F30612907	23/11/1981	Diciembre	1	1	Murcia	Don Luis Antonio Navarro	A Y T Auditores SL

ANEXO 2: Detalle de las ventas por grupo financiero para el periodo 2000 a 2014 (1 de 2)

#	Empresa	# Emp	IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS (Miles de euros)														
			2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	Mercadona	1	3.124.179	4.185.893	5.377.563	6.706.277	8.144.172	9.601.593	11.286.253	12.984.925	14.283.643	14.402.371	15.242.859	16.448.101	17.522.881	18.033.983	18.441.861
2	G Carrefour	7	7.610.095	7.538.738	7.658.100	8.610.190	9.344.512	9.690.836	9.709.465	10.304.155	10.599.168	9.906.405	9.619.274	9.427.829	9.050.073	8.858.907	8.843.474
3	G Eroski	8	2.698.537	3.203.950	3.674.642	3.969.494	4.637.979	5.089.029	5.325.845	6.922.195	7.490.922	6.566.206	6.785.990	6.429.962	6.004.427	5.717.270	5.496.967
4	G Dia	3	3.635.453	3.936.052	4.045.901	4.193.451	4.390.420	4.560.730	4.805.603	4.749.904	5.386.256	5.373.991	5.423.648	5.442.020	5.652.125	5.526.016	5.262.706
5	G Auchan	5	3.086.470	3.420.313	3.671.642	3.981.586	4.269.543	4.462.902	4.625.180	4.677.066	4.746.115	4.541.210	4.573.888	4.476.302	4.459.116	4.380.165	4.358.284
6	G Lidl	1	777.869	946.331	1.170.100	1.409.912	1.543.473	1.736.156	1.842.836	2.051.186	2.237.910	2.158.388	2.268.276	2.331.018	2.400.079	2.532.126	2.708.674
7	G ECI	3	2.417.134	2.752.416	3.036.975	3.367.130	3.485.974	3.721.607	3.874.786	3.828.508	3.577.311	3.070.055	2.940.015	2.656.509	2.439.250	2.339.167	2.315.619
8	G Consum	1	583.487	651.379	732.239	822.062	733.966	818.508	984.530	1.326.173	1.489.567	1.519.449	1.604.537	1.674.315	1.674.121	1.729.581	1.819.043
9	G Spar	11	722.291	837.316	936.466	1.021.984	1.182.925	1.298.278	1.544.660	1.682.023	1.725.667	1.587.344	1.551.311	1.552.941	1.534.395	1.607.549	1.632.219
10	Ahorramas	1	383.256	431.577	467.368	510.107	577.218	640.608	734.371	785.188	1.112.772	1.150.927	1.175.429	1.216.155	1.235.802	1.245.258	1.262.629
11	G Metro	1	937.572	1.014.926	1.084.824	1.191.189	1.280.973	1.326.403	1.425.954	1.486.910	1.385.441	1.323.260	1.308.916	1.282.437	1.226.054	854.404	1.229.922
12	G IFA	4	73.070	76.169	75.840	79.344	79.333	77.886	80.543	273.475	977.582	990.504	998.424	1.034.179	1.043.663	1.004.320	1.025.460
13	Bon Preu	1	166.193	196.593	232.921	254.276	276.276	314.090	376.017	439.074	472.428	505.728	655.256	700.127	743.539	815.838	885.786
14	Dinosol -Aja	1	177.204	524.761	2.009.201	2.039.785	1.964.281	1.942.349	1.936.510	1.695.388	1.648.248	1.289.429	1.185.421	1.109.745	575.873	747.454	829.021
15	G Gadisa	5	70.110	82.547	90.904	97.124	103.463	108.189	111.712	118.992	124.482	130.967	721.455	739.170	748.851	755.773	769.241
16	G Uvesco	5	268.129	289.593	301.935	327.325	343.577	417.358	453.748	485.374	496.108	503.825	564.106	580.199	639.677	663.406	679.461
17	G Supersol	2	0	0	0	0	0	0	0	0	404.505	404.505	430.222	425.563	598.597	651.283	651.173
18	G Condis	1	365.451	421.574	489.172	530.655	540.070	561.902	606.372	643.241	656.812	670.725	685.535	687.249	659.973	641.574	637.779
19	G Mas y Mas	4	298.424	321.565	349.430	380.949	403.554	414.713	448.467	492.880	535.172	543.349	548.782	570.419	574.817	594.879	603.404
20	G Alimerka	1	217.055	252.898	287.305	326.216	360.185	397.758	435.523	465.059	512.103	518.535	531.376	524.884	545.428	552.313	555.030
21	G Aldi	4	0	0	0	0	0	190.052	241.509	283.121	383.856	448.189	485.599	523.231	534.402	522.519	547.441
22	G Froiz	2	258.441	290.330	299.375	311.934	328.071	349.125	372.131	398.293	421.358	412.722	411.002	435.369	447.576	452.619	491.399
23	Coviran	1	182.532	191.829	220.007	259.273	279.059	292.569	321.533	338.020	360.594	374.892	405.383	416.003	433.037	452.186	460.826
24	Semark	1	139.997	159.958	180.959	211.482	223.841	234.518	255.113	272.162	290.108	305.707	350.965	369.010	385.125	391.999	421.051
25	G E Lecrec	11	169.896	182.807	216.423	232.242	248.684	257.593	266.841	277.516	296.120	287.943	307.399	309.656	332.646	312.093	342.057
26	G Unide	1	279.022	333.670	379.739	414.362	454.504	448.491	469.871	487.589	454.465	359.210	272.706	256.248	243.056	230.170	219.450
27	Superf Aliment	1	101.077	108.263	138.949	143.513	148.700	165.324	178.202	193.630	199.994	199.994	201.112	199.124	192.248	185.524	204.270
28	G Musgrave	1	143.361	157.933	167.407	169.794	177.286	182.499	189.681	202.266	206.254	199.377	194.654	190.010	193.005	192.120	188.490
29	Cash Lepe	1	54.277	73.638	71.103	71.076	73.371	74.500	81.387	90.564	95.497	103.877	106.206	106.796	105.404	103.872	172.120
30	G Unagas	2	17.933	19.188	20.587	31.722	40.120	51.989	61.573	95.470	110.032	135.612	158.096	174.779	166.996	163.713	169.347
31	Super Mas	1	96.121	109.962	122.885	131.723	137.572	145.734	163.454	170.148	177.546	171.004	166.643	171.824	162.419	155.036	166.077
32	G Manacor	2	91.740	94.170	95.040	97.613	102.505	107.718	113.562	124.349	133.873	127.159	130.626	131.266	136.023	140.136	148.356
33	G Plusfresc	1	64.655	67.510	73.067	79.081	84.373	96.872	111.947	125.452	132.336	129.870	127.254	126.774	123.586	120.875	123.380
34	G Hiperber	1	0	0	0	35.349	65.474	61.474	69.792	73.202	78.327	81.676	92.742	104.482	110.669	112.507	121.146
35	G Covalco	5	131.208	142.738	154.756	165.368	177.000	229.150	231.029	243.177	249.172	242.542	249.262	251.515	256.737	262.150	98.392

ANEXO 2: Detalle de las ventas por grupo financiero para el periodo 2000 a 2014 (2 de 2)

#	Empresa	# Emp	IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS (Miles de euros)														
			2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
36	S Facsa	2	77.417	93.565	94.187	98.494	104.904	106.700	110.055	110.564	102.279	102.255	105.016	106.391	109.120	111.165	95.250
37	G Alsara	1	68.690	69.618	72.323	72.323	72.323	72.323	79.921	82.907	83.704	82.815	81.170	81.170	85.458	88.058	91.765
38	Hiber	1	25.588	31.853	36.698	39.738	40.911	47.775	58.337	65.775	72.128	73.833	83.244	87.580	86.181	88.710	88.151
39	Cash Europa	1	3.991	3.062	2.023	2.180	2.373	2.395	2.879	3.429	4.912	5.608	29.396	46.421	65.098	77.763	84.899
40	G Piedra	1	75.687	78.582	79.904	78.339	71.540	70.297	75.438	81.786	93.342	88.868	95.076	93.447	89.336	88.908	75.474
41	Almacenes Yeber	1	23.537	25.830	26.700	30.301	33.998	36.136	42.360	48.453	55.061	59.259	60.360	60.673	68.166	73.407	74.577
42	Abanescu	2	25.717	38.430	51.148	65.758	78.984	83.065	66.733	77.149	80.676	76.925	72.715	65.738	70.742	74.967	74.019
43	Deza	1	35.556	37.673	38.312	39.795	43.884	48.190	52.756	56.955	58.418	57.302	56.357	56.926	62.552	67.300	68.041
44	Cash Levante	1	11.578	11.167	10.631	10.992	9.610	8.941	12.463	18.878	44.022	39.589	41.908	46.230	50.424	56.899	66.543
45	MasKomptra	1	29.867	28.179	29.909	32.003	33.872	36.944	44.587	47.145	47.060	43.391	45.748	47.885	48.472	59.816	63.504
46	PedroDuque	1	33.719	34.557	36.728	36.920	37.847	42.952	45.196	49.541	49.397	46.967	47.135	52.677	57.699	61.018	62.319
47	Novavenda	1	15.296	19.192	25.836	30.617	37.345	42.525	42.443	48.458	54.972	58.305	56.953	56.740	55.493	56.714	59.471
48	S Dani	1	66.759	73.795	76.527	77.342	79.915	76.081	76.524	73.306	80.043	74.517	74.722	70.363	65.285	61.040	57.158
49	Nudisco	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	11.625	27.608	49.774	57.064
50	SuperCash Aviles	1	0	0	0	0	0	0	29.108	52.660	61.264	65.302	64.673	66.416	64.163	60.164	52.955
51	S Plaza	1	34.894	39.101	39.101	44.167	43.714	42.945	46.927	48.634	49.555	47.529	47.686	48.809	50.805	50.109	52.641
52	Comer Martinez	1	32.877	35.585	32.635	39.346	38.229	38.037	41.422	46.044	52.777	52.604	51.458	49.410	46.581	45.669	44.647
53	Barea	1	55.598	52.861	53.856	50.991	48.245	48.771	54.582	59.923	59.009	56.169	51.653	49.624	45.399	44.832	43.271
54	Alfrusur	1	10.352	13.238	17.617	22.272	28.729	34.796	33.869	35.159	36.635	36.763	35.022	36.257	36.764	36.098	34.701
55	DisBosch	1	32.905	35.847	39.182	39.802	39.578	39.342	40.535	41.696	42.877	41.766	39.382	37.620	37.248	36.043	33.561
56	S Boya	1	13.319	18.537	26.742	36.557	41.574	42.329	36.149	44.166	42.757	42.757	40.689	38.709	35.405	30.838	30.805
57	Dispreu	1	0	0	0	0	0	0	0	0	122	122	26.342	25.215	29.814	29.606	30.656
58	S Sanchez Romer	1	0	0	0	28.861	40.464	42.495	44.790	45.952	37.190	37.190	36.872	36.223	33.458	32.115	29.935
59	S Bolaños	1	43.574	39.247	37.656	36.851	32.238	28.899	29.918	31.897	32.773	32.384	29.428	28.090	27.701	29.407	27.617
60	HTambo	1	17.386	18.106	18.727	20.141	20.185	20.975	21.419	21.687	21.746	23.408	23.415	24.202	25.308	25.038	25.844
61	S Llobet	1	17.675	22.182	23.116	23.591	24.348	24.328	24.188	25.875	26.249	24.773	24.738	25.222	22.969	21.978	21.846
62	Comer Gordillo	1	7.917	9.463	10.095	10.469	11.671	11.588	11.724	13.931	13.931	12.814	13.856	14.905	16.826	15.821	16.426
63	Jose Sanchez	1	4.768	5.097	5.378	5.767	5.669	5.276	5.668	6.272	6.696	6.546	5.937	5.271	5.547	5.824	5.657
64	G Gigante	1	36.059	42.990	50.431	54.013	54.227	55.581	57.422	58.049	55.037	54.242	54.548	54.352	53.560	56.694	0
65	G Upper	1	49.530	54.266	56.692	65.648	70.745	76.530	73.170	73.693	75.102	77.809	75.541	75.390	76.852	74.112	0
TOTAL		133	30.192.495	33.948.609	38.824.977	43.266.867	47.349.575	51.254.716	54.996.586	60.156.662	64.891.477	62.158.760	63.945.411	64.574.792	64.701.704	64.658.670	65.350.351

