

SECTOR CORCHERO EN EXTREMADURA. EL CASO DE LAS EMPRESAS CORCHERAS DE SAN VICENTE DE ALCÁNTARA.

Por **Elena María Moreno Rollano**

Graduada en Gestión y Administración de Empresas por la
Universidad de Extremadura
elenamorenorollano@gmail.com

Presentado: 12 junio 2019

Aceptado 14 de septiembre 2019

Agradecimientos:

Deseo mostrar mi agradecimiento al profesor D. Ángel Sabino Mirón, el cual me ha enseñado y ayudado en el análisis de las variables del sector corchero a partir de la plataforma SABI. Igualmente al profesor Marcelo Sánchez-Oro Sánchez, que me dirigió el Trabajo Fin de Grado (TFG) que es la base de este artículo

RESUMEN

Este artículo tiene como base un Trabajo Fin de Grado (en adelante TFG) que analiza el sector del corcho en Extremadura, a partir de las empresas que se dedican a este sector en San Vicente de Alcántara (Badajoz, Extremadura). Previamente se contextualiza esta realidad a partir de las teorías de la Estructura de Capital de las Empresas, en relación a lo cual se hará un repaso de las diferentes teorías y estudios prácticos sobre la estructura de las empresas teniendo en cuenta, en el caso que nos ocupa, que todas ellas son pequeñas y medianas (PYMES). Específicamente abordamos el sector corchero, concretamente de San Vicente de Alcántara. Aquí se analiza cómo fue en el pasado y cómo se encuentra en la actualidad. Finalmente se lleva a cabo un estudio empírico en base a los datos ofrecidos por la plataforma SABI, lo que nos permite concluir que la variable que mejor explica el “Resultado del Ejercicio” de las empresas corcheras estudiadas es el flujo de caja o de tesorería, (Cash Flow). Se estudian otras variables en estas empresas: el Resultado Ordinario Antes de Impuestos, los Ingresos de Explotación, Fondos Propios, Deudores y Deudas Financieras, que también proporcionan un nivel de significación alto.

Palabras claves: Sector Corchero. Extremadura. Sector corchero en San Vicente de Alcántara.

ABSTRACT

This article is based on TFG is to analyze the cork sector in Extremadura, taking into account the companies that are dedicated to this sector in San Vicente de Alcántara (Badajoz, Extremadura). Previously, this reality is contextualized from the theories of the Capital Structure of Companies. Consequently, a review of the different theories and practical studies on the structure of companies is going to be done. In addition, it must be taken into account that all of these companies are small and medium (SMEs). Specifically, we address the cork sector, in particular from San Vicente de Alcántara. Here it is analyzed how it was in the past and how it is currently. Finally, an empirical study is carried out based on the data offered by the SABI platform, which allows us to conclude that the variable that best explains the "Result of the Exercise" of the cork companies studied is the cash flow or treasury, (Cash Flow). Other variables are studied in these companies: Ordinary Earnings Before Tax, Operating Income, Own Funds, Debtors and Financial Debts, which also provide a high level of significance.

Key words: cork sector, cork sector in San Vicente de Alcántara, Extremadura.

1. INTRODUCCIÓN

En un mundo cada vez más globalizado, las empresas tienen que estar atentas a las exigencias del mercado, pues se enfrentan a niveles altos de competencia e incertidumbre a la hora de tomar decisiones. Por ello en este artículo se pretende estudiar la estructura financiera que tienen las empresas corcheras en San Vicente de Alcántara y qué variables serán las que afecten en mayor medida al resultado del ejercicio de todas ellas. El objetivo es llevar a cabo una introducción sobre la realidad del sector del corcho en Extremadura, más específicamente en el caso de San Vicente de Alcántara. Para ellos se realizará un análisis de las características del sector corchero y en concreto de empresas ubicadas en San Vicente de Alcántara. Se presentará el desarrollo e importancia del resultado del ejercicio relacionada con las distintas variables estudiadas.

La realidad empresarial vinculada a la explotación del corcho en Extremadura se basa en pequeñas y medianas empresas (PYMES). Las PYMES están constituidas por las empresas que no exceden los 250 empleados y que su volumen de negocio no supera los 50 millones de euros o su Balance general no excede los 43 millones de euros.

Otero González, Fernández López, & Vivel Búa, (2007) en su estudio “La estructura de capital de la PYME: un análisis empírico” plantean que han sido numerosos los estudios de carácter empírico los que han tratado de contrastar en qué medida el comportamiento financiero de las empresas grandes se corresponde a las características de las PYMES, debido a las importantes diferencias que mantienen con aquellas.

Las empresas, especialmente las de menor tamaño, hacen frente a los problemas a la hora de la concesión de créditos que afecta tanto a su estructura de capital como al coste de los recursos ajenos. Según Maroto (1996), estas imperfecciones dan lugar al predominio de dos enfoques teóricos a la hora de explicar la estructura de capital de las Pymes:

- A. Por un lado, está el **enfoque que expresa la relación óptima entre deuda y recursos** con el objetivo de minimizar el coste de capital al tiempo que se maximiza el valor de la empresa (Trade off Theory) (Otero Gonzalez, Fernandez Lopez, & Vivel Búa, 2007). Sogorb y Lopez (2003), encuentran evidencias al analizar el comportamiento financiero de las Pymes españolas, de que tratan de alcanzar un ratio óptimo de endeudamiento hacia el que se acercan de modo más rápido que las empresas que cotizan en bolsa, ya que la financiación bancaria, típica de aquellas, les ofrece mayor flexibilidad. Por su parte, Boedo y Calvo (1997) corroboran la correlación negativa entre la existencia de deducciones fiscales alternativas a los gastos derivados del pasivo exigible y el nivel de endeudamiento, verificándose que las empresas más rentables se financian mayormente con recursos generados internamente, lo que indica que estarían desaprovechando el efecto amplificador del endeudamiento.
- B. Por otro lado, la escasez de información de calidad, la inexistencia de calificación crediticia, la ausencia de separación entre propiedad y control, así como las mayores asimetrías informativas presentes en las Pymes, hacen creer que las teorías acerca de la

estructura de capital que mejor puedan explicar su comportamiento financiero puedan ser la **teoría del orden de preferencia y la teoría de las señales**. Las empresas tienden a elegir aquel nivel de deuda que les permita enviar a los agentes externos las mejores señales de poseer estabilidad financiera.

En el caso particular de la Pyme, esta estrategia prácticamente no es posible, cuando se trata de enviar señales al mercado de capitales, pues son empresas que no suelen cotizar en bolsa.

Muchos trabajos han intentado explicar el comportamiento financiero de las empresas, tanto a nivel nacional como a nivel extranjero. Los resultados obtenidos muestran que para comprender el comportamiento de las Pymes hay que recurrir al comportamiento de varias de ellas, es decir, estas teorías más que independientes son complementarias entre sí (Otero González, Fernández López, & Vivel Búa, 2007)

Las microempresas, pequeñas y medianas empresas, son el motor de la economía de multitud de países. Impulsan e incentivan la creación de puestos de trabajo y el crecimiento económico, además de garantizar la estabilidad social. Con carácter general podemos decir que nueve de cada diez empresas son PYMES, y éstas generan dos de cada tres puestos de trabajo. Además, las PYMES estimulan el espíritu empresarial y la innovación por lo que son cruciales para fomentar la competitividad y el empleo.

Las características fundamentales de toda PYME, que la diferencian de la gran empresa son:

- a. su flexibilidad,
- b. su mayor dinamismo
- c. y la gran capacidad de adaptación al entorno económico.

Sogorb Mira (2002) seleccionó algunos de los aspectos de las PYMES, que con frecuencia son destacados en el ámbito académico:

1. Las PYMES son sociedades eficientes, flexibles y con tasas de retorno sobre el capital semejantes a las obtenidas por las grandes empresas. (Report of the Committe of Inquiry on Small Firms, Bolton, 1971)

2. Las PYMES provocan que las empresas de mayor tamaño no puedan subir precios ya que son serios competidores. De igual modo, limitan el uso ineficiente de los recursos, circunstancia que no se da, por parte de las grandes empresas.
3. Otro factor positivo de las PYMES es que hacen una labor en zonas donde se concentran los problemas sociales, como pueden ser bajos ingresos y desempleo. (Investigaciones de Storey, 1982)

2. EL CORCHO Y EL SECTOR CORCHERO EN SAN VICENTE DE ALCÁNTARA

2.1. Concepto de corcho y su preparación

“Existen a nuestro alrededor multitud de cosas bellas de cosas útiles, interesantes, y aún nos atreveríamos a decir que existen cosas fundamentales, en las que apenas hemos detenido nuestra atención, y de las que acaso sólo poseemos unas ideas vagas e inconexas.” (Pérez Marqués & Pérez González, 1996)

Según Pérez y Pérez (1996) una de esas cosas interesantes cuya presencia no se percibe es el corcho, materia que, sin embargo, figura de modo continuo y palpable en nuestro entorno.

Pero el caso es que el corcho, y su elemento originario, el alcornoque, tienen además en nuestra tierra una significación especial que podríamos considerar de riqueza autóctona y representativa. Lleva consigo una importancia económica considerable y cierto alcance social, cuya valoración parece que no ha sido hecha hasta ahora desde una óptica regional, siendo por tanto oportuno un toque de atención hacia el tema.

El corcho nace en la dehesa, definida por el *Diccionario de la lengua española* como: “Tierra generalmente acotada y arbolada, por lo común destinada a pastos” (Española, 2014). Sin embargo, esta definición queda escasa si se trata de explicar que es allí donde nace este producto.

En las dehesas aflora el género *Quercus*, al que pertenece el alcornoque, comprende unas 300 especies, de las cuales en nuestra región existen doce de ellas, aunque hoy día solo dos especies tienen considerable representatividad: la

encina, *Quercus ilex*, y el alcornoque, *Quercus suber*. (Pérez Marqués & Pérez González, 1996).

En España, el alcornoque ocupa unas 750.000 hectáreas aproximadamente, que se encuentran localizadas principalmente en Cataluña, Extremadura, Cádiz, norte de las provincias de Huelva y Sevilla, Salamanca y Toledo. Respecto a Extremadura, la superficie ocupada por alcornoques está alrededor de 400.000 hectáreas (Manuel A. Martínez Cañas, 2014).

El alcornoque reviste su madera de una corteza liviana y porosa llamada corcho, que en los primeros tiempos es fina y lisa, y que va creciendo poco a poco a medida que el árbol acumula años, pudiendo llegar a alcanzar 25 centímetros de espesor en el tronco, en ejemplares que no hayan sufrido nunca una extracción por parte del hombre. (Pérez y Pérez, 1996).

La extracción del corcho realizada por parte del hombre es denominada “saca”. Es un trabajo que no ha evolucionado mucho con el paso del tiempo y sigue conservándose, por ser muy laborioso y delicado. Se realiza con la ayuda de un hacha. Para su transporte se siguen utilizando burros dado que las circunstancias a veces no permiten introducir vehículos en el monte. También se pueden utilizar motosierras especializadas para la saca, pero los profesionales de la materia prefieren hacerlo manualmente con ayuda del hacha, como se lleva haciendo desde los inicios de dicha labor.

La primera saca del corcho se realiza cuando el perímetro del tronco alcanza los 65 centímetros. Pese a ello, el corcho extraído no es utilizado en la producción de tapones, porque no reúne la calidad suficiente para la realización del tapón de corcho. La primera saca produce una estructura muy irregular, denominada “corcho virgen” o “bornizo”. Nueve o diez años más tarde, en la segunda saca es extraído el corcho secundario, un material con una estructura más regular, pero suave, aunque igualmente impropio para la elaboración de tapones de corcho. El corcho secundario es generalmente granulado y utilizado en productos como pavimentos. Es a partir de la tercera saca cuando se obtiene el corcho con características favorables e ideales para la producción de tapones, el denominado “corcho amadia”. Desde esa etapa, el alcornoque pasa a producir corcho de buena calidad cada nueve o diez años, por un período aproximado de 150 años (ASECOR, 2018).



Imagen 1. La "saca" de corcho.

Fuente: página web de ASECOR www.asecor.com

Una vez extraído el corcho es transportado a las fábricas. En los amplios corrales que complementan las edificaciones de los centros fabriles, se apila el producto recién sacado del árbol; a continuación, si no se ha realizado ya previamente en la propia finca donde ha sido extraído, se hace la separación de las existencias, pudiendo ser bornizo, corcho fragmentado y corcho defectuoso, destinándolo a la industria de aglomerados.

Este proceso de selección se denomina "refugado" y es, como si dijéramos, el primer paso industrial al que se somete el producto suberoso.

Una vez separadas y amontonadas las planchas de corcho en los patios de las distintas fábricas, permanecen al aire libre durante seis meses o más. Gracias a los factores atmosféricos el corcho va eliminando la savia por sí solo y se va estabilizando, (ASECOR, 2018).

Una vez pasado este tiempo, el corcho se introduce en grandes calderas en forma de fardos (así es llamado el conjunto de corchas en forma de cubo). Se cuece a altas temperaturas durante una hora con el fin de que el corcho gane elasticidad y elimine parte de sus impurezas. Una vez cocido se deja otro tiempo reposar para ser sometido a una segunda clasificación manual (Pérez y Pérez, 1996). En esta clasificación los profesionales de la materia determinarán

si el grosor del corcho y su calidad es adecuada para la elaboración del tapón o si ese corcho irá destinado a otro uso, como pueden ser las arandelas (una lámina fina de corcho, semejante a una moneda, que va pegada a los tapones destinados a otro tipo de bebidas como por ejemplo el champán).

Existen además del tapón de corcho natural varios tipos de tapones como el aglomerado. Que se elabora a partir del granulado de corcho que no sirve para la fabricación del tapón natural. Los tapones de aglomerado son una solución económica para asegurar un cierre perfecto en vinos de bajo precio, por un período que no deberá superar, en general, los 12 meses. (ASECOR, 2018)

Imagen 2. Distintos estados del corcho

Fuente: Elaboración propia. Imágenes propias. San Vicente de Alcántara



2.2 Inicios de la industria del corcho en San Vicente de Alcántara.

Según Ortiz Cid de Rivera (2001), los primeros pasos para el desarrollo de esta industria se empezaron a dar en Extremadura entre los años 1830 y 1835, pero no es hasta 1845 cuando aparece el primer propietario de San Vicente. Se trata de Tomas Reynolds, de origen inglés.

A partir de 1855 se empieza a tener constancia de noticias más explícitas que informan de manera más detallada

las actividades relacionadas con el sector. En 1858, Don Pedro Moreno González estableció en San Vicente la primera fábrica según el padrón municipal, con 5 operarios y un capital social de 26.000 reales. Esta persona podría estar asociada con alguno de los inversores ingleses que llegaron a esta zona, como fue Guillermo Bucknall.

El 1 de enero de 1861 aparece un dato curioso; tres establecimientos son dados de alta en el registro municipal y comienzan a tributar ese mismo día. Esta circunstancia hace pensar que estos establecimientos ya existían con anterioridad, realizando actividades corcheras, pero sin estar dados de alta. En consecuencia, cabe pensar que la actividad manufacturera del corcho estaba en buena medida desarrollándose de manera informal en el municipio.

Los emprendedores en este sector serán, en primer lugar, Santiago Rodríguez Mencia con una fábrica de tapones de corcho situada en la calle Cervantes, posible apoderado de la casa Bucknall. En segundo lugar, Pedro Moreno y Domingo Marques, con una fábrica de tapones de cocho situada en la calle Moral, señalamos el hecho anecdótico que las crónicas reflejan que pagaba a las arcas municipales por este concepto la cantidad de 132 reales y 50 maravedíes. Y en tercer lugar Pedro Marismón que tenía su establecimiento en la calle Colón, pagando por este concepto 132 reales y 50 maravedíes (Ortiz Cid de Rivera, 2001).

Los Bucknall han estado relacionados con San Vicente desde el inicio de la actividad manufacturera del corcho, siempre a través de apoderados. La firma “Henry Bucknall an sons” se establece en San Feliú de Guixols en 1865. Por lo tanto, se instala primeramente en nuestra zona antes que en la zona catalana.

En 1875 el sector experimenta una primera recesión, debido a una caída de las exportaciones y a otras circunstancias como la crisis de la filoxera francesa. La crisis se supera en 1879, aunque es a partir de 1880 cuando se puede considerar a la industria corchera como una industria próspera, a la que se denominó “la edad de oro del taponero”, la cual tuvo una duración aproximadamente de veinte años. En ese momento aumentó el número de fábricas, se tendió a una mayor especialización, se obtuvieron efectos beneficiosos

para la economía, atrajo capitales y personal extranjero y produjo un flujo de exportación muy importante (Ortiz Cid de Rivera, 2001).

Después de más de treinta años de relación entre la familia Bucknall y la localidad, ésta decide vender sus bienes a otra familia inglesa: los Robinson. La venta se produce a principios de la década de los noventa del siglo XIX y la causa pudo ser motivada por la crisis que se produce a principios de la década de los noventa con la revisión del tratado hispano-alemán; *“en virtud del cual, el país germano reducía las importaciones de corcho procedentes de España”* (Bohoyo Velázquez, 1984).

Este dato de la crisis de finales de la década de los noventa es un poco contradictorio, otros autores como Medir Jofra nos dice que *“en la última década del siglo XIX, la industria corchera llegó a su esplendor”* y si nos centramos a nivel local *“la célebre fábrica del Inglés llegó a tener en 1891 varios miles de trabajadores, 3000 hombres y mujeres”* (Medir Jofra, 1953).

En los primeros años del siglo XX, la familia Robinson cesa su actividad y comienzan “los bolicheros”, familias sancicenteñas que se animaron a poner sus propias empresas. Actividad que en la actualidad permanece. (Amaro, 2018)

El comienzo del nuevo siglo siguió marcado por el crecimiento de esta industria e incluso con más auge, ya que apareció el corcho aglomerado que ayudó a impulsar el crecimiento de la industria, creando nuevas empresas con maquinaria más especializada y dejando atrás el pequeño taller taponero de corcho. Cada vez se mecanizaba más el proceso productivo y la aparición del aglomerado supuso una innovación radical (Moruno, 2010).

Otro motivo por el cual se vio impulsado el negocio del corcho en estos años fue la llegada del ferrocarril a la localidad. Gracias a ello se incrementaron el número de exportaciones.

Este crecimiento se vio afectado por la depresión que trajo consigo la Primera Guerra Mundial y sus consecuencias, la principal de ellas para esta comarca, fue el decrecimiento del número de exportaciones de corcho. Por otro lado, existían dos países que podrían catalogarse como fuertes competidores: Alemania y Estados Unidos. Estos también

tenían una fuerte industria y mayor tecnología, sobre todo Estados Unidos. Desde allí llegó a España la nueva tecnología que permitió reducir costes en la preparación de la materia prima y la producción en serie de tapones. Esta mejora en la maquinaria fue gracias a los avances en materia de electricidad que se dieron en nuestro país en el comienzo del siglo XX (Moruno, 2010).

Fue a partir de este momento cuando el “bornizo”, el “refugo” y todos los restos de corcho no aptos para el tapón comenzaron a tener importancia, ya que ahora tendrían salida comercial y presencia económica en las empresas. Esta materia supone un 35% aproximadamente de toda la saca de un año, por lo que solo el 65% sería materia apta para la fabricación del tapón de corcho natural. En este momento pasaría a tener importancia toda la materia prima, ya que un 35% supone un volumen importante de desperdicio.

Imagen 3. Corcho aglomerado

Fuente: imagen propia. Fábrica de corcho en San Vicente de Alcántara



Con la finalización de la Primera Guerra Mundial la pequeña y mediana empresa dio paso a la gran empresa, intensiva en capital y basada en economía de escala para así reducir sus costes unitarios.

En 1952, tras la enorme recesión social y económica producida a consecuencia de la Guerra Civil en España, el corcho se revaloriza y se instalan varias empresas catalanas en San Vicente de Alcántara. Es en este momento cuando empieza a regularse este sector (Amaro, 2018).

Es de destacar que en marzo de 1980 se crea la Agrupación Sanvicenteña de Empresarios del Corcho (ASECOR), que

tiene como principal objetivo la promoción sociocultural y económica del sector del corcho, así como la representación, gestión y defensa de los intereses de las empresas corcheras (ASECOR, 2018).

Su primer presidente sería D. Angel Gruart Deu y en la actualidad D. Joaquín Herreros de Tejada. Todos los presidentes han trabajado para transmitir el espíritu de unidad y defender los intereses corcheros para conseguir que la industria corchera sanvicenteña tenga la representatividad que merece (Pérez Marqués & Pérez González, 1996).

En octubre de 1989 se crea la Asociación de Trabajadores del Corcho, “A.T.C. SAN”, fruto de una reunión de la movilización de los trabajadores de este sector para conseguir que el mismo se dotara de un convenio colectivo. De esta manera se formalizó un *Convenio Verbal* entre la ya existente Asociación de Empresarios “ASECOR” y la nueva Asociación de Trabajadores, que en noviembre de 1991 se materializaría en uno por escrito. A partir de entonces año tras año, se ha ido renovando de modo que se ha ido consiguiendo que las condiciones laborales del sector del corcho se hayan visto sensiblemente mejoradas y se ha mitigado la conflictividad laboral.

2.3. Situación actual de la industria del corcho.

Según datos aportados por ASECOR, en la actualidad existen 46 empresas corcheras en Extremadura, de las cuales 40 de ellas (esto es el 87%) se localizan en San Vicente de Alcántara, por lo tanto, podemos ver que el núcleo principal del sector del corcho extremeño se encuentra en esta localidad, siendo el principal motor de la economía sanvicenteña.

Su producción varía de año en año, ya que trabajan con una materia prima natural de la que no todos los años se obtiene las mismas cantidades. Por ejemplo, en la campaña de 2017, se sacaron aproximadamente 24.000 toneladas de corcho, siendo los precios medios en campo, 1'59€/Kilo para la plancha y 0'46€/Kilo para el *refugo*, según datos de ASECOR.

Las empresas, como ya se ha indicado, en su mayoría son pequeñas empresas familiares por ello están constituidas en forma de Sociedades Limitadas, (S.L.). Aunque sus

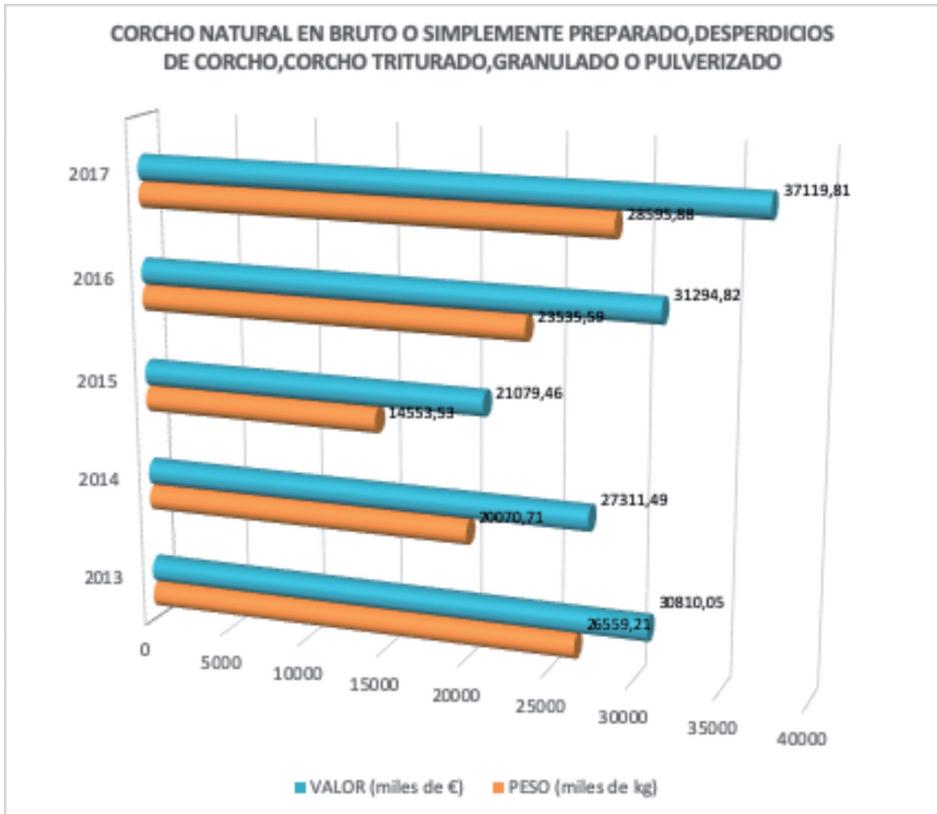
principales clientes estén dentro del país, también son empresas con un nivel alto de exportación.

A continuación, se mostrarán unos gráficos para enseñar cómo se ha encontrado el corcho en los últimos años, a nivel económico y en número de exportaciones.

En la siguiente figura podemos ver la cantidad y el valor en miles de euros de las exportaciones en los últimos cinco años desde la provincia de Badajoz.

Gráfico 1. Peso y valor de exportaciones de corcho natural.

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del comercio exterior. Cámara de comercio. Agencia Tributaria. 28/02/2018



Comprobamos que el peso de la producción varía cada año y que el valor va en función de éste. Verificamos que el año 2015 no fue tan bueno para el sector corchero, pero en los siguientes años ha ido subiendo su nivel de facturación.

Gráfico 2. Número de exportaciones desde la provincia de Badajoz de corcho natural.

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del comercio exterior. Cámara de Comercio. Agencia Tributaria. 28/02/2018

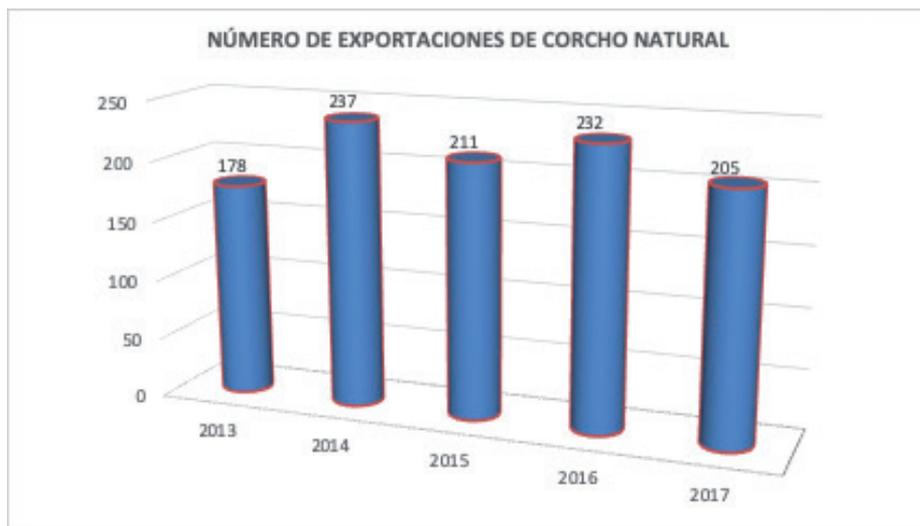
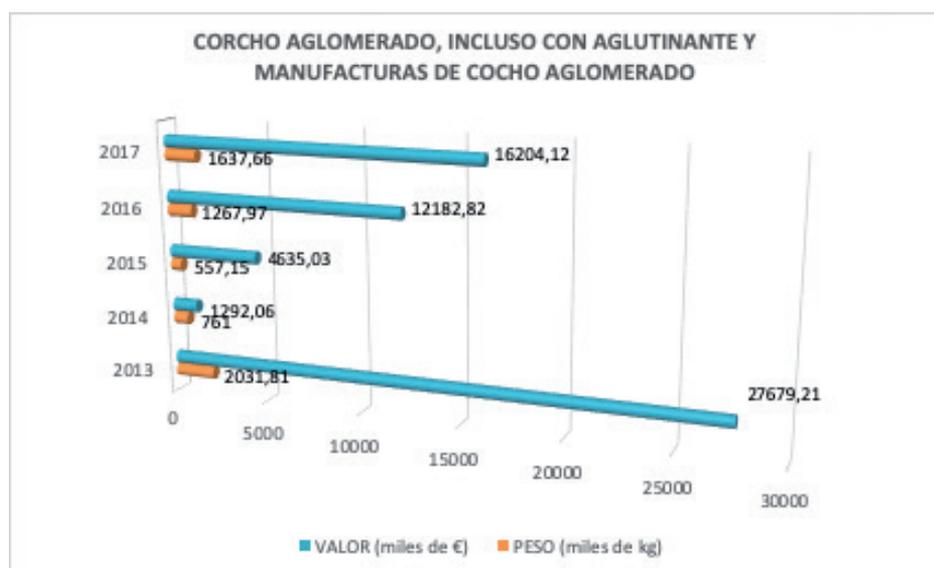


Gráfico 3. Peso y valor de exportaciones de corcho aglomerado.

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del comercio exterior. Cámara de comercio. Agencia Tributaria. 28/02/2018



Podemos comprobar que el peso no varía en gran medida de año en año, pero sí su precio donde actúa la ley de oferta y demanda. Y donde las empresas deben adaptarse a cada situación debido a la exigencia de los mercados. En este gráfico se vuelve a comprobar como los años 2014 y 2015 fueron años nocivos para este sector.

Gráfico 4. Número de exportaciones desde la provincia de Badajoz de corcho aglomerado

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos del comercio exterior. Cámara de comercio. Agencia Tributaria. 28/02/2018



A pesar de las dificultades en la venta de corcho de los últimos años, el corcho aglomerado va cogiendo cada vez una posición mayor en el mercado ya que su precio es menor que el corcho natural.

La industria corchera también se vio afectada por la crisis de 2008, que directa o indirectamente acabó afectando a muchos sectores en la economía española. En este sector concretamente, se caracterizó por la reducción de empresas, algunas con su cierre definitivo y otras buscando alternativas para sobrevivir como pueden ser las alianzas estratégicas.

Además de lo mencionado anteriormente, dicho sector se vio afectado por su propia “crisis” ya que, al trabajar con una materia prima totalmente natural, en los años 2014 y 2015 fue muy escasa, y se enfrentaron con dificultades para cubrir las necesidades de sus clientes.

3. ANÁLISIS DE LOS DATOS DE EXPLOTACIÓN DEL SECTOR DEL CORCHO

Queremos tratar de explicar cómo afectan determinadas variables al resultado del ejercicio de la empresa. Para ello se han seleccionado un total de 60 empresas corcheras. No discriminamos el volumen de las mismas, pues lo que analizamos es un panel de datos y este efecto (volumen) no afecta a la regresión final.

Existe un gran número de estudios que explican la estructura de capital, por lo que sería sencillo proporcionar algún soporte empírico para casi cualquier idea. El problema viene dado a la hora de elegir cuál de estas teorías en la más adecuada. Las opiniones son muy diferentes, tal y como hemos explicado en el apartado referido a las diferentes teorías. Según mencionan Franki y Goyal (2009), los trabajos clásicos ilustrativos de la revisión y el estudio de los determinantes y su estado actual, el de Harris y Raviv (1991) y el de Frank y Goyal (2004) presentan discrepancias.

Por otro lado, existen razones para considerar que las decisiones financieras de las empresas han podido variar a lo largo del tiempo, en función de las diferentes coyunturas del mercado. En consecuencia, podemos decir que las empresas aplican diferentes estrategias financieras dependiendo de sus circunstancias.

Como sostiene el profesor Sabino Mirón¹, tradicionalmente, se ha utilizado el ratio de endeudamiento en los modelos empíricos propuestos para el estudio de los determinantes de la estructura de capital en las empresas. Como variables explicativas se han utilizado otros determinantes teóricos como la liquidez, la solvencia, rentabilidad, etc. De igual modo, se suele incorporar el volumen de inversión y autofinanciación como forma de contrastar la validez de la teoría de la jerarquía financiera frente a las teorías que postulan la existencia de una estructura de capital óptima.

3.1 Fuente de datos

La obtención de la información financiera consolidada e individual correspondiente a las empresas que conforman la

¹ Entrevista para la realización de este trabajo.

muestra se ha obtenido de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), se han seleccionado un total de 60 empresas pertenecientes al sector corchero. Dichas empresas se encuentran en el término municipal de San Vicente de Alcántara (Badajoz). El espacio de tiempo de los datos obtenidos con la que vamos a trabajar comprende desde el año 2007 hasta el 2017 ambos incluidos, siendo un total de 11 años. Los datos fueron extraídos el 19/03/2018, a partir de los cuales obtendremos una serie de ratios y conclusiones.

El programa estadístico utilizado ha sido STATA en su versión 14.0. A través de la regresión lineal (R^2)² se pretende conocer cómo afectan al resultado del ejercicio económico la variable dependiente seleccionada, en relación a las variables que forman parte de la estructura financiera de la empresa. Utilizamos este programa puesto que trabajaremos con distintas variables y diferentes empresas con sus respectivas series temporales, permitiéndonos controlar tanto variables que no podemos observar como variables que cambian con el paso del tiempo, pero no entre las empresas.

Además, presuponemos que todas las variables guardan relación entre sí y una vez obtenidos los resultados debemos tener en cuenta dos aspectos para poder interpretarlos:

- a) los cambios que provocan los costes fijos
- b) o si por el contrario esta circunstancia no se da (efecto aleatorio).

Para ello se utiliza el test de Hausman³ que indicará si el efecto es fijo o por el contrario es aleatorio.

Tabla 3. Ficha técnica del aporte empírico
Fuente. Elaboración propia

ELEMENTOS	DEFINICIÓN
Universo poblacional	Empresas del sector corchero de Extremadura
Muestra	60 empresas corcheras radicadas en San Vicente de Alcántara
Tipo de muestreo	Estructural o de conveniencia

2 La regresión lineal (R^2), es un estadístico que sirve para aproximar la relación de dependencia entre una variable dependiente y otras variables independientes.

3 El test de Hausman es un test chi cuadrado que determina si las diferencias son sistemáticas y significativas entre dos estimaciones.

ELEMENTOS	DEFINICIÓN
Hipótesis	Cómo afecta al resultado del ejercicio de las empresas objeto de estudio las variables independientes
Periodo de análisis	Abril y mayo de 2018
VARIABLES ANALIZADAS	Resultados Ordinarios Antes de impuestos, Ingresos de Explotación, Fondos propios, R. Económica. R. Financiera, endeudamiento, N° de empleados, deudores (clientes), Deudas financieras, Cash Flow, R.de Solvencia.
Estadísticos utilizados	Regresión Lineal y test de Hausman
Software	Stata 14.0

3.2 Variables utilizadas y planteamiento de hipótesis.

El presente trabajo se apoya en las variables que normalmente son utilizadas en el análisis económico-financiero de cualquier empresa. En él tomamos como punto de partida un elevado número de ratios financieros, todos ellos desde el punto de vista teórico, con capacidad explicativa de la estructura financiera de la entidad con independencia del sector donde opere.

Las variables utilizadas para el marco empírico de este trabajo son:

Variable dependiente:

Resultado del ejercicio: es la diferencia entre todos los ingresos y gastos registrados en el ejercicio económico de la empresa. En los gastos incluiremos aquellos que sean originados por intereses e impuestos.

Variables independientes:

Ingresos de explotación: son aquellos ingresos que obtiene la empresa relacionados con su actividad económica habitual.

Resultados ordinarios antes de impuestos: también conocido como BAIT o resultado de explotación, es el resultado limpio de intereses e impuestos. Es igual a los ingresos de la empresa menos todos los costes no financieros. Es decir, tomamos los ingresos totales de la

empresa y restamos todos los costes excepto los intereses de deuda y otros costes financieros.

Fondos propios: son las aportaciones de los socios y los beneficios generados por la empresa

Rentabilidad económica: se calcula utilizando el resultado de explotación como medida de beneficios y el Activo Total (o Pasivo Total) como medida de recursos utilizados.

Fórmula 1. Cálculo de la rentabilidad económica

$$R. \text{ Económica} = \frac{BAIT}{ACTIVO \text{ TOTAL}}$$

Rentabilidad financiera: son los beneficios obtenidos por invertir dinero en recursos financieros, es decir, el rendimiento que se obtiene a consecuencia de realizar inversiones.

Fórmula 2. Cálculo de la rentabilidad financiera

$$R. \text{ Financiera} = \frac{RESULTADO \text{ NETO}}{FONDOS \text{ PROPIOS}}$$

Endeudamiento: es la proporción de deuda que soporta una empresa frente a sus recursos propios.

Fórmula 3. Cálculo del endeudamiento

$$\text{Ratio de endeudamiento (\%)} = \frac{DEUDAS}{PASIVO \text{ TOTAL}}$$

Número de empleados: total de trabajadores dentro de una empresa.

Deudores: persona física o jurídica, cliente de la empresa, con la obligación de satisfacer legalmente una deuda.

Deudas financieras: todos los pasivos monetarios que tiene la empresa y que soportan costes financieros (intereses), como por ejemplo préstamos y empréstitos.

Cash Flow: es el flujo de caja o tesorería. La diferencia entre cobros y pagos de una empresa en un período determinado.

Ratio de Solvencia: mide la capacidad de una empresa para hacer frente a todas sus deudas y obligaciones de pago.

Fórmula 4. Cálculo de solvencia

$$Ratio\ de\ Solvencia = \frac{Activo}{Pasivo}$$

Como ya hemos mencionado anteriormente, utilizaremos el resultado del ejercicio como variable dependiente y las demás como variables independientes. Estas variables están relacionadas entre sí.

Mapa 1. Mapa conceptual de relación entre variables
Fuente: Elaboración propia.



Relación de empresas analizadas: (desde 2007- a 2017)

1-DIAM CORCHOS SA
2-AMORIM FLORESTAL-ESPAÑA SL
3-DRAUVIL EUROPEA SL
4-AUGUSTA CORK SL
5-DIAMANT TECHNOLOGIE SA
6-EXTRACOR AVA SL
7-GRANULEXT SL
8-EUROTAPON NUÑEZ
9-HIGINIO RODRIGUEZ MORUJO SL
10-JERONIMO RAMIREZ E HIJOS SL
11-CORCHOS GILO SL
12-CORCHOS MANSO PAJERO SL
13-FLORENTINO BORREGA RAPOSO SL
14-CORCHOS Y TAPONES DOMINGUEZ PILO SL
15-INEXCOR INDUSTRIA CORCHERA SL
16-CORCHERA SAN VICENTE SL
17-CORCHOS TELESFORO MARTIN E HIJOS SL
18-SURODIS SL
19-ESPOR TAPONERA SL
20-RAMIREZ GALANO SL
21-UNION EMPRESARIAL SANVICENTEÑA DEL CORCHO SANVICORKSL
22-LERACOR SL
23-CORCHOS JULIO NIETO E HIJOS SL
24-CORCHOS GALLARDO LUCIO SL
25-CORCHOS DANIEL ROSADO E HIJOS SL
26-SANVICENTEÑA DE TAPONES SL
27-UNICOR SOCIEDAD INDUSTRIAL CORCHERA SL
28-PABLO TOMENO SL
29-CORCHOS JOAQUIN SALGADO E HIJOS SA
30-ZURRO MIRON Y REDONDO SL
31-MANUFACTURAS DEL CORCHO RAMIREZ SL

32-CORCHOS DE TARIFA SL
33-CORCHOS ALEGRE SL
34-CORCHOS MARTIN-MARTIN PILO SL
35-ANTONIO SILVERO SA
36-PEDROSCOR SL
37-AMATRIAIN CORK SL
38-VINICO SERVICIOS DE EMBOTELLADO SL
39-BORRIÑO RABAZO SL
40-CORCHOS SALAS SA
41-CORCHOS M CORDERO E HIJOS SL
42-CORCHOS TAPONERA EXTREMEÑA SL
43-VIMATAP 15 SL
44-SANVICENTEÑA DEL CORCHO SCL
45-CORCHOS JAMA SL
46-PAMPANO RIVERO SL
47-ALCANTARA DEL CORCHO SL
48-AMORIN & IRMAOS-IV SA
49-ARELCORK SL
50-COMPAÑÍA CORCHERA SANVICENTEÑA SL
51-CORCHOS DEL OESTE SL
52-CORCHOS ELVIRO SL
53-CORCHOS JOAQUIN RODRIGUEZ E HIJOS SA
54-CORCHOS PIZARRO SA
55-CORCHOS RAMIREZ GRAGERA SL
56-CORCHOS ZAPATERO SL
57-LADERAS Y CASTAÑOS SL
58-SALCO INDUSTRIAL CORCHERA
59-TELESFORO MARTIN Y GUEVARA SA
60-TIERRA DE BARROS CORK SL

Llegados a este punto, la Hipótesis a comprobar en el estudio es: ¿Afectarán al resultado del ejercicio de las empresas objeto de estudio las variables anteriormente mencionadas?

3.3 Resultados

Tabla 4. Relación entre las variables y test de Hausman.

Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	162
Model	4.0588e+14	11	3.6899e+13	F(11, 150)	=	796.74
Residual	6.9466e+12	150	4.6311e+10	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.9832
				Adj R-squared	=	0.9819
Total	4.1282e+14	161	2.5641e+12	Root MSE	=	2.2e+05

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Ingexplot	-.026991	.0054256	-4.97	0.000	-.0377115 -.0162706
Roa1	.2686415	.0359925	7.46	0.000	.1975237 .3397594
Fprop	-.0595868	.0093487	-6.37	0.000	-.0780589 -.0411147
Roi	2413.636	836.99	2.88	0.005	759.8234 4067.449
Roe	28.89853	47.50523	0.61	0.544	-64.9673 122.7644
Endeudam	-270.7628	283.4505	-0.96	0.341	-830.8341 289.3085
Empleados	-.3226843	.1979727	-1.63	0.105	-.7138597 .068491
Deudores	.1517594	.0203007	7.48	0.000	.1116472 .1918716
DeudasFinancieras	-.0560642	.0216472	-2.59	0.011	-.0988369 -.0132914
CF	.6182376	.0445853	13.87	0.000	.5301412 .7063339
Solvencia	19.96698	36.71173	0.54	0.587	-52.57191 92.50588
_cons	14613.31	28953.62	0.50	0.615	-42596.31 71822.93

La tabla anterior refleja cómo se relaciona el “resultado del ejercicio” con las variables que hemos elegido como independientes, representado en los acrónimos de la columna de la izquierda (Rejercicio). El modelo ofrece una significación media como se desprende de la obtención de un $R^2 = 0.9832$, es decir, un 98,32%. Con estas variables independientes explicamos el resultado del ejercicio de las empresas del sector corchero, mostrando una relación que varía en función de cada una de las variables, ya que según aumenten o disminuyan algunas, el resultado del ejercicio lo hará también. De ahí que no sea una relación positiva.

Lo siguiente ha sido ver si los efectos a considerar han sido Fijos (si los valores de las variables en años anteriores afectan al valor de estas en años posteriores, si están relacionados) o por el contrario son Aleatorios (no afectan).

Para ello debemos rechazar o aceptar la siguiente hipótesis: P-Valor mayor que 0,1 nos quedaremos con efectos aleatorios si es menor nos quedaremos con efectos fijos. La representación de los resultados del programa del test de Hausman lo da la $Prob > \chi^2$.

Tabla 5. Test de Hausman
Fuente: elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha:31/05/2018

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt (diag (V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
Ingexplot	-.0159315	-.026991	.0110595	.0043507
Roai	.0899286	.2686415	-.178713	.022526
Eprop	.1104662	-.0595868	.170053	.024973
RoI	2948.794	2413.636	535.1575	298.107
Roe	62.56882	28.89853	33.67029	86.18736
Endeudam	42.42866	-270.7628	313.1914	.
Empleados	-.7388261	-.3226843	-.4161418	.7544427
Deudores	.0636265	.1517594	-.0881329	.0043963
Deudasfina-s	-.0853819	-.0560642	-.0293177	.0148798
CF	.6735996	.6182376	.055362	.
Solvencia	15.52224	19.96698	-4.444738	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)
= -8.45 chi2<0 --> model fitted on these
data fails to meet the asymptotic
assumptions of the Hausman test;
see [gset](#) for a generalized test

En este caso, no nos quedamos con la estimación por efectos aleatorios, pues el Prob>chi2 es menor que 0,1. Por tanto, los valores de las variables no están influenciados por sus valores en años anteriores. Solo a efectos fijos es consistente.

Tabla 6. Relación entre el resultado del Ejercicio y los Resultados Ordinarios Antes de Impuestos.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

```
. regress Rejercicio Roai
```

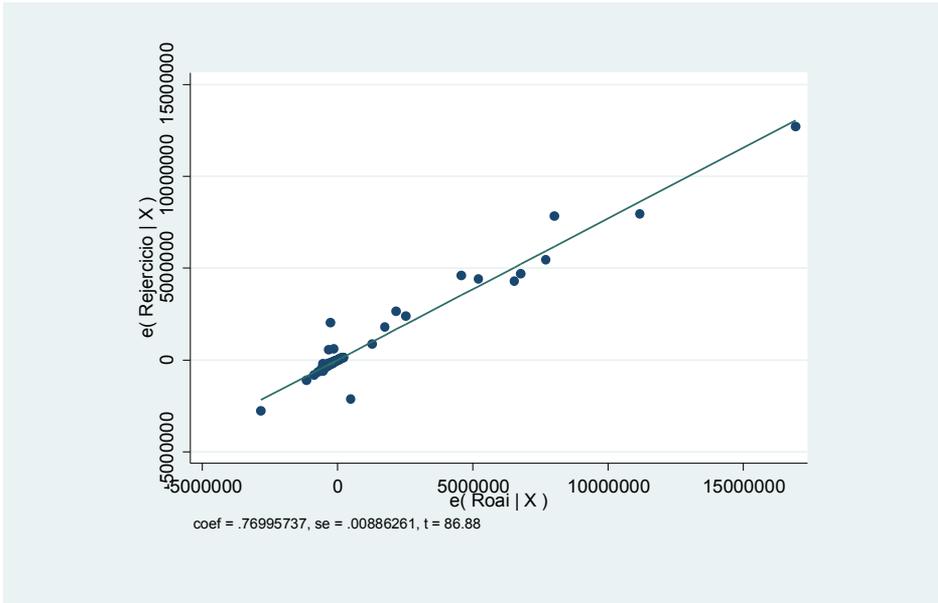
Source	SS	df	MS	Number of obs	=	357
Model	4.2516e+14	1	4.2516e+14	F(1, 355)	=	7547.62
Residual	1.9997e+13	355	5.6330e+10	Prob > F	=	0.0000
Total	4.4516e+14	356	1.2504e+12	R-squared	=	0.9551
				Adj R-squared	=	0.9550
				Root MSE	=	2.4e+05

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Roai	.7699574	.0088626	86.88	0.000	.7525276 .7873872
_cons	4367.235	12737.31	0.34	0.732	-20682.83 29417.3

Según muestra la tabla anterior, al relacionar el resultado del ejercicio con el resultado ordinario antes de impuestos,

tiene un $R^2 = 0.9551$, es decir, 95,51%. Estas variables tienen un nivel de significación muy elevado.

Gráfico 5. Relación entre el resultado del Ejercicio y los Resultados Ordinarios Antes de Impuestos.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Si observamos el gráfico, comprobamos lo dicho anteriormente. A medida que aumenta resultado ordinario antes de impuestos, lo hace también el resultado del ejercicio.

Tabla 7. Relación entre el resultado del ejercicio y los ingresos de explotación.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

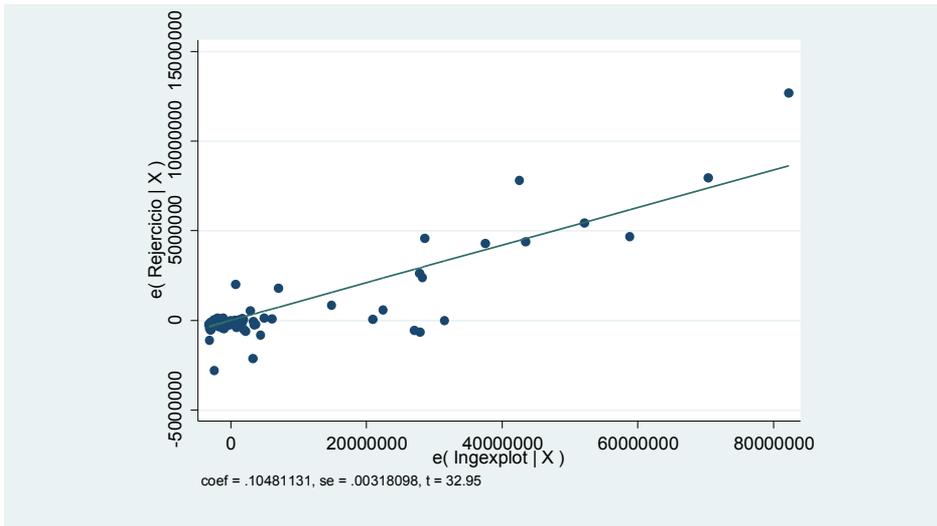
```
. regress Rejercicio Fprop
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	364
Model	3.3948e+14	1	3.3948e+14	F(1, 362)	= 1160.27
Residual	1.0592e+14	362	2.9259e+11	Prob > F	= 0.0000
Total	4.4539e+14	363	1.2270e+12	R-squared	= 0.7622
				Adj R-squared	= 0.7615
				Root MSE	= 5.4e+05

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Fprop	.2007728	.0058942	34.06	0.000	.1891816 .212364
_cons	-118191.2	29707.85	-3.98	0.000	-176612.9 -59769.58

Como podemos observar el valor de R^2 es 0.7664, un 76,64%. Por tanto, nos muestra que el Resultado del ejercicio y los Ingresos de explotación es significativo y están relacionados en gran medida.

Gráfico 6. Relación entre el resultado del ejercicio y los ingresos de explotación.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



En la gráfica anterior comprobamos como a medida que aumentan los ingresos de explotación lo hace el resultado del ejercicio.

Tabla B. Relación entre el Resultado del Ejercicio y los Fondos Propios.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

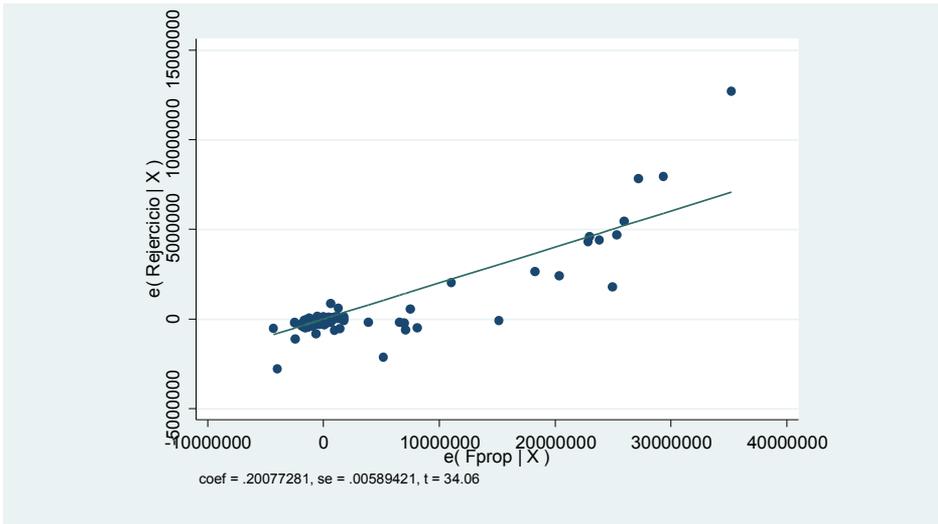
. regress Rejercicio Fprop

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	364
Model	3.3948e+14	1	3.3948e+14	F(1, 362)	=	1160.27
Residual	1.0592e+14	362	2.9259e+11	Prob > F	=	0.0000
Total	4.4539e+14	363	1.2270e+12	R-squared	=	0.7622
				Adj R-squared	=	0.7615
				Root MSE	=	5.4e+05

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Fprop	.2007728	.0058942	34.06	0.000	.1891816 .212364
_cons	-118191.2	29707.85	-3.98	0.000	-176612.9 -59769.58

El Resultado del Ejercicio y los Fondos propios tienen un $R^2 = 0.7622$, un 76.22%. Por tanto, tienen un nivel de relación bastante significativo.

Gráfico 7. Relación entre el Resultado del Ejercicio y los Fondos Propios
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



A medida que los fondos propios aumentan, el resultado del ejercicio también lo hará.

Tabla 9. Relación entre el Resultado del Ejercicio y la Rentabilidad económica
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

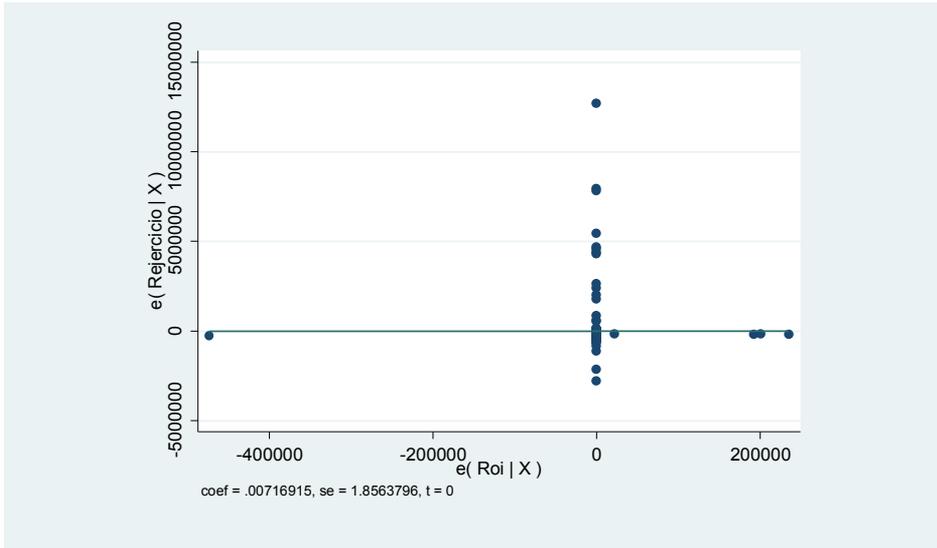
```
. regress Rejercicio Roi
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	364
Model	18350057.6	1	18350057.6	F(1, 362)	=	0.00
Residual	4.4539e+14	362	1.2304e+12	Prob > F	=	0.9969
Total	4.4539e+14	363	1.2270e+12	R-squared	=	0.0000
				Adj R-squared	=	-0.0028
				Root MSE	=	1.1e+06

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Roi	.0071691	1.85638	0.00	0.997	-3.643473 3.657812
_cons	184079.5	58146.11	3.17	0.002	69732.94 298426.1

Según muestra la tabla anterior, $R^2 = 0$, por tanto, no existe relación entre el resultado del ejercicio y la rentabilidad económica.

Gráfico B. Relación entre el Resultado del Ejercicio y Rentabilidad Económica
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Como se puede ver en el gráfico, la relación que existe entre el resultado del ejercicio y la rentabilidad económica es muy poco intensa.

Tabla 10. Relación entre el Resultado del Ejercicio y Rentabilidad Financiera.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

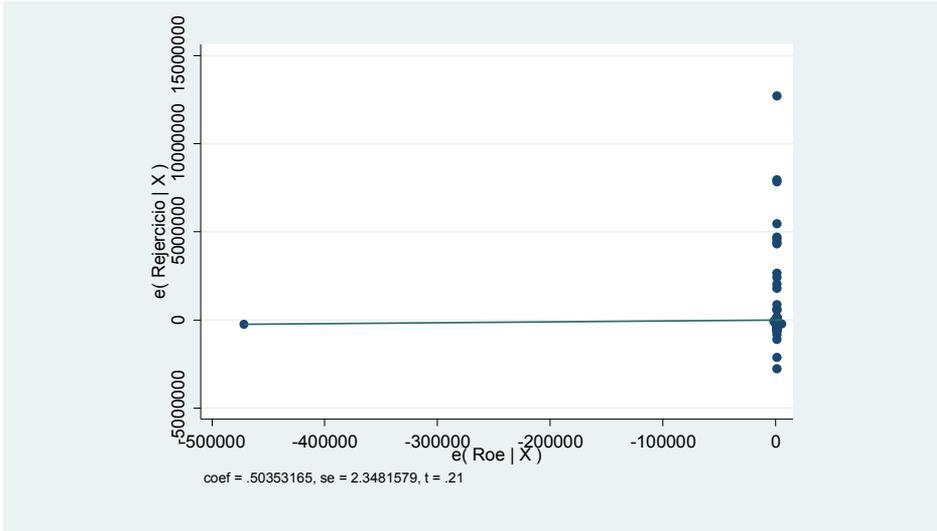
```
. regress Rejercicio Roe
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	364
Model	5.6569e+10	1	5.6569e+10	F(1, 362)	=	0.05
Residual	4.4534e+14	362	1.2302e+12	Prob > F	=	0.8303
Total	4.4539e+14	363	1.2270e+12	R-squared	=	0.0001
				Adj R-squared	=	-0.0026
				Root MSE	=	1.1e+06

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Roe	.5035317	2.348158	0.21	0.830	-4.114212 5.121275
_cons	184728.9	58213.23	3.17	0.002	70250.34 299207.5

En este caso se obtiene como resultado un R^2 de 0.0001, por tanto, la relación entre la rentabilidad financiera y el resultado del ejercicio no es significativa.

Gráfico 9. Relación entre el Resultado del Ejercicio y Rentabilidad Financiera.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Observando el gráfico anterior vemos que no hay relación de la variable rentabilidad financiera respecto al resultado del ejercicio.

Tabla 11. Relación entre el Resultado del ejercicio y el Ratio de Endeudamiento.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

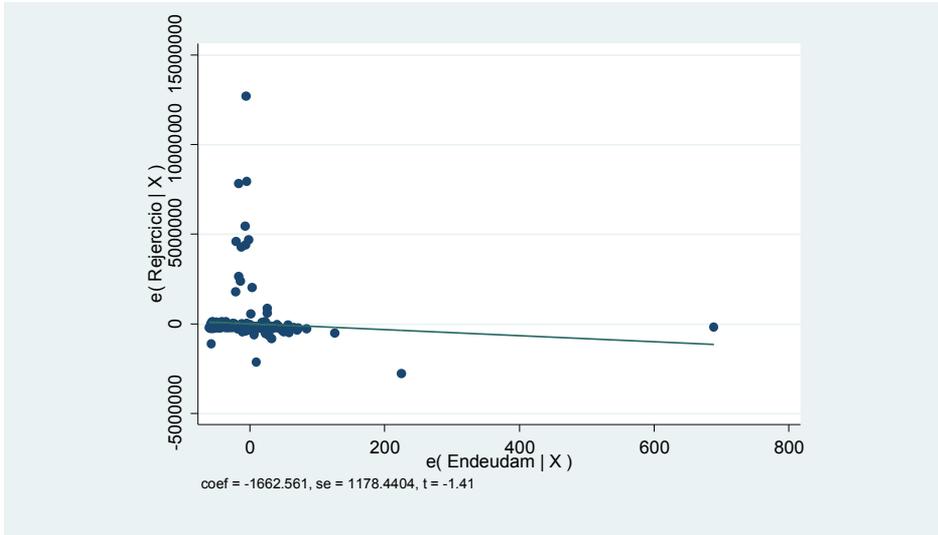
```
. regress Rejercicio Endeudam
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	356
				F(1, 354)	=	1.99
Model	2.4888e+12	1	2.4888e+12	Prob > F	=	0.1592
Residual	4.4263e+14	354	1.2504e+12	R-squared	=	0.0056
				Adj R-squared	=	0.0028
Total	4.4512e+14	355	1.2539e+12	Root MSE	=	1.1e+06

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Endeudam	-1662.561	1178.44	-1.41	0.159	-3980.185	655.0634
_cons	285246.5	90809.38	3.14	0.002	106652.8	463840.2

Según muestra la tabla, al relacionar el resultado del ejercicio con el ratio de endeudamiento, tiene un $R^2 = 0.0056$, es decir, 0%. Esta variable no explica casi nada de los movimientos en el resultado del ejercicio, al igual que las dos anteriores.

Gráfico 10. Relación entre el Resultado del ejercicio y el Ratio de Endeudamiento.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Observando el gráfico afirmamos que cuando aumenta el ratio de endeudamiento disminuye el resultado del ejercicio.

Tabla 12. Relación entre el Resultado del ejercicio y el Número de Empleados.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

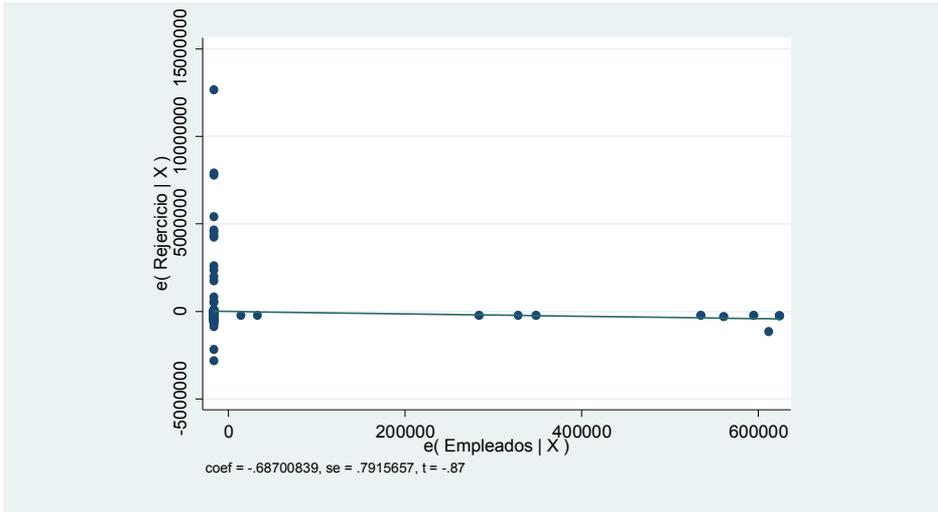
```
. regress Rejercicio Empleados
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	284
Model	1.1777e+12	1	1.1777e+12	F(1, 282)	=	0.75
Residual	4.4090e+14	282	1.5635e+12	Prob > F	=	0.3862
Total	4.4208e+14	283	1.5621e+12	R-squared	=	0.0027
				Adj R-squared	=	-0.0009
				Root MSE	=	1.3e+06

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Empleados	-.6870084	.7915657	-0.87	0.386	-2.245136 .871119
_cons	245473.6	75367.63	3.26	0.001	97119.09 393828.2

En este caso el R^2 es 0.0027, por tanto, la relación entre el número de empleados y el resultado del ejercicio no es significativa.

Gráfico 11. Relación entre el Resultado del ejercicio y el Número de Empleados.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Observando el gráfico vemos que no hay relación de la variable número de empleados respecto al resultado del ejercicio.

Tabla 13. Relación entre el Resultado del Ejercicio y Deudores.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

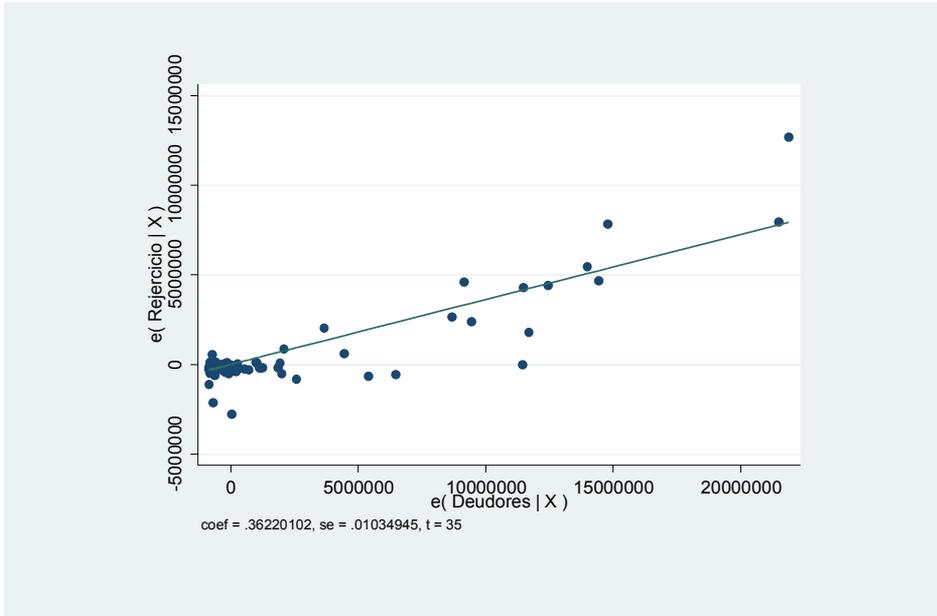
```
. regress Rejercicio Deudores
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	347
Model	3.4703e+14	1	3.4703e+14	F(1, 345)	=	1224.80
Residual	9.7750e+13	345	2.8333e+11	Prob > F	=	0.0000
Total	4.4478e+14	346	1.2855e+12	R-squared	=	0.7802
				Adj R-squared	=	0.7796
				Root MSE	=	5.3e+05

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Deudores	.362201	.0103494	35.00	0.000	.3418451 .382557
_cons	-109482.5	29854.82	-3.67	0.000	-168202.8 -50762.09

En la tabla anterior vemos que la relación entre el resultado del ejercicio y los deudores es de un 78,02%. Lo que indica que tienen un nivel de significación alto.

Gráfico 12. Relación entre el Resultado del Ejercicio y Deudores.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



En el gráfico anterior podemos comprobar como a medida que aumenta el saldo de los deudores (clientes) también lo hace el resultado del ejercicio.

Tabla 14. Relación entre Resultado del ejercicio y Deudas Financieras.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

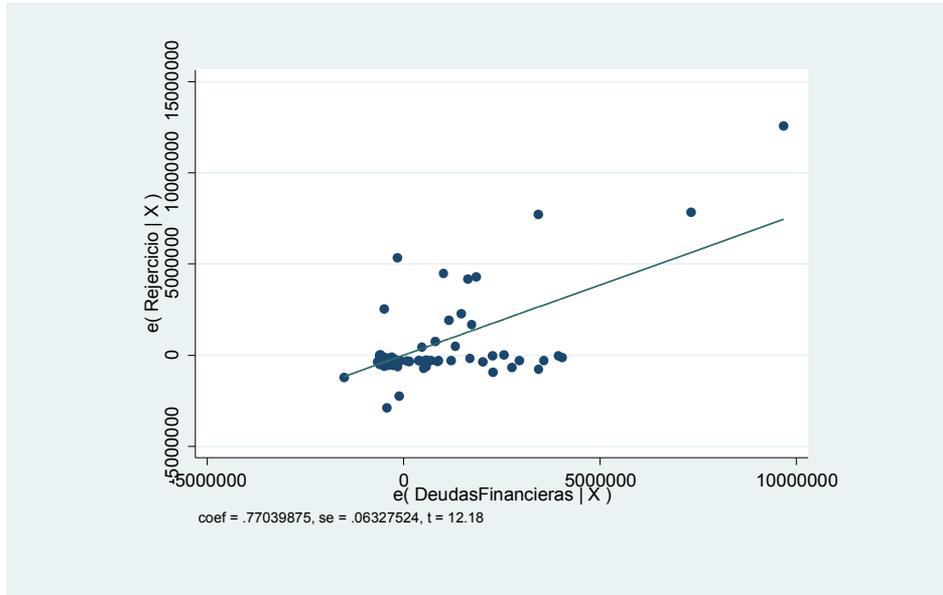
```
. regress Rejercicio DeudasFinancieras
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	183
Model	1.8691e+14	1	1.8691e+14	F(1, 181)	=	148.24
Residual	2.2822e+14	181	1.2609e+12	Prob > F	=	0.0000
Total	4.1514e+14	182	2.2810e+12	R-squared	=	0.4502
				Adj R-squared	=	0.4472
				Root MSE	=	1.1e+06

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
DeudasFinancieras	.7703988	.0632752	12.18	0.000	.6455468 .8952507
_cons	-151991.8	91376.78	-1.66	0.098	-332292.6 28308.89

La relación entre estas dos variables es de un 45,02%, es decir, tienen un nivel de significación considerable.

Gráfico 13. Relación entre Resultado del ejercicio y Deudas Financieras.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Estas dos variables al estar relacionadas a medida que aumenta el endeudamiento, también lo hace el resultado del ejercicio, las empresas se endeudan para crecer, obtienen más cuota de mercado y ganan más dinero.

Tabla 15. Relación entre Resultado del Ejercicio y Cash Flow.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

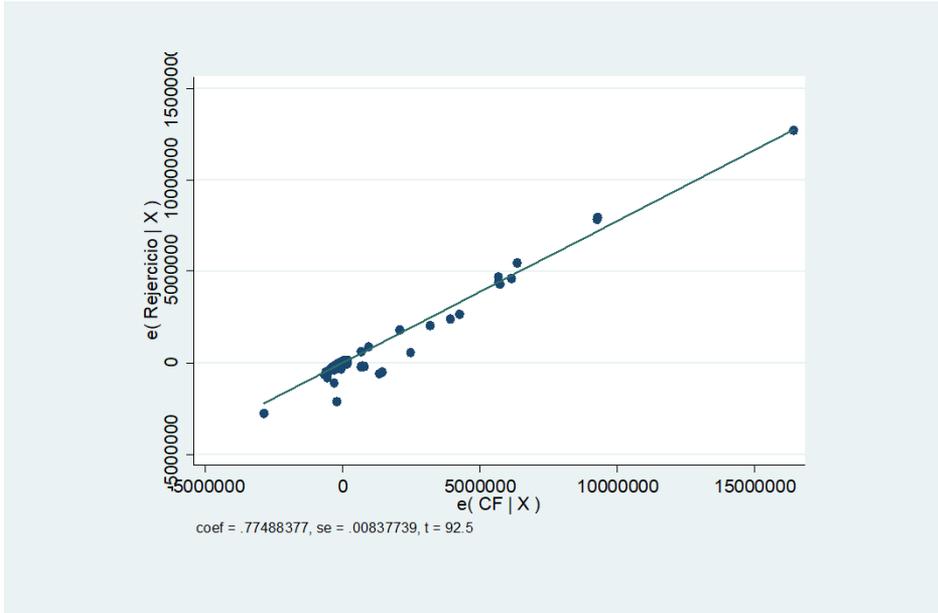
```
. regress Rejercicio CF
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	352
				F(1, 350)	=	8555.70
Model	4.2751e+14	1	4.2751e+14	Prob > F	=	0.0000
Residual	1.7489e+13	350	4.9968e+10	R-squared	=	0.9607
				Adj R-squared	=	0.9606
Total	4.4500e+14	351	1.2678e+12	Root MSE	=	2.2e+05

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
CF	.7748838	.0083774	92.50	0.000	.7584074	.7913601
_cons	-49225.96	12192.28	-4.04	0.000	-73205.31	-25246.6

Según muestra la tabla anterior, al relacionar el resultado del ejercicio con el cash flow, tiene un $R^2 = 0.9607$, es decir, 96,07%. Esta variable es la que mejor explica el modelo.

Gráfico 14. Relación entre Resultado del Ejercicio y Cash Flow.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018



Comprobamos como al aumentar el cash Flow, lo hace de igual modo el resultado del ejercicio.

Tabla 16. Relación entre el resultado del ejercicio y el Ratio de Solvencia.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018

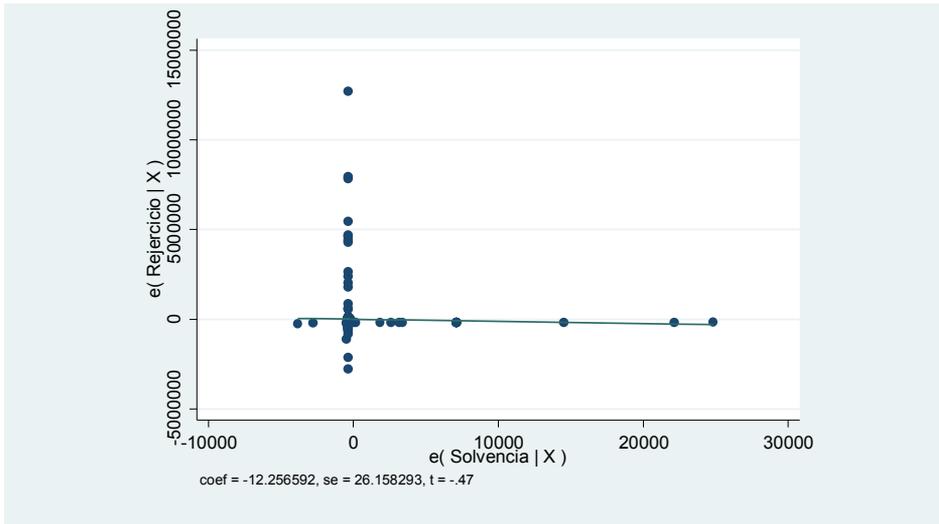
```
. regress Rejercicio Solvencia
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	359
Model	2.7361e+11	1	2.7361e+11	F(1, 357)	=	0.22
Residual	4.4492e+14	357	1.2463e+12	Prob > F	=	0.6397
Total	4.4519e+14	358	1.2436e+12	R-squared	=	0.0006
				Adj R-squared	=	-0.0022
				Root MSE	=	1.1e+06

Rejercicio	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
Solvencia	-12.25659	26.15829	-0.47	0.640	-63.70031 39.18712
_cons	191321.2	59691.46	3.21	0.001	73930.14 308712.3

En este caso, el R^2 es 0.0006, es decir, la relación entre ambas variables no es significativa.

Gráfico 15. Relación entre el resultado del ejercicio y el Ratio de Solvencia.
Fuente: Elaboración propia. Programa STATA versión 14.0. Fecha: 31/05/2018S



En el gráfico anterior vemos que el resultado del ejercicio no tiene relación con el ratio de solvencia.

Tabla 17. Síntesis de regresión lineal de las diferentes variables en relación con el resultado del ejercicio.

VARIABLES INDEPENDIENTES	R^2
Resultados Ordinarios Antes de Impuestos	0.9551
Ingresos de explotación.	0.7664
Fondos Propios.	0.7622
Rentabilidad Económica	0.0000
Rentabilidad Financiera	0.0001
Ratio de Endeudamiento	0.0056
Número de Empleados	0.0027
Deudores	0.7802
Deudas financieras	0.4502
Cash flow	0.9607
Ratio de solvencia	0.0006

En resumen, podemos ver cómo más de la mitad de las variables elegidas tienen un nivel de significación alto y otras que no le afectan de forma tan directa. Con estos resultados las empresas corcheras podrán saber qué es lo que más le afecta y así ayudarse a la hora de tomar decisiones financieras.

4. CONCLUSIÓN

En general, las teorías modernas sobre la estructura de capital toman como referencia a las grandes empresas y mercados de capitales desarrollados. En nuestro estudio nos encontramos con ciertas limitaciones a la hora de explicar el comportamiento de la financiación de las PYMES, debido a que los supuestos teóricos van dirigidos en su mayoría a dichas empresas. En las PYMES nos encontramos con que los problemas de asimetría de la información son mayores que en las grandes empresas, debido a la falta de información. Además, este grupo de empresas presenta mayor dificultad a la hora de tomar decisiones de inversión y financiación, lo que condiciona la estructura de capital de este grupo de empresas.

En el caso de San Vicente de Alcántara encontramos una realidad empresarial peculiar caracterizada por ser un modelo familiar que da lugar a una estructura financiera en la que cualquier tipo de cambio viene dado por cuestiones necesarias por demandas del mercado.

En nuestro estudio, podemos concluir que la variable que más afecta al resultado del ejercicio de estas empresas del sector corchero es la variable Cash Flow, con un nivel de significación del 96,07%, lo que relaciona de forma directa el modelo. Otra variable que también está directamente relacionada es el Resultado Ordinario Antes de Impuestos, con un 95,51%. A éstas le siguen los Deudores (clientes) con un 78,02%, los ingresos de explotación con un 76,64%, los fondos propios con un 76,22% y las deudas financieras con un 45,02%.

Los hallazgos y los estudios realizados nos indican que la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking order) parece proporcionar una mejor explicación sobre el comportamiento

de las fuentes de financiación en las empresas estudiadas, ya que éstas prefieren financiar sus nuevos proyectos con recursos propios e intentan no acrecentar el porcentaje de deudas financieras.

5. LIMITACIÓN DE ESTUDIO Y LÍNEAS FUTURAS

Una de las mayores limitaciones a la hora de realizar este trabajo ha sido obtener información acerca del sector corchero y sus empresas, ya que es un sector poco conocido y del que se disponen escasos documentos informativos.

Otra de las limitaciones son las diferentes opiniones y conclusiones que tienen la mayoría de los autores sobre la Teoría de la estructura financiera, debido a que según el tipo de empresa y sector variará la forma de llevar a cabo su estudio.

Para líneas futuras de investigación propongo seguir relacionando nuevas variables con el Resultado del ejercicio y también relacionar las variables independientes entre sí, con el fin de observar la influencia que tiene cada una de ellas en el modelo y cómo afectan unas a las otras para seguir estudiando sobre este sector.

BIBLIOGRAFÍA

- Acuña Corredor, G. A., & Zambrano Vargas, S. M. (2011). *Estructura de capital. Evolucion teorica*. Bogotá (Colombia): Criterio Libre.
- Amaro, S. E. (9 de marzo de 2018). *Corcho por naturaleza*. Obtenido de <https://corchopornaturaleza.com/blog/el-corcho-en-san-vicente-de-alcantara/>
- ASECOR. (02 de Febrero de 2018). Obtenido de <http://www.asecor.com/index.php?lang=es>
- Azofra Palenzuela, V., & De la Fuente Herrero, G. (2008). La huella indeleble de Modigliani y Miller: MM (1958-2008). *Boletín de estudios económicos*, 63(194), 373. .
- Bohoyo Velázquez, I. (1984). *Situación socio-económica y condiciones de vida en la provincia de Badajoz(1880-1902)*. Salamanca: Universitas.

- Calvo-Silvosa, A., & Bedo Vilabella, L. (1997). Un modelo de síntesis de los factores que determinan la estructura de capital óptimo de las Pymes. *Revista europea de dirección y economía de la empresa*, Vol.6 N°1.
- Española, R. A. (2014). *Diccionario de la lengua española*. Madrid: Espasa Calpe.
- Fareed, Z., Ali, Z., Shahzad, F., Nazir, M. I., & Ullah, A. (2016). Determinants of profitability: Evidence from power and energy sector. *Studia Universitatis Babe-Bolyai Oeconomica*, 61(3), 59-78.
- Frank, M., & Goyal, V. (2009). Decisiones de Estructura de Capital ¿Qué factores son de importancia confiable? *Gestion Financiera*, vol.38 N° 1.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Teoría de la empresa: comportamiento gerencial, costos de agencia y estructura de propiedad. *Revista de economía financiera*, Vol 3. N°4. P.305-360.
- López Gracia, J., Casino Martínez, A., & Aybar Arias, C. (2003). Estrategia y estructura de capital en la PYME: una aproximación empírica. *Estudios de economía aplicada*, Vol.21,N°1, P.27-52.
- Manuel A. Martínez Cañas. (2014). *Ponencias del XIII curso de verano. Innovación vitivinícola en la ribera del duero: sostenibilidad III*. Burgos: Consejo Regulador de la Denominación de Origen Ribera del Duero.
- Margaretha, F., & Supartika, N. (2016). Factors affecting profitability of small medium enterprises (SMEs) firm listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business and Management*, 4(2), 132-137.
- Medir Jofra, R. (1953). *Historia del gremio corchero*. Madrid: alhambra.
- Moruno, F. M. (2010). El negocio del corcho en España durante el siglo XX. *Estudios de historia economica* N° 57, 34 y ss.

- Ortiz Cid de Rivera, R. (2001). *Los inicios de la industria corcho taponera en San Vicente de Alcántara en el siglo XIX*. Badajoz: Gráficas Diputación de Badajoz.
- Otero Gonzalez, L., Fernandez Lopez, S., & Vivel Búa, M. (2007). La estructura de capital de la PYME. En *Conocimiento, Innovación y emprendedores: Camino al futuro* (págs. 409- 410). Universidad de la Rioja.
- Pérez Marqués, F., & Pérez González, M. (1996). *El alcornoque y el corcho*. Badajoz: Asociación cultural “Vicente Rollano”.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). Teoría sobre la Estructura de Capital. *Estudios Gerenciales*, 18(84), P.31-59.
- Sgorb Mira, F. (2002). *Estudio de los determinantes de la estructura de Capital de las Pymes; Aproximación Empírica al Caso Español*. Tesis doctoral de la Universidad de Alicante.
- Sogorb Mira, F. (2002). how SME uniqueness affects capital structure. *working papers*, N°18.
- Sogorb Mira, F., & López Gracia, J. (2003). Pecking Order versus Trade off: An empirical approach to the small and medium enterprise capital structure.

PÁGINAS WEB UTILIZADAS

- Sistema de Análisis de Balances Ibéricos SABI, última visita: 19/03/2018. Disponible en: <https://sabi.bvdinfo.com/version-2018529/home.serv?product=SabiNeo>
- Dirección General de la Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, última visita: 16/05/2018. Obtenido de: <http://www.ipyme.org/esES/UnionEuropea/UnionEuropea/PoliticaEuropea/Marco/Paginas/NuevaDefinicionPYME.aspx>
- ASECOR. Última visita: 02 de Febrero de 2018. Obtenido de: <http://www.asecor.com/index.php?lang=es>
- Corcho por naturaleza. Última visita 9/03/2018. Obtenido de: <https://corchopornaturaleza.com/blog/el-corcho-en-san-vicente-de-alcantara/>