

# **Gestión del capital circulante y rentabilidad en pymes**

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

## **Resumen**

Este trabajo revisa el concepto de capital circulante, prestando especial atención a su gestión, dado que esta variable afecta tanto a la rentabilidad como a la solvencia de la empresa. Asimismo se realiza un estudio empírico sobre el capital circulante y su gestión en una muestra de 104 PYMES del sector metal-mecánico, encontrándose que las empresas más rentables presentan períodos más cortos en existencias y deudores que las menos rentables, lo cual concuerda con las conclusiones obtenidas en estudios previos. Igualmente las empresas más rentables recurren en menor medida a las deudas financieras a corto plazo para financiar el activo circulante.

## **Palabras Clave**

Capital Circulante, rentabilidad, PYMES, ciclo de caja.

---

## **1. Introducción**

En los tiempos actuales, marcados por la situación de crisis económica, resulta habitual leer y oír noticias relativas a los problemas que encuentran

las empresas para mantener su nivel de actividad debido a las dificultades para financiar su circulante. El activo circulante es una parte importante del activo total en muchas empresas al igual que ocurre con el pasivo circulante dentro de la estructura financiera. Por tanto, cobra gran interés todo lo relativo a la gestión del capital circulante, ya que de la misma depende en buena medida la rentabilidad y la liquidez de la empresa, así como su supervivencia.

Un exceso de activo circulante con relación al necesario merma la rentabilidad de la inversión por dos vías complementarias: por una parte, se soportan mayores costes operativos (menor resultado), y por otra, se maneja un mayor volumen de inversión. Además, un exceso de activo circulante lleva en muchos casos a acudir en mayor grado a la financiación con recursos ajenos a corto plazo con coste, lo cual afecta también negativamente a la cuenta de resultados, al tiempo que reduce el valor de los ratios de liquidez a corto plazo.

En la literatura contable existen estudios cuyo objetivo es el análisis de los efectos de la gestión del capital circulante sobre la rentabilidad empresarial, mostrando relaciones significativas entre las variables representativas de dicha gestión y la rentabilidad. En este sentido, García Teruel y Martínez Solano (2007), en un trabajo sobre el efecto de la gestión del capital circulante en la rentabilidad de 8.872 PYMES españolas en el periodo 1996-2002, encuentran una relación negativa entre la rentabilidad y los periodos de cobro y de almacén de existencias, concluyendo que las empresas pueden crear valor reduciendo, en la medida de lo razonable, el Ciclo de Caja. Otros estudios llegan a conclusiones similares para empresas de otros países [Deloof (2003), Lazaridis y Tryfonidis (2006), Raheman y Nasr (2007), Samiloglu y Demirgünes (2008)].

Existen también investigaciones que caracterizan las empresas según su nivel de rentabilidad que encuentran entre las variables explicativas de la clasificación alta-baja rentabilidad indicadores relacionados con el capital circulante y su gestión [Fernández et al. (1996) y De Andrés (2000)].

Este trabajo tiene como objetivo la revisión del concepto de capital circulante, poniendo de manifiesto la importancia de su gestión para la rentabilidad y supervivencia de la empresa a través del estudio empírico de una muestra de PYMES del sector metal-mecánico.

En primer lugar, se realizan una serie de consideraciones sobre el concepto de capital circulante y sus necesidades de financiación, haciendo mención a los ciclos del activo y del pasivo circulante de explotación, a la fijación de un capital circulante necesario y a cómo debe ser financiado, y a su gran importancia para la gestión empresarial.

En segundo lugar, se presta atención a empresas del sector metal-me-

cánico, por medio del estudio de una muestra de 104 PYMES asturianas en el año 2006, analizando la situación y estructura de sus elementos circulantes e identificando diferencias en el peso y estructura del circulante según el nivel de rentabilidad de las empresas.

Por último, se proponen una serie de pautas de actuación que pueden contribuir a la mejora en la gestión del circulante, lo cual debe repercutir de forma positiva en la rentabilidad empresarial. Dichas recomendaciones serán útiles también para todas aquellas empresas que tengan rasgos similares a los de las entidades estudiadas.

## **2. El capital circulante**

El capital circulante, capital corriente<sup>1</sup> o fondo de maniobra se calcula, desde el lado del activo, como la diferencia entre el activo y el pasivo corriente<sup>2</sup> (o circulante) existente en un momento concreto. Si dicha diferencia es positiva habrá una parte del activo corriente que está financiada con recursos permanentes, entendiendo éstos como la suma del patrimonio neto más los fondos ajenos con vencimiento a largo plazo. Desde la vertiente del patrimonio neto y pasivo, también se puede determinar restando a la financiación básica (tanto propia como ajena a largo plazo) el valor del activo no corriente.

Para realizar su actividad típica las empresas necesitan normalmente de un conjunto de elementos de activo corriente (materias primas, productos en curso, productos terminados, derechos de cobro, tesorería) que componen el llamado activo corriente de explotación. Para garantizar la existencia de un ritmo de actividad determinado es necesario que la empresa

---

1. En el Plan General de Contabilidad (PGC) aprobado en 2007 el término circulante fue sustituido por el de corriente, por lo que ambas denominaciones se utilizan indistintamente en este trabajo.

2. Para clasificar las partidas vinculadas al ciclo de explotación entre corrientes y no corrientes el PGC de 2007 utiliza como criterio el ciclo normal de explotación que, con carácter general no excederá de un año. A estos efectos se entiende por ciclo normal de explotación, el periodo de tiempo que transcurre entre la adquisición de los activos que se incorporan al proceso productivo y la realización de los productos en forma normalmente de efectivo. Cuando el ciclo normal de explotación de una empresa no resulte claramente identificable, se asumirá que es de un año.

Así, dentro del activo corriente se incluirán los activos vinculados al ciclo normal de explotación que la empresa espera vender, consumir o realizar en el transcurso del mismo; mientras que en el pasivo corriente se incluirán las obligaciones vinculadas al ciclo normal de explotación que la empresa espera liquidar en el transcurso del mismo.

disponga de unos ciertos niveles de los mismos de forma permanente. Dado que dichos elementos del activo corriente habrán de mantenerse a largo plazo, su financiación correcta debe ser también a largo plazo mediante dos vías:

- A través de la financiación espontánea de los proveedores y demás acreedores originados por los costes de explotación.
- Por medio de recursos permanentes: patrimonio neto y fondos ajenos a largo plazo.

La necesidad de recurrir a esta segunda vía de financiación viene explicada por la diferencia entre el Ciclo del Activo Corriente (CAC) o periodo normal medio de maduración técnico o económico y el Ciclo del Pasivo Corriente (CPC) o periodo medio de pago.

El CAC es el tiempo medio que transcurre desde que se adquieren materias primas, pasando por su transformación y venta de productos terminados, hasta su cobro a los clientes. Por su parte, el CPC comienza cuando se adquieren los distintos factores y termina con el pago a proveedores y demás acreedores de explotación. La diferencia entre el CAC y el CPC se denomina ciclo de caja o periodo normal medio de maduración financiero, el cual indica el tiempo que transcurre por término medio desde que se paga a los proveedores y demás acreedores de explotación hasta que se recupera dicha liquidez mediante el cobro a clientes de los productos vendidos. Cuando el ciclo de caja es negativo los cobros van por delante de los pagos, mientras que si el ciclo de caja es positivo los pagos preceden a los cobros, precisándose una financiación adicional para el activo corriente, ya que no es suficiente con la de los acreedores de la explotación.

En efecto, los pasivos corrientes que constituyen la primera vía de financiación del activo corriente, se van renovando constantemente, ya que mientras la empresa siga fabricando y vendiendo sus productos y servicios mantendrá a largo plazo un cierto nivel de pasivo corriente relativo a sus aprovisionamientos y resto de costes. Ahora bien, cuando el CPC es menor que el CAC, esta financiación ajena no cubre por sí sola las necesidades del activo corriente, ya que por término medio los tiempos de exigibilidad de tales pasivos corrientes son inferiores a los de conversión en liquidez del activo corriente, integrados por el tiempo de almacenamiento de los aprovisionamientos, el periodo de fabricación, el periodo de ventas y finalmente el del cobro si las ventas no son al contado. Es entonces cuando hay que recurrir a financiarse con fondos permanentes. En la práctica empresarial esta financiación adicional procede de distintas fuentes como patrimonio neto o recursos ajenos a largo plazo; aunque también se utilizan recursos

ajenos a corto plazo y el descuento de efectos, siendo éstas formas encubiertas de financiación a largo plazo, ya que tendrán que renovarse constantemente.

Los periodos medios relativos tanto al activo como al pasivo corriente están determinados por las condiciones económicas y financieras de la explotación<sup>3</sup>:

- Referentes a la compra de factores empleados en la explotación: canales y plazos de pago, negociación de descuentos por pronto pago, etc.
- Gestión de las existencias de aprovisionamientos: tiempo medio de almacenamiento, condiciones de suministro de los proveedores, stocks de seguridad, consumos de explotación.
- Características del proceso productivo: duración media del proceso de fabricación, la cual dependerá del tipo de producto y su grado de diferenciación, de la tecnología utilizada, de la eficiencia del proceso productivo, etc.
- Gestión de las existencias de los productos terminados: tiempo medio de almacenamiento, stocks de seguridad, condiciones de entrega a los clientes.
- Condiciones de las ventas: canales y plazos de cobro, existencia de días fijos de pago por parte de los clientes, negociación de descuentos por pronto pago, etc.

Además, las inversiones en capital circulante suponen, en general, una elección determinada de la combinación rentabilidad-riesgo por parte de la empresa o, dicho de otra forma, las empresas pueden elegir entre dos tipos de estrategia sobre la gestión del circulante (García Teruel y Martínez Solano, 2007: 166-167):

- Minimizar la inversión en capital circulante (política agresiva). Esta estrategia puede aumentar la rentabilidad empresarial, al disminuir su activo total, sin embargo, una reducción excesiva de inventarios puede suponer un mayor riesgo de perder ventas. Asimismo, una reducción del crédito concedido a los clientes puede provocar una disminución de las ventas a aquellos clientes que lo demanden. Por otra parte, un aumento del crédito solicitado a pro-

---

3. Que dependerán a su vez del tipo de actividad de la empresa, de su gestión y del entorno en el que se desenvuelve (clientes, proveedores, competencia, situación económica general, etc.).

veedores puede suponer una pérdida de descuentos por pronto pago.

- Incrementar la inversión en capital circulante (política conservadora). Por ejemplo, el mantenimiento de niveles elevados de inventario reduce el coste derivado de las roturas de stocks, disminuye el coste de los aprovisionamientos y protege a la empresa de las fluctuaciones de precios. Por otro lado, el aumento de crédito a los clientes repercute positivamente en las ventas de varias formas; por ejemplo, incentiva a los clientes a adquirir mercancías en periodos de baja demanda y permite fortalecer las relaciones a largo plazo con ellos. Sin embargo, estos beneficios se ven contrarrestados por la pérdida de rentabilidad derivada de un aumento de la inversión en activo corriente.

En general, la evidencia empírica disponible acerca de la relación entre la gestión del capital circulante y la rentabilidad muestra que las políticas agresivas de gestión del circulante aumentan la rentabilidad.

Para poder orientar la política de gestión de los distintos componentes del circulante será beneficioso para la empresa estimar un capital circulante objetivo o necesario con carácter previsional considerando dos aspectos: las necesidades de activos corrientes permanentes según las ventas e inversiones de la entidad y la adecuada financiación de los mismos. Por lo tanto, la estimación exige que la empresa desarrolle un adecuado proceso de planificación financiera a partir de la información sobre sus previsiones operativas para el futuro, siendo preciso conocer:

- Ventas previstas y plazos de cobro.
- Compras y plazos de pago previstos. Las mismas estarán relacionadas con el consumo necesario para la producción que cubra las ventas estimadas y con la variación de existencias planificada, tanto de aprovisionamientos, como de productos terminados.
- El resto de costes estimados y sus respectivos plazos.
- El resultado estimado, relacionado con todo lo anterior.

El capital circulante objetivo está compuesto estructuralmente por elementos que se caracterizan por su permanencia, por lo que no se transformarán en liquidez mientras no varíe el nivel de actividad de la empresa o los parámetros de eficiencia estipulados. Por lo tanto debe financiarse con patrimonio neto y sólo de forma transitoria con fondos ajenos a largo plazo.

Lógicamente el capital circulante necesario no tendrá un valor fijo, sino que podrá variar en cada ejercicio en función de:

- Cambios en la estructura de costes de la empresa.
- Modificación en los plazos de referencia que conforman el ciclo de explotación.
- Variación en la cifra de ventas.

La adecuada planificación del capital circulante debe conducir a una reducción de costes como los de almacenamiento (en la medida en que se reduzcan inventarios excesivos), fabricación y financieros (al hacerse menores las necesidades de financiación del capital circulante) y también a un efecto positivo sobre la rentabilidad empresarial, tanto por la citada minoración de costes como por la disminución de la inversión en elementos corrientes.

Cuando se compare el capital circulante real con el necesario será importante identificar las causas de la diferencia entre ambos, las cuales responden a tres tipos de desviaciones: en precios de los factores, en unidades físicas relativas a cada actividad y en plazos. La cuantificación de dichas desviaciones ayudará a la propuesta y aplicación de las medidas correctoras oportunas para reorientar la gestión del capital circulante.

Ahora bien, para lograr que las medidas de ahorro de costes sean realmente efectivas la empresa debería identificar las causas raíz del exceso de capital circulante analizando los procesos clave de su cadena de valor, que pueden ir desde el diseño del producto hasta su fabricación, venta y servicio post-venta. Con dicho análisis es posible que se encuentren formas de simplificar los procesos y eliminar costes, sin perder de vista que los cambios en una de las áreas de la empresa puede tener repercusión en las otras áreas de la cadena de valor.

En todo este proceso de planificación y gestión del circulante resulta de utilidad aplicar procesos de *benchmarking*, consistentes en la implementación de las mejores prácticas relativas a la gestión de inventarios, cuentas a cobrar y cuentas a pagar existentes en el sector en el que actúe la empresa.

En resumen, la gestión del capital circulante debe comprender los siguientes aspectos:

- Planificación y control de los flujos monetarios entre las distintas partidas del mismo y otras cuentas del balance, con el fin de asegurar una adecuada liquidez a la empresa.
- Fijar y supervisar los adecuados niveles en cada partida del capital circulante con el objetivo de mejorar la rentabilidad empresarial.

Para terminar este apartado cabe hacer una breve mención a la interpretación del capital circulante, la cual puede hacerse desde una doble vertiente:

- Financiera. Con el cálculo del capital circulante tradicionalmente se perseguía presentar a los acreedores información a corto plazo de la solvencia de la empresa. Es preciso puntualizar que la información sobre el capital circulante al cierre de un ejercicio, al igual que las ratios calculadas con valores de un balance, presentan claras limitaciones debido a su carácter estático; por ello es necesario complementar la misma con información dinámica sobre la capacidad de la empresa para generar liquidez con la que hacer frente a sus obligaciones al vencimiento.
- Económica. En el campo del análisis económico de la empresa cobra un interés especial la comparación entre el capital circulante real con el que se opera y el que se fije como objetivo, o necesario, teniendo en cuenta las características del negocio y bajo la hipótesis de máxima eficiencia en el aprovechamiento de los recursos.

### **3. Gestión del circulante y rentabilidad en las pymes del sector metal-mecánico**

Las empresas estudiadas pertenecen al sector metal-mecánico. Dentro de la Clasificación Nacional de Actividades Económicas 1993 (CNAE-93) las empresas analizadas se encuadran en el epígrafe 28 «Fabricación de Productos Metálicos, Excepto Maquinaria y Equipo». La información manejada se ha obtenido de la Base de Datos SABI (Informa, S.A.) y corresponde a las cuentas anuales de 104 empresas asturianas para el ejercicio 2006<sup>4</sup>.

#### ***3.1. Estructura económica***

Para el conjunto de empresas analizadas la mayor proporción del activo corresponde al circulante que, por término medio, representa más del 67% del activo total, no llegando al 33% el porcentaje del activo fijo (Tabla 1).

---

4. Pueden consultarse otros estudios económico-financieros sobre el sector metal en Pérez Méndez et al. (1998), Calvo-Flores Segura y García Pérez de Lema (2002) y Fundación Universidad Carlos III (2004).



	Media	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Activo Fijo / Activo Total	32,6	16,2	29,8	44,8
Activo Circulante / Activo Total	67,4	55,2	70,2	83,8

**Tabla 1:** Estructura económica de las empresas de la muestra (%)

Dentro del activo se identifican tres partidas que suponen por término medio más del 84% del mismo, y que por orden de importancia decreciente son: deudores, inmovilizado material y existencias (Tabla 2).

	Media	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Inmovilizado Material / Activo Total	26,8	12,5	24,9	38,3
Existencias / Activo Total	15,6	3,8	10,2	21,3
Deudores / Activo Total	41,9	27,3	42,2	54,8

**Tabla 2:** Peso del inmovilizado material, existencias y deudores sobre el activo total (%)

Destaca el elevado volumen de los derechos de cobro, consecuencia del largo periodo de aplazamiento que se concede a los clientes.

En cuanto a las existencias, dado que generalmente estas empresas trabajan bajo pedido, no suelen mantener niveles altos de inventarios, ya que lo habitual es comprar únicamente los materiales necesarios para las obras concretas a realizar. Por ello, el porcentaje que representan las existencias sobre el activo corresponde, no tanto a las materias primas almacenadas, como al valor de los productos en curso de fabricación en el momento de realizar el balance.

Es preciso señalar que, al tratarse de negocios que llevan largo tiempo en la actividad, algunas de sus inversiones productivas forman parte del patrimonio de las empresas desde hace varios años y se encuentran amortizadas en su mayor parte, lo cual lleva a reducir el peso del activo fijo material en la estructura económica de estas entidades. Además, dado que en la valoración de estos activos se mantiene el principio del precio de adquisición, el coste histórico por el que figuran en el balance puede no ser representativo del valor actualizado de dichos elementos (esto es especialmente cierto para el caso de las naves industriales y otras inversiones que se hayan revalorizado por distintos motivos a lo largo del tiempo)<sup>5</sup>. En cambio, este

5. El reducido peso que se observa para el inmovilizado en algunos casos puede ser también un síntoma de que las instalaciones están envejecidas, no existiendo una política importante de modernización y renovación de activos.

problema no se da en el caso del circulante ya que, a diferencia del inmovilizado, al permanecer en la empresa por periodos más cortos de tiempo, su saldo estará más próximo a los valores actuales.

### 3.2. Estructura financiera

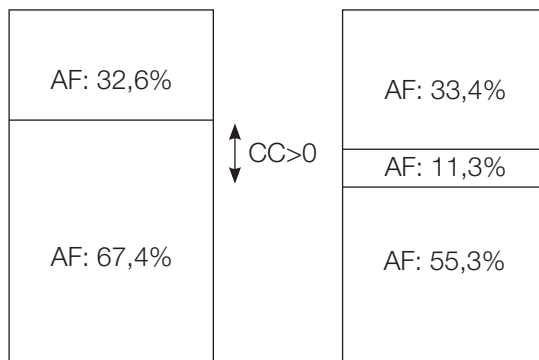
Examinando la composición del pasivo, se observa que la mayor proporción corresponde a los fondos ajenos, con un peso muy elevado de la financiación a corto plazo, que representa por término medio más del 55% del total de recursos de las empresas (Tabla 3).

	Media	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Neto / Pasivo Total	33,4	17,0	30,0	52,5
Pasivo Fijo / Pasivo Total	11,3	0,7	7,1	17,3
Pasivo Circulante / Pasivo Total	55,3	38,0	54,6	70,0

**Tabla 3:** Estructura financiera de las empresas de la muestra (%)

### 3.3. Análisis del equilibrio patrimonial

Si se comparan las estructuras económica y financiera, con el fin de analizar el equilibrio patrimonial, se observa que por término medio los recursos permanentes (patrimonio neto y fondos ajenos a largo plazo) cubren en exceso la inversión en inmovilizado, por lo que el capital circulante es positivo (Gráfico 1).



**Gráfico 1**

Sin embargo, analizando la estructura de cada empresa de forma individual, se observa que un 31% de ellas presentan capitales circulantes negativos, lo que pone de manifiesto que las inversiones a largo plazo se están financiando de forma incorrecta con pasivos a corto plazo.

### 3.4. Estructura de costes

En la Tabla 4 figura la estructura de costes, los cuales se clasifican por naturaleza y se expresan como un porcentaje de los ingresos de explotación de la empresa.

	Media	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Consumos de Explotación	45,5	33,6	47,3	60,3
Costes de Personal	35,2	20,3	33,8	41,1
Amortización del Inmovilizado	2,9	1,1	1,9	3,5
Variación Provisiones Tráfico y Créditos Incobrables	0,3	0,0	0,0	0,1
Otros Gastos de Explotación	11,7	6,9	10,2	15,7

**Tabla 4:** Estructura de costes, calculada sobre los ingresos de explotación (%)

Como se puede apreciar en la Tabla 4, la estructura de costes se corresponde con la tradicional de una empresa de transformación, donde las partidas de materiales y mano de obra representan aproximadamente el 80% de los ingresos de explotación.

En el estudio de los distintos casos particulares, cabe destacar el porcentaje relativamente importante que en determinadas empresas suponen los gastos financieros, lo cual hace que el resultado financiero negativo llegue en ocasiones a absorber los resultados de explotación positivos.

### 3.5. Días de ventas en las cuentas de circulante

Una forma de advertir la importancia del volumen de los recursos materializados en las cuentas que componen el circulante consiste en calcular los días de ventas que representan los saldos de las cuentas de activo y pasivo circulante.

El cálculo de los días de ventas se lleva a cabo de forma sencilla dividiendo el saldo de las partidas del circulante al cierre de 2006 entre los in-

grosos de explotación de dicho ejercicio y multiplicando este resultado por los 365 días de un año. Al interpretar los valores presentados en las Tablas 5 y 6 se debe tener presente que los mismos se han determinado tomando como base los saldos de las partidas del circulante al final de 2006, por lo cual responden a un concepto estático cuya representatividad puede no ser adecuada en algún caso. Por otra parte, habría sido interesante conocer los valores para las partidas de explotación, los cuales no se han podido precisar a causa del grado de agregación de los estados contables manejados.

	Media	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Días de Ventas en Activo Circulante	212	131	187	240
Días de Ventas en Pasivo Circulante	181	91	136	213
Días de Ventas en Capital Circulante	31	-8	24	63

**Tabla 5:** Días de ventas en el activo circulante, pasivo circulante y capital circulante

	Media	Perc. 25	Perc. 50	Perc. 75
Días de Ventas en Existencias	57	12	29	65
Días de Ventas en Deudores	124	66	120	167
Días de Ventas en Resto Activo Circulante	31	5	16	38

**Tabla 6:** Días de ventas en existencias, deudores y resto del activo circulante (tesorería, inversiones financieras temporales y ajustes por periodificación)

### ***3.6. Diferencias en el circulante según grupos de rentabilidad***

Dada la importancia de las partidas de circulante en el balance de las empresas objeto de análisis parece lógico pensar que la gestión de dichas partidas es clave para la mejora de su rentabilidad. Con el fin de encontrar evidencias sobre este punto se ha ordenado la muestra según la rentabilidad sobre la inversión en 2006 y se ha dividido en dos grupos de igual número de empresas, 52 en cada uno, que se denominaron alta rentabilidad y baja rentabilidad. A estos efectos la rentabilidad sobre la inversión se calcula

por cociente entre el beneficio de explotación y el activo total medio (semi-suma de los activos inicial y final). En las Tablas 7 y 8 figuran los valores medios de ambos grupos para variables que expresan el peso y la estructura del capital circulante.

	Baja Rentabilidad	Alta Rentabilidad
Rentabilidad sobre la Inversión (%)	1,9	12,8
Días de Ventas en Activo Circulante ( $p = 0,012$ )** <sup>6</sup>	253	171
Días de Ventas en Pasivo Circulante ( $p = 0,001$ ***)	230	133
Días de Ventas en Capital Circulante	23	39
Días de Ventas en Existencias	75	39
Días de Ventas en Deudores ( $p = 0,008$ ***)	142	106
Días de Ventas en Resto Activo Circulante	36	26

**Tabla 7:** Días de ventas de las partidas de circulante según rentabilidad sobre la inversión

Se observa que las empresas menos rentables cuentan con más días de ventas en el activo circulante, lo cual se debe fundamentalmente al mayor periodo de cobro a clientes. Igualmente, las empresas con menor rentabilidad presentan un mayor número de días de ventas en el pasivo circulante, lo cual está relacionado con la necesidad de un mayor endeudamiento financiero a corto plazo para dar cobertura al mayor número de días de ventas que presentan en su activo circulante. Estos resultados coinciden con los presentados en la literatura contable por otros estudios ya citados [De-loof (2003), Lazaridis y Tryfonidis (2006), Raheman y Nasr (2007), García Teruel y Martínez Solano (2007), Samiloglu y Demirgünes (2008)].

En la mayoría de los casos no se dispone del desglose del pasivo circulante que permita ver el peso de las deudas comerciales y del resto de deudas a corto plazo. Sólo 29 empresas presentan dicha información, 13 en el

---

6. Para comprobar si existen diferencias estadísticamente significativas en el peso y estructura del circulante según la rentabilidad sobre la inversión se ha aplicado la prueba no paramétrica U de Mann Whitney para dos muestras independientes (\*\*\*)Diferencias significativas al 1%, \*\*Diferencias significativas al 5%, \*Diferencias significativas al 10%.

grupo de baja rentabilidad y 16 en el de alta rentabilidad. A partir de las cuentas anuales de estas empresas se observa que las deudas no comerciales a corto plazo, fundamentalmente de tipo financiero, suponen en términos medios en el grupo de baja rentabilidad 160 días de ventas, mientras que en el de alta rentabilidad son 107. Igualmente las deudas comerciales suponen más días de ventas en el grupo de baja rentabilidad (135 días, frente a 64 en el grupo de alta rentabilidad).

	Baja Rentabilidad	Alta Rentabilidad
Activo Circulante / Pasivo Circulante ( $p = 0,028$ )**	1,20	1,59
(Activo Circulante — Existencias) / Pasivo Circulante ( $p = 0,079$ )*	0,93	1,28
(Tesorería + Inversiones Financieras a C/P) / Pasivo Circulante ( $p = 0,054$ )*	0,17	0,28

**Tabla 8:** Ratios de liquidez según rentabilidad sobre la inversión

Por otra parte, aunque las empresas más rentables tienen menos días de ventas en su activo circulante sus ratios de liquidez son mayores, ya que no precisan tanto endeudamiento a corto plazo<sup>7</sup>. Esto guarda relación con los ratios de endeudamiento encontrados en ambos grupos: así, las deudas suponen el 71,1% del total de la estructura financiera en el grupo de baja rentabilidad (57,3% corresponde al pasivo circulante), mientras que en el grupo de alta rentabilidad el nivel de endeudamiento es del 63,1% (suponiendo el pasivo circulante el 53,3%).

En definitiva, se puede señalar que una incorrecta gestión del circulante provoca efectos adversos sobre la cuenta de resultados (menor resultado) al igual que sobre el balance (incremento de la inversión, aumento de los fondos ajenos a corto plazo), llevando en última instancia a una reducción de la rentabilidad sobre la inversión.

---

7. Estos resultados coinciden con los encontrados por De Andrés (2000) en un estudio sobre la caracterización de empresas manufactureras asturianas según su nivel de rentabilidad en el que se señala que las empresas más rentables son las que presentan mayores ratios de liquidez a corto plazo, observándose que las menos rentables utilizan en mayor medida financiación ajena espontánea.

### **3.7. La gestión del circulante en las empresas de la muestra**

Como se ha podido observar, en estas empresas los elementos circulantes tienen un gran peso tanto en el activo como en el pasivo, lo cual da una idea de la importancia que presenta la correcta gestión de los mismos, condicionada en gran parte por el tipo de productos que fabrican, por las exigencias de unos clientes con un enorme poder de negociación y por las relaciones con sus proveedores, tal como se expone a continuación (Pérez Méndez et al., 1998):

- Los periodos de fabricación varían mucho de unos pedidos a otros y de unas empresas a otras, pero se observa en la muestra que las existencias suponen por término medio 57 días de ventas y más de 65 días para el 25% de casos con mayor valor en este indicador.
- Los clientes, muchas veces grandes empresas que realizan importantes pedidos, tienen un elevado poder en la negociación sobre las condiciones de venta, tanto para rebajar los precios como para ampliar los periodos de cobro, los cuales se sitúan en el 50% de los casos por encima de los 120 días (el promedio de la muestra está en 124 días). Esto supone que las empresas objeto de estudio están concediendo, bajo la apariencia de crédito comercial, un auténtico crédito financiero a sus clientes, el cual no es remunerado.
- Por otra parte, los proveedores también tienen un poder considerable sobre estas empresas, fijándoles unos plazos de pago inferiores a sus plazos de cobro. Los proveedores suponen por término medio 96 días de ventas (calculado para las 29 empresas que presentan el suficiente desglose informativo).

Los hechos anteriores suponen que la inversión media en existencias más derechos de cobro no se ve cubierta en su totalidad por la financiación de los acreedores de explotación, lo cual da lugar a la necesidad de financiar esta diferencia con recursos permanentes e implica la existencia de un capital circulante positivo. Según los plazos calculados para las 29 empresas que presentan un desglose informativo suficiente para ello, el Ciclo de Caja medio se sitúa en los 131 días de ventas (las existencias equivalen a 68 días de ventas, los deudores suponen 158 días de ventas y los acreedores comerciales 95 días).

Todo lo anterior conlleva que estas empresas soporten en muchas ocasiones costes financieros importantes debido a la necesidad de acelerar la

entrada de tesorería para hacer frente a los vencimientos, además del coste que supone la inmovilización financiera que implica una mayor inversión en activo circulante y de los demás costes originados por el mismo como los de gestión de existencias, seguimiento y cobro a clientes, etc. En este sentido, al observar las cuentas de resultados se detecta que en muchas ocasiones los resultados financieros negativos, derivados en gran medida del coste de descuento de efectos o del crédito bancario, merman de manera importante el resultado final de las empresas.

Se ha comprobado que el 31% de las empresas de la muestra cuentan con un capital circulante negativo en 2006. Por tanto, tales empresas están financiando parte de sus activos fijos con recursos a corto plazo, entre los que destaca el crédito bancario, lo cual pone de manifiesto un déficit de recursos permanentes (patrimonio neto y pasivo a largo plazo).

La evidencia empírica presentada pone de manifiesto la necesidad de llevar a cabo una gestión activa y atenta del capital circulante, fijando objetivos de actuación para los componentes de esta variable financiera. En el apartado siguiente se comentan algunas recomendaciones a tener en cuenta para la mejora de ciertos puntos críticos en la gestión del circulante en las empresas analizadas.

#### **4. Recomendaciones para la gestión del circulante**

Es preciso tener en cuenta que la gestión del capital circulante no es un problema exclusivo del departamento financiero, sino que debe ser una preocupación de toda la empresa; incluyendo las áreas de ventas, compras, fabricación y distribución, ya que todas ellas interaccionan entre sí y afectan a las demás.

En este apartado se señalan brevemente algunas de las posibles vías de actuación que habría que plantearse para la mejora en la gestión del circulante en las entidades estudiadas, las cuales serán útiles también para otro tipo de organizaciones con problemas similares. Muchas de las recomendaciones que se presentan tienen como objetivo una mayor eficiencia en la gestión del capital circulante a través de la reducción del Ciclo de Caja, sin que ello implique problemas de funcionamiento normal como escasez de productos, paradas de producción, rotura de inventarios, etc. Todo ello ha de contribuir en última instancia a un aumento en la rentabilidad sobre la inversión, sin que se vea afectada negativamente su liquidez.

Las pautas a seguir tienen relación con los distintos elementos del circulante (tesorería, proveedores, existencias, clientes, financiación) y deberán tenerse en cuenta en el diseño e implantación de un sistema de informa-



ción adecuado para la gestión empresarial. A continuación se exponen algunas de las cuestiones que habría que someter a un proceso de revisión y corrección, las cuales muchas veces muestran la interconexión existente entre las distintas partidas corrientes.

#### **4.1. Tesorería**

El desfase existente entre el periodo de conversión en liquidez del activo corriente y el de exigibilidad del pasivo corriente, requiere un adecuado control de la gestión de tesorería para tratar de reducir al máximo los costes financieros originados en operaciones como el descuento de efectos, las pólizas de crédito, etc. Por ello, se proponen medidas como:

- Elaborar presupuestos de tesorería de manera más formalizada, como una parte integrada en el proceso presupuestario general de la empresa. Procurar que dicha información sea útil para coordinar en mayor medida los cobros y los pagos, y con ello minorar los costes financieros. Se trata, por un lado, de reducir al máximo las situaciones de déficit de tesorería, evitando por ejemplo los descubiertos bancarios; y por otro, de rentabilizar los posibles excesos temporales de liquidez. Lógicamente estos presupuestos de tesorería deben estar insertados en una planificación más amplia (plan de explotación, de inversiones, de financiación, etc.). El presupuesto de tesorería ha de confeccionarse según un formato y estructura adaptados a las características y necesidades de gestión de la empresa, recogiendo las entradas y salidas de tesorería previstas en cada subperiodo (día, semana, mes) del horizonte temporal que cubre el mismo (trimestre, semestre, año). Además, debe revisarse y actualizarse periódicamente con el fin de prever las dificultades con tiempo suficiente para poder implementar las soluciones adecuadas. La estimación de las entradas y salidas de tesorería agrupadas por los distintos tipos de operaciones vistas, reportará información útil para:
  - Identificar causas de superavits o déficits de tesorería.
  - Planificar la obtención de tesorería adicional, en cantidad y tiempo adecuados.
  - Actuar sobre entradas y salidas de dinero para eliminar déficits transitorios.
  - Planificar la colocación segura, líquida y rentable, de los excedentes de liquidez.

- Decidir sobre la conveniencia de tomar medidas estructurales en caso de superávits o déficits permanentes de tesorería.
- Fijar un nivel mínimo de seguridad para el efectivo.
- Prestar especial atención a una adecuada negociación bancaria. Precisamente en el actual contexto de crisis económica, cuando el crédito bancario y otras formas de financiación tienden a restringirse, mantener una buena relación con el banco se convierte en un elemento de vital importancia.
- Evaluar las alternativas para acelerar la entrada de tesorería (descuento de efectos, líneas de crédito, descuentos por pronto pago, etc.), considerando: fecha de valoración, retrasos, coste para la empresa, coste para el cliente, garantías de cobro, etc. En este punto, habrá que tener presentes cuestiones como:
  - A la hora de conceder descuentos por pronto pago a los clientes, hay que analizar si los mismos son realmente interesantes para la empresa, tomando como referencia los costes efectivos de otras formas alternativas de financiación.
  - Las líneas de crédito bien negociadas constituyen una alternativa muy flexible que sirve de complemento a otras posibilidades como el descuento. En ellas se soportarán intereses por el importe y tiempo estrictamente necesarios; mientras que en el descuento de efectos los intereses recaen sobre el total de la remesa descontada y por el tiempo que falte hasta su vencimiento.
- Habrá que gestionar de forma inmediata los talones a cobrar, y en general, no será deseable un número excesivo de cuentas bancarias, ya que la suma de pequeños y numerosos saldos disponibles genera un total elevado de baja remuneración, además de aumentar el riesgo de descubierto en alguna de dichas cuentas.

#### **4.2. Proveedores**

- En las empresas en estudio el coste de materiales por término medio representa un 45% de los ingresos de explotación. Para disponer de una mayor fuerza de negociación, sería conveniente la asociación de un grupo de varias empresas para efectuar las compras de materiales en común.
- Respecto a las partidas a pagar, es interesante centralizar la función de compras y de pagos a proveedores, y antes de aceptar descuentos por pronto pago, será importante analizar su conveniencia, teniendo en cuenta para ello su coste de oportunidad.

- Planificar la ejecución de los pedidos de tal manera que se pueda pactar la entrega de la mercancía comprada en el momento preciso para su incorporación al proceso productivo. Ello retrasará, en cierta medida, la salida de efectivo por pago a los proveedores.

### **4.3. Existencias**

- Prestar atención a una adecuada planificación de la producción para reducir en lo posible los plazos de fabricación.
- Eliminar puntos de ineficiencia en el proceso productivo e introducir nuevas tecnologías que favorezcan la fabricación de los productos en un tiempo mínimo y con buena calidad. En principio, el proceso de innovación en procesos y productos, aporta ventajas como la disminución de los tiempos de proceso, reducción de los niveles de inventario, superior calidad, aumento de la flexibilidad y mejora del tiempo y fiabilidad de entrega del producto al cliente, todo lo cual conlleva una reducción de las necesidades de financiación del circulante.
- Hay que establecer prioridades en cuanto a la salida del almacén de los productos terminados. Ante roturas de existencias, o ante problemas de escasez de tiempo, deben ser atendidos con preferencia los pedidos de clientes importantes (los más rentables).

### **4.4. Clientes**

- Resulta imprescindible para la supervivencia de las empresas poner más énfasis en el área de comercialización, adoptando actitudes más dinámicas y agresivas, que favorezcan la captación de nuevos clientes y abran nuevos mercados, en consonancia con la creciente globalización de la economía.
- Tomar medidas encaminadas a mejorar el poder de negociación con clientes (si se trata de empresas grandes resulta difícil) para tratar de reducir los desfases entre los plazos de cobro y pago. Entre tales medidas, como ya se ha comentado, estaría la colaboración con otras empresas.
- Confeccionar listados actualizados de cuentas a cobrar por antigüedad de saldo. Un adecuado sistema de información sobre cuentas a cobrar, acompañado de una permanente reclamación de las partidas vencidas puede lograr una reducción de los saldos de deudores, con el consiguiente efecto financiero positivo. Esto es especialmente im-

- portante en el actual contexto de crisis económica en el que se está produciendo un notable incremento en las cifras de morosidad.
- Agilizar el proceso de recepción de pedidos (a través de fax, Internet).
  - Es necesario evitar tiempos muertos y errores en el proceso de facturación que impliquen demoras y, por tanto, un mayor alargamiento en el periodo real de cobro. A veces, los clientes utilizan como excusa para dilatar el pago la existencia de errores formales en las facturas. Por ello, una cuidadosa elaboración de los procesos de facturación y su comprobación antes del envío, ayudará a acortar los plazos de cobro.
  - En pedidos importantes, que tengan la cualidad de ser fraccionables y con periodo de fabricación largo, sería interesante negociar la realización de facturaciones parciales, lo cual redundaría en reducciones en el periodo real de cobro.
  - A veces se presenta el problema de enviar el pedido no perfeccionado conforme a las condiciones exigidas por el cliente. Ante estas situaciones, la empresa debe corregir los defectos detectados en el pedido, con el consiguiente retraso en la facturación y cobro del mismo. Por ello, será preciso desarrollar relaciones de ingeniería estables con clientes para que exista unanimidad en la percepción de la finalización del pedido, y por tanto se eliminen posibles demoras en el proceso de facturación y cobro.

#### **4.5. Financiación**

- Debe acometerse un proceso serio de planificación financiera. Pare ello han de analizarse las alternativas de inversión y financiación disponibles para la empresa y sus influencias recíprocas. Además, han de estimarse las consecuencias futuras de las decisiones presentes, con el fin de evitar sorpresas desagradables y de comprender las conexiones entre las decisiones actuales y las futuras. En esta fase resulta útil la simulación, mediante un modelo financiero, de los posibles efectos de las distintas vías de acción. Ello contribuirá a que la dirección de la empresa sea consciente de las repercusiones previsibles que tendrán sus decisiones, o también de la necesidad de tomar ciertas medidas ante una determinada problemática.
- Mejorar la estructura financiera. Se deben cubrir con recursos permanentes (fondos ajenos a largo plazo y recursos propios) tanto el activo fijo como el capital circulante necesario para desarrollar la actividad productiva.

## 5. Conclusiones

Tal y como se ha mostrado en este trabajo a través de un estudio empírico en PYMES del sector metal-mecánico, una gestión económico-financiera adecuada del capital circulante es fundamental para la buena marcha de la empresa. No prestar la atención necesaria a esta faceta de la gestión tiene como consecuencia una serie de efectos negativos para la rentabilidad empresarial: costes financieros elevados que absorben buena parte de los beneficios de explotación, mayores costes relativos a los aprovisionamientos y a la producción, mayor inversión en activos circulantes con la correspondiente inmovilización financiera, etc.

Se han planteado una serie de recomendaciones cuya aplicación práctica debería ser considerada por las empresas para mejorar la gestión económico-financiera de su capital circulante, y con ello aumentar sus niveles de rentabilidad.

Destacan especialmente las medidas encaminadas a la reducción del Ciclo de Caja (menor plazo de cobro, menores plazos de fabricación, de respuesta y servicio al cliente, evitar errores que retrasen tales procesos, aumentar el poder de negociación frente a clientes y proveedores, etc.) para actuar de forma más eficiente sobre el circulante e incrementar la rentabilidad económica y financiera de la empresa. Para poner en práctica estas acciones se precisa un proceso de mejora y profesionalización en la dirección de las empresas, que se verá favorecido con un adecuado sistema de información articulado en torno a un conjunto de indicadores que contemple los factores clave de la gestión del circulante (cuadro de mando), que posibilite el desarrollo de procesos de benchmarking a lo largo de la cadena de valor del negocio y que contribuya a una mayor coordinación entre las distintas áreas de la empresa, ya que la gestión del capital circulante no es sólo responsabilidad del departamento financiero.

## Referencias bibliográficas

- CALVO-FLORES SEGURA, A. y 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](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. y 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. y MARTÍNEZ SOLANO, P. (2007) «Effects of working capital management on SME profitability» *International Journal of Managerial Finance*, vol. 3, 164-177.
- LAZARIDIS, I. y 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. y 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. y NASR, M. (2007) «Working capital management and profitability — Case of Pakistani Firms» *International Review of Business Research Papers*, vol. 3, 279-300.
- SAMILOGLU, F. y 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.