

6

CICLO FINANCIERO Y CAPITAL DE TRABAJO

SE ESTUDIAN ESTOS TEMAS

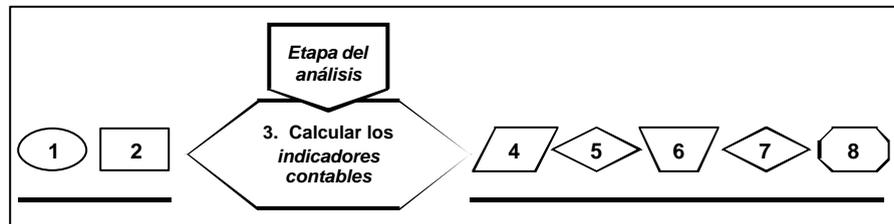
Las bases de la evaluación competitiva de la empresa
Los impulsores del rendimiento y los cinco tipos de indicadores fundamentales
Un modelo para establecer el impacto que producen en la ganancia y el rendimiento los cambios en el nivel de actividad de la empresa
Una medida de la ventaja financiera del endeudamiento

§ 6.1 Duración y recursos del ciclo financiero corto

La medición del flujo de fondos proporciona una medida precisa del ciclo financiero corto, si bien a veces es difícil realizar comparaciones entre períodos, porque los cambios en la magnitud de recursos son específicos de cada período.

En este capítulo se explican las otras dos descripciones del ciclo financiero corto: la duración del ciclo, medida en los días que abarca cada ciclo financiero, y la magnitud de recursos requeridos, que es el capital de trabajo operativo.

Las tres descripciones son complementarias; cada una mide una dimensión relevante del ciclo financiero de la operación.



§ 6.2 Duración del ciclo financiero corto

En el desarrollo de las operaciones el ciclo financiero corto se reinicia muchas veces; es el “giro” del negocio. ¿Cuánto dura cada ciclo? La duración del ciclo financiero depende del plazo en que se venden los bienes de cambio, se pagan las compras y los gastos, y se cobran las ventas.

Esta duración es un condicionante de la *liquidez* de la empresa. ¿En qué plazo los bienes de cambio se venderán, es decir, pasarán al grado siguiente de liquidez (cuentas por cobrar); en

qué plazo las cuentas por cobrar se cobrarán, es decir, se trasformarán en dinero; y en qué plazo deberán cancelarse los pasivos operativos?

El ciclo financiero corto se mide calculando esos plazos. La suma de los plazos de bienes de cambio y cuentas por cobrar proporciona la duración total del ciclo Producción–a–Ventas–a–Cobros, es decir, en cuántos días los bienes de cambio se convertirán en dinero.

Si los bienes de cambio están en existencia durante 30 días antes de ser vendidos, y las ventas a crédito tienen un plazo de cobro de 50 días la duración del ciclo financiero es 80 días (= 30 + 50).

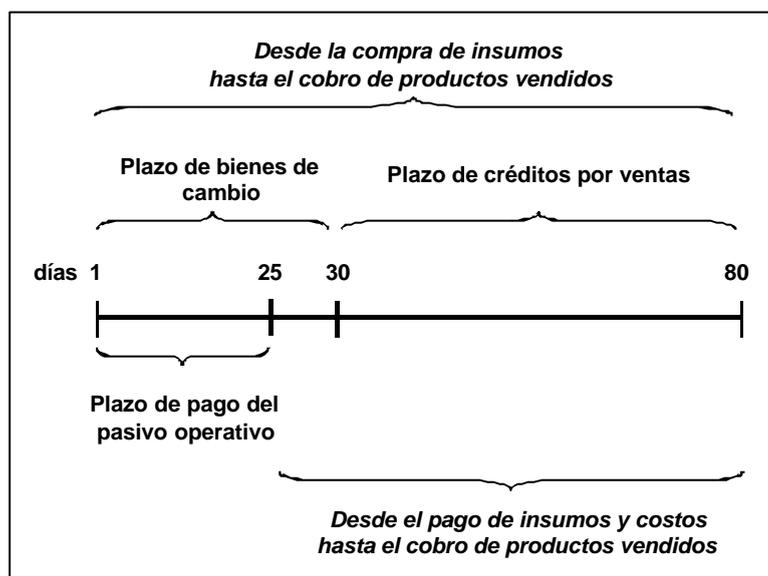
Pero habitualmente existen plazos para pagar los compromisos operativos (por compras de bienes, costos de personal e impuestos). Este es justamente el origen de los pasivos operativos: los insumos y otros costos que se han incorporado en el proceso, que por eso están en los bienes de cambio en existencia o en los productos vendidos, pero que todavía no se han pagado.

Debe considerarse esta parte del ciclo dinero–a–bienes–a–dinero. Es el circuito Compras–a–Pagos, que reduce la duración del ciclo financiero.

Si el plazo de cancelación del pasivo operativo es 25 días se puede considerar que los bienes de cambio, que permanecen 30 días en existencia, no han sido pagados desde el primer día de esos 30, sino recién el día 25.

Por tanto, el ciclo financiero corto tiene una duración total de 55 días (30 + 50 – 25),

Gráficamente:



Esta duración significa que cada peso puesto en insumos (o en los demás elementos de costos) se recupera después de 55 días (habitualmente acrecentado, si existe ganancia operativa).

El plazo de cancelación del pasivo operativo se resta ya que se puede interpretar como los días que median entre el comienzo del ciclo de la operación (Producción–a–Ventas–a–Cobros) y el comienzo del ciclo financiero (Pago de compras–a–Producción–a–Ventas–a–Cobros). Cuando existe un plazo para pagar compras y gastos el ciclo financiero corto comienza en un momento posterior al inicio del ciclo de la operación que lo origina.

¿Cómo se miden los plazos de los activos y pasivos con los que se establece la duración del ciclo financiero? En los apartados siguientes se explica una forma de realizar esta medición.

§ 6.3 Medición del plazo de créditos por ventas

En el análisis financiero un *plazo* es un período que representa la cantidad de *días de transacción* promedio que están contenidos en un saldo.

Cuando se dice que el plazo en el saldo de créditos por ventas es 30 días esto significa que, en promedio, cada 30 días se renuevan las cuentas por cobrar (se cobran y son remplazadas por otras, que se originan en nuevas ventas).

Una forma simplificada para calcular el plazo promedio es utilizar la relación $\left[\frac{\text{Saldo}}{\text{Flujo diario}} \right]$. El flujo diario promedio se establece con el flujo del período considerado dividido entre el número de días del mismo. Por ejemplo, si las ventas son \$ 30.000 en un año, las ventas son \$ 82.2 por día $\left(= \frac{\$ 30.000}{365 \text{ días}} \right)$.

El saldo es el activo que está relacionado con el flujo. Con un saldo de créditos por ventas de \$ 2.000, y ventas diarias promedio de \$ 82.2, se establece que el plazo promedio de crédito a clientes es 24 días $\left(= \frac{\$ 2.000}{\$ 82.2 \text{ por día}} \right)$.

Formalmente el plazo promedio de créditos por ventas se calcula:

$$\text{Plazo promedio de} \frac{\text{Créditos por ventas}}{\text{créditos por ventas}} = \frac{\text{Ventas a crédito diarias}}{\text{Ventas a crédito diarias}}$$

El resultado del cálculo es una estimación del promedio de los plazos a los que se realizan las ventas. No todas las ventas se realizan con el mismo plazo para el cliente, ni se cobran en el mismo plazo. Por tanto, el plazo de créditos por ventas es un promedio del plazo de cada una de las ventas en el período.

Las cifras que se utilizan deben ser comparables. Las ventas en el estado de resultados no incluyen el impuesto al valor agregado, pero las cuentas por cobrar sí, ya que es una partida que se suma en la factura al cliente. Entonces, en el cálculo del plazo, para que las cifras sean comparables, ese impuesto debe eliminarse de las cuentas por cobrar o sumarse a las ventas. Habitualmente se suma a las ventas.

El plazo mide días de transacción en el saldo de créditos por ventas. Pero hay dos flujos de transacciones que afectan ese saldo.

Las transacciones *de entrada* al saldo son las ventas. Midiendo las ventas diarias se calcula el plazo de *formación* del saldo: cuántos días de ventas hay en créditos por ventas; esto se suele denominar *días de venta en la calle*. Las transacciones *de salida* del saldo son los cobros. Con los cobros diarios se calcula un plazo de *consumo* o desaparición del saldo: cuántos días se demorará en cobrar las ventas pendientes de cobro, es decir, cuál es el *plazo promedio de cobro*.

Por lo general es más interesante saber cuánto tiempo permanecen en el saldo las magnitudes correspondientes, es decir, un plazo de salida.

Para esto debería utilizarse el flujo de cobros de cuentas de clientes del período *posterior* a la fecha de medición del saldo. Como estas cifras no suelen estar disponibles para uso externo habitualmente se usan los *flujos de entrada* pasados como estimadores de los *flujos de salida* futuros. De esta manera, el plazo promedio calculado con la fórmula anterior, que en realidad es *de formación* porque se calcula con las ventas, se interpreta como un plazo *de consumo* (o cobro de los componentes específicos del saldo por cobrar a una fecha).

Pueden utilizarse los cobros del período pasado para calcular el plazo de crédito a clientes: $[\text{Cobros} = \text{Saldo inicial de créditos por ventas} + \text{Ventas} - \text{Saldo final de créditos por ventas}]$.

Pero los cobros futuros están más relacionados con las ventas pasadas que con los cobros pasados. Por ello *el flujo de entrada pasado es un mejor estimador del flujo de salida futuro* que el flujo de salida pasado.

Entonces, si hay que utilizar un estimador para los cobros futuros, las ventas de los últimos meses son una mejor base para estimar los cobros de los meses próximos. Al menos, es mejor que estimar los cobros futuros con los cobros observados en el período, ya que éstos se relacionan con las ventas previas, y no con las ventas que están pendientes de cobro y que forman el saldo.

El cuadro 6.1 muestra el cálculo del plazo de créditos por ventas de ALFA. Se observa que el plazo ha aumentado 3 días, y al fin del año 3 es 36 días. Esto puede inferirse del análisis de porcentajes de cambio (porcentajes horizontales): los créditos por ventas en el año 3 aumentaron 12% y las ventas 4%. El plazo no cambia sólo si ambas partidas aumentan en la misma proporción.

	Año 2	Año 3
Ventas netas (cuadro 2.1)	610	635
Ventas más IVA (21%)	738	768
Ventas diarias	2.02	2.11
Créditos por ventas (cuadro 2.1)	67	75
Plazo de créditos por ventas	33	36

Cuadro 6.1
ALFA. Plazo de créditos por ventas

Para calcular el indicador debe utilizarse la alícuota del impuesto al valor agregado que corresponde a las ventas de cada período. En el ejemplo ALFA se considera que la alícuota es 21% en los dos años para los productos que vende la empresa.

Existen dos cuestiones metodológicas que son importantes para el cálculo del plazo.

1) ¿De qué fecha debe ser el saldo a utilizar en el cálculo del indicador? Como regla general es recomendable utilizar el saldo de una fecha que sea la más comparable con el flujo, ya que el saldo suele estar formado por las transacciones (flujo) más recientes. De este modo, si el plazo a clientes está en torno a 30 días, la estimación más precisa será la que se obtiene relacionando el saldo de créditos por ventas con las ventas del último mes.

En el análisis para uso externo no suelen estar disponibles estas aperturas, sino que sólo se tiene información de los flujos de períodos más extensos (por ejemplo, un trimestre o un año). Si se utiliza el saldo *final* de ese período pueden existir distorsiones en el plazo calculado, en especial cuando existe una tendencia en el flujo (por ejemplo, las ventas han aumentado durante el período). Una forma de resolver, al menos parcialmente, esta distorsión del indicador es

calcular el plazo con el saldo *promedio* de créditos por ventas:
$$\left[\frac{\text{Saldo inicial} + \text{Saldo final}}{2} \right]$$
.

Cuando se utilizan ventas promedio diarias de un período relativamente extenso (un trimestre o un año) es recomendable utilizar el saldo promedio de ese período.

2) ¿Cuáles son las “ventas” que se deben utilizar? Las ventas se exponen en los estados contables netas de bonificaciones y de impuestos incluidos en el precio, tales como los impuestos a bebidas, tabaco, combustibles.

Para el cálculo del plazo la cifra de ventas debe ser comparable con la que se incluye en las facturas pendientes de cobro (créditos por ventas). que por lo general incluyen esos impuestos.

Las bonificaciones aparecen en el mismo acto de la venta, así que no están contenidas en el saldo pendiente de cobro.

Es recomendable, entonces, calcular los indicadores de plazo a clientes con las ventas después de considerar las bonificaciones y antes de restar los impuestos internos. Con esto se obtiene una medida de plazo más precisa, dentro de las limitaciones de información que consideramos en este análisis.

- © En el Anexo 4 se explica el modo de realizar el cálculo de plazos con información adicional a la disponible en los estados contables, y como indicadores para gestión.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 6.A Considere las cifras de la empresa tabacalera Massalin Particulares que se detallan en el cuadro siguiente.

	MASSALIN PARTICULARES			
	1997	1998	1999	2000
	Millones \$			
Ventas brutas	1.496	1.549	1.584	1.559
Impuestos específicos	(1.090)	(1.129)	(1.158)	(1.202)
Ventas netas	406	421	426	357
Créditos por ventas	43	44	76	64

Calcule el plazo de créditos por ventas. Para representar adecuadamente el plazo promedio que la empresa mantiene con sus clientes ¿utilizaría las ventas brutas o las ventas netas? (El impuesto al valor agregado se aplica sobre el precio neto de los otros impuestos y fondos específicos.)

El plazo promedio ha aumentado significativamente entre 1997 y 2000. Pero la magnitud y el momento en que se observa el aumento del plazo son distintos si se calcula con el saldo final de créditos por ventas o con el saldo promedio de cada año. Observando la evolución de las ventas ¿cuál es más representativo del cambio que han tenido las condiciones de crédito a clientes de la empresa?



Está disponible una solución comentada

§ 6.4 Medición del plazo de bienes de cambio

El plazo de los bienes de cambio se calcula de modo similar al de créditos por ventas, con la relación $\left[\frac{\text{Saldo}}{\text{Flujo diario}} \right]$

Los bienes de cambio tienen dos grandes grupos de componentes: insumos comprados y productos para venta. La composición de estos grupos depende del tipo de actividad de la empresa: industrial, comercial o de servicio. En el esquema 6.1 se detallan los principales ítems de esas existencias.

Los insumos son todos los elementos físicos (almacenables) que se compran. La existencia a considerar (el saldo) está formada por las partidas de materias primas, materiales, repuestos, y cualquier otra clasificación que se utilice para la información contable.

Los productos son todos los elementos físicos (almacenables) destinados a la venta, sean de propia producción o producidos por terceros que se venden sin transformación adicional. La existencia a considerar es el saldo de productos terminados y de mercadería para venta.

Para establecer los flujos comparables con estas existencias es necesario considerar el movimiento de bienes de cambio durante el período. En el cuadro 6.2 se reúne los datos pertinentes de ALFA: saldos de bienes de cambio, compras y gastos de producción.

Reordenando estos datos se formula el movimiento de bienes de cambio de ALFA (cuadro 6.3).

Esquema 6.1
Composición de las existencias de
bienes de cambio

	<i>Actividad Industrial</i>	<i>Actividad Comercial</i>	<i>Empresa de Servicios</i>
Insumos comprados	Materias primas Materiales de producción Envases Partes producidas por terceros Repuestos Materiales para personal Materiales para el funcionamiento general	Repuestos Materiales para personal Materiales para el funcionamiento general	Materiales de producción Repuestos Materiales para personal Materiales para el funcionamiento general
Productos para venta	Productos resultantes del proceso de producción	Productos comprados	No se almacenan entre la producción y la venta

	Año 1	Año 2	Año 3
Productos terminados	39	40	38
Materias primas y materiales	22	25	26
Total Bienes de cambio	61	65	64
Compras de insumos	117	118	116
Gastos de producción	207	202	197

Cuadro 6.2
ALFA. Datos relacionados
con bienes de cambio en
los estados contables

Para esto se aplica la descripción contable de la estructura del proceso operativo. Primero se establece el movimiento de insumos: [Consumo de insumos en producción = Existencia inicial + Compras – Existencia final].

Con este consumo y los gastos se establece el movimiento de productos vendidos: [Costo de productos vendidos = Existencia inicial + Consumo de insumos + Gastos de producción + Resultado de tenencia de bienes de cambio – Existencia final].

	Año 2	Año 3
Existencia inicial de insumos	22	25
Compras del período	118	116
Existencia final de insumos	25	26
Consumo de insumos	115	115
Gastos de producción	202	197
Resultados de tenencia (cuadro 1.4)	(4)	1
Costo de productos terminados	313	313
Existencia inicial productos terminados	39	40
Existencia final productos terminados	40	38
<i>Costo de productos vendidos</i>	312	315

Cuadro 6.3
ALFA. Movimiento de
bienes de cambio

El esquema 6.2 muestra estas operaciones de modo general.

Tal como se estudió en los créditos por ventas, hay dos flujos de transacción que afectan cada saldo: transacciones de entrada y de salida. En los bienes de cambio la existencia de insumos aumenta con las compras (entrada) y disminuye con los consumos (salida). La existencia de productos terminados aumenta con la producción (costo de productos terminados) y disminuye con las ventas de productos (costo de productos vendidos).

Por tanto, el flujo diario para calcular el plazo de insumos puede ser compras diarias o consumos diarios promedio. Y en productos terminados puede ser el costo de productos terminados diario o el costo de productos vendidos diario.

Habitualmente se busca calcular el plazo como el tiempo que permanecen en el saldo las magnitudes correspondientes. Por eso se utiliza como flujo el consumo promedio diario de insumos y el costo de productos vendidos diario.

Esquema 6.2
Movimiento de bienes de cambio según flujos y saldos

	Existencia inicial de insumos (materias primas, materiales y demás)
Más	Compras del período
Menos	Existencia final de insumos
	= CONSUMO DE INSUMOS
Más	Existencia inicial de producción en proceso
Más	Gastos de producción (cargados en bienes de cambio)
Menos	Existencia final de producción en proceso
	= COSTO DE PRODUCTOS TERMINADOS
Más	Existencia inicial de productos terminados
Menos	Existencia final de productos terminados
	= COSTO DE PRODUCTOS VENDIDOS

El plazo promedio de insumos y productos se calcula:

$$\text{Plazo promedio de insumos} = \frac{\text{Saldo de insumos}}{\text{Consumo de insumos diario}}$$

$$\text{Plazo promedio de productos} = \frac{\text{Saldo de productos terminados}}{\text{Costo productos vendidos diario}}$$

En el cuadro 6.4 se calculan los plazos en el ejemplo ALFA.

	Año 2	Año 3
Consumo de insumos	115	115
Consumo diario	0.315	0.315
Materias primas y materiales	25	26
<i>Plazo de consumo de insumos</i>	<i>79</i>	<i>83</i>
Costo de productos vendidos	312	315
Costo productos vendidos diarios	0.855	0.863
Productos terminados	40	38
<i>Plazo de consumo de productos</i>	<i>47</i>	<i>44</i>

Cuadro 6.4
ALFA. Plazo de consumo de bienes de cambio

Se observa que el plazo de consumo de insumos ha aumentado 5%, de 79 a 83 días. Esto significa que, si se mantiene el ritmo de consumo observado, existen insumos para los consumos de los próximos 83 días. El plazo de productos terminados ha disminuido 3 días. La lectura es exactamente la misma: con el ritmo de venta del año 3, al fin de ese año existen productos para las ventas, en promedio, de los próximos 44 días.

El flujo de salida, de consumo del saldo (consumo de insumos o costo de productos vendidos), debería ser el flujo posterior a la fecha del saldo. Habitualmente no se dispone de esta información, y el flujo de salida futuro se estima en función del flujo de salida pasado (consumo).

Los plazos de cada componente de bienes de cambio pueden ser muy diferentes, ya que responden a las características del proceso y de la gestión. Con la información disponible de modo externo a la empresa tan sólo se pueden considerar cuatro grupos: insumos comprados, productos en proceso, productos terminado y mercadería de reventa (en negocios comerciales).

Con información más detallada se pueden separar los insumos comprados en algunas categorías que suelen tener comportamientos muy diferentes: materias primas y materiales de producción, repuestos, materiales de funcionamiento general. Por lo general los repuestos suelen tener un plazo más largo, si bien su existencia es proporcionalmente pequeña.

Plazo total de consumo de bienes de cambio. Con los plazos de los dos grupos analizados se calcula el plazo total de consumo de los bienes de cambio.

	Año 2	Año 3
Plazo de consumo de insumos	79	83
Plazo consumo de productos	47	44
Plazo total de consumo	126	127

El plazo total representa el tiempo que debe transcurrir entre la compra de un insumo hasta la venta del producto. Decimos que en promedio un peso destinado a insumos está 83 días en existencia antes de que los correspondientes insumos sean consumidos en la producción. Una vez realizada esta transformación ese peso destinado a insumos (más el dinero que se agrega para el resto de los elementos que son gastos de producción, como personal, servicios y demás) está en promedio 44 días en existencia antes que el producto sea vendido.

El plazo total de esta parte del proceso es 127 días.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 6.B Para calcular el plazo de créditos por ventas se utilizan las ventas pasadas como estimador de los cobros futuros. Por el contrario, en el cálculo del plazo de bienes de cambio se estiman los consumos futuros sobre la base de los consumos pasados. ¿Es coherente utilizar bases de estimación diferentes para uno y otro rubro?

§ 6.5

Medición del plazo del pasivo operativo

El plazo del pasivo operativo se calcula de manera similar. El saldo es el total del pasivo operativo por compromisos con proveedores de bienes y servicios, compromisos originados en el personal (remuneraciones y cargas sociales) y en los impuestos.

El flujo relacionado con este saldo se aproxima con las compras y los gastos erogables. Cabe destacar que prácticamente todos los componentes de costos de algún modo son registrados en el pasivo operativo. En las cuentas con proveedores (deudas comerciales) se consideran no sólo las compras de elementos físicos, sino también los servicios computados en los ítems de gastos (servicios de terceros por mantenimiento o producción, honorarios de auditores y abogados, servicios de comunicaciones, energía eléctrica, transportes de insumos y de productos, etc.).

El cuadro 6.5 muestra los ítems de este flujo en el ejemplo ALFA, reuniendo la información ya presentada para el análisis.

Se consideran sólo los gastos erogables, que son los relacionados con el pasivo operativo cierto. Por eso no se computan las depreciaciones de bienes de uso ni los cargos por provisiones.

Las compras y gastos sujetos a impuesto al valor agregado deben incluirse con el importe total, ya que ésta es la cifra comparable con las deudas comerciales.

En el cuadro 6.6 se calcula el plazo promedio del pasivo operativo. Se utiliza el flujo total calculado en el cuadro 6.5 y los saldos que forman el pasivo operativo.

Se observa que el plazo del pasivo operativo prácticamente se mantiene igual en los años 2 y 3, en torno a 40 días. Este plazo es un promedio del plazo de pago a proveedores de produc-

tos y servicios, personal e impuestos. Es claro que está condicionado por los supuestos que se han hecho en el cálculo, acerca de los flujos que son comparables con los saldos.

Suelen existir grandes diferencias en los plazos de los diversos componentes del pasivo operativo. Por tanto, no hay que olvidar el calificativo: es un plazo *promedio* de pago.

	Año 2	Año 3
Compras (cuadro 6.3) Datos según cuadro 4.1	118	116
Gastos de producción		
Personal	89	87
Servicios varios y otros	78	74
Gastos comerciales		
Personal	30	37
Impuesto ingresos brutos	15	18
Servicios varios y otros	26	27
Gastos de administración		
Personal	37	37
Servicios varios y otros	39	36
Total de egresos operativos	432	432
IVA sobre compras y gastos	55	53
<i>Total comparable con el pasivo operativo cierto</i>	<i>487</i>	<i>485</i>

Cuadro 6.5
ALFA. Flujo por desembolsos operativos

	Año 2	Año 3
Total de egresos comparables	487	485
Diario	1,334	1,329
Deudas comerciales	29	30
Remuneraciones y cargas sociales	12	11
Cargas fiscales	12	11
Pasivo operativo cierto	53	52
<i>Plazo promedio pasivo</i>	<i>40</i>	<i>39</i>

Cuadro 6.6
ALFA. Plazo del pasivo operativo

§ 6.6 Cálculo de la duración del ciclo financiero corto

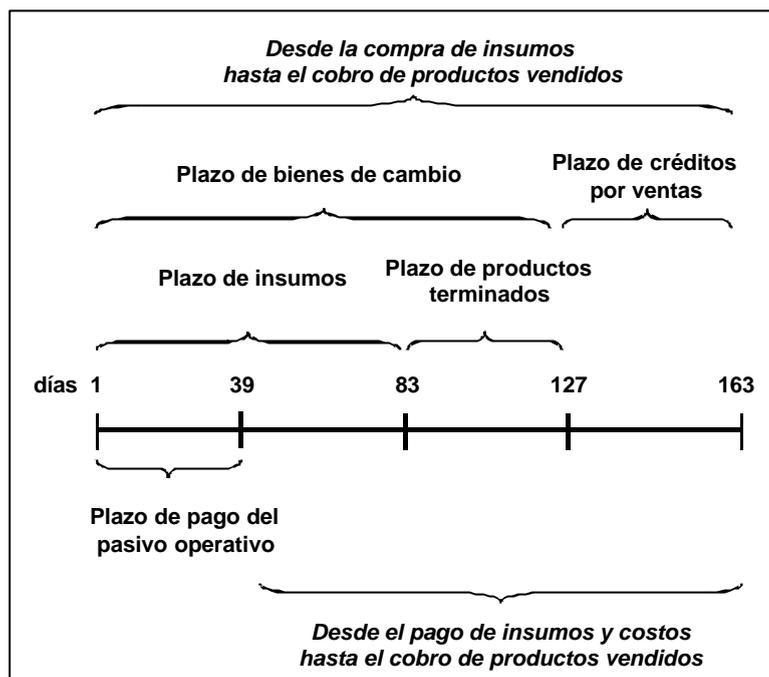
Ahora ya sabemos cómo se calculan los plazos con los cuales se mide la duración del ciclo financiero corto. Se pueden reunir los plazos para establecer la duración del ciclo en el ejemplo ALFA (cuadro 6.7).

Se observa que el ciclo se mantiene prácticamente en un tercio del año, y que se ha hecho un poco más largo durante el año 3. Con esta medición se concluye que en ALFA transcurren alrededor de 120 días desde que se pagan los insumos y gastos hasta que se cobran los productos

	Año 2	Año 3
Plazo de insumos	79	83
Plazo de productos terminados	47	44
Plazo de créditos por ventas	33	36
Duración del ciclo Compras–Producción–Ventas–Cobros	159	163
Plazo de pasivo operativo (Duración del ciclo Compras–Pagos)	40	39
<i>Duración del ciclo financiero corto</i>	<i>119</i>	<i>124</i>

Cuadro 6.7
ALFA. Duración del ciclo financiero corto
(en días)

Gráficamente:



La duración del ciclo financiero corto muestra las relaciones entre las ventas, las características técnicas y comerciales del proceso operativo y el crédito comercial de proveedores.

La duración es un indicador temporal: es el tiempo total que transcurre entre el pago de los insumos y el cobro de los productos. No debe considerarse un indicador de la magnitud de *recursos requeridos* para las operaciones, ya que en el cálculo de la duración se suman plazos que corresponden a diferentes tamaños de flujos y de saldos.

Los indicadores de plazo (de liquidación de activos y cancelación de pasivos) son particularmente sensibles a la forma en que se calculan. Esta medición se realiza mediante “supuestos” o simplificaciones. A veces las cifras resultantes son una descripción muy pobre de las condiciones de funcionamiento de la empresa.

UNA NOTA ACERCA DE LAS DENOMINACIONES DEL CICLO FINANCIERO CORTO

El ciclo financiero que aquí se denomina corto es estrictamente un ciclo de caja: **dinero-a-bienes-a-dinero**.

El ciclo **compras-a-ventas-a-cobros** se denomina *ciclo operacional (operating cycle)*; Fraser, 1995; White, Sondhi and Fried, 1994), ciclo operativo (Biondi, 1996), ciclo operativo normal (Fowler Newton, 2002), ciclo de explotación (Goxens y Gay, 1999), ciclo de maduración (Amat, 1998).

El ciclo **pagos de compras-a-cobros de venta**, que es el ciclo financiero corto completo, se denomina **ciclo de caja** (*cash conversion cycle*; Fraser, 1995; Goxens y Gay, 1999, Amat, 1998)

El problema que tienen estos nombres es que no distinguen con precisión. Si se quiere hacer una distinción entre lo *operativo* (como originado en operaciones de producción y venta) y lo *financiero* (el flujo de dinero por el ciclo operativo) el ciclo operativo (o de explotación) no debería extenderse hasta el cobro de las ventas, sino sólo hasta la operación de venta.

A su vez, los aspectos *operativos* de la empresa están dados por la *formación de capacidad* y la *utilización de la capacidad*. Cuando se denomina operativo sólo a los recursos para la utilización de capacidad un significado parcial y un poco distorsionado de las actividades del negocio.

Del mismo modo, el ciclo de caja, como consecuencia financiera de las operaciones, se refiere a *una parte* del flujo de fondos operativo, la que se ha planteado aquí como *generación operativa*. Las inversiones fijas también deberían considerarse bajo el nombre tan genérico de *ciclo de caja* (o ciclo financiero).

Por esto se han adoptado aquí los nombres más descriptivos de ciclo financiero corto y ciclo financiero largo para las dos partes del circuito financiero completo de las actividades del negocio.

**PREGUNTAS DE
COMPRESION**

Pregunta 6.C El cálculo del plazo de consumo de los productos terminados se hace con el costo de productos vendidos. Este incluye las depreciaciones y amortizaciones cargadas en el costo de producción (en las empresas industriales). Pero las depreciaciones están relacionadas con el ciclo largo de la capacidad, no con el ciclo financiero corto. ¿No sería más correcto calcular el plazo de productos terminados sin considerar las depreciaciones, para obtener la duración del ciclo financiero corto?



Está disponible
una solución comentada

**EJERCICIO DE
APLICACION**

Resolver la parte I del Ejercicio de Aplicación 1, Siderar S.A.

Libro Excel para
desarrollar la solución



§ 6.7 Significado financiero del capital de trabajo

El ciclo financiero corto se describe como *flujo de fondos* (generación operativa); cada ciclo tiene una *duración*, que está relacionada con la *magnitud de recursos* requeridos para la operación. Esta magnitud también es consecuencia del nivel de actividad del negocio.

Los recursos requeridos para el ciclo financiero corto son una parte del *capital de trabajo*. En § 2.15 se planteó una definición muy difundida del capital de trabajo: [*Activo corriente – Pasivo corriente*]. Por esta relación con la circulación de los recursos que compra y vende habitualmente la empresa el capital de trabajo a veces se denomina “capital de giro”, “fondo de maniobra” o “capital corriente”.

Es importante tener presente desde el comienzo que el capital de trabajo es una medida *financiera*: es la cantidad de recursos de liquidación relativamente rápida que está financiada con fondos permanentes (por lo general, deudas o capital propio).

El nombre de *capital* de trabajo no tiene el sentido habitual de *bienes de capital* (como a veces se denomina al activo fijo), sino que marca esta relación con las *fuentes de financiamiento*.

La magnitud del capital de trabajo responde a la pregunta: ¿qué cantidad de fondos permanentes (financiamiento de largo plazo) está disponible para el “trabajo” o el giro del negocio?

Es un *fondo de maniobra*, un amortiguador financiero de las oscilaciones en el flujo de dinero por compras y ventas. La magnitud de fondos permanentes que financian el activo circulante es justamente el amortiguador: aunque existan demoras en la conversión en dinero de esos activos, ese dinero no es requerido perentoriamente para atender los compromisos inmediatos de pago.

¿Qué significa *recursos de liquidación relativamente rápida*? En principio, la rapidez de esa liquidación depende de las características del ciclo financiero corto del negocio: el plazo en que pueden venderse los bienes de cambio y cobrarse los créditos por las ventas. Y esto en relación con el plazo en que deben pagarse las cuentas con proveedores y los préstamos con vencimiento próximo.

El capital de trabajo es la suma de partidas operativas y financieras. En el esquema 6.3 se reproduce nuevamente la estructura de los estados contables.

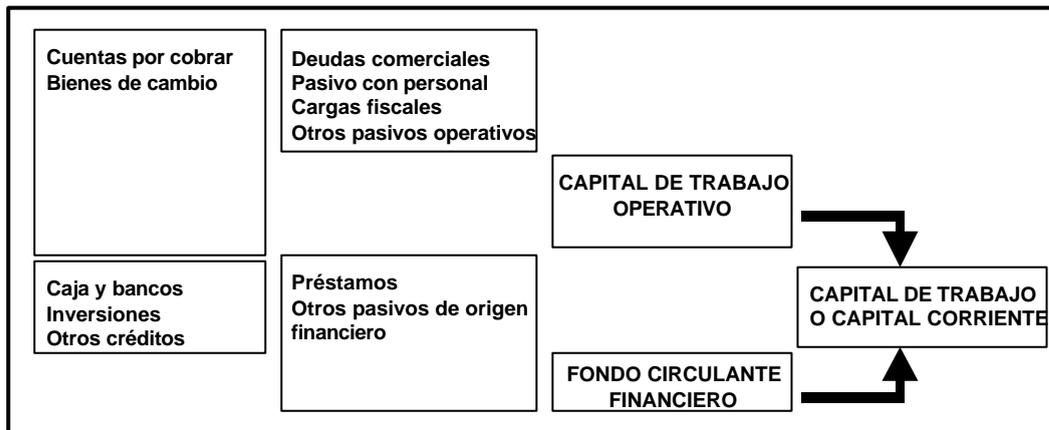
Se observa que en la medida del capital de trabajo se mezclan componentes operativos y financieros, ya que se tiene en cuenta sólo el plazo de recuperación y cancelación. Si separamos

estos componentes podemos establecer dos subtotales: el *capital de trabajo operativo* y el *fondo circulante financiero*, o *posición financiera*. El capital de trabajo es la suma de ambos.

Esquema 6.3
Capital de trabajo o capital corriente



Esquema 6.4
Los dos componentes del capital de trabajo



El capital de trabajo operativo (CTO) está vinculado de modo directo con las condiciones operativas. Su magnitud es consecuencia del ciclo financiero corto del negocio.

Se puede pensar que hay una relación de variabilidad relativamente estrecha entre el nivel de actividad y el capital de trabajo operativo: aumenta o disminuye según lo hacen, por ejemplo, las ventas. Ya hemos visto esta característica de activos y pasivos “variables” al estudiar el efecto palanca.

Las decisiones que afectan a estos activos y pasivos se toman continuamente en las distintas áreas de la empresa (comercial, producción). Si bien el resultado de ellas es una figura específica del *ciclo financiero corto*, la gestión del mismo (y, por ende, la magnitud de los recursos requeridos para funcionar) no es exclusivamente financiera.

El *fondo circulante financiero* es un subtotal que sí corresponde a la gestión financiera. Está formado por los activos más líquidos (disponible en caja y bancos, inversiones transitorias) y los pasivos negociados de corto plazo. Es un concepto de *buffer stock* que “absorbe” los movimientos de las restantes partidas: los que se originan en activos y pasivos operativos y en fuentes e inversiones permanentes (Mondino y Pendás, 1994, pág. 135).

En el esquema 6.4 el fondo circulante financiero es negativo. Esto significa que existen más pasivos financieros de vencimiento próximo que activos estrictamente líquidos. Es claro que se puede observar la situación inversa.

Lo mismo ocurre con el capital de trabajo y el capital de trabajo operativo. En los esquemas 6.3 y 6.4 se muestran con signo positivo, pero puede existir un capital de trabajo negativo. Esto último no significa necesariamente que el capital de trabajo operativo también sea negativo (que el pasivo corriente operativo sea mayor que el activo corriente operativo).

En el cuadro 6.8 se calcula el capital de trabajo y sus componentes con las cifras del ejemplo ALFA.

	Año 1	Año 2	Año 3
Activo corriente	175	182	181
Pasivo corriente	(80)	(66)	(64)
<i>Capital de trabajo</i>	95	116	117
% sobre ventas	15.3%	19.0%	18.4%
Créditos por ventas	64	67	75
Bienes de cambio	61	65	64
Pasivo corriente operativo	(55)	(53)	(52)
<i>Capital de trabajo operativo</i>	70	79	87
% sobre ventas	11.3%	13.0%	13.7%
Caja y bancos	35	32	30
Otros créditos	15	18	12
Pasivo corriente financiero	(25)	(13)	(12)
<i>Fondo circulante financiero</i>	25	37	30
% sobre ventas	4.0%	6.0%	4.7%

Cuadro 6.8

ALFA. Componentes del capital de trabajo

(datos de cuadros 2.1 y 2.2)

Se observa que CTO aumenta de año en año, mientras que el fondo circulante financiero tiene un comportamiento más errático, por la cancelación del pasivo financiero corriente que se realiza en el año 2.

Expresando los componentes como porcentaje de las ventas se advierte que el capital de trabajo operativo aumenta, lo cual es consistente con la mayor duración del ciclo financiero corto (calculada en el cuadro 6.7: de 119 a 124 días).

Entonces, al separar los dos componentes del capital de trabajo se resuelve uno de los problemas de interpretación que tiene esta medida.

En general se interpreta que la magnitud del capital de trabajo equivale a *los fondos que pueden obtenerse en el corto plazo liquidando los activos corrientes y cancelando los pasivos corrientes*.

Pero esto en realidad depende de la *estructura de vencimientos*: una deuda (que es un ítem financiero) de corto plazo puede tener un vencimiento mucho más corto que el plazo de realización de los activos corrientes. Al separar los componentes operativos del capital de trabajo de los componentes financieros se pueden sumar elementos que son comparables.

CTO depende de decisiones comerciales y de producción, y está relacionado con el nivel de actividad. Podría decirse que es la parte del capital de trabajo que es “variable” con las condiciones operativas. Y los cambios en CTO muestran los cambios en el ciclo financiero corto del negocio.

El fondo circulante financiero tendrá una estructura de vencimientos que debe analizarse para realizar un diagnóstico financiero de corto plazo. Esta estructura no tiene una relación directamente identificable con el nivel de actividad del negocio o con las decisiones operativas y comerciales (plazos a clientes, forma del proceso de producción, modalidades de compra, etc.). Esto es, debe interpretarse con un enfoque distinto al del ciclo financiero corto del negocio.

¿Cuán líquidos son los activos corrientes? Hay que considerar con cuidado la expresión “*fondos que pueden obtenerse en el corto plazo*”. Con esto se alude exclusivamente al hecho

de que cualquier decisión acerca de las condiciones operativas de ventas y compras se refleja rápidamente en los fondos netos (la rapidez depende de la extensión del ciclo financiero corto).

Para obtener *realmente* el total de los fondos representados en la medida del capital de trabajo es preciso liquidar *todos* los activos corrientes y cancelar los pasivos corrientes. Esto supone que se comienza a comprar y vender al contado y que se opera sin existencias de bienes de cambio. Tal situación no suele ser frecuente.

Esta imagen de *liquidez*, entonces, puede ser engañosa. Por la asociación que existe entre el capital de trabajo operativo y el nivel de actividad, si las ventas crecen (y no cambia la duración del ciclo financiero) no sólo no se dispondrá de esos fondos “relativamente más líquidos”, sino que habrá que destinar más recursos para las mayores necesidades operativas de bienes de cambio y crédito a clientes. Hace falta más *capital* que, aún siendo *corriente*, se inmoviliza en el sentido de no estar disponible como dinero.

Finalmente, a veces se define el capital de trabajo como el *activo corriente operativo* (que es una parte del capital de trabajo en términos de financiamiento). Y entonces se hace una distinción entre el “capital de trabajo bruto” (que equivale al activo corriente operativo) y el “capital de trabajo neto” (Activo corriente – Pasivo corriente).

Esta noción del capital de trabajo bruto se refiere más a los recursos necesarios para el funcionamiento corriente que a la cuestión financiera implícita en el capital de trabajo: el plazo de los fondos con los que se financian esos recursos.

Cuando se dice que una empresa tiene “un problema de capital de trabajo” (en el sentido de que *le falta capital de trabajo para las actividades que realiza*) esto no significa que tenga pocos activos operativos corrientes, sino que no tiene los suficientes fondos permanentes (pasivo permanente y patrimonio neto) para financiar con alguna holgura los activos operativos que requiere para funcionar (o crecer en ventas). La magnitud de esta holgura es precisamente el capital de trabajo.

En resumen, hay varias magnitudes a las que se puede designar en forma genérica como *capital de trabajo*. Por tanto, es necesario utilizar expresiones más precisas cuando se realizan afirmaciones acerca del capital de trabajo de una empresa.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 6.D Considere la afirmación: “Cuando la duración del ciclo financiero corto es negativa el capital de trabajo operativo es negativo” ¿Verdadero o falso? Explique su respuesta con un ejemplo numérico.



Está disponible una solución comentada



EJERCICIO DE APLICACION

Resolver la parte J del Ejercicio de Aplicación 1, Siderar S.A.

Libro Excel para desarrollar la solución



EJERCICIO DE APLICACION

Resolver la parte E del Ejercicio de Aplicación 2, Bodegas Esmeralda S.A.

Libro Excel para desarrollar la solución



§ 6.8

Composición y magnitud del capital de trabajo operativo

Las actividades en cada sector de negocios implican una composición específica de los recursos operativos. Hay sectores en los cuales el principal componente del activo corriente operativo son los créditos por ventas, y en otros los bienes de cambio.

A su vez, el capital de trabajo operativo en algunos sectores puede ser más de 50% del activo corriente operativo, y en otros es negativo.

Esta última situación es característica de las cadenas de supermercados, y los efectos financieros de los cambios en ventas son muy importantes. Cuando las ventas crecen el impacto es financieramente muy favorable, pero cuando se produce una disminución de ventas repentina el impacto financiero puede ser muy negativo.

El cuadro 6.9 muestra la estructura de recursos típica de algunos sectores. En el panel superior se observan las grandes diferencias que existen en el capital de trabajo operativo en empresas industriales, comerciales y de servicios.

Las diferencias también existen en la composición de recursos totales. El panel inferior muestra la participación del activo fijo en el activo total operativo; esta participación es incluso mayor que 90% en algunos sectores de servicios.

Cuadro 6.9
Composición del capital de trabajo operativo según tipo de negocios

	Industria		Comercio		Servicios		
	Bienes intermedios	Bienes de consumo	Supermercados	Otros minoristas	Comunicaciones	Energía y gas	
						Distribuidoras	Transportadoras
<i>Composición del capital de trabajo operativo (en % del activo corriente operativo)</i>							
Créditos por ventas	60	50	20	60	70	85	50
Bienes de cambio	40	50	80	40	30	15	50
Insumos	22	20			30	15	50
Productos	18	30	80	40			
<i>Activo corriente operativo</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
Pasivo corriente operativo	50	45	130	60	70	90	55
Capital de trabajo operativo	50	55	(30)	40	30	10	45
<i>Composición de los recursos operativos (en % del activo operativo total)</i>							
Activo corriente operativo	20	35	25	65	15	8	6
Activo fijo operativo	80	65	75	35	85	92	94
<i>Activo operativo total</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
Pasivo operativo	10	16	32	39	10	7	3
Capital de trabajo operativo	10	19	(7)	26	5	1	3

Características operativas que influyen en el capital de trabajo. Los recursos circulantes requeridos para las operaciones dependen de

- ✓ la duración del ciclo financiero corto
- ✓ la cantidad de ciclos que se superponen (cada cuánto se inicia un nuevo ciclo)
- ✓ los costos operativos (fijos y variables)
- ✓ el nivel de actividad (volumen involucrado en cada ciclo)

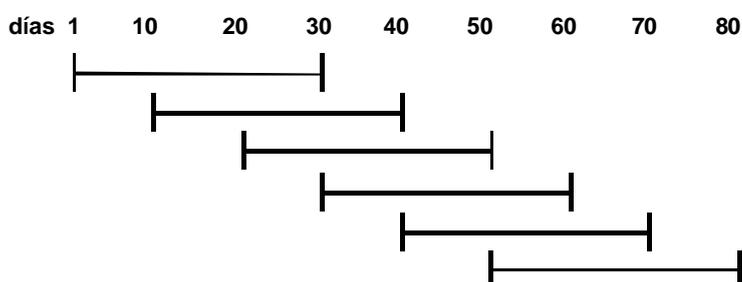
(puede verse Macario, 1982, págs. 22/29)

La relación de CTO con estos factores es positiva: un aumento del factor, si permanecen constantes los demás, implica un capital de trabajo operativo más grande.

La superposición de ciclos depende del tiempo que media entre el inicio de cada uno. Si el ciclo dura 30 días, y se inicia uno cada 30 días, no hay superposición de ciclos. Consideremos que en cada ciclo quedan comprometidos \$ 100 en CTO (pagos de insumos que se realizan hasta el cobro del producto). Entonces, CTO que requiere la empresa es \$ 100.



Si se inicia un ciclo cada 10 días existen siempre tres ciclos superpuestos, y el capital de trabajo operativo que se requiere es $\$ 100 \times 3 = \$ 300$.



El primer ciclo se inicia el día 1 y el dinero se cobra el día 30. El segundo se inicia el día 11 y el dinero se cobra el día 40; el tercero el día 50. El día 31 se inicia el cuarto ciclo, pero ahí ya ha concluido el primer ciclo (se ha recuperado el dinero comprometido en ese ciclo). El número de ciclos que están superpuestos es 3, para todo el tiempo en que se mantenga este ritmo de inicio.

Consideremos que cada ciclo involucra el equivalente de 20 unidades, con un costo operativo de \$ 5 cada una. Si el costo aumenta a \$ 6 el capital de trabajo operativo será $20 \times \$ 6 \times 3 = \$ 360$.

Con el costo de \$ 5 por unidad, para aumentar las ventas es necesario aumentar la cantidad de unidades por ciclo, o aumentar el número de ciclos por período (disminuir el tiempo entre el inicio de cada ciclo). Si el volumen aumenta a 25 unidades por ciclo el capital de trabajo operativo que se requiere es $25 \times \$ 5 \times 3 = \$ 375$.

© En el Anexo 5 se comenta la medición del capital de trabajo operativo a financiero, que es diferente de la medida contable de CTO.

§ 6.9 Indicadores contables de “liquidez”

En el AFIC se han desarrollado algunos indicadores de liquidez de la empresa con los cuales se busca evaluar la posibilidad de que existan dificultades financieras en el horizonte cercano.

Dos indicadores muy difundidos de liquidez contable son la *liquidez corriente* y la *liquidez inmediata*. Estas medidas establecen la liquidez mediante saldos: recursos disponibles y compromisos cercanos; no se consideran los flujos de dinero correspondientes. Se calculan:

$$\text{Liquidez corriente} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

$$\text{Liquidez inmediata} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Bienes de cambio}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Estos indicadores pretenden ser una representación aproximada de la capacidad que tiene la empresa para afrontar sus compromisos inmediatos.

El cuadro 6.10 muestra las medidas de liquidez contable de ALFA. La liquidez corriente aumenta en el año 2 de 2.2 a 2.7, y se mantiene en el año 3. La liquidez inmediata tiene una evolución similar.

	Año 1	Año 2	Año 3
Activo corriente	175	182	181
Pasivo corriente	80	66	64
<i>Liquidez corriente</i>	2.2	2.7	2.8
Bienes de cambio	61	65	64
<i>Liquidez inmediata</i>	1.4	1.8	1.8

Cuadro 6.10
ALFA. Indicadores
contables de liquidez

¿Qué puede significar esto? La liquidez corriente se establece con los dos componentes del capital de trabajo. Por tanto, la magnitud del indicador y su evolución en el tiempo depende de la cuantía del capital de trabajo en cada año.

En el cuadro 6.8 se observó que el capital de trabajo aumentaba por la cancelación de préstamos corrientes. Entonces, el indicador de liquidez corriente es otra forma de expresar la magnitud del capital de trabajo en relación con el pasivo corriente.

La liquidez corriente es 1 cuando el capital de trabajo es 0. Si la liquidez corriente es 2 señala que el capital de trabajo es igual al pasivo corriente: el activo corriente está financiado en partes iguales por pasivo corriente y por fuentes permanentes.

Las medidas contables de liquidez son muy poco nítidas como indicadores de la posibilidad de dificultades financieras de la empresa. Suelen variar mucho entre empresas y entre períodos, sin que se pueda llegar a un juicio adecuado de la situación financiera de corto plazo. Estos indicadores reflejan la magnitud y la composición del capital de trabajo; de ahí que dependen de la forma de financiamiento de la empresa.

Sin embargo, su uso está bastante difundido, en especial entre los analistas de crédito, y por eso es conveniente conocer sus características.

Ya se explicó que los activos corrientes no son líquidos en el sentido de que pueden transformarse en dinero para cancelar compromisos (por ejemplo, préstamos). Para continuar operando se requieren ciertos niveles de activos circulantes. La medida de la liquidez corriente, entonces, sólo representa adecuadamente la posibilidad de afrontar los compromisos de corto plazo en una perspectiva de liquidación de la empresa.

Para interpretar los indicadores de liquidez deben utilizarse los plazos del activo y el pasivo operativo, y la estructura de vencimiento del pasivo corriente financiero.

Los plazos de los componentes del activo corriente operativo permiten comprender la liquidez que puede atribuirse a esos recursos: mientras más extenso sea el plazo, menos líquido es el recurso. La duración es un aspecto básico para comprender la liquidez. Los bienes de cambio deben primero consumirse y venderse (el plazo de consumo) y recién serán dinero después del plazo de crédito a clientes. Este hecho es el que se reconoce en el coeficiente de liquidez inmediata.

Pero no es posible reducir la descripción de la situación financiera de la empresa a un solo número. La situación financiera de corto plazo es una consecuencia de los requerimientos operativos de fondos en el negocio y de la forma en que son financiados. El análisis de la situación financiera requiere varias mediciones, para reconocer las diversas dimensiones que tiene.

Y en este análisis los coeficientes de liquidez contable son medidas demasiado borrosas. De ninguna manera son un resumen de la situación financiera; ni siquiera pueden considerarse una medida aproximadamente adecuada.



PREGUNTAS DE COMPRENSION

Pregunta 6.E Considere la afirmación: “Cuando el coeficiente de liquidez corriente aumenta entre el comienzo y el final de un período esto significa que el flujo de fondos operativo en el período ha sido negativo” ¿Verdadero o falso? ¿Por qué?

§ 6.10

Resumen: ¿Qué representa cada medida del ciclo financiero corto?

El ciclo financiero corto es consecuencia del uso de la capacidad productiva y comercial de la empresa. Por tanto, la generación operativa de fondos muestra el ritmo con el que se van recuperando las inversiones fijas.

En la generación operativa también está contenida la ganancia que está realmente disponible para pagos financieros (intereses y dividendos).

Consideremos la siguiente situación: una empresa ha invertido en capacidad, capacidad que actualmente utiliza al 70%. Al aumentar las ventas aumenta ACON. Pero, por las políticas de crédito a clientes, inventarios y pasivo operativo que aplica, ACON aumenta tan significativamente que implica la inmovilización de buena parte de la ganancia. Por ello no tiene generación operativa de fondos. No podrá reponer la capacidad, menos aún continuar aumentándola, ni atender los compromisos financieros. Su crecimiento, entonces, tiene un freno estructural.

Las mediciones del ciclo financiero corto establecen las distintas dimensiones de estas consecuencias financieras de las actividades de la empresa.

La duración del ciclo corto se manifiesta en los recursos requeridos (capital de trabajo operativo). Frente a cambios en el nivel de actividad, la duración del ciclo corto afecta la generación operativa.

Las políticas de inversión en capacidad deben ser congruentes con las políticas de gestión de esta capacidad. De lo contrario no existirá el excedente financiero de las operaciones al que debe apuntar la empresa para asegurar su supervivencia próspera.

ACON y CTO: dos medidas de recursos. Se han planteado dos medidas de los recursos requeridos para el uso de la capacidad: el activo corriente operativo neto y el capital de trabajo operativo.

Cada una tiene un papel distinto en la medición. El activo corriente operativo neto es comparable con la ganancia contable; incluye todo el pasivo operativo relacionado con el ciclo corto, aunque esté clasificado como no corriente. En éste el ítem más habitual son las provisiones de origen operativo. Estas provisiones tienen su contrapartida en la medición del resultado contable. Justamente por eso la generación operativa se mide de un modo consistente utilizando la ganancia operativa (sin depreciaciones) y el cambio en ACON.

El capital de trabajo operativo es una medida de recursos requeridos en el ciclo corto que es congruente con la forma en que se establece la duración de ese ciclo. Por tanto, no incluye los ítems no corrientes del pasivo operativo, y tampoco el saldo de caja y bancos (que sí se considera dentro de ACON).

Flujo de fondos, rendimiento y liquidez. Con el análisis del flujo de fondos se identifica el perfil financiero de la empresa. De este modo se puede considerar una respuesta a la pregunta: ¿Cuáles son las consecuencias financieras de las políticas de inversión, de gestión y financieras?

Los componentes del flujo de fondos son congruentes con los componentes del rendimiento. En la lección 4 se estudia esta relación entre la dimensión económica del desempeño que mide la contabilidad y la dimensión financiera del desempeño de la empresa.

La perspectiva financiera está basada en la liquidez, entendida en el sentido de dinero que se inmoviliza en recursos y que después se libera.

El flujo de fondos operativo muestra estas características de liquidez, representando el continuo dinero—a—bienes—a—dinero.

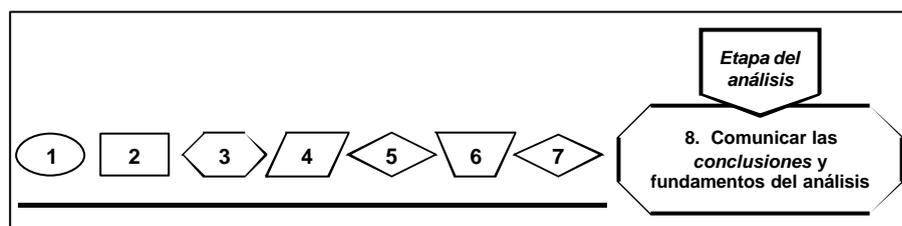
Entonces, la liquidez en los ciclos financieros no debe confundirse con la medida contable de la liquidez, que es más bien un indicador de la magnitud en que pueden cancelarse los pasivos corrientes *liquidando* los activos corrientes.

Podría decirse que *liquidar* es exprimir toda la liquidez de un activo: se vende y se cobra, y no se sustituye.

Se liquida un activo fijo cuando se vende y no se repone; en vez de recuperar los fondos a través de la generación operativa por su uso, se recobran de una sola vez.

Se liquidan activos corrientes cuando, por ejemplo, se venden bienes de cambio y no se reponen totalmente. Tal vez esto se origina en una mayor eficiencia de la gestión de compras, producción o logística. En este caso la liquidez en términos financieros aumenta por la menor duración del ciclo financiero corto.

La descripción de los ciclos financieros mediante el flujo de fondos, la duración del ciclo corto y los recursos requeridos para la operación del negocio permite evaluar cuáles son las características relevantes de la liquidez de una empresa.



§ 6.11 Conclusiones de la evaluación de desempeño

En este punto del recorrido, con los conceptos y las técnicas que se explicaron, es posible formular algunas conclusiones acerca del desempeño observado de una empresa. El esquema 6.5 muestra los pasos del recorrido de estudio que se han dado hasta ahora.

Las conclusiones reúnen el análisis de los elementos económicos y financieros del desempeño que puede realizarse con las técnicas estudiadas.

Se han identificado los factores del sector de negocios de la empresa y los impulsores del rendimiento que pueden ser significativos. Estos impulsores se manifiestan en algunos indicadores fundamentales que son significativos: crecimiento de ventas, composición de costos, utilización de recursos, posibilidad y condiciones del endeudamiento, y política de dividendos.

Con estos indicadores se interpretan los cuatro componentes contables del rendimiento patrimonial.

Las actividades de la empresa y su política financiera se manifiesta en una figura del flujo de fondos de cada período. El análisis del flujo de fondos puede ser importante en situaciones en que la empresa está modificando su estructura de activo y margen sobre ventas, o cuando el sector impulsa un crecimiento de ventas.

Sin embargo, cualquiera sea la situación las conclusiones de la evaluación requieren observar el comportamiento que ha tenido la inversión en capacidad y los recursos necesarios para la utilización de esa capacidad (CTO, capital de trabajo operativo).

Esquema 6.6
Ejemplo del resumen de un informe
de evaluación de desempeño:
SIDERAR S.A.

Pese a que en 1999 el consumo de acero en la Argentina disminuyó 20% con respecto a 1998 Siderar ha aumentado su volumen de ventas, con un significativo aumento de sus exportaciones. Esto provocó una disminución del precio promedio de venta. (Es importante tener en cuenta que el precio promedio de las exportaciones no ha variado significativamente).

	1997	1998	1999
Ventas (miles toneladas)	1.775	1.994	2.016
Ventas Mercado interno	1.232	1.457	1.187
Ventas Exportaciones	543	537	829
Ventas (millones \$)	1.012	1.176	986
Precio promedio (\$ / ton)	570	590	489
Activo corriente operativo	405	443	458
Activo fijo operativo	694	728	751
Activo operativo neto	888	961	1.041

La consecuencia ha sido una fuerte disminución del margen y el rendimiento. El rendimiento operativo ha caído a 7%, la mitad del rendimiento en 1998. El impacto en el rendimiento patrimonial ha sido mayor aún.

Si bien la empresa ha mantenido su endeudamiento, el rendimiento operativo en 1999 es levemente menor que el costo de la deuda, y el rendimiento del patrimonio ha disminuido de casi 17% en 1998 a 7% en 1999.

Para interpretar esto adecuadamente debe considerarse que 1998 fue un año excepcionalmente bueno para la empresa, en comparación con los años anteriores.

	1996	1997	1998	1999
Margen sobre ventas	9.1%	11.3%	11.6%	7.7%
Rotación operativa	1.03	1.14	1.22	0.95
Rendimiento operativo	9.3%	12.8%	14.2%	7.3%
Costo de deudas	8.0%	7.9%	7.4%	7.6%
Endeudamiento financiero	0.70	0.45	0.37	0.45
Rendimiento patrimonial	10.3%	15.1%	16.8%	7.2%

La posición financiera de Siderar sigue siendo muy sólida, aún cuando ha aumentado la distribución de dividendos. En 1999 han sido casi la mitad de la ganancia; en las condiciones actuales este nivel de dividendos no es sostenible financieramente.

Se ha mantenido el ritmo de inversión en capacidad (lo cual acentuó la caída observada del rendimiento en 1999). Con esto se puede formular una perspectiva positiva, ya que la mejora en los costos operativos es el principal camino para que la empresa pueda mantener su crecimiento sin que se produzca un deterioro aún mayor del rendimiento.

Puede pensarse que los niveles de volumen y de precio del mercado interno que existieron en 1998 no se recuperarán fácilmente en los años próximos.

También debe considerarse que el rendimiento de la empresa está prácticamente en un mínimo de sustentabilidad.

Por esto, el aumento del rendimiento es prioritario para mantener un desempeño saludable. Y esto sólo podrá lograrse con mejoras de costos que sean permanentes en términos internacionales.



PREGUNTAS DE REPASO

Conceptos y mediciones importantes que se han estudiado. Si no están claros conviene repasarlos antes de continuar.

- ✓ ¿Cómo se calcula la duración del ciclo financiero corto?
- ✓ ¿Cuál es la diferencia entre el plazo de venta y el plazo de cobro de créditos a clientes?
- ✓ ¿Cuándo se utiliza el saldo promedio de créditos por ventas para estimar el plazo a clientes?
- ✓ ¿Cómo se calcula el plazo total de consumo de los bienes de cambio?
- ✓ ¿Qué representa el plazo promedio de pago del pasivo operativo?

Corrobore que puede aplicar estos conceptos resolviendo el EJERCICIO DE AUTOEVALUACION 7



EJERCICIO DE AUTOEVALUACION

7. Plazos de venta y de consumo de bienes de cambio

En el cuadro 7A se muestran los saldos de bienes de cambio y el movimiento anual de una empresa industrial. Los productos terminados se agrupan en dos rubros: envasado y a granel. Los insumos están separados en materias primas, repuestos y materiales varios.

El cuadro 7B detalla las ventas y créditos por ventas de los dos grupos de clientes: distribuidores e industriales.

En ambos se muestran las participaciones porcentuales en cada total de saldos y de flujos.

- Calcule el plazo de consumo de cada uno de estos elementos agrupados de bienes de cambio (materias primas, repuestos, materiales varios, productos envasados y productos a granel)
- Calcule el plazo de venta a distribuidores y a clientes industriales
- ¿Cómo utiliza estos plazos para calcular la duración del ciclo Compras–Producción–Ventas–Cobros? Usted ha estudiado que se suman los plazos de insumos, de productos terminados y de créditos por ventas. Al tener más desagregados estos rubros, ¿sumaría los plazos que ha calculado para cada uno? (La respuesta es no; explique por qué.) ¿Cuál es el modo correcto de establecer la duración de ese ciclo?

Cuadro 7A
Bienes de cambio, costos y consumos

		1999	2000	1999	2000
		miles \$		% sobre total	
Productos terminados	Envasado	247	241	85%	88%
	A granel	45	32	15%	12%
	Total	292	273	100%	100%
Insumos	Materias primas	221	215	41%	41%
	Repuestos	168	177	31%	34%
	Materiales varios	145	131	27%	25%
	Total	534	523	100%	100%
Total saldo Bienes de cambio		826	796		
Costo de Productos Vendidos	Envasado	2,790	2,810	67%	70%
	A granel	1,375	1,228	33%	30%
	Total	4,165	4,038	100	100%
Consumo de insumos	Materias primas	1,857	1,756	65%	63%
	Repuestos	356	391	12%	14%
	Materiales varios	645	634	23%	23%
	Total	2,858	2,781	100%	100%

Cuadro 7B
Ventas y créditos por ventas

		1999	2000	1999	2000
		miles \$		% sobre total	
Créditos por ventas	Distribuidores	374	385	53%	48%
	Clientes industriales	332	412	47%	52%
	Total	706	797	100%	100%
Ventas	Distribuidores	3,620	3,425	66%	62%
	Clientes industriales	1,890	2,120	34%	38%
	Total	5,510	5,545	100%	100%

Libro Excel para
desarrollar la solución



Está disponible
una solución comentada

**PREGUNTAS DE REPASO**

Conceptos y mediciones importantes que se han estudiado. Si no están claros conviene repasarlos antes de continuar.

- ✓ ¿Qué es el capital de trabajo de la empresa?
- ✓ ¿Qué representa el capital de trabajo operativo?
- ✓ ¿Cómo se interpreta el fondo circulante financiero?
- ✓ ¿Cuáles son los principales factores que influyen en la magnitud del capital de trabajo operativo?
- ✓ ¿En qué condiciones una empresa puede tener un capital de trabajo negativo sin que esto llegue a ser perjudicial para el desarrollo de sus actividades?
- ✓ ¿Qué significa la medida contable de liquidez corriente?

Corrobore que puede aplicar estos conceptos resolviendo el EJERCICIO DE AUTOEVALUACION 8

**EJERCICIO DE AUTOEVALUACION****8. DISCO S.A.: Capital de trabajo**

DISCO es una cadena de supermercados de alcance nacional que ha tenido un significativo crecimiento desde 1995. Las cifras de los estados contables están resumidas en el cuadro 6 (en el ejercicio de autoevaluación 6, al final del capítulo 5).

Con esa información establezca las principales transformaciones del capital de trabajo de la empresa. Comente el significado de la magnitud del capital de trabajo operativo y el impacto del crecimiento de ventas.

Libro Excel para desarrollar la solución



Está disponible una solución comentada