

Gestió del capital circulant i rendibilitat en pimes

JOSÉ ANTONIO PÉREZ MÉNDEZ, OLGA CASTRO PÉREZ,
BEATRIZ GARCÍA CORNEJO
Universidad de Oviedo

Resum

Aquest treball revisa el concepte de capital circulant i presta especial atenció a la seva gestió, atès que aquesta variable afecta tant a la rendibilitat com a la solvència de l'empresa. Així mateix es realitza un estudi empíric sobre el capital circulant i la seva gestió en una mostra de 104 PIMES del sector metall-mecànic i es troba que les empreses més rendibles presenten períodes més curts en existències i deutors que les menys rendibles, la qual cosa concorda amb les conclusions obtingudes en estudis previs. Igualment les empreses més rendibles recorren en menor mesura als deutes financers a curt termini per a finançar l'actiu circulant.

Paraules Clau

Capital circulant, rendibilitat, PIMES, cicle de caixa.

1. Introducció

En els temps actuals, marcats per la situació de crisi econòmica, resulta habitual llegir i sentir notícies relatives als problemes que troben les empre-

ses per a mantenir el seu nivell d'activitat a causa de les dificultats per a finançar el circulat. L'actiu circulat és una part important de l'actiu total en moltes empreses igual que ocorre amb el passiu circulat dins de l'estructura financera. Per tant, cobra gran interès tot el que es relaciona amb la gestió del capital circulat, ja que d'aquesta gestió depèn en bona mesura la rendibilitat i la liquiditat de l'empresa, així com la supervivència.

Un excés d'actiu circulat en relació amb el necessari minva la rendibilitat de la inversió per dues vies complementàries: d'una banda, se suporten costos operatius més grans (menor resultat), i per una altra, es maneja un volum d'inversió més gran. A més, un excés d'actiu circulat duu en molts casos a acudir en major grau al finançament amb recursos aliens a curt termini amb cost, la qual cosa afecta també negativament el compte de resultats, al mateix temps que redueix el valor de les ràtios de liquiditat a curt termini.

A la literatura comptable existeixen estudis l'objectiu dels quals és l'anàlisi dels efectes de la gestió del capital circulat sobre la rendibilitat empresarial, mostrant relacions significatives entre les variables representatives d'aquesta gestió i la rendibilitat. En aquest sentit, García Teruel i Martínez Solano (2007), en un treball sobre l'efecte de la gestió del capital circulat en la rendibilitat de 8.872 PIMES espanyoles en el període 1996-2002, troben una relació negativa entre la rendibilitat i els períodes de cobrament i de magatzem d'existències, conclouent que les empreses poden crear valor reduint, en la mesura del raonable, el cicle de caixa. Altres estudis arriben a conclusions similars per a empreses d'altres països [Deloof (2003), Lazaridis i Tryfonidis (2006), Raheman i Nasr (2007), Samiloglu i Demirgünes (2008)].

Existeixen també investigacions que caracteritzen les empreses segons el seu nivell de rendibilitat que troben entre les variables explicatives de la classificació alta-baixa rendibilitat indicadors relacionats amb el capital circulat i la seva gestió [Fernández et al. (1996) i De Andrés (2000)].

Aquest treball té com a objectiu la revisió del concepte de capital circulat i posa de manifest la importància de la seva gestió per a la rendibilitat i supervivència de l'empresa a través de l'estudi empíric d'una mostra de PIMES del sector metall-mecànic.

En primer lloc es realitzen una sèrie de consideracions sobre el concepte de capital circulat i les seves necessitats de finançament, fent esment als cicles de l'actiu i del passiu circulat d'explotació, a la fixació d'un capital circulat necessari i com ha de ser finançat, i a la seva gran importància per a la gestió empresarial.

En segon lloc es para esment a empreses del sector metall-mecànic, per mitjà de l'estudi d'una mostra de 104 PIMES asturianes l'any 2006, analitzant la situació i estructura dels seus elements circulants i identificant

diferències en el pes i estructura del circulant segons el nivell de rendibilitat de les empreses.

Finalment, es proposen una sèrie de pautes d'actuació que poden contribuir a la millora en la gestió del circulant, la qual cosa ha de repercutir de forma positiva en la rendibilitat empresarial. Aquestes recomanacions seran útils també per a totes aquelles empreses que tinguin trets similars als de les entitats estudiades.

2. El capital circulant

El capital circulant, capital corrent¹ o fons de maniobra es calcula, des del costat de l'actiu, com la diferència entre l'actiu i el passiu corrent² (o circulant) existent en un moment concret. Si aquesta diferència és positiva hi haurà una part de l'actiu corrent que està finançada amb recursos permanents, entenent aquests com la suma del patrimoni net més els fons aliens amb venciment a llarg termini. Des del vessant del patrimoni net i passiu, també es pot determinar restant al finançament bàsic (tant propi com aliè a llarg termini) el valor de l'actiu no corrent.

Per a realitzar la seva activitat típica les empreses necessiten normalment d'un conjunt d'elements d'actiu corrent (matèries primeres, productes en curs, productes acabats, drets de cobrament, tresoreria) que componen l'anomenat actiu corrent d'explotació. Per a garantir l'existència d'un ritme d'activitat determinat és necessari que l'empresa disposi d'uns certs nivells dels mateixos de forma permanent. Atès que aquests elements de l'actiu corrent hauran de mantenir-se a llarg termini, el seu finançament correcte ha de ser també a llarg termini mitjançant dues vies:

- A través del finançament espontani dels proveïdors i altres creditors originats pels costos d'explotació.

1. En el Pla General de Comptabilitat (PGC) aprovat el 2007 el terme circulant va ser substituït pel de corrent. Ambdues denominacions s'utilitzen indistintament en aquest treball.

2. Per a classificar les partides vinculades al cycle d'explotació entre corrents i no corrents el PGC de 2007 utilitza com a criteri el cycle normal d'explotació que, amb caràcter general, no excedirà d'un any. A aquests efectes s'entén per cycle normal d'explotació, el període de temps que transcorre entre l'adquisició dels actius que s'incorporen al procés productiu i la realització dels productes en forma normalment d'efectiu. Quan el cycle normal d'explotació d'una empresa no resulti clarament identificable, s'assumirà que és d'un any.

Així, dintre de l'actiu corrent s'inclouran els actius vinculats al cycle normal d'explotació que l'empresa espera vendre, consumir o realitzar en el transcurs d'aquest; mentre que en el passiu corrent s'inclouran les obligacions vinculades al cycle normal d'explotació que l'empresa espera liquidar en el transcurs del propi cycle.

- Per mitjà de recursos permanents: patrimoni net i fons aliens a llarg termini.

La necessitat de recórrer a aquesta segona via de finançament ve explicada per la diferència entre el Cicle de l'Actiu Corrent (CAC) o Període Normal Mitjà de Maduració Tècnic o Econòmic i el Cicle del Passiu Corrent (CPC) o Període Mitjà de Pagament.

El CAC és el temps mitjà que transcorre des que s'adquireixen matèries primeres, passant per la seva transformació i venda de productes acabats, fins al seu cobrament als clients. Per la seva banda, el CPC comença quan s'adquireixen els diferents factors i acaba amb el pagament a proveïdors i altres creditors d'explotació. La diferència entre el CAC i el CPC es denomina Cicle de Caixa o Període Normal Mitjà de Maduració Financer, que indica el temps que transcorre de mitjana des que es paga als proveïdors i altres creditors d'explotació fins que es recupera aquesta liquiditat mitjançant el cobrament a clients dels productes venuts. Quan el Cicle de Caixa és negatiu els cobraments van per davant dels pagaments, mentre que si el Cicle de Caixa és positiu els pagaments precedeixen als cobraments i es precisa un finançament addicional per a l'actiu corrent, ja que no és suficient amb el dels creditors de l'explotació.

Efectivament, els passius corrents que constitueixen la primera via de finançament de l'actiu corrent es van renovant constantment, ja que mentre l'empresa segueixi fabricant i venent els seus productes i serveis mantindrà a llarg termini un cert nivell de passiu corrent relatiu als seus aprovisionaments i resta de costos. Ara bé, quan el CPC és menor que el CAC, aquest finançament aliè no cobreix per si sol les necessitats de l'actiu corrent, ja que de mitjana els temps d'exigibilitat de tals passius corrents són inferiors als de conversió en liquiditat de l'actiu corrent, integrats pel temps d'emmagatzematge dels aprovisionaments, el període de fabricació, el període de vendes i finalment el del cobrament si les vendes no són al comptat. És llavors quan cal recórrer a finançar-se amb fons permanents. En la pràctica empresarial aquest finançament addicional procedeix de diferents fonts com patrimoni net o recursos aliens a llarg termini; encara que també s'utilitzen recursos aliens a curt termini i el descompte d'efectes, que són formes encobertes de finançament a llarg termini, ja que haurien de renovar-se constantment.

Els períodes mitjans relatius tant a l'actiu com al passiu corrent estan determinats per les condicions econòmiques i financeres de l'explotació³:

3. Que dependran al seu torn del tipus d'activitat de l'empresa, de la seva gestió i de l'entorn en el qual es desenvolupa (clients, proveïdors, competència, situació econòmica general, etc.).

- Característiques del procés productiu: durada mitjana del procés de fabricació, la qual dependrà del tipus de producte i el seu grau de diferenciació, de la tecnologia utilitzada, de l'eficiència del procés productiu, etc.
- Gestió de les existències dels productes acabats: temps mitjà d'emmagatzematge, estocs de seguretat, condicions de lliurament als clients.
- Condicions de les vendes: canals i terminis de cobrament, existència de dies fixos de pagament per part dels clients, negociació de descomptes per pagament avançat, etc.

A més, les inversions en capital circulant suposen, en general, una elecció determinada de la combinació rendibilitat-risc per part de l'empresa o, dit d'una altra manera, les empreses poden triar entre dos tipus d'estratègia sobre la gestió del circulant (García Teruel i Martínez Solano, 2007: 166-167):

- Minimitzar la inversió en capital circulant (política agressiva). Aquesta estratègia pot augmentar la rendibilitat empresarial en disminuir el seu actiu total. No obstant això, una reducció excessiva d'inventaris pot suposar un risc més alt de perdre vendes. Així mateix, una reducció del crèdit concedit als clients pot provocar una disminució de les vendes a aquells clients que ho demanin. Per altra banda, un augment del crèdit sol·licitat a proveïdors pot suposar una pèrdua de descomptes per pagament avançat.
- Incrementar la inversió en capital circulant (política conservadora). Per exemple, el manteniment de nivells elevats d'inventari redueix el cost derivat de les ruptures d'estocs, disminueix el cost dels aprovisionaments i protegeix l'empresa de les fluctuacions de preus. D'altra banda, l'augment de crèdit als clients repercuteix positivament en les vendes de diverses maneres; per exemple, incentiva els clients a adquirir mercaderies en períodes de baixa demanda i permet enfortir les relacions a llarg termini amb ells. No obstant això, aquests beneficis es veuen contrarestats per la pèrdua de rendibilitat derivada d'un augment de la inversió en actiu corrent.

En general, l'evidència empírica disponible sobre la relació entre la gestió del capital circulant i la rendibilitat mostra que les polítiques agressives de gestió del circulant augmenten la rendibilitat.

Per a poder orientar la política de gestió dels diferents components del

circulant serà beneficiós per a l'empresa estimar un capital circulant objectiu o necessari amb caràcter previsional considerant dos aspectes: les necessitats d'actius corrents permanents segons les vendes i inversions de l'entitat i el seu finançament adequat. Per tant, l'estimació exigeix que l'empresa desenvolupi un adequat procés de planificació financera a partir de la informació sobre les seves previsions operatives per al futur. Cal conèixer:

- Vendes previstes i terminis de cobrament.
- Compres i terminis de pagament previstos. Les compres estaran relacionades amb el consum necessari per a la producció que cobreixi les vendes estimades i amb la variació d'existències planificada, tant d'aprovisionaments com de productes acabats.
- La resta de costos estimats i els seus respectius terminis.
- El resultat estimat, relacionat amb tot l'anterior.

El capital circulant objectiu està compost estructuralment per elements que es caracteritzen per la seva permanència i per tant no es transformaran en liquiditat mentre no variï el nivell d'activitat de l'empresa o els paràmetres d'eficiència estipulats. Per tant s'ha de finançar amb patrimoni net i només de forma transitòria amb fons aliens a llarg termini.

Lògicament el capital circulant necessari no tindrà un valor fix, sinó que podrà variar en cada exercici en funció de:

- Canvis en l'estructura de costos de l'empresa.
- Modificació en els terminis de referència que conformen el cicle d'exploració.
- Variació en la xifra de vendes.

L'adequada planificació del capital circulant ha de conduir a una reducció de costos com els d'emmagatzematge (en la mesura que es redueixin inventaris excessius), fabricació i financers (en fer-se menors les necessitats de finançament del capital circulant) i també a un efecte positiu sobre la rendibilitat empresarial, tant per la citada minoració de costos com per la disminució de la inversió en elements corrents.

Quan es compari el capital circulant real amb el necessari serà important identificar les causes de la diferència entre un i altre, les quals responen a tres tipus de desviacions: en preus dels factors, en unitats físiques relatives a cada activitat i en terminis. La quantificació d'aquestes desviacions ajudarà a la proposta i aplicació de les mesures correctores oportunes per a reorientar la gestió del capital circulant.

Ara bé, per a assolir que les mesures d'estalvi de costos siguin realment efectives l'empresa hauria d'identificar les causes de l'excés de capital circulant analitzant els processos clau de la seva cadena de valor, que poden anar des del disseny del producte fins a la seva fabricació, venda i servei post-venda. Amb aquesta anàlisi és possible que es trobin formes de simplificar els processos i eliminar costos, sense perdre de vista que els canvis en una de les àrees de l'empresa pot tenir repercussió en les altres àrees de la cadena de valor.

En tot aquest procés de planificació i gestió del circulant resulta d'utilitat aplicar processos de benchmarking, consistents en la implementació de les millors pràctiques relatives a la gestió d'inventaris, comptes a cobrar i comptes a pagar existents en el sector en el qual actua l'empresa.

En resum, la gestió del capital circulant ha de comprendre els següents aspectes:

- Planificació i control dels fluxos monetaris entre les diferents partides del circulant i altres comptes del balanç, amb la finalitat d'assegurar una adequada liquiditat a l'empresa.
- Fixar i supervisar els adequats nivells en cada partida del capital circulant amb l'objectiu de millorar la rendibilitat empresarial.

Per a acabar aquest apartat es pot fer un breu esment a la interpretació del capital circulant, la qual pot fer-se des d'un doble vessant:

- Financer. Amb el càlcul del capital circulant tradicionalment es perseguia presentar als creditors informació a curt termini de la solvència de l'empresa. Cal puntualitzar que la informació sobre el capital circulant al tancament d'un exercici, igual que les ràtios calculades amb valors d'un balanç, presenten clares limitacions a causa del seu caràcter estàtic; per això és necessari complementar-la amb informació dinàmica sobre la capacitat de l'empresa per a generar liquiditat amb la qual fer front a les seves obligacions al venciment.
- Econòmic. En el camp de l'anàlisi econòmica de l'empresa cobra un interès especial la comparació entre el capital circulant real amb el que s'opera i el que es fixi com a objectiu, o necessari, tenint en compte les característiques del negoci i sota la hipòtesi de màxima eficiència en l'aprofitament dels recursos.

3. Gestió del circulat i rendibilitat en les pimes del sector metall-mecànic

Les empreses estudiades pertanyen al sector metall-mecànic. Dins de la Classificació Nacional d'Activitats Econòmiques 1993 (CNAE-93) les empreses analitzades s'enquadren en l'epígraf 28 «Fabricació de productes metàl·lics, excepte maquinària i equip». La informació manejada s'ha obtingut de la base de dades SABI (Informa, S.A.) i correspon als comptes anuals de 104 empreses asturianes per a l'exercici 2006⁴.

3.1. Estructura econòmica

Per al conjunt d'empreses analitzades la major proporció de l'actiu correspon al circulat que, de mitjana, representa més del 67% de l'actiu total, i el percentatge de l'actiu fix no arriba al 33% (Taula 1).

	Mitjana	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Actiu fix / Actiu total	32,6	16,2	29,8	44,8
Actiu circulat / Actiu total	67,4	55,2	70,2	83,8

Taula 1: Estructura econòmica de les empreses de la mostra (%).

Dins de l'actiu s'identifiquen tres partides que suposen de mitjana més del 84% de l'actiu i que, per ordre d'importància decreixent, són: deutors, immobilitzat material i existències (Taula 2).

	Mitjana	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Immobilitzat material / Actiu total	26,8	12,5	24,9	38,3
Existències / Actiu total	15,6	3,8	10,2	21,3
Deutors / Actiu total	41,9	27,3	42,2	54,8

Taula 2: Pes de l'immobilitzat material, existències i deutors sobre l'actiu total (%).

4. Poden consultar-se altres estudis economicofinancers sobre el sector metall en Pérez Méndez et al. (1998), Calvo-Flores Segura i García Pérez de Lema (2002) i Fundació Universitat Carlos III (2004).

Destaca l'elevat volum dels drets de cobrament, conseqüència del llarg període d'ajornament que es concedeix als clients.

Quant a les existències, atès que generalment aquestes empreses treballen sota comanda, no solen mantenir nivells alts d'inventaris, ja que l'habitual és comprar únicament els materials necessaris per a les obres concretes a realitzar. Per això, el percentatge que representen les existències sobre l'actiu correspon, no tant a les matèries primeres emmagatzemades, com al valor dels productes en curs de fabricació en el moment de realitzar el balanç.

Cal assenyalar que, pel fet de tractar-se de negocis amb llarg temps d'activitat, algunes de les seves inversions productives formen part del patrimoni de les empreses des de fa diversos anys i es troben amortitzades en la seva major part, la qual cosa duu a reduir el pes de l'actiu fix material en l'estructura econòmica d'aquestes entitats. A més, atès que en la valoració d'aquests actius es manté el principi del preu d'adquisició, el cost històric pel qual figuren en el balanç pot no ser representatiu del valor actualitzat d'aquests elements (això és especialment cert per al cas de les naus industrials i altres inversions que s'hagin revaloritzat per diferents motius al llarg del temps)⁵. En canvi, aquest problema no es dona en el cas del circulant ja que, a diferència de l'immobilitzat, en romandre a l'empresa per períodes més curts de temps, el seu saldo estarà més pròxim als valors actuals.

3.2. Estructura financera

Examinant la composició del passiu, s'observa que la major proporció correspon als fons aliens, amb un pes molt elevat del finançament a curt termini, que representa de mitjana més del 55% del total de recursos de les empreses (Taula 3).

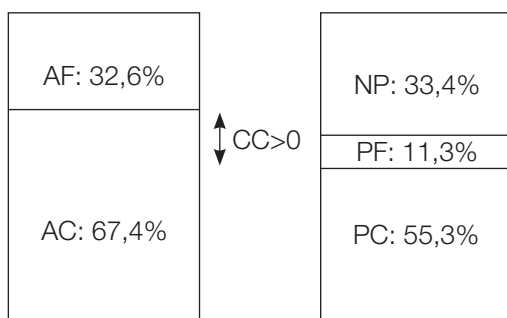
	Mitjana	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Net / Passiu total	33,4	17,0	30,0	52,5
Passiu fix / Passiu total	11,3	0,7	7,1	17,3
Passiu circulant / Passiu total	55,3	38,0	54,6	70,0

Tabla 3: Estructura financera de les empreses de la mostra (%).

5. El reduït pes que s'observa per a l'immobilitzat en alguns casos pot ser també un símptoma que les instal·lacions estan envellides i que no existeix una política important de modernització i renovació d'actius.

3.3. Anàlisi de l'equilibri patrimonial

Si es comparen les estructures econòmica i financera, amb la finalitat d'analitzar l'equilibri patrimonial, s'observa que de mitjana els recursos permanents (patrimoni net i fons aliens a llarg termini) cobreixen amb escreix la inversió en immobilitzat, de manera que el capital circulant és positiu (Gràfic 1).



Gràfic 1

No obstant això, analitzant l'estructura de cada empresa de forma individual, s'observa que un 31% d'elles presenten capitals circulants negatius, cosa que posa de manifest que les inversions a llarg termini s'estan finançant de forma incorrecta amb passius a curt termini.

3.4. Estructura de costos

A la Taula 4 figura l'estructura de costos, els quals es classifiquen per naturalesa i s'expressen com un percentatge dels ingressos d'exploració de l'empresa.

	Mitjana	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Consums d'exploració	45,5	33,6	47,3	60,3
Costos de personal	35,2	20,3	33,8	41,1
Amortització de l'immobilitzat	2,9	1,1	1,9	3,5
Variació provisions tràfic i crèdits incobrables	0,3	0,0	0,0	0,1
Altres despeses d'exploració	11,7	6,9	10,2	15,7

Taula 4: Estructura de costos, calculada sobre els ingressos d'exploració (%)

Com es pot apreciar a la Taula 4, l'estructura de costos es correspon amb la tradicional d'una empresa de transformació, on les partides de materials i mà d'obra representen aproximadament el 80% dels ingressos d'explotació.

En l'estudi dels diferents casos particulars, cal destacar el percentatge relativament important que en determinades empreses suposen les despeses financeres, la qual cosa fa que el resultat financer negatiu arribi en ocasions a absorbir els resultats d'explotació positius.

3.5. Dies de vendes als comptes de circulant

Una forma d'advertir la importància del volum dels recursos materialitzats en els comptes que componen el circulant consisteix a calcular els dies de vendes que representen els saldos dels comptes d'actiu i passiu circulant.

El càlcul dels dies de vendes es porta a terme de forma senzilla dividint el saldo de les partides del circulant al tancament de 2006 entre els ingressos d'explotació d'aquest exercici i multiplicant aquest resultat pels 365 dies d'un any. En interpretar els valors presentats en les Taules 5 i 6 s'ha de tenir present que s'han determinat prenent com a base els saldos de les partides del circulant al final de 2006, per la qual cosa responen a un concepte estàtic la representativitat del qual pot no ser adequada en algun cas. Per altra banda, hauria estat interessant conèixer els valors per a les partides d'explotació, els quals no s'han pogut precisar a causa del grau d'agregació dels estats comptables manejats.

	Mitjana	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Dies de vendes en actiu circulant	212	131	187	240
Dies de vendes en passiu circulant	181	91	136	213
Dies de vendes en capital circulant	31	-8	24	63

Taula 5: Dies de vendes a l'actiu circulant, passiu circulant i capital circulant

	Mitjana	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Dies de vendes en existències	57	12	29	65
Dies de vendes en deutors	124	66	120	167
Dies de vendes en resta actiu circulant	31	5	16	38

Taula 6: Dies de vendes en existències, deutors i resta de l'actiu circulant (tresoreria, inversions financeres temporals i ajustaments per periodificació).

3.6. Diferències en el circulat segons grups de rendibilitat

Donada la importància de les partides de circulat en el balanç de les empreses objecte d'anàlisi sembla lògic pensar que la gestió d'aquestes partides és clau per a la millora de la seva rendibilitat. Amb la finalitat de trobar evidències sobre aquest punt s'ha ordenat la mostra segons la rendibilitat sobre la inversió en 2006 i s'ha dividit en dos grups d'igual nombre d'empreses, 52 en cadascun, que es van denominar alta rendibilitat i baixa rendibilitat. A aquests efectes la rendibilitat sobre la inversió es calcula per quocient entre el benefici d'explotació i l'actiu total mitjà (semisuma dels actius inicial i final). A les Taules 7 i 8 figuren els valors mitjans d'ambdós grups per a variables que expressen el pes i l'estructura del capital circulat.

	Baixa Rendibilitat	Alta Rendibilitat
Rendibilitat sobre la inversió (%)	1,9	12,8
Dies de vendes en actiu circulat ($p = 0,012$)** ⁶	253	171
Dies de vendes en passiu circulat ($p = 0,001$)**	230	133
Dies de vendes en capital circulat	23	39
Dies de vendes en existències	75	39
Dies de vendes en deutors ($p = 0,008$)**	142	106
Dies de vendes en resta actiu circulat	36	26

Taula 7: Dies de vendes de les partides de circulat segons rendibilitat sobre la inversió.

S'observa que les empreses menys rendibles compten amb més dies de vendes en l'actiu circulat, la qual cosa es deu fonamentalment al major període de cobrament a clients. Igualment, les empreses amb menor rendibilitat presenten un major nombre de dies de vendes en el passiu circulat, la qual cosa està relacionada amb la necessitat d'un major endeutament fi-

6. Per a comprovar si existeixen diferències estadísticament significatives en el pes i estructura del circulat segons la rendibilitat sobre la inversió s'ha aplicat la prova no paramètrica U de Mann Whitney per a dues mostres independents (***)Diferències significatives al 1%, **Diferències significatives al 5%, *Diferències significatives al 10%).

nancer a curt termini per a donar cobertura al major nombre de dies de vendes que presenten en el seu actiu circulant. Aquests resultats coincideixen amb els presentats en la literatura comptable per altres estudis ja citats [Deloof (2003), Lazaridis i Tryfonidis (2006), Raheman i Nasr (2007), García Teruel i Martínez Solano (2007), Samiloglu i Demirgünes (2008)].

En la majoria dels casos no es disposa del desglossament del passiu circulant que permeti veure el pes dels deutes comercials i de la resta de deutes a curt termini. Només 29 empreses presenten aquesta informació, 13 en el grup de baixa rendibilitat i 16 en el d'alta rendibilitat. A partir dels comptes anuals d'aquestes empreses s'observa que els deutes no comercials a curt termini, fonamentalment de tipus financer, suposen en termes mitjans en el grup de baixa rendibilitat 160 dies de vendes, mentre que en el d'alta rendibilitat en són 107. Igualment els deutes comercials suposen més dies de vendes en el grup de baixa rendibilitat (135 dies, enfront de 64 en el grup d'alta rendibilitat).

	Baixa Rendibilitat	Alta Rendibilitat
Actiu circulant / Passiu circulant ($p = 0,028$)**	1,20	1,59
(Actiu circulant – Existències) / Passiu circulant ($p = 0,079$)*	0,93	1,28
(Tresoreria + Inversions financeres a C/P) / passiu circulant ($p = 0,054$)*	0,17	0,28

Taula 8: Ràtios de liquiditat segons rendibilitat sobre la inversió.

Per altra banda, encara que les empreses més rendibles tenen menys dies de vendes en el seu actiu circulant, les seves ràtios de liquiditat són més altes, ja que no precisen tant endeutament a curt termini.⁷ Això guarda relació amb les ràtios d'endeutament oposades en ambdós grups: així, els deutes suposen el 71,1% del total de l'estructura financera en el grup de baixa rendibilitat (57,3% correspon al passiu circulant), mentre que en el grup d'alta rendibilitat el nivell d'endeutament és del 63,1% (suposant el passiu circulant el 53,3%).

7. Aquests resultats coincideixen amb els oposats per De Andrés (2000) en un estudi sobre la caracterització d'empreses manufactureres asturianes segons el seu nivell de rendibilitat en el qual s'assenyala que les empreses més rendibles són les que presenten ràtios de liquiditat a curt termini més altes, i s'observa que les menys rendibles utilitzen en major mesura finançament aliè espontani.

En definitiva, es pot assenyalar que una incorrecta gestió del circulat provoca efectes adversos sobre el compte de resultats (menor resultat) igual que sobre el balanç (increment de la inversió, augment dels fons aliens a curt termini) i duu en última instància a una reducció de la rendibilitat sobre la inversió.

3.7. La gestió del circulat a les empreses de la mostra

Com s'ha pogut observar, en aquestes empreses els elements circulants tenen un gran pes tant en l'actiu com en el passiu, la qual cosa dóna una idea de la importància de gestionar-los correctament, condicionada en gran part pel tipus de productes que fabriquen, per les exigències d'uns clients amb un enorme poder de negociació i per les relacions amb els seus proveïdors, tal com s'exposa a continuació (Pérez Méndez et al., 1998):

- Els períodes de fabricació varien molt d'unes comandes a altres i d'unes empreses a altres, però s'observa en la mostra que les existències suposen de mitjana 57 dies de vendes i més de 65 dies per al 25% de casos amb major valor en aquest indicador.
- Els clients, moltes vegades grans empreses que realitzen importants comandes, tenen un elevat poder en la negociació sobre les condicions de venda, tant per a rebaixar els preus com per a ampliar els períodes de cobrament, els quals se situen en el 50% dels casos per sobre dels 120 dies (el terme mitjà de la mostra està en 124 dies). Això suposa que les empreses objecte d'estudi estan concedint, sota l'aparença de crèdit comercial, un autèntic crèdit financer als seus clients, el qual no és remunerat.
- Per altra banda, els proveïdors també tenen un poder considerable sobre aquestes empreses, fixant-los uns terminis de pagament inferiors als seus terminis de cobrament. Els proveïdors suposen de mitjana 96 dies de vendes (calculat per a les 29 empreses que presenten el suficient desglossament informatiu).

Els fets anteriors suposen que la inversió mitjana en existències més drets de cobrament no es veu coberta en la seva totalitat pel finançament dels creditors d'explotació, la qual cosa dóna lloc a la necessitat de finançar aquesta diferència amb recursos permanents i implica l'existència d'un capital circulat positiu. Segons els terminis calculats per a les 29 empreses que presenten un desglossament informatiu suficient per a això, el Cicle de Caixa mitjà se situa en els 131 dies de vendes (les existències equivalen a

68 dies de vendes, els deutors suposen 158 dies de vendes i els creditors comercials 95 dies).

Tot l'anterior comporta que aquestes empreses suportin en moltes ocasions costos financers importants a causa de la necessitat d'accelerar l'entrada de tresoreria per a fer front als venciments, a més del cost que suposa la immobilització financera que implica una major inversió en actiu circulant i dels altres costos que aquest origina, com els de gestió d'existències, seguiment i cobrament a clients, etc. En aquest sentit, en observar els comptes de resultats es detecta que en moltes ocasions els resultats financers negatius, derivats en gran mesura del cost de descompte d'efectes o del crèdit bancari, minven de manera important el resultat final de les empreses.

S'ha comprovat que el 31% de les empreses de la mostra compten amb un capital circulant negatiu en 2006. Per tant, tals empreses estan finançant part dels seus actius fixos amb recursos a curt termini, entre els que destaca el crèdit bancari, la qual cosa posa de manifest un dèficit de recursos permanents (patrimoni net i passiu a llarg termini).

L'evidència empírica presentada posa de manifest la necessitat de portar a terme una gestió activa i atenta del capital circulant, fixant objectius d'actuació per als components d'aquesta variable financera. En l'apartat següent es comenten algunes recomanacions a tenir en compte per a la millora de certs punts crítics en la gestió del circulant en les empreses analitzades.

4. Recomanacions per a la gestió del circulant

Cal tenir en compte que la gestió del capital circulant no és un problema exclusiu del departament financer, sinó que ha de ser una preocupació de tota l'empresa; incloent les àrees de vendes, compres, fabricació i distribució, ja que totes elles interaccionen entre si i afecten les altres.

En aquest apartat s'assenyalen breument algunes de les possibles vies d'actuació que caldria plantejar-se per a la millora en la gestió del circulant en les entitats estudiades, les quals seran útils també per a un altre tipus d'organitzacions amb problemes similars. Moltes de les recomanacions que es presenten tenen com a objectiu una major eficiència en la gestió del capital circulant a través de la reducció del Cicle de Caixa, sense que això impliqui problemes de funcionament normal com escassetat de productes, aturades de producció, ruptura d'inventaris, etc. Tot això ha de contribuir en última instància a un augment en la rendibilitat sobre la inversió, sense que es vegi afectada negativament la seva liquiditat.

Les pautes a seguir tenen relació amb els diferents elements del circulant (tresoreria, proveïdors, existències, clients, finançament) i s'haurien de tenir en compte en el disseny i implantació d'un sistema d'informació adequat per a la gestió empresarial. A continuació s'exposen algunes de les qüestions que caldria sotmetre a un procés de revisió i correcció, les quals moltes vegades mostren la interconnexió existent entre les diferents parts dels corrents.

4.1. Tresoreria

El desfasament existent entre el període de conversió en liquiditat de l'actiu corrent i el d'exigibilitat del passiu corrent, requereix un adequat control de la gestió de tresoreria per a tractar de reduir al màxim els costos financers originats en operacions com el descompte d'efectes, les pòlisses de crèdit, etc. Per això, es proposen mesures com:

- Elaborar pressupostos de tresoreria de manera més formalitzada, com una part integrada en el procés pressupostari general de l'empresa. Procurar que aquesta informació sigui útil per a coordinar en major mesura els cobraments i els pagaments, i amb això minorar els costos financers. Es tracta, d'una banda, de reduir al màxim les situacions de dèficit de tresoreria, evitant per exemple els descoberts bancaris; i per un altre, de rendibilitzar els possibles excessos temporals de liquiditat. Lògicament aquests pressupostos de tresoreria han d'estar inserits en una planificació més àmplia (pla d'exploració, d'inversions, de finançament, etc.). El pressupost de tresoreria ha de confeccionar-se segons un format i estructura adaptats a les característiques i necessitats de gestió de l'empresa, recollint les entrades i sortides de tresoreria previstes en cada subperíode (dia, setmana, mes) de l'horitzó temporal cobert (trimestre, semestre, any). A més, s'ha de revisar i actualitzar periòdicament amb la finalitat de preveure les dificultats amb temps suficient per a poder implementar les solucions adequades. L'estimació de les entrades i sortides de tresoreria agrupades pels diferents tipus d'operacions vistes, reportarà informació útil per a:
 - Identificar causes de superàvits o dèficits de tresoreria.
 - Planificar l'obtenció de tresoreria addicional, en quantitat i temps adequats.
 - Actuar sobre entrades i sortides de diners per a eliminar dèficits transitoris.

- Planificar la col·locació segura, líquida i rendible, dels excedents de liquiditat.
- Decidir sobre la conveniència de prendre mesures estructurals en cas de superàvits o dèficits permanents de tresoreria.
- Fixar un nivell mínim de seguretat per a l'efectiu.
- Prestar especial atenció a una adequada negociació bancària. Precisament en l'actual context de crisi econòmica, quan el crèdit bancari i altres formes de finançament tendeixen a restringir-se, mantenir una bona relació amb el banc es converteix en un element de vital importància.
- Avaluar les alternatives per a accelerar l'entrada de tresoreria (descompte d'efectes, línies de crèdit, descomptes per pagament avançat, etc.), considerant: data de valoració, retards, cost per a l'empresa, cost per al client, garanties de cobrament, etc. En aquest punt, caldrà tenir presents qüestions com:
 - A l'hora de concedir descomptes per pagament avançat als clients, cal analitzar si són realment interessants per a l'empresa, prenent com a referència els costos efectius d'altres formes alternatives de finançament.
 - Les línies de crèdit ben negociades constitueixen una alternativa molt flexible que serveix de complement a altres possibilitats com el descompte. En elles se suportaran interessos per l'import i temps estrictament necessaris; mentre que en el descompte d'efectes els interessos recauen sobre el total de la remesa descomptada i pel temps que falti per vèncer.
- Caldrà gestionar de forma immediata els talons a cobrar, i en general, no serà desitjable un nombre excessiu de comptes bancaris, ja que la suma de petits i nombrosos saldos disponibles genera un total elevat de baixa remuneració, a més d'augmentar el risc de descobert en algun d'aquests comptes.

4.3. Existències

- Parar esment a una adequada planificació de la producció per a reduir tant com sigui possible els terminis de fabricació.
- Eliminar punts d'ineficiència en el procés productiu i introduir noves tecnologies que afavoreixin la fabricació dels productes en un temps mínim i amb bona qualitat. En principi, el procés d'innovació en processos i productes aporta avantatges com la disminució dels temps de procés, reducció dels nivells d'inventari, superior quali-

tat, augment de la flexibilitat i millora del temps i fiabilitat de lliurament del producte al client, la qual cosa comporta una reducció de les necessitats de finançament del circulant.

- Cal establir prioritats quant a la sortida del magatzem dels productes acabats. Davant de ruptures d'estocs, o davant de problemes d'escassetat de temps, han de ser ateses amb preferència les comandes de clients importants (els més rendibles).

4.4. Clients

- Resulta imprescindible per a la supervivència de les empreses posar més èmfasi en l'àrea de comercialització, adoptant actituds més dinàmiques i agressives, que afavoreixin la captació de nous clients i obrin nous mercats, d'acord amb la creixent globalització de l'economia.
- Prendre mesures encaminades a millorar el poder de negociació amb clients (si es tracta d'empreses grans resulta difícil) per a tractar de reduir els desfasaments entre els terminis de cobrament i pagament. Entre tals mesures, com ja s'ha comentat, estaria la col·laboració amb altres empreses.
- Confeccionar llistats actualitzats de comptes a cobrar per antiguitat de saldo. Un adequat sistema d'informació sobre comptes a cobrar, acompanyat d'una permanent reclamació de les partides vençudes pot assolir una reducció dels saldos de deutors, amb el consegüent efecte financer positiu. Això és especialment important en l'actual context de crisi econòmica en el que s'està produint un notable increment en les xifres de morositat.
- Agilitar el procés de recepció de comandes (a través de fax, Internet).
- Cal evitar temps morts i errors en el procés de facturació que impliquin demores i, per tant, un allargament en el període real de cobrament. De vegades, els clients utilitzen com a excusa per a dilatar el pagament l'existència d'errors formals en les factures. Per això, una curiosa elaboració dels processos de facturació i una comprovació abans de l'enviament, ajudarà a escurçar els terminis de cobrament.
- En comandes importants, que tinguin la qualitat de ser fraccionables i amb període de fabricació llarg, seria interessant negociar la realització de facturacions parcials, la qual cosa redundaria en reduccions en el període real de cobrament.

- De vegades es presenta el problema d'enviar la comanda no perfeccionada conforme a les condicions exigides pel client. Davant aquestes situacions, l'empresa ha de corregir els defectes detectats en la comanda, amb el consegüent retard en la facturació i cobrament. Per això, caldrà desenvolupar relacions d'enginyeria estables amb clients perquè existeixi unanimitat en la percepció de la finalització de la comanda, i per tant s'eliminin possibles demores en el procés de facturació i cobrament.

4.5. Finançament

- S'ha d'emprendre un procés seriós de planificació financera. Per això s'han d'analitzar les alternatives d'inversió i finançament disponibles per a l'empresa i les seves influències recíproques. A més, s'han d'estimar les conseqüències futures de les decisions presents, amb la finalitat d'evitar sorpreses desagradables i de comprendre les connexions entre les decisions actuals i les futures. En aquesta fase resulta útil la simulació, mitjançant un model financer, dels possibles efectes de les diferents vies d'acció. Això contribuirà que la direcció de l'empresa sigui conscient de les repercussions previsible que tindran les seves decisions, o també de la necessitat de prendre certes mesures davant una determinada problemàtica.
- Millorar l'estructura financera. S'han de cobrir amb recursos permanents (fons aliens a llarg termini i recursos propis) tant l'actiu fix com el capital circulant necessari per a desenvolupar l'activitat productiva.

5. Conclusions

Tal com s'ha mostrat en aquest treball a través d'un estudi empíric en PIMES del sector metall-mecànic, una gestió economicofinancera adequada del capital circulant és fonamental per a la bona marxa de l'empresa. No prestar l'atenció necessària a aquesta faceta de la gestió té com a conseqüència una sèrie d'efectes negatius per a la rendibilitat empresarial: costos financers elevats que absorbeixen bona part dels beneficis d'explotació, majors costos relatius als aprovisionaments i a la producció, major inversió en actius circulants amb la corresponent immobilització financera, etc.

S'han plantejat una sèrie de recomanacions l'aplicació pràctica les quals

haurien de ser considerades per les empreses per a millorar la gestió econòmicofinancera del seu capital circulant, i amb això augmentar els seus nivells de rendibilitat.

Destaquen especialment les mesures encaminades a la reducció del Cicle de Caixa (menor termini de cobrament, menors terminis de fabricació, de resposta i servei al client, evitar errors que retardin tals processos, augmentar el poder de negociació enfront de clients i proveïdors, etc.) per a actuar de forma més eficient sobre el circulant i incrementar la rendibilitat econòmica i financera de l'empresa. Per a posar en pràctica aquestes accions es precisa un procés de millora i professionalització en la direcció de les empreses, que es veurà afavorit amb un adequat sistema d'informació articulat entorn d'un conjunt d'indicadors que contempli els factors clau de la gestió del circulant (quadre de comandament), que possibiliti el desenvolupament de processos de benchmarking al llarg de la cadena de valor del negoci i que contribueixi a una major coordinació entre les diferents àrees de l'empresa, ja que la gestió del capital circulant no és només responsabilitat del departament financer.

Referències bibliogràfiques

- CALVO-FLORES SEGURA, A. i GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. (Directores) (2002) «Diagnóstico del sector metal-mecánico y fabricación de equipos». http://www.panelempresarial.com/Panel/publicaciones/Metalmecanica_PF.pdf
- DE ANDRÉS SUÁREZ, J. (2000) «Los parámetros característicos de las empresas manufactureras de alta rentabilidad. Una aplicación del análisis discriminante» *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXIX, 443-482.
- DELOOF, M. (2003) «Does working capital management affect profitability of Belgian firms?» *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 30, 573-588.
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, E., MONTES PEÓN, J.M. i VÁZQUEZ ORDÁS, C.J. (1996) «Caracterización económico financiera de la gran empresa industrial española según su rentabilidad» *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXVI, 343-359.
- FUNDACIÓN UNIVERSIDAD CARLOS III (2004): «Análisis de la pequeña y mediana empresas en el sector del metal en la Comunidad de Madrid. Año 2002», <http://www.madridcomercio.org/docs/EC.Sector-Metal.pdf>
- GARCÍA TERUEL, P.J. i MARTÍNEZ SOLANO, P. (2007) «Effects of

- working capital management on SME profitability» *International Journal of Managerial Finance*, vol. 3, 164-177.
- LAZARIDIS, I. i TRIFONIDIS, D. (2006) «Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens Stock Exchange» *Journal of Financial Management and Analysis*, vol. 19, 26-35.
- PÉREZ MÉNDEZ, J.A., CASTRO PÉREZ, O. i GARCÍA CORNEJO, B. (1998): «La gestión económico financiera del capital circulante. Especial referencia a las PYMES del sector metal-mecánico» *Actualidad financiera*, año 3, 39-57.
- RAHNEMA, A. i NASR, M. (2007) «Working capital management and profitability – Case of Pakistani Firms» *International Review of Business Research Papers*, vol. 3, 279-300.
- SAMILOGLU, F. i DEMIRGÜNES, K. (2008) «The Effect of Working Capital Management on Firm Profitability: Evidence from Turkey» *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 2 (1), 44-50.