

La gestión del circulante y rentabilidad en el sector de la conserva pesquera en España

ÁREA: 2
TIPO: Aplicación

81

AUTORES

Adrián Dios-Vicente¹

Department of Finance and Accounting, Universidade de Santiago de Compostela (Spain)
adrian.dios@usc.es

Raúl Rios-Rodríguez

Department of Communication Sciences; Universidade de Santiago de Compostela (Spain)
raul.rios@usc.es

Sara Fernández-López

Department of Finance and Accounting; Universidade de Santiago de Compostela (Spain)
rsara.fernandez-lopez@usc.es

David Rodeiro-Pazos

Department of Finance and Accounting; Universidade de Santiago de Compostela (Spain)
david.rodeiro@usc.es

1. Autor de contacto:
Department of Finance and Accounting;
Universidade de Santiago de Compostela; Avda. do Burgo, s/n.; 15782 Santiago de Compostela; La Coruña, Spain

Working capital management and profitability on the Spanish canned fish sector
Gestão do circulante e rentabilidade no setor da conserva pesqueira em Espanha

España es uno de los principales productores de conserva de pescado de Europa y este es un sector económico de gran relevancia para su economía. En los últimos años parte de las compañías del sector, en su mayoría pequeñas y medianas empresas, está sufriendo problemas de liquidez y bajas rentabilidades que pueden estar asociados, en parte, a la gestión del circulante. Usando una muestra de 377 empresas para el periodo 2010 – 2018, en este trabajo se realiza un análisis económico-financiero del sector centrado en la gestión del circulante y la rentabilidad empresarial. Los resultados obtenidos apuntan hacia la necesidad de que las empresas revisen sus patrones de financiación a corto plazo, así como sus políticas de inversión en activo circulante.

Spain is one the biggest producers of canned fish in Europe. Simultaneously, this sector is very relevant on the Spanish economy. In the last years some of the companies of the sector, mostly small and medium-sized enterprises, had been suffering liquidity problems and at the same time also low profitability rates, that can be associated, partly, to the working capital management. Using a sample of 377 companies during the period between 2010 and 2018, this paper develops an economic and financial analysis focus on the working capital management and profitability. The results show the need of the companies to check their short-term financial policy and their investment on working capital.

Espanha é um dos principais produtores de conserva de peixe da Europa e este é um setor de grande relevância para a sua economia. Nos últimos anos parte das companhias do setor, na sua maioria pequenas e medianas empresas, estão a sofrer problemas de liquidez e baixas rentabilidades que podem estar associados, em parte, à gestão do circulante. Usando uma amostra de 377 empresas para o período 2010 – 2018, neste trabalho realiza-se uma análise económico-financeira do setor centrada na gestão do circulante e a rentabilidade empresarial. Os resultados obtidos apontam para a necessidade de que as empresas revisem os seus padrões de financiamento no curto prazo, assim como as suas políticas de investimento em ativo circulante.

DOI
10.3232/GCG.2022.V16.N1.04

RECIBIDO
21.04.2021

ACEPTADO
30.04.2021

1. Introducción

España es un productor fundamental en la industria de la conserva de pescado a nivel internacional, representando un 19,5% del valor total de la producida por la UE-27 en el año 2011, así como el 17,2% de su empleo total (Villasante, 2012). Asimismo, se sitúa como el séptimo mayor importador de conserva de pescado del mundo (FAO, 2015). Dentro del país, el sector también es fundamental para la economía, suponiendo el 0.7% tanto del valor añadido como del empleo en el año 2018, lo que equivale a un valor total de la producción de 4.565 millones de euros y 14.961 empleos directos (INE, 2021).

Ahora bien, cuando se realiza un análisis microeconómico puede observarse que determinadas empresas mantienen una escasa rentabilidad y problemas de liquidez. Además, en los últimos años se han producido quiebras relevantes en el sector, como el caso de Conservas Moratalla; y múltiples absorciones, como Portomar o Albo, entre otras. Por lo tanto, realizar un análisis económico-financiero puede ser de enorme utilidad para diagnosticar estos problemas y mejorar la gestión de estas empresas (Pindado y Alarcón, 2015). Aunque existen diversos estudios económico-financieros en el ámbito de las empresas alimentarias (Pindado y Alarcón, 2015; Fernández-López et al., 2020a), no hay trabajos de este tipo enfocados hacia las conservas de pescado.

Es más, los análisis económico-financieros suelen poner el foco en aspectos más vinculados a la performance de las partidas a largo plazo del balance, cuando muchas empresas concentran la mayoría de sus inversiones en circulante, lo que tiene efectos en su rentabilidad (Deloof, 2003). En particular, en el sector conservero la gestión del circulante resulta especialmente relevante dado que difiere enormemente de las actividades agroalimentarias tradicionales, donde, por ejemplo, las existencias suelen tener las características de los productos perecederos. Por lo tanto, la conserva de pescado mantiene unas especificidades productivas y financieras que necesitan de un análisis propio y desagregado de otras actividades del sector alimentario.

Al mismo tiempo, el metabolismo empresarial del sector tanto alimentario como de la conserva recae en buena medida sobre pequeñas y medianas empresas (Pymes), empresas que tienden a emplear la financiación procedente del pasivo corriente en mayor medida que las empresas de mayor tamaño (Martín, 1995; Becchetti y Trovato, 2002). Esta característica es aún si cabe más importante en un momento como el actual, cuando la crisis sanitaria de la COVID-19 también deriva en crecientes problemas de liquidez para el sector empresarial (Blanco et al., 2020), agravando una realidad ya existente desde el inicio de la crisis económica de 2008 (Baños-Caballero et al., 2014).

Teniendo en cuenta estos elementos, el presente trabajo tiene como objetivo analizar la gestión del capital circulante de las empresas españolas de conserva de pescado y su potencial relación con la rentabilidad. La muestra está conformada por un total de 377 compañías durante el periodo 2010 – 2018. Se selecciona este periodo dada la importancia del impacto de la crisis posterior a 2009, lo que obligó a importantes transformaciones de las empresas ante un complejo contexto macroeconómico y financiero.

PALABRAS CLAVE

**Conservas de
pescado, España,
gestión del capital
circulante, ciclo
de transformación
de tesorería,
rentabilidad.**

KEYWORDS

**Canned fish, Spain,
working capital
management, cash
conversion cycle,
profitability.**

PALAVRAS-CHAVE

**Conservas de
peixe, Espanha,
gestão do capital
circulante, ciclo
de transformação
de tesouraria,
rentabilidade.**

**CÓDIGOS JEL
M10, M21, Q22**

Así, las conclusiones del presente artículo tienen vigencia no solo para el sector en España, teniendo interés en particular también en América Latina. En primer lugar, por la importante presencia de empresas de la conserva de matriz española en la región tras su proceso de internacionalización posterior a los años 90 (Núñez, 2006). En segundo lugar, porque diversos países de América Latina cuentan con tradición pesquera y actividad conservera, como los casos de Chile, Perú o Argentina (Guerra, 2005). En tercer lugar, porque existe potencial conservero en otros países de la región, dada la producción pesquera existente (Gillett, 2005).

Como ha sido indicado, la literatura relativa a la gestión del circulante y su relación con la rentabilidad es escasa en el conjunto del sector alimentario, no encontrándose estudios que profundicen en esta cuestión para el sector de la conserva de pescado. Este trabajo pretende ocupar ese hueco en la literatura, realizando propuestas que permitan mejorar la gestión empresarial en el sector y contribuyendo positivamente a la mejora de la eficiencia y, por lo tanto, al aumento de la rentabilidad y la creación de empleo, particularmente en las Pymes.

La estructura del trabajo es la que sigue: en el segundo apartado se profundiza en el marco teórico en relación con la gestión del circulante y su relación con la rentabilidad, mientras el tercer epígrafe describe el proceso seguido para construir la muestra. A continuación, se presentan los principales resultados del análisis y en el último apartado se desarrollan las principales conclusiones.

2. La Gestión del Circulante y su Relación con la Rentabilidad

La investigación en el ámbito de las finanzas corporativas se ha dedicado mayoritariamente al estudio de las decisiones a largo plazo (Baños-Caballero et al., 2014; Nazir y Afza, 2009), relegando a un segundo plano a las finanzas a corto plazo (finanzas operativas). Sin embargo, estas últimas condicionan el día a día de las empresas y, a su vez, sus resultados financieros, especialmente en las Pymes. Así, la gestión del capital circulante (working capital management o WCM por sus siglas en inglés) tiene un impacto en los resultados financieros de las Pymes mayor que para las grandes empresas (Howorth y Westhead, 2003) debido a que en las primeras los activos y pasivos circulantes representan un porcentaje mayor del activo total, así como a los mayores problemas de liquidez y volatilidad de los flujos de caja que enfrentan (Peel et al., 2000).

Además, dado que las Pymes tienen más dificultades para acceder al endeudamiento a medio y largo plazo, especialmente en periodos de restricción del crédito como el iniciado tras la crisis financiera de 2009, aumentan su dependencia del pasivo a corto plazo a través de la financiación espontánea (Carbó-Valverde et al., 2016). Por lo tanto, la gestión eficiente del circulante es fundamental en momentos bajos del ciclo económico, cuando las restricciones de crédito aumentan, tal como puede ser la coyuntura actual derivada del COVID-19 y es necesaria una disciplina ejemplar en la gestión de la liquidez de las empresas (Gil, 2020).

Estos aspectos subrayan la necesidad de una gestión del capital circulante eficiente para mejorar los resultados financieros de las empresas, especialmente de las Pymes (García-Teruel y Martínez-Solano, 2007; Howorth y Westhead, 2003). Como consecuencia, la literatura que analiza la relación entre la gestión del capital circulante y la rentabilidad empresarial ha experimentado un notable crecimiento desde 2008 (para una revisión véase Singh y Kumar, 2014; Fernández-López et al., 2020b).

En general, dicha literatura aproxima la gestión del capital circulante a través de los periodos que lo integran y que se resumen en el ciclo de transformación de tesorería (CTT). El CTT está conformado por tres elementos: 1) el periodo de cobro a deudores, es decir, el tiempo que tarda la compañía en cobrar una vez realizada la venta; 2) el periodo de crédito a acreedores, es decir, el tiempo que tarda la compañía en pagar por sus inputs; y 3) el periodo de existencias, es decir, el tiempo que transcurre desde que se adquiere la materia prima hasta que se vende el producto final. La suma de los periodos de cobro y existencias menos el periodo de crédito a acreedores da lugar al CTT; esto es, el tiempo medio desde el pago en efectivo de las compras iniciales de materia prima hasta el cobro por la venta del producto final. Así definido, el CTT equivale en días a las necesidades que tienen las empresas de financiar sus operaciones diarias. En cambio, cuando dichas necesidades se miden en euros, equivalen al Fondo de Maniobra Operativa (FMO). El FMO se obtiene tras restarle al activo corriente operativo el pasivo corriente operativo o la financiación espontánea y refleja, por tanto, los fondos que la empresa precisa para cubrir las actividades operativas que no son financiadas por los acreedores “espontáneos”.

Desde la perspectiva de las políticas de gestión del activo corriente, las empresas que adopten políticas más laxas, esto es, mayor inversión en activos corrientes (mayores periodos de cobro y existencias), atraen a más clientes, que bajo otras circunstancias de pago no podrían permitirse la compra del producto (Abuhommous, 2017; Aktas et al., 2015; Ferrando y Mulier, 2013), al tiempo que reducen los costes de ruptura de stocks y cubren a la empresa frente a las fluctuaciones en los precios (menos riesgo). Ahora bien, estas políticas laxas llevan a la empresa a asumir mayores costes de oportunidad y de mantenimiento de sus activos corrientes, perjudicando su rentabilidad. Por el contrario, las empresas que opten por una política de gestión del activo corriente más estricta, manteniendo niveles bajos de deudores y existencias, ven aumentada su rentabilidad (Gul et al., 2013; Lazaridis y Tryforidis, 2006; Musau, 2015; Serrasqueiro, 2015) a costa de asumir mayores riesgos y renunciar a clientes potenciales.

Desde la perspectiva del pasivo corriente operativo, y en particular de la financiación espontánea que suponen los periodos de crédito ofertados por los proveedores, la literatura teórica sugiere que a medida que una compañía amplía este periodo puede evitar recurrir a fuentes de financiación negociadas, reduciendo sus costes financieros y, por lo tanto, dedicando recursos a inversiones más rentables gracias al aplazamiento de pagos de deudas devengadas en la propia actividad operativa (García-Teruel y Martínez-Solano, 2007). Así, aplazar pagos a proveedores y otros acreedores puede convertirse en un barato y flexible mecanismo de financiación (Deloof, 2003).

De lo anterior se deduce que la literatura sobre gestión de circulante y rentabilidad defiende una asociación positiva entre el plazo de crédito y la rentabilidad, y una relación negativa de esta con los periodos de cobro y existencias y, por ende, con el CTT o con el FMO. La literatura empírica ha encontrado mayoritariamente estas relaciones en sus análisis, con la excepción del periodo de crédito, donde la evidencia se inclina a una relación negativa con la rentabilidad quizás motivada por el hecho de que las empresas con menor rentabilidad pagan más tarde (Deloof, 2003).

Menos analizado por parte de la literatura es el papel que desempeñan las políticas de financiación no espontánea del pasivo circulante. En particular, las necesidades de fondos de las actividades operativas

no cubiertas con financiación espontánea (el FMO) pueden cubrirse con el exceso de recursos a largo plazo que le queda a la empresa una vez financiados los activos fijos, esto es lo que se conoce como FM o fondo de maniobra, o bien con financiación negociada, esto es, fuentes bancarias a corto plazo. Cuanto mayor es el peso de los primeros, nos encontramos ante políticas de financiación del circulante que podríamos calificar como "conservadoras", y cuanto mayor es el peso de las fuentes negociadas nos encontraríamos ante políticas de financiación calificadas como "agresivas". En medio entre ambos extremos se situarían las políticas consideradas "ortodoxas"; esto es, donde las necesidades de fondos operativos se cubren de forma equilibrada con FM y financiación a corto plazo negociada. A priori, las políticas conservadoras deberían traducirse en un menor riesgo y, por tanto, una menor rentabilidad, mientras que las agresivas tendrían el efecto contrario.

Teniendo en cuenta la importancia de estos elementos para la correcta gestión de circulante en cualquier sector, hasta la fecha no se han realizado análisis que relacionen los elementos de la gestión del circulante previamente mencionados con la rentabilidad en las empresas de conservas de pescado.

Dado el marco teórico expuesto, en la presente investigación nos realizamos las siguientes preguntas de investigación:

- ¿Cuál es la estructura y equilibrio patrimonial de las empresas de conserva de pescado en España?
- ¿Cómo han evolucionado el Fondo de Maniobra, el Fondo de Maniobra Operativo y el Ciclo de Transformación de Tesorería en las empresas de conserva de pescado en España en el periodo 2010 – 2018?
- ¿Cómo ha evolucionado la rentabilidad de las empresas españolas de conserva de pescado en el periodo 2010 – 2018? Y, ¿existe correlación entre la gestión del capital circulante y la rentabilidad? En este sentido, una vez analizada la literatura, se espera encontrar una correlación negativa entre CTT y rentabilidad: es decir, al aumentar el periodo del Ciclo de Transformación de Tesorería, la rentabilidad tiende a caer.

3. La Muestra

Los datos del presente trabajo han sido obtenidos de la Base de Datos Bureau van Dijk SABI. Para identificar a las empresas se ha empleado el código CNAE de cuatro dígitos 1022 como principal criterio de búsqueda. La muestra final se compone de 377 compañías y 2.100 observaciones.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (INE), la población total de empresas de conserva de pescado en 2018 incluye 457 compañías. Por lo tanto, la muestra cuenta con más del 80% del total de firmas, lo que implica un error muestral inferior al 2,2%.

4. Análisis Empírico

En el presente apartado se realiza el análisis económico-financiero que se ha dividido en tres sub-epígrafes: el primero para conocer la estructura y equilibrio patrimonial de las compañías desde el punto de vista económico y financiero; el segundo en relación con la liquidez y el plazo de circulante; y, por último, un tercer apartado enfocado a la rentabilidad.

4.1. Estructura y equilibrio patrimonial en la gestión del circulante

La **Tabla 1** muestra los estadísticos referidos a la estructura económica de las empresas de la muestra. En términos medios, el activo corriente representa la mayoría del activo, situándose en el 62%, por lo que el inmovilizado tiene un peso sobre el total del 38%. Esta situación confirma la importancia que tiene para el sector una gestión adecuada de su circulante, dado que la mayoría del activo está conformado por el dinero en caja, los deudores y las existencias. Así, las existencias acaparan el 23% de su activo total y los deudores el 25%. Es de relevancia esta posición de las existencias (superiores al 20% del activo total), particularmente por ser un sector alimentario, donde muchos productos son perecederos y los plazos de existencias suelen ser más cortos. Así, las características de la conserva como producto facilitan que la gestión del activo circulante pueda realizarse de modo diferente a otras actividades en el mismo sector de los transformados de la alimentación.

Tabla 1 - Estructura económica de las empresas de conserva de pescado: estadísticos descriptivos (2010 - 2018)

	Media	Desviación típica	Perc. 25	Perc 50	Perc 75
Activo Corriente / Activo Total	0.62	0.25	0.44	0.64	0.81
Activo Fijo / Activo Total	0.38	0.25	0.19	0.36	0.56
Inmovilizado material / Activo Total	0.31	0.23	0.12	0.28	0.47
Existencias / Activo Total	0.23	0.18	0.08	0.20	0.36
Deudores / Activo Total	0.25	0.18	0.12	0.22	0.34

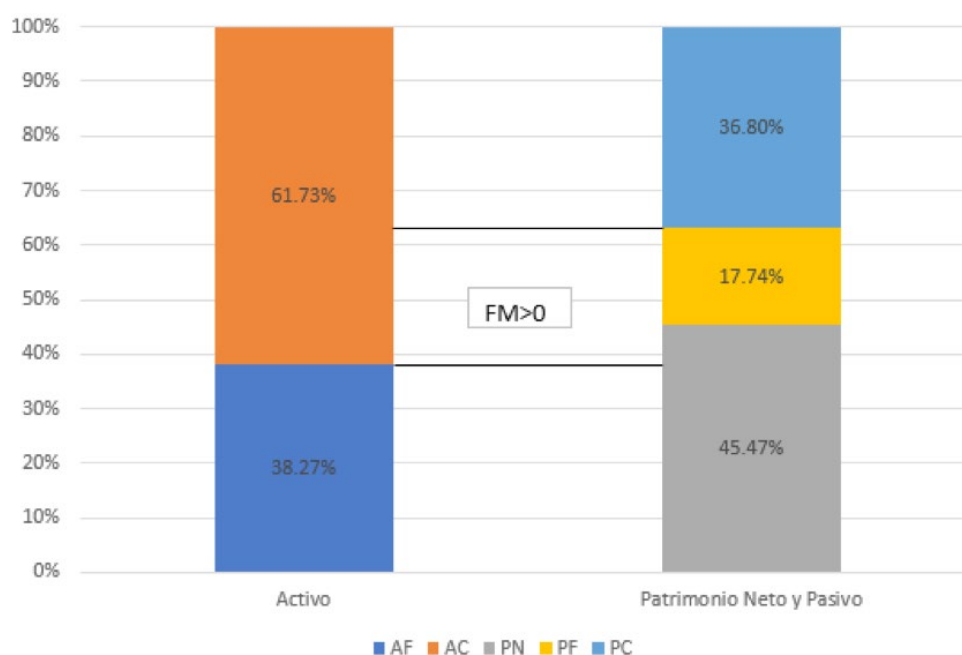
Por lo que respecta a la estructura financiera, los fondos propios representan un 45% del total del balance. Por lo tanto, en términos generales, las empresas de conserva de pescado en España cuentan con una importante base de recursos propios que limita la importancia de los recursos ajenos. En este sentido, el pasivo fijo representa el 18% del balance y el pasivo corriente el 37%, por lo que los recursos ajenos a corto plazo (tanto deuda bancaria como acreedores) claramente tienen un peso superior que aquellos a largo plazo. En particular, los acreedores representan un 15% del activo total, o lo que es lo mismo, el 39% del pasivo corriente (**Tabla 2**). Así, la caracterización financiera de las empresas de la conserva de pescado en España es la siguiente: importante nivel de recursos propios y similar participación de los acreedores (15%), deuda a corto plazo (14%) y deuda a largo plazo (18%) en la financiación con recursos ajenos.

Tabla 2 - Estructura financiera de las empresas de conserva de pescado: estadísticos descriptivos (2010 – 2018)

	Media	Desviación típica	Perc. 25	Perc 50	Perc 75
Fondos Propios / Pasivo Total	0.45	0.26	0.24	0.42	0.66
Pasivo Fijo / Activo Total	0.18	0.19	0.02	0.11	0.29
Pasivo Corriente / Activo Total	0.37	0.23	0.18	0.35	0.52
Acreedores / Activo Total	0.15	0.16	0.03	0.1	0.22
Deuda financiera a corto plazo / Activo Total	0.14	0.13	0.04	0.1	0.22

Una vez analizadas la estructura económica y financiera, evaluaremos el equilibrio patrimonial de las empresas del sector a través de la relación entre el FM y el FMO. Como vimos, mientras el primero se calcula como los recursos financieros a largo plazo menos el inmovilizado², el FMO, se obtiene tras restarle al activo corriente operativo el pasivo corriente operativo, esto es, excluyendo las fuentes de financiación negociadas (deuda bancaria a corto plazo). De este modo, el FMO incluye los activos y pasivos a corto plazo directamente relacionados con la actividad operativa.

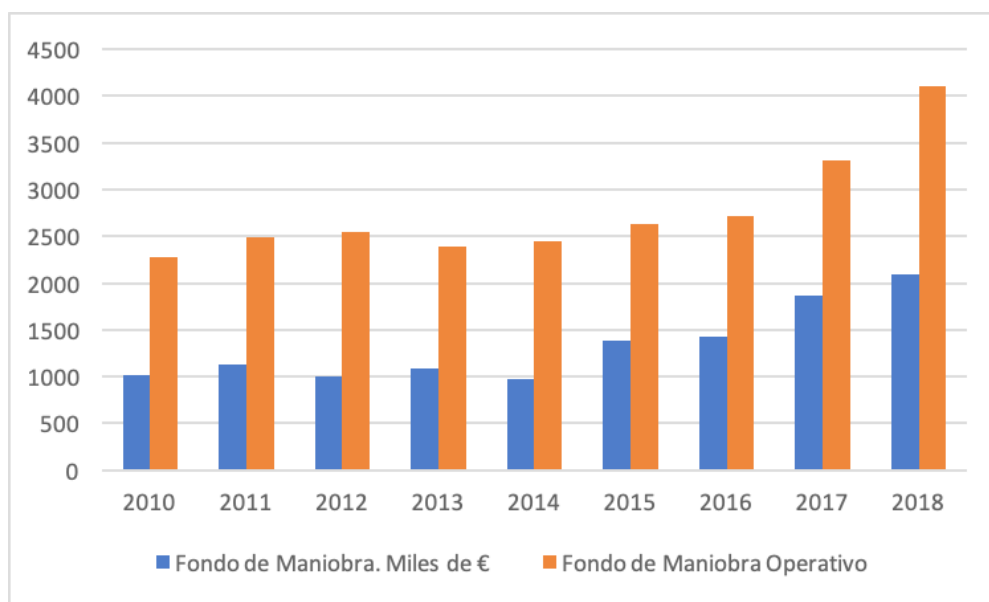
La **Figura 1** muestra, en términos medios, la situación patrimonial de las empresas de la muestra. Los fondos a largo plazo (recursos propios y pasivo fijo) superan con creces al inmovilizado, por lo que una parte importante de recursos a largo plazo es utilizada para financiar el activo corriente, lo que sugiere que las empresas siguen, en media, una política de financiación del circulante que podría calificarse como “conservadora”.

Figura 1 - Estructura y equilibrio patrimonial de las empresas de conserva de pescado: promedio 2010 – 2018 (%)

Para confirmar el uso de esta política de financiación del circulante, en la **Figura 2** se representan los promedios anuales del FM y el FMO. Como señalamos, el FMO indica aquella parte del realizable y la tesorería operativa de la compañía no cubierta mediante la financiación espontánea de la propia actividad; dicho de otro modo, los fondos que la empresa necesita para financiar su operativa diaria y habrá de conseguir, o bien a través de los recursos a largo plazo con los que la empresa ya cuenta (FM), o bien con financiación negociada a corto plazo (deudas bancarias a corto plazo). Como podemos observar, la evolución del FMO es creciente a lo largo del periodo (con la excepción de 2013-2014), en consonancia con la evolución de las ventas del sector. Este aumento es constante a partir de 2014, periodo a partir del cual la facturación de las empresas de la muestra ha crecido anualmente en torno a los dos dígitos. Por tanto, esta tendencia estaría reflejando el crecimiento de las actividades del sector conservero de pescado.

Por su parte, el FM sigue una evolución muy similar a la del FMO “acompañando” el crecimiento de las actividades operativas del sector. En términos generales, el FM representa el 47,5% del FMO, lo que indica en qué medida esas necesidades de fondos operativos estarían cubiertas por recursos a largo plazo. El 52,5% restante se financiaría con fuentes de financiación negociadas a corto plazo. Por lo tanto, las empresas conserveras siguen una política “ortodoxa” de financiación del circulante, particularmente a partir de 2014.

Figura 2 - FM y FMO de las empresas de conserva de pescado: promedio 2010 – 2018 (miles de €)



4.2. Análisis de la liquidez y los plazos del circulante

En este epígrafe se realiza un análisis para conocer la situación de liquidez de las empresas del sector. Para ello emplearemos la ratio de circulante y la prueba ácida. El primer indicador se calcula como el cociente entre el activo y el pasivo corrientes, permitiéndonos conocer la capacidad que tienen las empresas para afrontar los pagos inmediatos de su pasivo corriente mediante el dinero en caja y el

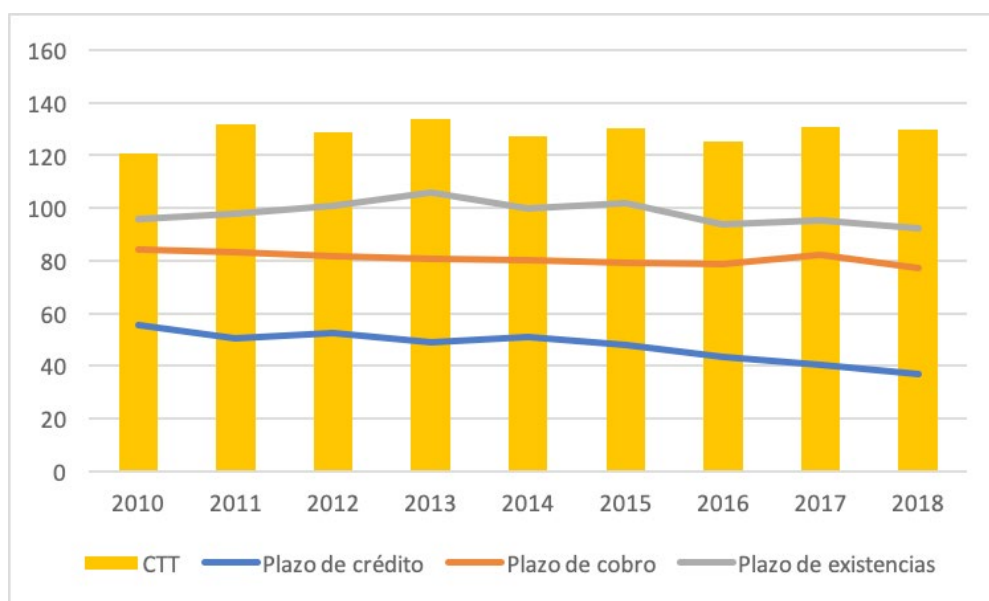
realizable. Como vemos en la **Tabla 3**, la media supera ligeramente 3, lo que permite identificar que las compañías mantienen una posición suficientemente holgada de liquidez. Para confirmar esta "primera impresión" se emplea la prueba ácida, una ratio más exigente, ya que las existencias son excluidas del análisis por su mayor dificultad de "ser realizadas" o transformadas en dinero. Bajo este indicador el valor desciende a 2,06, lo que indica que las existencias tienen un peso relevante en el activo, como ya se vio en el apartado anterior, pero aun así las empresas mantienen una posición de liquidez suficiente, siguiendo los análisis de balances más habituales (Amat, 1993).

Tabla 3 - Ratios de liquidez de las empresas de conserva de pescado (2010 – 2018)

	Media	Desviación típica	Perc. 25	Perc 50	Perc 75
Ratio de Circulante: Activo Corriente / Pasivo Corriente	3.01	5.53	1.11	1.59	2.69
Prueba Ácida: (Activo corriente - Existencias) / Pasivo Corriente	2.06	5.17	0.54	0.92	1.63

En paralelo, para tener una visión más completa de la posición de liquidez de las empresas del sector, podemos transformar los datos obtenidos previamente, en particular, en lo relativo al FMO, desde un punto de vista monetario a otro temporal, conociendo los días que las compañías tardan en pagar, cobrar y transformar y vender existencias. Este indicador se conoce como Ciclo de Transformación de Tesorería (CTT), y se calcula como la suma del plazo de cobro más el plazo de existencias menos el plazo de crédito. Podemos observar estos periodos, así como el CTT, en la **Figura 3**.

Figura 3 - Plazos de crédito, cobro y existencias y CTT de las empresas de conserva de pescado: promedio anual 2010 – 2018 (días)



Como se puede observar, el CTT ronda los 130 días como promedio a lo largo del periodo, es decir, el tiempo que las empresas tardan en recuperar el dinero invertido desde la compra inicial de materias primas. Del mismo modo, presenta una gran estabilidad a lo largo del periodo, con una diferencia de 2010 a 2018 de tan solo 9 días (una variación próxima al 8%). Por lo tanto, la característica del CTT en las empresas de la conserva pesquera en España es su escasa variabilidad.

Por el contrario, analizando los elementos que conforman el CTT podemos observar alguna tendencia interesante. En primer lugar, el plazo de crédito tiene una importante tendencia a la baja, con una reducción en torno a 18 días (de 55 días en 2010 a 37 en 2018), lo que supone un descenso de más del 33% sobre las cifras de 2010. Por lo tanto, las compañías están progresivamente acelerando el pago de sus deudas con acreedores; o bien por nuevas limitaciones contractuales con sus proveedores, o en la búsqueda de acceder a descuentos por pronto pago y así reducir la estructura de costes de aprovisionamiento, o porque tienen la capacidad financiera para hacer esos pagos de una forma más rápida.

Por otra parte, la tendencia de los plazos de cobro y de existencias es también a una reducción, pero de forma más suave que en el caso del crédito; el descenso es de poco más de 7 días para el primero (de 84 días en 2010 a 76 en 2018), y menos de 4 en el segundo (de 95 días en 2010 a 92 en 2018), lo que significan unas disminuciones a lo largo del periodo del 8,5% y el 3,67%, respectivamente. Al mismo tiempo, la evolución del plazo de cobro es continuada, con una tendencia relativamente estable, a excepción del año 2017. Los datos también muestran como los plazos de cobro prácticamente duplican los plazos de pago, en correspondencia con lo impuesto por la Ley 15/ 2010.

En el caso del plazo de existencias la evolución mantiene oscilaciones, con un incremento inicial hasta un máximo en el año 2013 y una progresiva reducción posterior hasta el mínimo de 2018. Esta evolución del plazo de existencias es consistente con la idea de que el tipo de producto a ofertar no está sujeto a las limitaciones temporales habituales en el sector de la alimentación en fresco, permitiendo una mayor holgura de los plazos ante las evoluciones en el mercado. Al mismo tiempo, la evolución posterior a 2013 denota cierto interés por reducir los plazos de existencias, de cara a reducir costes de almacenamiento, mientras el incremento del mercado permite dar salida con mayor rapidez a las existencias, de forma congruente a la positiva evolución de la venta de las conservas de pescado (ANFACO-CECOPESCA, 2019).

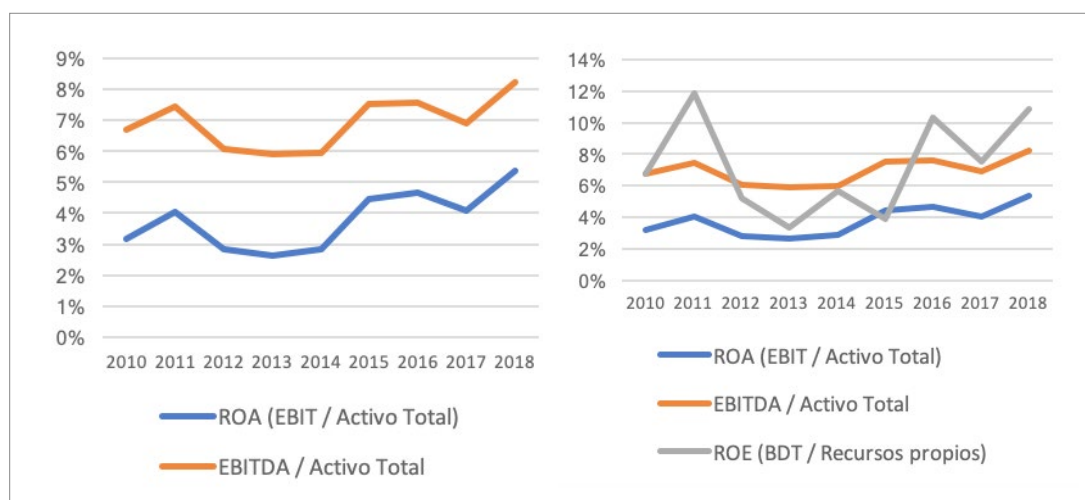
La consecuencia de esta evolución de las tres variables es precisamente que el efecto conjunto de las reducciones en los plazos de cobro y existencias compensa el importante descenso del plazo de crédito, lo que define la gran estabilidad del CTT. Además, la compensación de la caída del periodo de crédito fue esencialmente mediante el plazo de cobro y no es hasta el final del periodo que se inicia la reducción del periodo de existencias, lo que puede significar que las empresas de conserva de pescado trasladan a sus deudores la "tendencia" de pagar antes a sus proveedores que ellas mismas han mostrado.

4.3. La Rentabilidad

Para terminar con el análisis descriptivo valoraremos la evolución de la rentabilidad. Para ello, emplearemos los dos indicadores más comunes en lo que se refiere a la rentabilidad económica o de los activos (ROA): el beneficio antes de intereses e impuestos entre Activo Total (EBIT/AT) y el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones entre Activo Total (EBITDA/AT). Por su parte, la rentabilidad de los recursos propios o financiera (ROE) se calcula como el cociente entre el

beneficio después de impuestos y el patrimonio neto de la empresa. En este sentido, dado que algunas empresas presentan un patrimonio neto negativo, se ha procedido a calcular la rentabilidad financiera solo para aquellas observaciones que mantuviesen unos recursos propios positivos ³

Figura 4 - Rentabilidad económica y financiera para las empresas de la conserva de pescado: promedio anual 2010 – 2018 (%)



Notas: * Los datos de la muestra total se han calculado con un total de 2.215 observaciones (mínimo anual 225 y máximo anual 257), mientras que los datos de la muestra de empresas con patrimonio neto positivo se han calculado con un total de 1.966 observaciones (mínimo anual 198 y máximo anual 229).

En lo que se refiere a la rentabilidad económica, el ROA oscila entre el 3% de 2010 y el 5,5% de 2018, situándose el EBITDA entre activo total 3 puntos porcentuales por encima y siguiendo ambos indicadores una evolución muy similar. En concreto, si bien existe un ligero retroceso entre 2012 y 2014, a partir de ese momento se inicia un progresivo aumento de la rentabilidad económica hasta alcanzar máximos en el año 2018. En general, el nivel de rentabilidad económica nos habla de un sector maduro, con rentabilidades relativamente bajas, que, en el último lustro del periodo analizado, busca estrategias para aumentar dicha rentabilidad económica (por ejemplo, productos de más valor, reducción de costes, etc.).

En relación con la rentabilidad financiera, el ROE mantiene una evolución más volátil que la rentabilidad económica, situándose, en media, para la muestra analizada en 7,24%. No obstante, durante el periodo 2012 a 2015, este indicador ha estado por debajo del 6%. Merece la pena destacar que, con excepción del año 2015, la rentabilidad financiera siempre ha superado a la rentabilidad económica (ROA) indicando que las empresas del sector se benefician de un efecto positivo de su apalancamiento financiero; dicho de otro modo, las compañías son capaces de generar un ROA superior al coste financiero que le suponen sus deudas, incrementando así la rentabilidad de sus propietarios (ROE).

Por último, también se ha analizado la correlación entre las rentabilidades previamente descritas y los indicadores que resumen las políticas de gestión del circulante tanto desde una perspectiva de inversión (CTT) como de financiación (FM). Como cabría esperar, en la **Tabla 4** se muestra una correlación directa elevada entre las diferentes rentabilidades (ROA, EBITDA/ Activo Total y ROE). Por su parte, existe una

correlación negativa, si bien no muy elevada (Cohen, 1988), entre la rentabilidad y el CTT; es decir, a mayor tiempo necesario para recuperar la inversión inicial en circulante, la rentabilidad será menor. En este sentido, los coeficientes de correlación validan la premisa inicial del presente trabajo, del mismo modo que es similar a la evidencia empírica de buena parte de los trabajos en este ámbito (véase Fernández-López et al., 2020b).

Finalmente, también se aprecia una relación positiva, igualmente pequeña (Cohen, 1988), entre el FM y la rentabilidad económica, si bien este resultado no es significativo para la rentabilidad financiera medida a través del ROE. Ello sugiere que las políticas conservadoras de financiación del circulante pueden relacionarse positivamente con la rentabilidad económica, al menos en periodos de restricción del crédito como el analizado.

Tabla 4 - Matriz de correlaciones

	ROA	EBITDA/AT	ROE	CTT	FM
ROA	1				
EBITDA/AT	0.8579*** (0.000)	1			
ROE	0.811*** (0.000)	0.6772*** (0.000)	1		
CTT	-0.1844*** (0.000)	-0.2303*** (0.000)	-0.2846*** (0.000)	1	
FM	0.1438*** (0.000)	0.0981*** (0.000)	0.0192 (0.416)	0.4007*** (0.000)	1

Notas: Esta tabla muestra los coeficientes de correlación de Spearman para las variables de rentabilidad y el CTT y FM. Como alternativa también se calcularon los coeficientes de correlación de Pearson, que arrojaban resultados similares. No obstante, dado que la literatura a menudo defiende una relación no lineal entre CTT y rentabilidad se optó por no presentar estos últimos. Entre paréntesis se recoge la significatividad.

Significatividad: *p<0.1 **p<0,05 ***p<0,01.

5. Conclusiones

El presente trabajo tiene como objetivo realizar un análisis económico-financiero de la gestión del circulante para el sector de la conserva de pescados en España. Resulta especialmente relevante conocer los principales parámetros que reflejan la gestión del circulante concretamente en este sector dadas sus particularidades, tales como la problemática de “acoplar temporalmente” las actividades operativas, lo que puede desembocar en picos de stock de materias primas en momento puntuales, materias primas que, a su vez, son, en buena parte, cíclicas, importadas y llevan asociados elevados niveles de incerteza. También complican la gestión del circulante la escasa capacidad de negociación en los canales de distribución y las necesidades de cierta fortaleza financiera para afrontar la competencia de países emergentes con menores costes laborales.

En relación con la primera pregunta de investigación, la estructura y equilibrio patrimonial de las empresas de conserva de pescado en España, de los resultados del análisis descriptivo se desprenden varias conclusiones relevantes. En primer lugar, se confirma que el circulante supone una parte fundamental del balance de las compañías conserveras, representando el 62% de su activo y el 37% de su pasivo y patrimonio neto.

En relación con la segunda pregunta de investigación sobre la evolución del FM, FMO y CTT, en términos generales, las empresas trabajan con FMO positivos que, además, debido al aumento en la facturación a partir de 2014, han ido creciendo de forma significativa durante los últimos cinco años. Dichos FMO positivos indican que la financiación espontánea no es suficiente para cubrir la inversión en activos corrientes operativos. Para financiar ese gap las empresas utilizan una parte de sus recursos a largo plazo (FM) y financiación negociada a corto plazo. En la medida en que ambas fuentes de financiación suponen porcentajes próximos al 50%, se puede concluir que la política de financiación del circulante adopta posiciones “ortodoxas”, especialmente a partir de 2014.

El análisis de ratios indica que las empresas conserveras de pescado españolas mantienen robustas posiciones de liquidez. Empleándose los dos indicadores más habituales para medir esta cuestión, la ratio de circulante y la prueba ácida, ambos determinan buenas posiciones en relación con la liquidez, superando valores de 3 y 2, respectivamente.

Además, el sector se caracteriza por mantener largos CTT, en el periodo analizado rondarían, en media, los 128 días, que, además, han permanecido estables. Si bien la característica es la estabilidad, esta se deriva de las tendencias seguidas por cada uno de los plazos que conforman el CTT. Así, el plazo de crédito se reduce de forma clara en más de 18 días, situándose en 37 días en 2018. Esta situación puede venir provocada desde el lado de los proveedores que, por su poder de negociación, impongan un adelantamiento de pagos. Pero también puede venir desde el lado de las propias compañías; que tengan una mayor capacidad financiera para hacer frente al pago a sus proveedores y, además, aprovechen para beneficiarse de algún descuento por pronto pago en caso de que los haya. Esta situación se vería propiciada por el hecho de que las alternativas para la colocación de los picos puntuales de tesorería apenas ofrecen rentabilidades, debido a la situación de los tipos de interés en los mercados monetarios durante el periodo analizado.

Por otra parte, los plazos de cobro y existencias se mueven en la misma dirección (a la baja), pero con caídas inferiores al plazo de crédito, lo que compensa el fuerte descenso del plazo de crédito. Preocupa, hasta cierto punto, el escaso descenso del plazo de existencias, con una reducción de aproximadamente 4 días, ya que parece indicar las dificultades de las compañías para hacer efectiva la venta del producto final en el corto plazo. Es más, el periodo de existencias mantiene una tendencia acusada de ascenso en la primera parte del periodo (hasta el año 2013), produciéndose posteriormente una importante reducción, lo que parece indicar el creciente interés en reducir costes de almacenamiento y una mayor capacidad de colocación del producto en el mercado, como señalan los datos relativos a ventas y exportaciones del sector.

Por último, en relación con la última pregunta de investigación presentada centrada en la rentabilidad y su posible relación con la gestión del circulante. El elemento más destacable es que el sector mantiene una rentabilidad económica (ROA) positiva, relativamente baja (entre el 3% y el 5%) y creciente a lo largo del periodo. Su rentabilidad financiera (ROE) es superior, en media un 7%, pero más inestable. Ambas mantienen una correlación negativa, si bien baja, con el CTT, sugiriendo que una política laxa de inversión en activos corrientes podría perjudicar los indicadores de rentabilidad de la empresa.

Además, la rentabilidad económica correlaciona también con las políticas de financiación del circulante, señalando que una política conservadora podría beneficiar dicha rentabilidad en periodos como el analizado, caracterizado por importantes restricciones del crédito, al menos en los primeros años tras la crisis financiera iniciada en 2007.

De los resultados anteriores se desprenden una serie de recomendaciones para los gestores y empresarios. El hecho de que el activo corriente represente casi dos tercios del balance de la empresa y el pasivo corriente más de un tercio, indica la necesidad de una gestión apropiada del circulante, ya que esta afectará en gran medida los resultados económicos de la empresa, desde su supervivencia hasta su rentabilidad. La gestión del circulante ha de ocupar pues un lugar prioritario en la agenda de las empresas.

La correlación negativa entre el CTT y las rentabilidades hablan de la necesidad de reducir dicho CTT. En concreto, las empresas han de intentar recortar los periodos de cobro. Ello pasa por mejorar su posición negociadora con los canales de distribución que utilicen. Asimismo, han de tratar de reducir su periodo de existencias, lo cual puede funcionar como palanca para incrementar la rentabilidad a través de la reducción de los costes de almacenamiento. Este periodo de existencias ha de ser especialmente vigilado, pues puede ser un primer indicador de contención de las ventas.

Por su parte, la correlación positiva entre el FM y las rentabilidades económicas hablan a favor de una política conservadora de financiación del circulante. Esto podría conseguirse de varios modos, o bien incrementando el peso de la financiación de los recursos a largo plazo dentro del FMO, o bien reduciendo la necesidad de utilizar financiación negociada bancaria. Esta última vía parece la más apropiada en contextos de restricciones de liquidez, como el vivido posteriormente al año 2008 y que en la actualidad vuelve a producirse derivado de la crisis del COVID-19. En tales contextos depender de una financiación que se renueva constantemente supone un gran hándicap, porque la empresa puede encontrarse de súbito con la no renovación, al menos en las condiciones previas, de sus créditos bancarios a corto plazo como consecuencia de los cambios. Para evitar esta situación, las empresas podrían incrementar la financiación de los proveedores, siempre que estos se lo permitan sin encarecer los costes implícitos que puede suponer. Por ello, es importante que las empresas de la conserva de pescados, al igual que otros sectores, realicen análisis de coste-beneficio en relación con la dicotomía entre financiación ajena a corto plazo y la utilización de acreedores como financiación espontánea, basándose tanto en los costes financieros como en las posibilidades de descuentos por pronto pago.

.....

Bibliografía

- Abuhomous, A. (2017). "Net working capital and firm growth". *International Review of Management and Marketing*, 7(4), 131-137.
- Aktas, N., Croci, E., Petmezas, D. (2015). "Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments". *Journal of Corporate Finance*, 30, 98-113.
- Amat, O. (1993). "Análisis de Balances". Barcelona: Multimedia Ediciones S.A.
- ANFACO-CECOPESCA (2019). "Datos 2019". ANFACO-CECOPESCA. Disponible en: <http://www.anfaco.es/fotos/biblioteca/docs/sector/Datos%20sector%202019.pdf>
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P. (2014). "Working capital management, corporate performance, and financial constraints". *Journal of Business Research*, 67(3), 332-338.
- Gillett, R. (2005). "Global study of non-industrial tuna fisheries". En: Bayliff, W. H. (ed) *Management of tuna fishing capacity: conservation and socio-economics*. Rome: FAO. ISBN 92-5-105297-2
- Becchetti, L., Trovato, G. (2002). "The determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance". *Small Business Economics*, 19, 291-306.
- Blanco, R., Mayordomo, S., Menéndez, Á., Mulino, M. (2020). "Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19". Documentos Ocasionales del Banco de España, No 2020.
- Carbó-Valverde, S., Rodríguez-Fernández, F., Udell, G. F. (2016). "Trade credit, the financial crisis, and SME access to finance". *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(1), 113-143.
- Cohen, J. (1988). "Statistical power analysis for the behavioral sciences (2nd ed.)". Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum.
- DeLoof, M. (2003). "Does working capital management affect profitability of Belgian firms?" *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- FAO (2015). "GLOBEFISH Highlights, 3th issue 2015 - A quarterly update on world seafood markets". Food and Agriculture Organization of the United Nations. Fisheries and Aquaculture Department, Rome.
- Fernández-López, S., Dios-Vicente, A., Rodeiro-Pazos, D. (2020a). "Gestión del Circulante y rentabilidad en el sector del queso ecológico y no ecológico en España". *Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros*, 255, 15-45.
- Fernández-López, S., Rodeiro-Pazos, D., Rey-Ares, L. (2020b). "Effects of working capital management on firms' profitability: evidence from cheese-producing companies". *Agribusiness*, 36(4), 770-791.
- Ferrando, A., Mulier, K. (2013). "Do firms use the trade credit channel to manage growth?" *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3035-3046.
- García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P. (2007). "Effects of working capital management of SME profitability". *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164-177.
- Guerra, M. (2005). "Aglomeraciones pesqueras en América Latina: ventajas asociadas al enfoque de cluster". Bogotá: CEPAL. ISBN: 958-682-594-9
- Gil, A. (2020). "¿Cómo deben gestionar su tesorería las empresas pensando en un pos COVID-19? Economía3. (18/04/2020). Disponible en: <https://economia3.com/2020/04/18/259970-como-deben-gestionar-su-tesoreria-las-empresas-pensando-en-un-pos-covid-19/>

- Gul, S., Khan, M. B., Raheman, S. U., Khan, M. T., Khan, M., Khan, W. (2013). "Working capital management and performance of SME sector". *European Journal of Business and Management*, 5(1), 60-68.
- INE (2021). *Estadística Estructural de Empresas: Sector Industrial*. Retrieved from <https://www.ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=28379&L=0>
- Howorth, C., Westhead, P. (2003). "The focus of working capital management in UK small firms". *Management accounting research*, 14(2), 94-111.
- Lazaridis, I., Tryfonidis, D. (2006). "Relationship between working capital management and profitability of listed companies in the Athens stock exchange". *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-35.
- Ley 15/2010, de 5 de julio, de modificación de la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. *Boletín Oficial del Estado*, 163, de 6 de Julio de 2010, 59653 - 59660. Disponible en: <https://www.boe.es/eli/es/l/2010/07/05/15>
- Martín, M. (1995). "El sistema financiero y la financiación de las PYME". *Papeles de Economía Española*, 65, 235-240.
- Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación (2019). "Informe del Consumo Alimentario en España". Ed. Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Secretaría General Técnica, Centro de Publicaciones. Disponible en: <http://servicios.mpr.es/VisorPublicaciones/visordocumentosicopo.aspx?NIPO=003191619&SUBNIPO=0001&IDPUBLICACIÓN=497100319>.
- Musau, J. W. (2015). "The effects of working capital management on profitability of public listed energy companies in Kenya" (Tesis Doctoral, Strathmore University, Kenia). Disponible en: <https://su-plus.strathmore.edu/handle/11071/4724>.
- Nazir, M. S., Afza, T. (2009). "Impact of aggressive working capital management policy on firms' profitability". *IUP Journal of Applied Finance*, 15(8), 19-30.
- Núñez, R. (2006). "Las empresas conserveras y el mercado mundial del atún". *Revista Galega de Economía*, 15(1), 0.
- Peel, M. J., Wilson, N., Howorth, C. (2000). "Late payment and credit management in the small firm sector: some empirical evidence". *International Small Business Journal*, 18(2), 17-37.
- Pindado, E., Alarcón, S. (2015). "Quality strategies and profitability: a multilevel analysis in the meat industry". En: Porter, C. (ed). *Business strategies. Types, benefits and effects on firm performance* (51-72). NY: Nova Publisher, Hauppauge.
- Serrasqueiro, J. N. (2015). "Working capital management impact on profitability: empirical study based on Portuguese firms" (Tesis Doctoral, Universidade Católica Portuguesa, Portugal). Disponible en: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/19996/1/Tese%20-%20Jo%3a3o%20Serrasqueiro%20-%20FINAL.pdf>
- Singh, H., Kumar, S. (2014). "Working capital management: a literature review and research agenda". *Qualitative Research in Financial Markets*, 6(2), 173 -197.
- Villasante, S. (2012). "The management of the blue whiting fishery as complex social-ecological system: The Galician case". *Marine Policy*, 36(6), 1301-1308.

Notas

1. Autor de contacto: Department of Finance and Accounting; Universidade de Santiago de Compostela; Avda. do Burgo, s/n.; 15782 Santiago de Compostela; La Coruña; Spain

2. Nótese que matemáticamente este modo de calcular el FM coincide con la forma más extendida; esto es, sustraerle al activo corriente el pasivo corriente. La diferencia es, por tanto, de enfoque. Puesto que el volumen de FM es una decisión de financiación que las empresas toman en el largo plazo, es mejor abordar su cálculo utilizando las partidas de largo plazo.

3. Ello es debido a que, en caso contrario, una empresa con un patrimonio neto negativo y un beneficio tras impuestos también negativo, podría arrojar una rentabilidad financiera positiva.
