Universidad de Matanzas Camilo Cienfuegos
Facultad Ingeniería Industrial y Economía

Título: Marco teórico y conceptual del análisis del Capital de Trabajo.

Autores:

MSc. Daisy Espinosa Chongo
daisy.espinosa@umcc.cu
Facultad Industrial – Economía. Universidad de Matanzas "Camilo Cienfuegos"

Dr.C. Nury Hernández de Alba Álvarez
nury.hernandez@umcc.cu
Facultad Industrial – Economía. Universidad de Matanzas "Camilo Cienfuegos"

Introducción

Las Finanzas es la disciplina que se encarga del proceso de toma de decisiones relacionadas con: el entorno financiero, la administración financiera gubernamental y la administración financiera[5]. En la administración financiera en particular, se toman decisiones con relación a la gestión financiera[6] operativa que se dedica al estudio del adecuado efectivo disponible, de los términos de crédito a ofrecer a los clientes que estimule las ventas, del financiamiento corriente que minimice los costos y del manejo de los inventarios que reduzcan los costos asociados con éstos; es decir, del equilibrio entre los flujos positivos y negativos de fondos. Todo lo anterior se resume en el análisis del capital de trabajo, en lo cual se enmarcará el desarrollo de la presente investigación. Por tanto, el desarrollo de este trabajo responde a los siguientes objetivos:

- Identificar el desarrollo de investigaciones relacionadas con el análisis del capital de trabajo en los diferentes períodos de evolución histórica de las Finanzas.
- Presentar los fundamentos teóricos y conceptuales del análisis del capital de trabajo.

[5] Criterio de la autora de la investigación basado en los conceptos brindados por los diferentes autores consultados, entre los que se encuentran F. Weston y E. Brigham (1994), Van Horne y Wachowicz (1997), R. Brealey (1998) y el Programa de la Disciplina de Finanzas para la Carrera de Licenciatura en Contabilidad y Finanzas (2005).

[6] La gestión financiera de la empresa es aquella función de dirección que tiene como misión la adecuada administración de los recursos financieros para lograr los objetivos estratégicos de la empresa, rendimiento y crecimiento (A. Demestre et al., 2003).

Desarrollo

1.1: Ámbito de surgimiento y desarrollo del análisis del capital de trabajo.

A lo largo del tiempo, los investigadores han identificado conceptos que se han incorporado paulatinamente al capital de trabajo[7] empresarial, como por ejemplo: liquidez y flujo de fondos.

Para abordar adecuadamente los elementos relacionados con el surgimiento y desarrollo de investigaciones sobre el capital de trabajo, es necesario presentar la definición de éste, como terminología a seguir, puesto que innumerables son los investigadores que se han dedicado al estudio de la gestión financiera operativa refiriéndose particularmente al análisis del capital de trabajo, el cual también ha sido denominado por algunos autores como: fondo de maniobra, capital circulante, capital de trabajo neto, recurso o fondo neto de rotación y tesorería neta. Así mismo, diferentes son los criterios de los especialistas sobre la definición del término, observándose una homogeneidad. Entre estos autores se destacan: L. Gitman (1986); J. Tracy (1993); F. Weston y E. Brigham (1994); Maighs (1995); L. Bernstein (1997); Van Horne y Wachowicz (1997); R. Brealey (1998); O. Amat (1998); G. Guajardo (1999); R. Kennedy (1999); E. Santandreu (2000); Mateu (2000); A. Demestre (2002); C. A. León (2003); W. Silva (2004); A. Blanco (2004); G. Gómez (2004); R. Arévalo (2004) y F. Munilla et al., (2005).

Un análisis de las definiciones ofrecidas por estos autores, demuestran que el término capital de trabajo se ha utilizado por los contables, administradores e investigadores en general, en dos direcciones: la primera cualitativa o estática y la segunda cuantitativa o dinámica, según los criterios de R. Kennedy (1999) y E. Santandreu (2000).

La primera definición se utiliza de forma general, para referirse al excedente del activo circulante sobre el pasivo circulante. Esto significa que el capital de trabajo es el importe del activo circulante que ha sido suministrado por los acreedores a largo plazo y por los accionistas, o equivalentemente, que no ha sido suministrado por los acreedores a corto plazo. Entre los autores que defienden lo anterior se encuentran: L. Gitman (1986); J. Tracy (1993); F. Weston y E. Brigham (1994); Maighs (1995); L. Bernstein (1997); R. Brealey (1998); O. Amat (1998); Mateu (2000); A. Demestre et al. (2002); C. A. León (2003); W. Silva (2004); A. Blanco (2004); G. Gómez (2004); R. Arévalo (2004) y F. Munilla et al. (2005).

Algunas de las interpretaciones que se asocian a esta definición señalan: la medida en que la empresa resuelve sus problemas de liquidez y los recursos con los cuales ésta atiende sus actividades operativas y financieras, sin tener que acudir a fondos extraordinarios[8].

La liquidez se refiere a la habilidad que adquiere una empresa para tener disponibilidad de activos de fácil conversión en efectivo, reafirmando su capacidad para cubrir en forma oportuna y sin retrasos sus obligaciones financieras a corto plazo (E. Gómez, 2004).

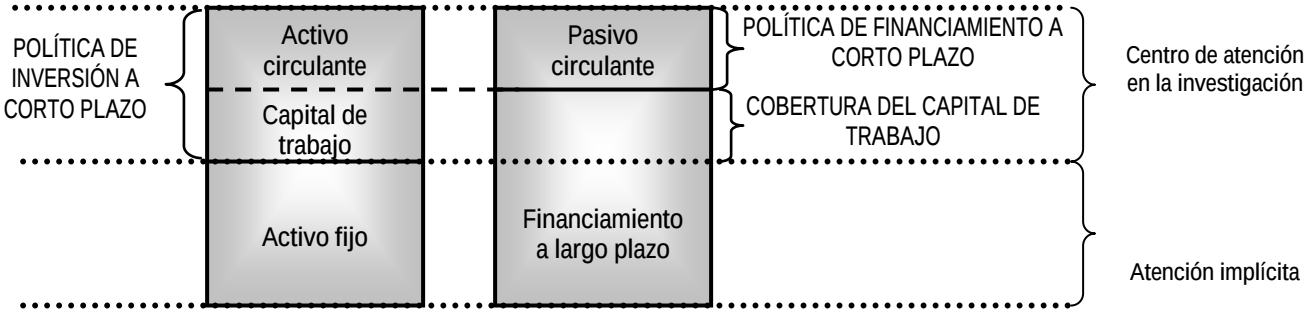
---

[7] En la literatura de habla inglesa este término se conoce como: *management of net working capital.*

[8] Con respecto a esta definición, el sitio monografías.com emitió una crítica argumentando que al definir Capital de Trabajo mediante activos y pasivos a corto plazo, daría la impresión de que está afectado por las transacciones diarias, mientras que es crucial reconocer que el Capital de Trabajo es el impacto financiero neto de una política a largo plazo. El Capital de Trabajo no cambia cada día, sólo depende de la estrategia de la empresa con respecto a sus decisiones a largo plazo. Todo lo anterior concuerda plenamente con lo argumentado por Van Horne y Wachowicz (1997) cuando explica que administrativamente no es relevante gestionar una diferencia entre activos y pasivos circulantes, puesto que ésta es cambiante de forma continua.

La segunda definición se utiliza para referirse al activo circulante, lo que define al capital de trabajo como la inversión que se realiza en activos a corto plazo. Entre los defensores de lo anterior se destacan: F. Weston y E. Brigham (1994); G. Guajardo (1999); C. A. León (2003) y W. Silva (2004). Esta definición tiene sentido, en tanto explica el interés del administrativo en atender la inversión circulante proporcionada -entiéndase el importe total de los recursos usados en las operaciones normales-, y sus niveles correctos (Van Horne y Wachowicz, 1997).

Figura 1.1: Concepto de capital de trabajo acogido en el desarrollo de la investigación.



Fuente: elaboración propia.

En el transcurso de esta investigación, en el afán de identificar el desarrollo de investigaciones relacionadas con el análisis del capital de trabajo en los diferentes períodos de evolución histórica de las Finanzas y presentar sus fundamentos teóricos y conceptuales, se entenderá como tal y de manera general, a la inversión en los niveles de activo circulante y el financiamiento que se necesita para sostener al mismo. Gráficamente esta definición global se observa en la Figura 1.1.

Una vez definido el término capital de trabajo, es importante resaltar que desde un punto de vista histórico – científico, las finanzas fueron consideradas durante mucho tiempo como parte de la economía, pero surgieron como un campo de estudios independiente en el siglo XX, dada la necesidad de responder a la crisis asociada a la Guerra Mundial y los efectos que en las economías ésta produjo.

A partir de lo anterior y como se observa en el Anexo 1, se pueden identificar cuatro etapas fundamentales en la evolución de las finanzas:

1^{era} etapa: Modelo clásico de las finanzas empresariales (hasta 1939).

2da etapa: Cimentación de la moderna teoría de las finanzas (de 1940 hasta 1970).

3ra etapa: Fomento de la moderna teoría de las finanzas (de 1970 hasta 1990).

4ta etapa: Globalización de las finanzas (de 1990 hasta la actualidad).

La *primera etapa* en la evolución histórica de las finanzas se caracterizó por una investigación prácticamente inexistente en este campo hasta el siglo XIX. En estos momentos los encargados se dedicaban a llevar los libros de la contabilidad, controlar la teneduría y buscar financiación cuando fuera necesario. A partir del siglo XIX e impulsado por el surgimiento de la Revolución Industrial en Inglaterra a finales del siglo XVIII, comienza a desarrollarse el llamado Modelo Clásico de la Teoría Económica, en manos de los máximos exponentes de las escuelas: inglesa, de Viena, de Lausana y de

Cambridge. Especial atención se presta en esta época de “capitalismo salvaje” a las fusiones, emisión de obligaciones y acciones y a los mercados financieros.

En la primera mitad del siglo XX, específicamente en 1929, se desata una crisis internacional caracterizada por un ambiente de solidez y estabilidad financieras falso, con aumentos del tipo de interés y paralización de préstamos. Por esta razón se desarrollaron estudios encaminados al análisis de la situación económico financiera de la empresa, enfatizando en la liquidez y el crecimiento, o indistintamente sus similares: la supervivencia y el desarrollo. Ya en estos momentos comienzan a brotar elementos de la moderna teoría, impulsando a la segunda etapa en la evolución histórica de las finanzas.

La *segunda etapa,* reconocida por la cimentación de la moderna teoría de las finanzas, que comienza aproximadamente en 1940, se caracteriza por la presupuestación y el control del capital y la tesorería, con la utilización de la Investigación de Operaciones y la Informática como herramientas. Comienza la etapa con una economía de guerra, donde el análisis se percibía como descriptivo e institucional, dándose paso posteriormente a un enfoque analítico.

Los estudios estuvieron centrados fundamentalmente en la rentabilidad, el crecimiento y la diversificación internacional, así como en la administración de la liquidez y la solvencia. Las ideas defendidas por los investigadores de la época se encaminaban a la importancia de los flujos o corrientes de cobros y pagos, la administración de fondos ociosos, las decisiones de inversión y su relación con el financiamiento y la selección de carteras óptimas, profundizándose en el estudio de las variables relacionadas con presupuestos a corto plazo, lo que se inserta en la gestión de los fondos corrientes.

Respecto a lo anterior, Guthman y Dougall (1940) definen las finanzas comerciales como la actividad referente a la planificación, captación, control y administración de fondos, formando parte de la función financiera como encargada de analizar las corrientes de efectivo (Munilla, 2005). Hunt (1943) se refiere a las funciones de los empresarios como no solamente la de asegurar la capacidad de pago, sino también la atención a la liquidez para la expansión, renovación del capital y la administración de los fondos temporalmente liberados. Williams (1955) reconoce la incertidumbre a la que se sujetan las operaciones empresariales, por lo que las necesidades de los presupuestos y planes de efectivo se maximizaban.

La *tercera etapa* en la evolución de las finanzas, que se enmarca en el período de 1970 a 1990, tuvo como rasgo distintivo el fomento de la teoría moderna, con una expansión y profundización en las pequeñas y medianas empresas y su papel en la sociedad. El objetivo esencial de los financieros en el período estaba enfocado a la maximización del valor de la empresa[9]. Los investigadores prestan interés a las teorías de: agencia[10], política de dividendos[11], valoración de opciones[12] y valoración por arbitraje[13], en el afán

---

[9] La maximización del valor de la empresa ha sido un objetivo en controversia con el de maximizar las utilidades. Algunos autores son defensores del último, sin embargo, muchas han sido las críticas en este sentido, argumentando que la meta de maximizar las utilidades: 1) es una consideración a corto plazo, 2) no toma en cuenta el riesgo, 3) puede ocasionar la disminución del precio de las acciones y 4) no especifica la duración de los rendimientos esperados. La maximización del valor de la empresa, por tanto, es una estrategia a largo plazo que incluye como objetivo la maximización de las utilidades y corrige las deficiencias anteriores, señalando qué tan bien está desenvolviéndose la administración, por lo que es reconocida como la meta de la empresa y del administrador financiero.

[10] La Teoría de Agencia es una rama de la economía que investiga sobre los posibles conflictos de comportamiento, relaciones e intereses en que se ven envueltos los propietarios del capital y los directivos o administrativos y cómo las empresas tratan de superar estos conflictos.

[11] La Política de Dividendos es parte integral de las decisiones de financiamiento en la empresa e investiga sobre la distribución adecuada de las utilidades entre pago de dividendos a los accionistas y adiciones a las utilidades retenidas para el financiamiento empresarial.

[12] Una opción es un contrato por el cual una persona adquiere el derecho de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) un activo a un precio de ejecución establecido.

[13] El Arbitraje es la compra y venta en mercados de activos similares, sobre o subvalorados, con el objetivo de obtener una utilidad libre de riesgos.

de conseguir el objetivo básico, acrecentándose la aplicación de los avances en la información y las comunicaciones, lo cual dio paso a una etapa superior.
La *cuarta etapa* que como elemento distintivo presenta a una nueva empresa o "empresa virtual"[14], se caracteriza por la globalización de las finanzas, con excesos especulativos, volatilidad en las tasas de interés e inflación, variabilidad de los tipos de cambio, incertidumbre económica mundial y problemas éticos en los negocios financieros.
En esta etapa, las finanzas se presentan como función vital y estratégica de la empresa, donde como programa investigativo se destaca el matemático o cuantitativo, como herramienta para lograr la gestión integrada a corto plazo, con visión interrelacionada de las decisiones de inversión y de financiamiento a corto y largo plazo. En el siglo XXI, llamado Era del Conocimiento, las necesidades de información y técnicas para proporcionarla crecen, jugando un papel fundamental en este sentido el sector de las telecomunicaciones en el desarrollo de herramientas que faciliten este proceso[15].
En resumen, el estudio de las finanzas evolucionó desde el estudio descriptivo de su primera etapa, hasta las teorías normativas y los análisis rigurosos actuales. Éstas han dejado de ser un campo preocupado fundamentalmente por la obtención de fondos para abarcar la administración de los activos, la asignación de capital y la valuación de empresas en un mercado global, enfatizando en los avances informáticos y el desarrollo de redes de comunicación.
El análisis de los fondos corrientes y sus implicaciones en el riesgo y la rentabilidad de las empresas, así como en la sociedad, es un elemento presente en todas las etapas del desarrollo y evolución histórica de las finanzas, lo cual se resume en la gestión financiera operativa, función que en el futuro, será una mezcla de ciencia y de arte de las finanzas, combinando la exactitud de las técnicas estadísticas y las de investigación de operaciones[16].

1.2: Fundamentos teóricos del análisis del capital de trabajo.

En los orígenes conceptuales del capital de trabajo queda plasmado el análisis del mismo como uno de los objetivos fundamentales del administrador financiero, observándose una homogeneidad entre los investigadores del tema al definirla como el manejo o administración de todas las cuentas corrientes de la empresa, que incluyen activos y pasivos corrientes. Autores como L. Gitman (1986), F. Weston y E. Brigham (1994) y Van Horne y Wachowicz (1997) incluyen el efecto del capital de trabajo sobre el riesgo y la rentabilidad de la empresa.
En el contexto de esta investigación, se enriquece la definición dada para el término capital de trabajo, luego de revisar los criterios expuestos por los autores F. Weston y E. Brigham (1994), E. Santandreu (2000), A. Demestre et al. (2002), W. Silva (2004) y F. Munilla (2005), el cual queda definido de la siguiente forma:
El análisis del capital de trabajo es la función de la administración financiera que se dedica a la planeación, ejecución y control del manejo de los componentes del capital de trabajo y sus adecuados niveles y calidad, que permitan minimizar el riesgo y maximizar la rentabilidad empresarial.

---

[14] Principales períodos de la historia de las Finanzas. Disponible en: http://ciberconta.unizar.es/leccion/fin016/200.htm
[15] Ejemplo de estas herramientas se pueden mencionar: correos electrónicos, world wide web, interconexión entre computadoras.
[16] J. A. Fat. La administración financiera empresarial. Disponible en: http://www.universidadabierta.edu.mx

Un análisis de la definición anterior permite distinguir el fundamento del análisis del capital de trabajo, el cual se concreta en dos decisiones esenciales y la influencia de éstas en el riesgo y la rentabilidad empresarial. Estas decisiones se concretan en:

- el nivel óptimo de inversión en activo circulante,
- la mezcla apropiada de financiamiento a corto y largo plazo utilizada para sostener esta inversión.

Todo lo anterior conduce al estudio de tres elementos fundamentales que se interrelacionan en el análisis del capital de trabajo y que conforman su base conceptual, a saber: componentes del capital de trabajo, intercompensación riesgo-rentabilidad y políticas de inversión y financiamiento a corto plazo.

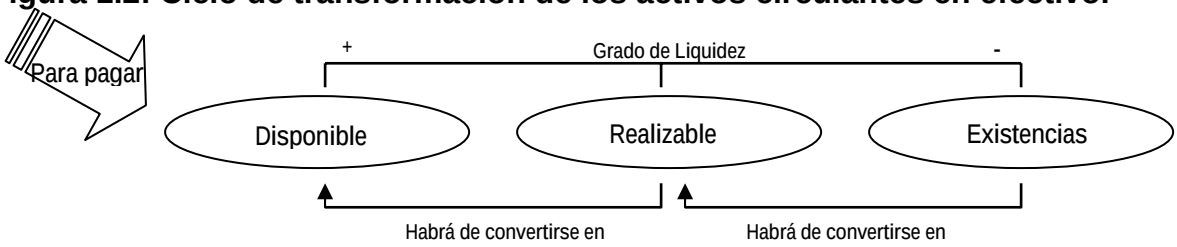
1.2.1: Componentes del capital de trabajo.

Teniendo en cuenta tanto la definición más generalizada de capital de trabajo, como lo referido a su análisis, se deduce que los componentes que lo conforman son: activo circulante y pasivo circulante.

El activo circulante forma parte, o es una de las masas del activo total[17] de una empresa y está compuesto por los activos más líquidos de la empresa, incluyendo las cuentas más representativas de los bienes y derechos que se convertirán en dinero en un período de tiempo no mayor de un año (A. Demestre *et al*., 2002); es decir, son aquellos activos que se espera convertir en efectivo, vender o consumir ya sea en el transcurso de un año o durante el ciclo de operación.

Las categorías más comunes de activos circulantes son el disponible, el realizable y las existencias (A. Demestre et al., 2002) y el avance de las diferentes formas de activo circulante a efectivo se muestra en la Figura 1.2.

Figura 1.2: Ciclo de transformación de los activos circulantes en efectivo.



Fuente: elaboración propia.

Las principales características del activo circulante son, fundamentalmente, su disponibilidad e intención de convertirse en efectivo dentro del ciclo normal de operaciones y su uso para la adquisición de otros activos circulantes, para pagar deudas a corto plazo y en general, para cubrir todos los gastos y costos incurridos en las operaciones normales de la organización durante un período (Smith, 1989).

El <u>disponible</u>[18] está constituido por las partidas representativas de aquellos bienes que pueden ser utilizados para pagar las deudas a su vencimiento. Éstas son efectivo en caja, efectivo en banco e inversiones a corto plazo.

---

[17] Un activo es un conjunto de bienes y derecho que posee la empresa para el desarrollo de sus operaciones y comprende la inversión de activos que serán usados o forman parte del ciclo operativo, es decir, activos de corta duración. Los activos pueden ser tangibles o intangibles y subdivididos en circulantes y no circulantes.(R. Brearley, 1998).

[18] Es la medida fundamental del activo circulante puesto que permite enfrentar los problemas más importantes a los que está expensa la empresa: la insolvencia y la falta de capital. Insolvencia significa no contar con la suficiente disponibilidad en el tiempo y lugar adecuado para hacer frente a las obligaciones y financiaciones de la empresa. El incumplimiento de este objetivo puede tener serias consecuencias, tales como el descrédito, la necesidad de acudir a sistemas poco favorables de financiación, pudiendo llegar finalmente a la quiebra por falta de liquidez. Falta de capital significa no mantener un saldo de tesorería que

El efectivo en caja incluye las existencias de monedas y billetes propiedad de la empresa, tanto en moneda nacional como extranjera, el efectivo destinado al fondo para pagos menores (caja chica), al fondo para cambio y cualquier otro fondo de uso específico, sellos de correo y los cheques recibidos pendientes de depositar en banco y el ingreso en efectivo extraído del mismo para pagos de nóminas y otros. Este efectivo es un fondo limitado para enfrentar erogaciones de monto pequeño y cuya naturaleza y oportunidad exige que el pago sea en efectivo y no con cheques.

El efectivo en banco contiene las existencias de monedas y billetes en depósitos a la vista con los bancos que opera la empresa a través de cuentas corrientes, contra las que se giran los pagos y se depositan y reciben los cobros y transferencias, por lo que es conveniente mantener niveles aceptables en promedio en ésta[19].

Las inversiones a corto plazo son inversiones de carácter financiero que realizan las empresas con los excedentes de efectivo, con el objetivo de rentabilizar los recursos monetarios temporalmente libres[20]. Incluyen las acciones y bonos emitidos por otras compañías comprados para rentabilizar el efectivo o con fines especulativos, bonos de tesorería, instrumentos de deuda a corto plazo, certificados de depósitos, depósitos a plazo fijo y otras formas de inversiones a corto plazo, que por sus características y el mercado en que se negocian, son consideradas como *cuasi dinero (A. Demestre et al. 2003)*.

El administrador financiero deberá vigilar que se mantengan niveles aceptables de disponible en proporción a las necesidades de la empresa y prever futuros requerimientos, pues éste es el rubro del balance que debe ser muy bien aprovechado para que genere una administración oportuna y utilidades sanas a la empresa.

El <u>realizable</u> reúne aquellos bienes y derechos que habrán de convertirse en disponibles. Dentro de éstos se encuentran los efectos y cuentas por cobrar y los pagos anticipados.

Cuando una empresa vende productos a otra empresa o a un organismo estatal, por lo general no espera cobrar inmediatamente[21]. Estas facturas no pagadas o crédito comercial forman el grueso de cuentas por cobrar. Las empresas también venden algunos productos a crédito al consumidor final, formando el resto de las cuentas por cobrar[22] (R. A. Brealey, 1997).

A partir de lo anterior, las cuentas por cobrar representan los derechos del negocio contra deudores, que normalmente surgen de la venta de mercancías o por la

---

permita a la empresa sostener decisiones empresariales del corto, mediano y largo plazo, referidos al financiamiento del capital de trabajo operativo, a la ampliación de sus mercados (lanzamiento de un nuevo producto), a la actualización tecnológica (la cual es sumamente acelerada) u otras inversiones en planta o equipos.

[19] Mantener niveles aceptables en promedio en la cuenta de cheques facilitará: que la institución bancaria con que se trabaje pueda satisfacer todos los requerimientos empresariales; mantener dinero extra para aprovechar oportunidades que se pretendan (una rebaja excelente en la compra de materias primas, algún faltante de un producto que sea de adquisición urgente).

[20] Los excedentes temporales de efectivo son depositados en cuentas de inversiones con el objetivo de mantener un rendimiento que no se obtendría en caso de depositarse en una cuenta de cheque normal. Estas inversiones a corto plazo del efectivo que excede a los requerimientos actuales, se efectúan con el propósito de obtener una rentabilidad de los fondos. Estas inversiones se deben realizar a corto plazo y tienen que ser de la más alta calidad, asegurando así que se puedan vender sin incurrir en pérdidas (L. A. Bernstein, 1997).

[21] La política de crédito de una empresa marca las pautas para determinar la concesión o no de créditos al cliente y el monto de éste, para lo cual deben desarrollarse fuentes adecuadas de información y métodos de análisis de crédito. Las variables fundamentales de la política de crédito son: los estándares de crédito que son el criterio mínimo para conceder crédito a un cliente y la política de cobros que constituyen los procedimientos que ésta sigue para cobrar sus cuentas a su vencimiento (L. Gitman, 1986).

[22] Una alternativa en la optimización de la gestión de las cuentas por cobrar es la factorización, mediante la cual una tercera empresa llamada factor, generalmente un banco comercial, realiza el financiamiento extraempresarial de las cuentas, compensándose la gestión de cobro mediante una comisión (A. Ravelo, 2005).

prestación de servicios dentro de las operaciones normales de la empresa[23] (G. Guajardo, 1999).

Los efectos por cobrar, por su parte, incluyen letras de cambio y pagarés – que son aceptados o emitidos por los clientes y que se encuentran pendientes de cobrar-, constituyen derechos de cobro a favor de la empresa, respaldados por instrumentos formales de pago. Estos efectos pueden ser descontados en el banco o en alguna institución financiera.

Los pagos anticipados[24] representan futuras partidas de gastos que ya han sido pagados a cambio de recibir en fecha futura bienes y/o servicios que se van a consumir dentro de un año (G. Guajardo, 1999 y A. Demestre et al., 2002). Si es mayor el ciclo normal de operaciones, se clasificará como activo no circulante, específicamente dentro de cargos diferidos (G. Guajardo, 1999).

Las existencias recogen el valor de los inventarios que posee la empresa y que son de su propiedad, incluyendo inventarios tanto de materias primas, en proceso y terminados, como de materiales.

Los inventarios de materias primas comprenden los artículos que compra la empresa, los cuales representan materiales básicos para la actividad operativa. Los inventarios de producciones en curso o en proceso incluyen todos los elementos que se utilizan de forma actual en el proceso de producción, mientras que los inventarios de productos terminados reúnen aquellos artículos que han sido producidos pero aún no han sido vendidos. Así mismo se incluyen en las existencias, partes y piezas de repuesto, combustibles, insumos de oficina y cualquier otro material auxiliar; mercancías para la venta o mercadería de las empresas comercializadoras al por mayor y al detalle (A. Demestre et al. 2002).

El inventario, considerado como una inversión[25], es necesario en el proceso de "producción-ventas" de la empresa para que ésta prevea un mínimo de interrupciones. Se necesita una existencia tanto en materia prima como de productos en proceso para asegurarse de que los artículos necesarios estén disponibles cuando se necesiten. Debe haber un inventario de artículos terminados disponible que representen las existencias amortiguadoras para que la empresa pueda satisfacer la demanda de ventas a medida que se presentan. Todo lo anterior conlleva a la determinación del inventario óptimo[26].

El otro componente del capital de trabajo, el pasivo circulante, es una de las masas del pasivo total[27] y comprende todas las obligaciones provenientes de las operaciones de la empresa y algunas eventuales que vencen por lo general antes de un año[28] y que el

---

[23] Las cuentas por cobrar a clientes incluyen una estimación para cuentas malas o incobrables, que se restan a las primeras para determinar el valor que se espera cobrar (A. Demestre et al., 2002). La condición para que sea considerada cuenta por cobrar consiste en que sea cobrable dentro de un período de un año o dentro del ciclo normal de operaciones de la empresa.

[24] También denominados *gastos pagados por adelantado.*

[25] El encargado de la administración de la empresa debe controlar los niveles de inventario y también debe asegurar que no existan demasiadas acumulaciones del mismo. Ésto requiere el desembolso de efectivo que se espera que genere un rendimiento en el corto plazo (L. Gitman, 1986).

[26] Las últimas tendencias en la gestión de inventarios son las siguientes: líneas de producción mucho más versátiles, trabajar con inventarios de materia prima casi nulos, utilización de sistemas informáticos y líneas de comunicación, aplicación de sistemas *just in time* (JIT) y reducción de los productos en proceso. Todo esto implica que: los almacenes intermedios de productos en las cadenas sean innecesarios; integración entre los clientes y los proveedores prácticamente total; órdenes de compra, facturación y producción que viajan con seguridad, disminuyendo los tiempos de espera; trasladado de materias primas a proveedores, asegurando un suministro fluido y casi inmediato; sustitución de cadenas de producción por grupos de producción que abordan todas las tareas; y la producción de cada unidad sin dejar productos intermedios (A. Ravelo, 2005).

[27] El pasivo representa el importe de las deudas contraídas por la empresa, las cuales pueden tener plazos cortos de vencimiento y plazos más largos, representando los derechos que tienen los acreedores sobre los activos de la empresa y se define como financiamiento ajeno (A. Demestre *et al*., 2002).

[28] El analista debe determinar si todas las obligaciones, las cuales tienen una probabilidad razonablemente alta de que deberán cubrirse, se han incluido como pasivos circulantes al calcular una cifra correcta de capital de trabajo (L. A. Bernstein, 1997).

pago se realiza con fondos provenientes de los activos circulantes (A. Demestre et al, 2002) o de modo alternativo, con la creación de otros pasivos circulantes (L. Bernstein, 1997). Los pasivos que con mayor frecuencia se encuentran en la práctica son: cuentas y efectos por pagar, cobros anticipados y pasivos estables.

Las cuentas por pagar reflejan las deudas con los suministradores o proveedores de la empresa, que han sido contraídas en la modalidad de cuenta abierta, aquellas que se amparan sólo en facturas y que sus términos varían, por lo general, entre 30 y 120 días[29]. La gestión de proveedores incluye aspectos como: fiabilidad, puntualidad, calidad, financiación. Este último aspecto constituye una financiación espontánea basada en condiciones comerciales, más que financieras, que no incrementa la deuda bancaria y depende del costo de los recursos del proveedor, resultando más estable que la financiación bancaria. El costo de la financiación de los proveedores depende de los días de pago pactados y de la tasa de recargo.

Los efectos por pagar constituyen deudas a corto plazo sustentadas en documentos formales de pago (letras de cambio y pagarés), los que por lo general están sujetos a interés[30].

Los cobros anticipados reflejan obligaciones contraídas con clientes los cuales han anticipado el pago, en forma parcial o total.

Los pasivos estables muestran las obligaciones que la empresa contrae de forma estable, con los trabajadores como consecuencia de sus operaciones, al adeudarles salario, vacaciones, etc.; con el Fisco al adeudarle impuestos; con los propietarios al adeudarles contribuciones o dividendos (A. Demestre et al., 2002).

En general, los diferentes niveles de activos y pasivos circulantes, influyen directamente en los niveles de capital de trabajo y, por consiguiente, en los diferentes grados de riesgo y rentabilidad. Por lo anterior, se precisa el análisis de este binomio y su repercusión en las políticas de inversión y financiamiento a corto plazo.

1.2.2: Intercompensación Riesgo - Rendimiento.

Las decisiones financieras tomadas por los administradores de la empresa afectan positiva o negativamente el grado de liquidez y de rendimiento (F. Weston y E. Brigham, 1994). A partir de lo anterior, dos cuestiones u objetivos fundamentales del menejo del capital de trabajo son maximizar la rentabilidad y minimizar el riesgo. Sin embargo, ambos son directamente proporcionales, lo que significa que cuando una de las variables aumenta, también lo hace la otra y viceversa.

Una vez introducidos los elementos anteriores, se hace necesario definir los componentes del binomio riesgo – rendimiento.

Van Horne y Wachowicz (1997) define el rendimiento como el ingreso recibido sobre una inversión, la cual generalmente se expresa en porciento, en tanto F. Weston y E. Brigham (1994) la generaliza indistintamente como la corriente de flujo de efectivo y la tasa de rendimiento sobre los activos[31]. Por su parte L. Gitman (1986) y G. E. Gómez (2004) consideran la rentabilidad como las utilidades después de gastos. Estos investigadores concuerdan en que por fundamentación teórica ésta se obtiene y aumenta por dos vías esenciales: la primera, aumentando los ingresos por medio de las

---

[29] Los pagos a proveedores suponen un volumen importante dentro de la corriente monetaria de la empresa, y las condiciones pactadas con los mismos establecen las reglas del juego. En cualquier caso, existen aspectos que permiten optimizar la gestión de los mismos, utilizando nuevos medios de pago u otorgando mayor protagonismo a las entidades financieras en el ciclo.

[30] En este caso, el importe devengado hasta la fecha debe considerarse una obligación, aunque generalmente no se refleja conjuntamente con el principal, sino en una partida denominada *Gastos acumulados por pagar* o *Intereses por pagar* (A. Demestre et al., 2002).

[31] Para determinar la tasa de rendimiento sobre los activos, se utiliza la expresión: Utilidad antes de intereses e impuestos / Activos totales.

ventas y la segunda, disminuyendo los costos pagando menos por las materias primas, salarios, o servicios que se presten. En el marco de esta investigación, el análisis de la rentabilidad en forma de tasa, indicando la capacidad de los recursos para generar utilidades, se acoge como vía más eficaz para los análisis posteriores.

Por su parte, la categoría riesgo en su definición, se asimila con mayor dificultad (Van Horne y Wachowicz, 1997). En términos muy simples, existe riesgo en cualquier situación en que no se conozca con exactitud lo que ocurrirá en el futuro[32]. El riesgo es sinónimo de incertidumbre, que es la dificultad de poder predecir lo que ocurrirá en el futuro.

En la gestión financiera, el riesgo se asocia con la variabilidad de los resultados que se esperan (Van Horne y Wachowicz, 1997), derivándose de esto que es más arriesgado aquello que ofrece resultados más variables, sean positivos o negativos. Con respecto al análisis de los riesgos en un negocio, se pueden identificar tres fundamentales a evaluar: el riesgo comercial, el riesgo financiero y el riesgo operativo.

El riesgo comercial es el inherente al propio mercado en que se desempeña la empresa, donde es vital el análisis de la línea de negocios, la rama en la cual se opera y el entorno económico - financiero. El riesgo operativo se encuentra vinculado a las dimensiones óptimas de plantas y equipos, la utilización de los recursos y la relación con los niveles de venta; es decir, las condiciones de tecnología. El riesgo financiero es el relacionado con el nivel de endeudamiento y la relación entre financiamiento ajeno y propio; es decir, el análisis relacionado con la estructura financiera.

Vinculado al capital de trabajo, el riesgo significa peligro para la empresa por no mantener suficiente activo circulante para:

- Hacer frente a sus obligaciones de efectivo a medida que éstas ocurran. En este sentido, L. Gitman (1986) define el riesgo como la insolvencia que posiblemente tenga la empresa para pagar sus obligaciones y expresa además que el riesgo es la probabilidad de ser técnicamente insolvente.
- Sostener el nivel apropiado de ventas (Van Horne y Wachowicz, 1997).
- Cubrir los gastos asociados al nivel de operaciones[33].

Ya consideradas las definiciones anteriores, es necesario analizar los puntos clave para reflexionar sobre un correcto análisis del capital de trabajo frente a la maximización de la rentabilidad y la minimización del riesgo, sobre los cuales autores como L. Gitman (1986)[34], F. Weston y E. Brigham (1994)[35] y G. E. Gómez (2004)[36] y Munilla (2005)[37], coinciden en que éstos son:

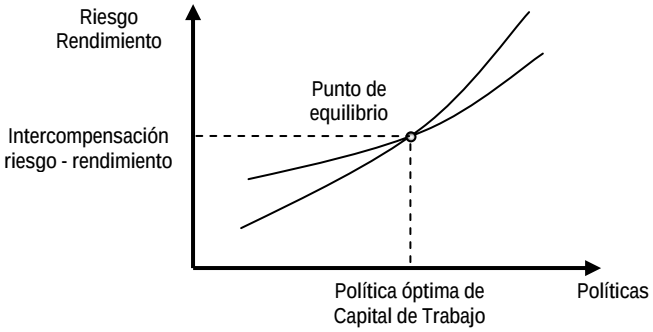
- La naturaleza de la empresa, siendo necesario ubicarla en un contexto de desarrollo social y productivo, pues la administración financiera en cada una es de diferente tratamiento. Así mismo, es importante destacar que la empresa es un subsistema del sistema sociedad y como tal, mantiene una relación de interdependencia con los otros subsistemas de la misma.
- La capacidad de los activos en la generación de utilidades, haciendo énfasis en la mezcla de circulantes y fijos y velando por el tiempo que cada uno de ellos necesita para avanzar a la forma de efectivo.

---

[32] Gestión financiera. Disponible en: www.gestiopolis.com/dirgp/fin/gestion.htm.
[33] Criterio de la autora de la investigación basado en la literatura revisada.
[34] L. Gitman. Fundamentos de administración financiera, 1986.
[35] F. Weston y E. Brigham. Fundamentos de administración financiera, 1994.
[36] G. E. Gómez. Administración del capital de trabajo, 2004.
[37] F. Munilla. Dinámica del origen y aplicación de fondos en la gestión de la liquidez. Trabajo presentado en el Evento CONTAHABANA 2005, 2005.

- Los costos de financiación, puesto que las empresas obtienen recursos por medio de los pasivos corrientes y los fondos a largo plazo, donde el análisis de lo económico, asociado con las diferentes alternativas de decisión es fundamental.

Figura 1.3: Intercompensación riesgo – rendimiento.



Fuente: elaboración propia.

En resumen, un administrador financiero debe buscar aquel punto de equilibrio particular entre el riesgo y la rentabilidad que se derivan de las diferentes decisiones o políticas del capital de trabajo, tal como lo muestra la Figura 1.3. Este punto de equilibrio se denomina intercompensación riesgo – rendimiento. Al análisis de las políticas que inciden sobre la relación antes mencionada, se dará paso.

1.2.3: Políticas del Capital de Trabajo y su influencia en el riesgo y la rentabilidad.

Las políticas del capital de trabajo están asociadas a los niveles de activo y pasivo circulante que se fijen para realizar las operaciones de la empresa, teniendo en cuenta su interrelación, así como con los niveles operativos, por lo que se pueden categorizar tres elementos fundamentales en este sentido (L. Gitman, 1986; F. Weston y E. Brigham, 1994; Van Horne y Wachowicz, 1997 y E. Santandreu, 2000):

- Nivel fijado como meta para cada categoría de activo circulante: política de inversión circulante.
- La forma en que se financiarán estos activos circulantes: política de financiamiento circulante.
- Los efectos de estos niveles en el binomio riesgo - rentabilidad.

El Anexo 2 muestra la estrecha relación que existe entre la inversión, la financiación y las operaciones de la empresa, aspecto fundamental en la comprensión de las políticas del capital de trabajo, para lo cual, antes de establecer los elementos teóricos relacionados con éstas y su influencia sobre el riesgo y la rentabilidad, se hace necesario establecer las bases que sustentan la problemática de la asociación de los niveles de activos y pasivos circulantes con los niveles de operación.

F. Weston y E. Brigham (1994)[38], en su afán de establecer métodos para el pronóstico financiero, se refiere a relaciones, dos de ellas relevantes en este marco: la primera, entre las ventas y la inversión en activo circulante, y la segunda, entre las ventas y el financiamiento espontáneo. La primera relación este autor la define de *causalidad*,

[38] F. Weston y E. Brigham. Fundamentos de administración financiera. 1994.

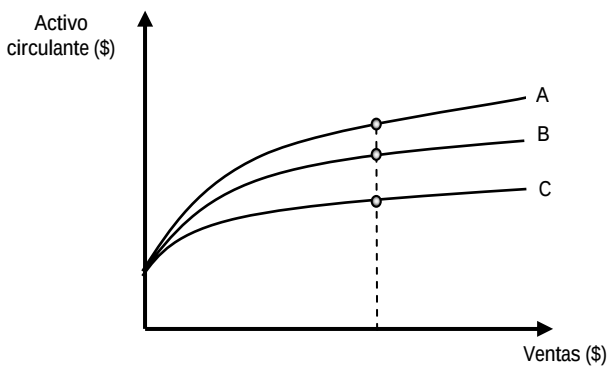
puesto que la demanda de ventas es la causa de que se invierta en inventarios, en cuentas por cobrar y en la mantención de efectivo. Por otro lado define la importancia de la *estabilidad* para lograr pronósticos más cercanos a la realidad. En su modelo de cálculo de los EFR[39] o Requerimiento de Fondos Externos, este autor muestra una relación lineal entre las ventas y las cuentas por cobrar y los inventarios asumiendo el crecimiento de los fondos espontáneos y los activos circulantes, en relación directa con las ventas, suponiendo de esta forma linealidad en dos relaciones: 1) ventas - activos circulantes y 2) ventas - financiamiento espontáneo.

Por su parte, Van Horne y Wachowicz (1997) reconoce estas relaciones, pero así también la inconsistencia de crecimientos estables. Respecto a lo anterior explica que para cada nivel de ventas puede establecerse diferentes niveles de activos y pasivos circulantes. Así mismo para cada nivel de activo circulante pueden establecerse diferentes niveles de pasivo circulante, lo que da paso a las políticas de inversión y financiación a corto plazo.

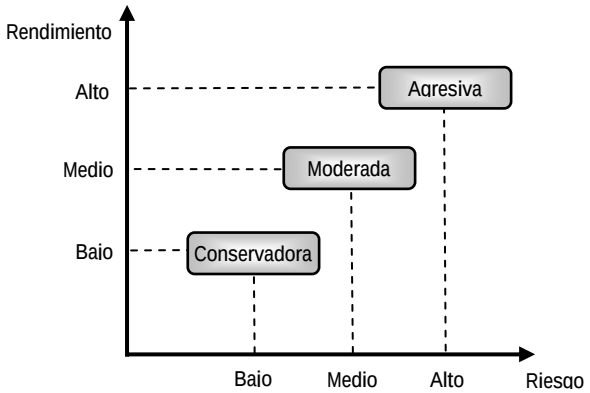
1.2.3.1: Políticas de inversión a corto plazo y su influencia en el riesgo y la rentabilidad.

Las políticas de inversión a corto plazo están asociadas con las decisiones que se toman sobre los niveles de cada uno de los activos circulantes en relación con los niveles de ventas de la empresa. Según Van Horne y Wachowicz (1997), para cada nivel de ventas pueden corresponderse diferentes niveles de activo circulante, lo cual gráficamente es como muestra la figura 1.4 a):

Figura 1.4: Políticas de inversión en activo circulante y su impacto en el riesgo y la rentabilidad.



a) Políticas de inversión en activo circulante.



b) Impacto en el riesgo y la rentabilidad.

Fuente: elaboración propia en aproximación a Van Horne y Wachowicz. Fundamentos de administración financiera. 8va edición. Prentice Hall Hispanoamericana. 1997.

[39] Del término en inglés: *External funds required.*

Las políticas que se pueden implementar a raíz de lo anterior pueden clasificarse en: relajada o conservadora, restringida y moderada (F. Weston y E. Brigham, 1994 y Van Horne y Wachowicz, 1997), las cuales se argumentan a continuación.

La política relajada o conservadora[40], es una política bajo la cual se aseguran elevados niveles de activos circulantes. Con ella se considera a la empresa preparada para cualquier eventualidad, manteniéndose cantidades relativamente grandes de efectivo e inventarios y a través de lo cual, las ventas se estimulan por medio de una política liberal de crédito, dando como resultado un alto nivel de cuentas por cobrar. En la Figura 1.4 a), la curva A es la exponente de esta política. Como resultado de la aplicación de esta política, será mayor la liquidez y por lo tanto menor el riesgo de insolvencia, así como menor la rentabilidad.

Por su parte, la política restringida o agresiva[41] es una política bajo la cual el mantenimiento de efectivo, inventarios y cuentas por cobrar es minimizado; es decir, se mantienen cantidades relativamente pequeñas de activo circulante. Como consecuencia de esta política, el riesgo y la rentabilidad de la empresa se verán elevados. Esta política en la Figura 1.4 a), se corresponde con la curva C.

La política moderada o intermedia, sin embargo, se encuentra entre la política relajada y la política restringida, donde se compensan los altos niveles de riesgo y rentabilidad con los bajos niveles de éstos. En la Figura 1.4 a), la curva B se corresponde con este comportamiento.

De manera general se puede enfatizar en el impacto sobre el riesgo y la rentabilidad que tienen las políticas, tal como lo muestra la figura 1.4 b).

Todo lo anterior conlleva a interiorizar que al determinar la cantidad o nivel apropiado de activos circulantes, el análisis del capital de trabajo debe considerar la compensación entre rentabilidad y riesgo, donde mientras mayor sea el nivel de activo circulante, mayor será la liquidez de la empresa, si todo lo demás permanece constante; así mismo, con una mayor liquidez es menor el riesgo, pero también lo será la rentabilidad.

Es importante destacar que para cada nivel de rendimiento, se puede mantener un nivel mínimo de activo circulante que permita desarrollar las operaciones empresariales de forma exitosa.

Disminuir el nivel de inversión en activo circulante cuando aún se es capaz de sostener las ventas, puede conducir a un incremento en el rendimiento de la empresa sobre los activos totales. Por otro lado, un aumento en los valores de activo circulante por encima del óptimo necesario, traería como consecuencia un aumento en el activo total, sin un incremento proporcional en los rendimientos, disminuyendo de esta forma el rendimiento sobre la inversión. Una disminución en estos valores puede significar la incapacidad para cubrir pagos en tiempo, paros en el proceso de producción por faltante de inventario y disminución en las ventas por una política de crédito poco flexible.

1.2.3.2: Políticas de financiamiento a corto plazo y su influencia en el riesgo y la rentabilidad.

Es importante tomar todas las medidas necesarias para determinar una estructura financiera, donde todos los pasivos corrientes financien de forma eficaz y eficiente los activos corrientes y la determinación de un financiamiento óptimo para la generación de

[40] También denominada Política de gato gordo por F. Weston y E. Brigham (1994).
[41] También denominada Política de apoyo mediano por F. Weston y E. Brigham (1994).

utilidad y bienestar social. Un nivel de ventas que crezca uniformemente a lo largo de los años necesariamente producirá aumentos en los activos circulantes (F. Weston y E. Brigham, 1994; Van Horne y Wachowicz, 1997 y E. Santandreu, 2000). En la medida en que los activos circulantes experimenten variaciones, el financiamiento de la empresa también lo hará, afectándose la posición de riesgo y de Capital de Trabajo de la empresa. De ahí la importancia de determinar la forma en que la empresa financia sus activos circulantes fluctuantes. De esta forma, las políticas de financiamiento de la inversión circulante son: la agresiva, la conservadora y la de autoliquidación o coordinación de vencimientos. Estas políticas se explican a continuación.

La política agresiva o compensatoria prevé que la empresa financie la totalidad de sus activos fijos con capital a largo plazo, pero también que financie una parte de sus activos circulantes permanentes con fondos a corto plazo de naturaleza no espontánea (F. Weston y Brigham, 1994). Esta posición es agresiva puesto que la empresa se encontraría sujeta a grandes peligros provenientes del incremento de las tasas de intereses, así como a diversos problemas de renovación de préstamos. Sin embargo, como la deuda a corto plazo es generalmente más económica que la deuda a largo plazo, asumir esta política se asocia a la disposición de sacrificar la seguridad ante la oportunidad de obtener utilidades más altas. Esta es una política de altos niveles de riesgo y rentabilidad (L. Gitman, 1986 y F. Weston y E. Brigham, 1994).

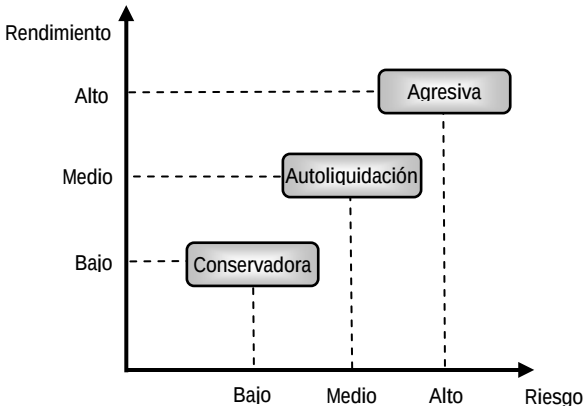
En situación de política conservadora, se utiliza el capital permanente para financiar todos los requerimientos de activos permanentes y satisfacer algunas o todas las demandas estacionales. En la aplicación de esta política, la empresa usa una pequeña cantidad de crédito no espontáneo a corto plazo para satisfacer sus niveles más altos de requerimientos, pero también satisface una parte de sus necesidades estacionales “almacenando liquidez”. Consiste en el uso de capital a largo plazo para financiar todos los activos permanentes y algunos activos circulantes temporales, lo que denota bajos niveles de riesgo y rentabilidad.

Por su parte, la política de autoliquidación o coordinación de vencimientos requiere que se coordinen los vencimientos de los activos y pasivos circulantes. Esta estrategia minimiza el riesgo de que la empresa sea incapaz de liquidar sus obligaciones a medida que venzan, tratando de coordinar en forma exacta la estructura de los vencimientos de sus activos y pasivos[42]. Esta política busca un equilibrio entre los niveles de riesgo y rentabilidad (F. Weston y E. Brigham, 1994).

Las tres políticas que se describieron anteriormente y su impacto en el riesgo y la rentabilidad, se pueden observar en la Figura 1.5. Éstas se distinguen por las cantidades relativas de deudas a corto plazo. La política agresiva exige mayor uso de deudas a corto plazo no espontáneo, mientras que la política conservadora requiere el mínimo de estos recursos, en tanto la coordinación de vencimiento tiene en cuenta un punto intermedio.

[42] En realidad existen dos factores que se encargan de evitar una exacta coordinación de vencimientos. El primero consiste en la existencia de incertidumbre en la vida de los activos y el segundo en que se deben usar algunos recursos de capital contable común y dichos recursos no tienen fechas de vencimiento (F. Weston y Brigham, 1994).

Figura 1.5: Políticas de financiamiento corriente y su impacto en el riesgo y la rentabilidad.



Fuente: elaboración propia.

Generalizando, en la medida en que los costos explícitos del financiamiento a corto plazo sean inferiores a los financiamientos a mediano y largo plazo, es decir, mientras mayor sea la proporción de deuda a corto plazo a la deuda total, será mayor la rentabilidad de la empresa[43].

Aún cuando la deuda a corto plazo es frecuentemente menos costosa que la deuda a largo plazo, el crédito a corto plazo sujeta a la empresa a un mayor riesgo que el financiamiento a largo plazo. Esto ocurre por dos razones fundamentales.

- Si la empresa pide prestado sobre una base a largo plazo, sus costos por intereses serán relativamente estables a través del tiempo, pero si usa crédito a corto plazo sus gastos por intereses fluctuarán ampliamente, llegando a ser ocasionalmente muy altos.
- Si la empresa solicita en préstamo fuertes cantidades sobre una base a corto plazo, puede llegar a encontrar que es incapaz de rembolsar sus deudas y puede también hallarse en una posición financiera tan débil, que el prestamista se rehúse a extender más créditos; esto también podría llevar a la empresa a la quiebra.

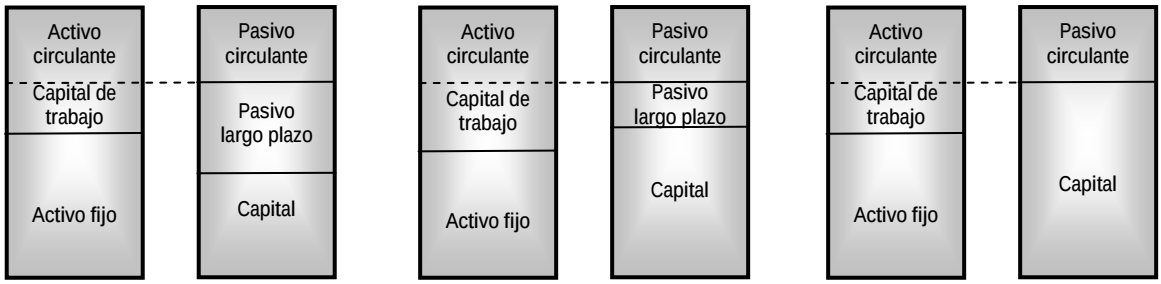
Las suposiciones de riesgo y rentabilidad que se han expuesto, sugieren una baja proporción de activos circulantes a activos totales y una alta proporción de pasivo circulante a pasivo total. Por supuesto, que esta estrategia dará como resultado un bajo nivel de capital de trabajo. Sin embargo, compensar la rentabilidad de esta estrategia, es el riesgo incrementado para la empresa.

Una vez definidas las políticas de inversión y financiamiento a corto plazo y la definición de la mantención de capital de trabajo deseado asociado a una alternativa entre el riesgo y la rentalilidad, resta especificar con qué mezcla de capitales permanentes se ha de cubrir éste. Todo lo anterior E. Santandreu (2000) lo denomina Cobertura del capital de trabajo, lo cual se representa en la Figura 1.6.

[43] Aunque las tasas de interés a corto plazo en ocasiones son superiores a las tasas a largo plazo, por lo general son inferiores – de manera contraria puede tratarse de una situación temporal. A lo largo de un amplio período de tiempo debemos esperar pagar más por costos de intereses con la deuda a largo plazo de lo que haríamos con préstamos a corto plazo, que se renueva en forma continua al vencimiento.

Como se puede observar, la cobertura o financiamiento del Capital de Trabajo se puede realizar con deudas a largo plazo (Figura 1.6, a), con capital (Figura 1.6, c), o con ambos (Figura 1.6, b). Cualquiera de las anteriores fuentes de financiamiento del capital de trabajo, presupone un costo asociado. El costo de financiar con deudas a largo plazo, es el interés a pagar asociado al servicio de la deuda, mientras que el costo de financiar con capital es el pago de dividendos al dueño. La decisión sobre cuál de estas formas de financiamiento de Capital de Trabajo aplicar, es propia de cada empresa constituyendo un "traje a la medida" y depende de la posición que sobre la obtención de rentabilidad y aversión al riesgo se acepte por parte de sus directivos.

Figura 1.6: Cobertura del Capital de Trabajo.



a) Cobertura del Capital de Trabajo con pasivo a largo plazo.

b) Cobertura del Capital de Trabajo con pasivo a largo plazo y capital.

c) Cobertura del Capital de Trabajo con capital.

Fuente: en aproximación a E. Santandreu. Gestión de la financiación empresarial. Ediciones 2000 S.A., Barcelona, 2000. p. 36.

1.3: Importancia y necesidad del Capital de Trabajo.

La naturaleza no sincronizada de los flujos de caja, es decir, de las entradas y los desembolsos de dinero, es uno de los elementos fundamentales que inciden en la necesidad de mantener capital de trabajo por las empresas. Los flujos de caja de la empresa que resultan del pago de pasivos circulantes son relativamente predecibles. Así mismo, puede predecirse lo relacionado con documentos por pagar y pasivos acumulados, que tienen fechas de pago determinadas. Lo que es difícil de predecir son las entradas futuras a caja de la empresa. Es bastante difícil predecir la fecha en que activos circulantes que no sean caja y otros valores negociables puedan convertirse en efectivo. Mientras más predecibles sean estas entradas a caja, menor será el capital de trabajo que necesitará la empresa (L. Gitman, 1986; F. Weston y E. Brigham, 1994 y G. E. Gómez, 2004).

Lo anterior explica que la existencia de capital de trabajo está muy relacionada con la condición de liquidez de la empresa, sin embargo, no se puede perder de vista el grado de liquidez de cada activo circulante y el grado de exigibilidad de cada pasivo circulante (A. Demestre et al., 2002), lo cual sustenta la idea de que mientras mayor sea el margen en que los activos a corto plazo de una empresa cubren sus obligaciones a corto plazo, más capacidad de pago generará para pagar sus deudas en el momento de su vencimiento. Esta expectativa se basa en que los activos circulantes son fuentes de entradas de efectivo, en tanto que los pasivos circulantes son fuentes de desembolso

de efectivo. Dado que la mayoría de las empresas no pueden hacer coincidir las recepciones de dinero con los desembolsos de éste, es necesario que las fuentes de entradas superen a los desembolsos.

Otros criterios sobre la importancia del capital de trabajo son aportados por diferentes autores; entre estos motivos se encuentran:

- Alta participación de los activos circulantes en los activos totales de las empresas por lo que los primeros requieren una cuidadosa atención (F. Weston y E. Brigham, 1994).
- Evita desequilibrios que son causa de fuertes tensiones de liquidez y de situaciones que obligan a suspender pagos o cerrar la empresa por no tener el crédito necesario para hacerle frente (E. Santandreu, 2000).
- Una gran parte del tiempo es dedicado por la mayoría de los administradores financieros a las operaciones internas diarias de la empresa, las cuales caen bajo el terreno de la administración del capital de trabajo (F. Weston y E. Brigham, 1994).
- La rentabilidad de una empresa puede verse afectada por el exceso de inversión en activo circulante (A. Demestre *et al.*, 2002).
- Es inevitable la inversión en efectivo, cuentas por cobrar e inventarios, aunque sí lo sea en plantas y equipos que pueden ser arrendados. Esto se une a que en ocasiones, el acceso al mercado de capital a largo plazo se dificulta, por lo que debe haber un basamento sólido en el crédito comercial y en préstamos bancarios a corto plazo, todo lo cual afecta el capital de trabajo (F. Weston y E. Brigham, 1994).
- Existe una relación estrecha y directa entre el crecimiento de las ventas y la necesidad de financiar los activos circulantes, relación que se percibe como causal (F. Weston y E. Brigham, 1994; Van Horne y Wachowicz, 1997 y A. Demestre *et al.*, 2002).
- La supervivencia de la empresa, traducida en su capacidad para cubrir sus obligaciones a corto plazo en la medida en que éstas venzan, o la probabilidad de ser técnicamente insolvente, lo cual se resume en el riesgo, depende de la adecuada gestión del capital de trabajo (A. Demestre *et al.*, 2002).
- Existencia de "inversiones circulantes que deben financiarse con fondos permanentes" (E. Santandreu, 2000). Estas inversiones son en esencia:
    - ✓ Stock de seguridad; es decir, stock permanente en la empresa para mantener la correcta rotación sin interrupciones y un adecuado índice de rentabilidad.
    - ✓ Parte de la tesorería que deba permanecer inmovilizada por alguna razón (ejemplo: cuentas de retención e inversiones financieras).
- Cumple dos funciones, una económica y otra financiera. En su función económica puede ser considerado como bienes complementarios[44] y heterogéneos[45] de producción que concurren a la creación de productos y servicios por parte de la empresa. En su función financiera se incluye lograr una adecuada relación entre los ritmos de liquidez y exigibilidad de los activos y

[44] Es complementario en la medida en que es necesario junto a los bienes de capital para el desarrollo de la producción (M. L. Lara, 2005).
[45] Es heterogéneo en la medida en que se encuentra formado por componentes diversos con diferentes grados de liquidez (M. L. Lara, 2005).

pasivos circulantes respectivamente, garantizando la solvencia[46] (M. L. Lara et al., 2005).

Para R. D. Kennedy (1999) y M. L. Lara et al. (2005), las necesidades de capital de trabajo de un negocio dependen de algunos factores que a continuación se relacionarán.

La *naturaleza general del tipo de negocio* determina las necesidades de capital de trabajo puesto que éstas varían dependiendo del tipo de actividad que se realice. Por ejemplo, en una empresa de servicios públicos las inversiones en inventarios y cuentas por cobrar son convertidas con rapidez en efectivo; sin embargo, una empresa industrial tiene que invertir más en ellos y sus rotaciones son relativamente lentas, requiriendo de una cantidad mayor de capital de trabajo. Así mismo, negocios con ventas de tipo estacional requerirá una cantidad máxima de capital de trabajo por un período relativamente corto. Dicho negocio normalmente tendrá un excedente de capital de trabajo durante el período de menor actividad en las ventas.

Unido a lo anterior, el *ciclo del negocio* afecta las necesidades de capital de trabajo, pues durante los períodos de prosperidad, la actividad de los negocios se amplía, y existe una tendencia a comprar mercancías a fin de aprovechar los precios más bajos. Consecuentemente, será necesaria una mayor cantidad de capital de trabajo. Así mismo, según se amplía el *volumen de las operaciones*, la cantidad de capital de trabajo requerida viene a ser mayor, aunque no necesariamente en proporción exacta al crecimiento.

El *tiempo necesario para la fabricación u obtención de la mercancía a vender y el costo unitario* de la misma juega un papel fundamental, puesto que mientras mayor sea el tiempo requerido para la fabricación de la mercancía o para obtenerla, mayor cantidad de capital de trabajo se requerirá, al igual que a medida que sea mayor el costo unitario de la misma.

Con respecto a las *condiciones de compra y de venta*, mientras más favorables sean las condiciones de crédito en que se realicen las compras, menos efectivo se invierte en el inventario. Por otra parte, mientras más liberales sean las condiciones de crédito concedidas a los clientes, mayor será la cantidad de capital de trabajo que estará representada por las cuentas por cobrar.

La *rotación de los inventarios* y su análisis es fundamental, en tanto, mientras mayor sea el número de veces que los inventarios sean vendidos y repuestos (rotación del inventario), menor será el importe de capital de trabajo que hará falta, menor el riesgo de pérdidas debidas a las bajas de los precios, cambios en la demanda o en el estilo y menor el costo en llevar los inventarios. Igualmente la *rotación de las cuentas por cobrar* influye notablemente en las necesidades de capital de trabajo porque depende del tiempo necesario para convertirlas en efectivo. Mientras menos tiempo se requiera para cobrar dichas cuentas, menor será el importe de capital de trabajo que se necesitará.

El grado de *riesgo de una posible baja del valor del activo circulante,* influye en las necesidades de capital de trabajo, el cual mientras mayor sea, mayor será el importe necesario de éste que debe estar disponible a fin de mantener el crédito de la empresa.

---

[46] Este elemento está relacionado con el equilibrio financiero, dado por la necesidad permanente de un Capital de Trabajo (recursos circulantes) que sea financiado con cierta estabilidad (a largo plazo). En función de lo anterior M. L. Lara et al. (2005), establece dos reglas básicas:

1. todo activo fijo debe estar financiado por fuentes permanentes (regla de equilibrio financiero mínimo).
2. las fuentes permanentes deben ser superiores al activo fijo o lo que es lo mismo, que el Capital de Trabajo debe ser positivo (regla de seguridad).

Para hacer frente a dicha contingencia se debe mantener una cantidad relativamente grande de efectivo o de inversiones temporales.
Es importante destacar que el crecimiento de las empresas conlleva a la necesidad de un capital adicional para las inversiones en cuentas por cobrar, en inventarios y en activos fijos. Parte de este capital en la mayoría de las ocasiones es obtenido por fuentes internas, pero si el ritmo de crecimiento es acelerado, parte de él provendrá de forma externa (Y. García, 1999), financiamiento que por demás, generalmente es menos económico. Todos estos elementos, en esencia, justifican la necesidad de financiar inversiones con características a corto plazo o circulantes, con fondos o recursos permanentes; así mismo como conlleva al análisis sobre la suficiencia o insuficiencia del capital de trabajo.

1.3.1: La problemática de la suficiencia e insuficiencia de Capital de Trabajo.

Como se ha abordado hasta aquí, la mantención de capital de trabajo tiene implicaciones sobre el riesgo y la rentabilidad, por lo que sus niveles en cuanto a suficiencia e insuficiencia es de vital análisis.
Un elemento fundamental a tener en cuenta con respecto a la suficiencia de capital de trabajo es que éste brinda a la empresa capacidad para conducir sus operaciones sobre la base más económica y sin restricciones financieras y hacer frente a emergencias y pérdidas sin peligro de un desastre financiero. Así mismo, esta suficiencia permite otorgar condiciones de crédito favorables a los clientes, operar más eficientemente sin demoras en la obtención de materiales, servicios y suministros debido a dificultades en el crédito y soportar períodos de depresión.
A su vez, un capital de trabajo suficiente: protege del efecto adverso por una disminución en los valores del activo circulante; hace posible pagar oportunamente todas las obligaciones y aprovechar la ventaja de los descuentos por pronto pago; asegura en alto grado el mantenimiento de crédito y provee lo necesario para hacer frente a emergencias tales como huelgas, inundaciones e incendios y, permite mantener inventarios a un nivel que sirva satisfactoriamente las necesidades de los clientes.
En este sentido, se debe señalar que el grado en que el activo circulante excede a las necesidades de capital de trabajo, el negocio tendrá exceso del mismo[47].
Por consiguiente, la insuficiencia de capital de trabajo es una de las enfermedades más importantes de los negocios que no pueden cubrir su pasivo circulante y, de acuerdo con R. D. Kennedy (1999), existen algunas cuestiones que la provocan. Una de éstas se refiere a la obtención de pérdidas de operación, en las cuales se incurre por un volumen de ventas insuficiente en relación con el costo para lograrlas, por precios de venta rebajados debido a la competencia o a rebajas sin una disminución proporcionada en el costo de la mercancía vendida y los gastos, por un gasto excesivo debido a las cuentas por cobrar incobrables, por aumentos en los gastos no acompañados de un alza funcional en las ventas o en los ingresos, y por aumentos en los gastos mientras disminuyen las ventas o los ingresos.
La insuficiencia de capital de trabajo puede estar dada también por pérdidas excesivas de operaciones no normales o extraordinarias[48], las cuales pueden originar una

[47] Este exceso puede ser resultado de: la emisión de bonos o de acciones de capital en cantidades mayores que las necesarias para la adquisición de activo no circulante; la venta de activos no circulantes que no ha sido reemplazado; utilidad de operaciones o utilidades que no se aplican al pago de dividendos en efectivo, adquisición de activo fijo u otros fines similares; la conversión no acompañada de reposición, de activos de operación en Capital de Trabajo por medio del proceso de depreciación, por agotamiento y por amortización.

reducción en los valores del activo circulante o en la creación de un pasivo circulante (ninguna de estas circunstancias puede ser compensada por un cambio favorable del capital de trabajo).

Así mismo, el fracaso de la gerencia en la obtención de fuentes de recursos necesarios para financiar la ampliación del negocio; la política poco conservadora de dividendos; la inversión de fondos corrientes en activos no circulantes y la no acumulación de los fondos necesarios para la liquidación de bonos a su vencimiento o para el retiro de las acciones preferentes, es otro grupo de causas que generan insuficiencias de capital de trabajo.

A lo anterior se puede adicionar la existencia de una provisión fija para un fondo de amortización, cuyas necesidades sean excesivas en relación con la utilidad neta; los aumentos de los precios, requiriendo así de la inversión de más efectivo para mantener la misma cantidad física en los inventarios y activos fijos y para financiar las ventas a crédito por el mismo volumen físico de mercancías, debiéndose retener suficientes ganancias en el negocio para de esta forma, financiar los costos más elevados. Todas las anteriores se suman a las causas de la insuficiencia de capital de trabajo.

Ante estos problemas, algunas de las acciones a tener en cuenta cuando existe déficit de capital de trabajo que evitan la suspensión de pagos y problemas de liquidez incluyen:

- reducir los plazos de cobros e inventarios para disminuir las necesidades de capital de trabajo (tendiendo a que las materias primas sean almacenadas por los proveedores, disminuyendo los días del ciclo de producción y las existencias de productos acabados, facturando y cobrando antes a los clientes),
- negociar con los proveedores plazos de pago más largos,
- incrementar el capital propio o el exigible a largo plazo,
- vender activo fijo y,
- disminuir el exigible a corto plazo (O. Amat, 1998).

Tomando en cuenta los criterios antes expuestos por los diferentes autores, se puede reflexionar que el correcto análisis del capital de trabajo consiste en el análisis de sus componentes: activos circulantes y financiamiento corriente de forma eficaz y eficiente, que permita afrontar oportunamente los compromisos de pago a corto plazo, repercutiendo positivamente en los resultados económicos y financieros de la empresa y la sociedad, logrando minimizar el riesgo y maximizar la rentabilidad[49].

Más específicamente, lo expuesto hasta aquí evidencia el análisis del capital de trabajo como función fundamental de la gestión financiera, por lo que los análisis que se realicen sobre su comportamiento y/o evolución deben estar basados fundamentalmente en elementos básicos, a saber: las características del sector donde se desenvuelve la empresa, las políticas de inversión y financiamiento corriente, la calidad de los activos y pasivos circulantes, la relación entre los crecimientos de las

---

[48] Los resultados extraordinarios pueden ser positivos o negativos y se generan en actividades atípicas, como por ejemplo:

- utilidad o pérdida en operaciones especulativas con valore negociables,
- venta de activo fijo por un valor superior al valor en libros, lo cual genera utilidad, o por debajo de éste, generando una pérdida,
- venta de envases vacíos,
- ajustes de inventarios,
- ingresos y gastos de períodos anteriores,
- faltantes por encima de las normas aceptadas (A. Demestre et al., 2002).

[49] Criterio de la autora de la investigación basado en las definiciones brindadas por los autores estudiados, entre los que se destacan: F. Weston y E. Brigham (1994); R. Brealey (1998); O. Amat (1998); R. D. Kennedy (1999); A. Demestre et al. (2002); G. Gómez (2004); F. Munilla (2005) y M. L. Lara et al. (2005).

ventas y las partidas circulantes, los flujos de entradas y desembolsos de efectivo, el riesgo total y la rentabilidad de los recursos.
Estos elementos son fundamentales en el estudio integral, para extraer conclusiones válidas en el análisis veraz del comportamiento del capital de trabajo, de manera que se obtenga información relevante en el proceso de toma de decisiones.

Bibliografía

1. Amat, Oriol. Análisis de los estados financieros: fundamentos y aplicaciones. Ediciones Gestión 2000. Quinta Edición. España, 1998.
2. Amat, Oriol. Comprender la contabilidad y las finanzas. España, 2000.
3. Brealey, Richard A. y Myllers, Stewart C. Fundamentos de Financiación Empresarial. 4ta Edición. Tomo I y II. Ministerio de Educación Superior. Cuba, 1997.
4. Demestre, Angela *et al*. Técnicas para analizar estados financieros. Grupo Editorial Publicentro, 2002.
5. Demestre, Angela *et al*. Cultura financiera, una necesidad empresarial. Grupo Editorial Publicentro, 2003.
6. Freund, J. E. Estadística elemental moderna. Edición Revolucionaria. La Habana, 1987.
7. Gitman, L. Fundamentos de administración financiera. Reproducido por el MES. Cuba, 1986.
8. Henéndez Sampier, R. Metodología de la investigación. Editorial Félix Varela. Cuba, 2003.
9. Kennedy, Ralph. Estados financieros: Forma, análisis e interpretación. México, 1999.
10. Kieso Donald E. y J. Weygandt, J. Contabilidad Intermedia. México, 1994.
11. Lara, M. L. Propuesta de procedimiento para el análisis del capital de trabajo en las instalaciones hoteleras. Trabajo presentado en el Simposio Internacional CONTHABANA 2005.
12. Munilla, F *et al*. Dinámica del Origen y la Aplicación de los Fondos en la liquidez. Trabajo presentado en el Simposio Internacional CONTHABANA 2005.
13. Nogueira, D. *et al.* Fundamentos para el Control de la Gestión Empresarial. Editorial Pueblo y Educación. Cuba, 2004.
14. Pupo, Juana *et al*. Análisis de Regresión y series cronológicas. 1983.
15. Santandreu, E. Gestión de la financiación empresarial. EADA Gestión. España, 2000.
16. Suárez, Andrés. 1976. Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. Madrid.
17. Weston, J. Fred. Fundamentos de Administración Financiera. Tomo I. Reproducido por el MES, 1994.