

# ESTUDIO SOBRE LA GESTIÓN DEL RIESGO DE CAMBIO EN EMPRESAS ASTURIANAS

**Victorino García Fernández**

*Universidad de Oviedo*

En este trabajo se analizan las prácticas empresariales sobre la gestión del riesgo de cambio por parte de las empresas asturianas. Para ello se realiza un estudio empírico con el que se logra determinar el nivel de conocimiento que los directivos de estas compañías tienen sobre el riesgo de cambio y los objetivos perseguidos con una gestión activa del mismo. Por otro lado, se obtiene evidencia acerca del tratamiento contable de las operaciones expuestas y los instrumentos de cobertura utilizados, así como del cumplimiento de la normativa nacional e internacional.

*Palabras clave:* internacionalización, riesgo de cambio, gestión, cobertura, tratamiento contable.

## 1. INTRODUCCIÓN

En una economía globalizada como la actual, los productos que no sean competitivos en ámbitos supranacionales, y por ende las empresas que los fabrican o comercializan, verán peligrar su cuota de mercado, sobre todo cuando se limite al mercado local tradicional, ya que podrán ser desplazados por otros competidores. Considerando una situación tan particular como la de Asturias, en la que se constata que la demanda interna sigue una tendencia decreciente, no cabe duda que el comercio exterior debe ser una pieza clave en el desarrollo económico regional. Así lo han entendido diferentes sociedades, la mayoría de ellas de gran tamaño, que han mostrado tradicionalmente una gran vocación exportadora; como muestra sirva recordar que en estos momentos en Asturias operan 11 de las 200 mayores empresas españolas por su volumen exportador en 1997, todas ellas con cifras de ventas en el extranjero por encima de los 5.000 millones de pesetas.

Este hecho no ha pasado desapercibido para los organismos públicos o privados con responsabilidad en la materia, y de ahí sus esfuerzos por apoyar las iniciativas exteriores y fomentar la actividad exportadora; sirva como ejemplo la labor de la propia Asociación de Exportadores Asturianos (Exportastur), las Cámaras de Comercio, Industria y Navegación del Principado, el Instituto de Fomento Regional o el Instituto de Comercio Exterior.

Realizadas las anteriores consideraciones, el presente trabajo<sup>1</sup> tiene como objetivo global conocer en profundidad cuáles son las prácticas empresariales sobre la gestión del riesgo de cambio de las empresas comerciales e industriales que operan en el Principado, plasmándose dicho análisis en una serie de aspectos que aparecen resumidos a continuación.

En primer término se pretende indagar los motivos, las dificultades y los apoyos recibidos en el proceso de internacionalización de las actividades empresariales llevado a cabo por las sociedades asturianas, al objeto de conocer los problemas derivados de operar en otros mercados, así como las soluciones que demandan para facilitar, en la medida de lo posible, el comercio exterior.

En segundo lugar, se trata de establecer el conocimiento que los directivos tienen sobre la exposición de la actividad de sus empresas al riesgo de fluctuación de las monedas, dado que la correcta valoración de la exposición al riesgo presente y futuro, así como del impacto que las variaciones en los tipos de cambio tienen sobre los resultados de las operaciones exteriores, es imprescindible no sólo para adoptar decisiones de tipo financiero, sino también operativas (entre otras, la fijación de precios o la selección de aprovisionamientos) y estratégicas (como puede ser la apertura a nuevos mercados). En este contexto resulta fundamental conocer cuáles son las finalidades que se persiguen con la gestión del riesgo de cambio, así como la frecuencia en el empleo de los instrumentos o técnicas de cobertura del mismo.

Por último, se hace necesaria la referencia a la contabilización de las transacciones expresadas en divisas y las operaciones de cobertura del riesgo de cambio; en concreto, respecto de la utilización de instrumentos financieros derivados, parece sumamente interesante conocer las prácticas contables de las empresas asturianas, dado que es éste un campo que ha experimentado importantes novedades en los últimos años y en el que, refiriéndose al ámbito nacional, aún existe un vacío normativo en determinados aspectos.

## 2. EL RIESGO DE CAMBIO. IDENTIFICACIÓN Y ACTITUD ANTE EL MISMO

El riesgo de cambio es una categoría de riesgo financiero que se deriva de las oscilaciones de los tipos de cambio de las divisas respecto a la

---

(1) La realización del estudio empírico fue financiada por la Universidad de Oviedo (cofinanciado por el II Plan Regional de Investigación del Principado de Asturias) en la Convocatoria de Ayudas para Proyectos de Interés Regional para 1997 (Referencia IR-97-512-4).

posición de la empresa frente a las mismas, bien sea de forma directa, cuando existen activos u obligaciones denominados en divisas, o cuando se suscriben contratos para afrontar pagos o recibir montantes en moneda extranjera, o indirecta, ya que con carácter general afecta a la posición competitiva de la empresa frente a sus rivales.

Dentro del riesgo genérico derivado de las fluctuaciones de los tipos de cambio es posible distinguir tres categorías, en función de la naturaleza de las operaciones y/o elementos patrimoniales de la empresa expuestos y de los resultados potenciales derivados de dicha exposición en términos de flujos de caja actuales o futuros:

- Exposición de transacción: afecta de forma directa a los flujos de caja y a los resultados empresariales, expresando la variación experimentada en el valor de una transacción como consecuencia de una modificación en el tipo de cambio entre el inicio y la finalización de dicha operación (Ontiveros Baeza y Bergés Lobera, 1983, p. 92).

- Exposición de traslación: condiciona el cálculo de los resultados consolidados en los grupos multinacionales, de modo que las diferencias de conversión no dependen de la gestión económico-financiera de la empresa, pudiendo decirse que se trata de diferencias puramente contables (García Benau et al., 1996, p. 129).

- Exposición económica: incide sobre la posición competitiva de la empresa y, por extensión, sobre los flujos de caja y los resultados futuros, existiendo dos tipos de consecuencias derivadas de la exposición económica, según sea ésta directa o indirecta<sup>2</sup>.

Una vez determinados los factores de riesgo en las operaciones en divisas, la decisión de gestionar el mismo corresponde a cada agente económico o empresa en particular. Las dos actitudes extremas serían, por un lado, la que se podría denominar de aversión al riesgo, de forma que no se van a mantener posiciones descubiertas en divisas, y la de no cobertura, que parte de considerar que si los mercados funcionan de manera eficiente los precios que existan en los mercados de divisas, mercados de bienes y mercados de valores son correctos, en el sentido de que la información disponible no puede alterar dichos precios (Logue y Oldfield, 1977, pp. 16-22).

La actitud intermedia entre las dos extremas consiste en la gestión activa del riesgo de cambio, lo que precisa de un conocimiento previo del funcionamiento del mercado de divisas y de un seguimiento de la evolución de los tipos de cambio de aquéllas con las que la empresa

---

(2) El riesgo económico directo responde al impacto de los tipos de cambio sobre la producción futura, de forma que, si se produce un movimiento adverso de los mismos, la empresa sufrirá una reducción en sus beneficios por efecto de menores ingresos o mayores costes asociados a futuras transacciones; por otro lado, el indirecto nace de la pérdida de competitividad frente a empresas extranjeras, y en algunos casos también domésticas, debido al efecto negativo que representan para la empresa tanto costes relativos más altos como precios relativos más bajos, resultado de los movimientos de los tipos de cambio.

opere. En este sentido, para definir una estrategia de cobertura deben evaluarse las siguientes cuestiones (Adell Ramón y Romeo García, 1996, p. 132):

1. El riesgo existente, es decir, el riesgo que se asume si no se toman medidas de cobertura.
2. El grado de cobertura.
3. La instrumentación de la misma.
4. Los costes asociados a la operación.

Los dos primeros aspectos planteados se caracterizan por su relatividad, dado que, por un lado, cualquier cuantificación del nivel de riesgo tiene un importante componente de subjetividad, en la medida en que incorpora una predicción acerca de la evolución de los tipos de cambio; por otra parte, en la decisión sobre el nivel de riesgo que cada agente económico está dispuesto o en condiciones de asumir no se puede hablar de reglas fijas, dado que en definitiva se trata de decisiones adoptadas por personas, con lo que dependerá de su nivel de tolerancia del riesgo.

En cuanto a la instrumentación de la cobertura, en general se puede elegir entre la modificación de la posición existente respecto de activos o pasivos, fuentes de financiación o prácticas comerciales, entre otros factores, u optar por la utilización activa de instrumentos financieros, sin una modificación deliberada de la posición existente al contado; en esta decisión influirán de manera notable los costes asociados a la cobertura elegida, como pueden ser los derivados de la imperfección de la misma, las comisiones pagadas a intermediarios financieros, así como en general los derivados de la gestión y seguimiento de la cobertura.

A continuación vamos a presentar el trabajo empírico realizado, debiendo hacer constar que el mismo se centra en la gestión que las empresas exportadoras asturianas realizan del riesgo de cambio al que están expuestas, que se trata básicamente de riesgo de transacción, dado que el riesgo económico es muy difícil de cuantificar y, por tanto, de gestionar; no obstante, tal como se desprende de los resultados de la investigación realizada, parece aumentar la conciencia empresarial en la consideración de este tipo de exposición.

### 3. DISEÑO DEL ESTUDIO Y METODOLOGÍA

#### 3.1. Población

La población objeto de estudio en el presente trabajo está constituida por las empresas comerciales e industriales asturianas que realizan acti-



vidades de exportación<sup>3</sup>, y que están expuestas, por tanto, al riesgo de cambio. Según datos agregados del comercio exterior por Comunidades Autónomas, referidos a 1997, Asturias ocupa la duodécima posición sobre el total nacional; en el cuadro 1 se recogen las cifras globales de exportaciones por Autonomías, así como los porcentajes horizontales de variación respecto del año anterior.

En el ámbito individual de las empresas, el ICEX elaboraba de forma periódica un ranking de aquéllas que realizaban exportaciones, que figura en la Base de Datos SIBILA<sup>4</sup>; los últimos datos disponibles para el

**Cuadro 1**  
**RELACIÓN DE EXPORTACIONES POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS**  
**Datos referidos a 1997 (expresados en millones de pesetas)**

Nº	Comunidad Autónoma	Valor	% 97/96
1	Cataluña	4.040.594	17,9
2	Comunidad Valenciana	2.035.112	14,3
3	País Vasco	1.523.473	29,8
4	Madrid	1.508.853	16,9
5	Andalucía	1.285.491	15,3
6	Castilla-León	881.763	13,1
7	Aragón	810.820	11,8
8	Galicia	800.424	14,9
9	Navarra	565.701	12,7
10	Murcia	359.875	14,7
11	Castilla-La Mancha	231.634	23,3
12	Asturias	220.584	18,9
13	Cantabria	162.137	7,10
14	La Rioja	118.503	27,1
15	Canarias	94.177	45,0
16	Baleares	89.945	-13,9
17	Extremadura	85.899	31,2
18	Ceuta	329	10,4
19	Melilla	77	42,5

Fuente: ICEX.

- (3) Las empresas pueden quedar expuestas al riesgo de cambio tanto si realizan operaciones comerciales con el exterior (exportaciones e importaciones), como si realizan inversiones u obtienen financiación fuera de nuestras fronteras. El problema es que no existe ninguna base de datos que condense todos estos factores, por lo que a la hora de seleccionar la población se debe elegir uno de ellos, en este caso las exportaciones, lo que no es óbice para que las empresas de este grupo estén expuestas asimismo por otro tipo de actividades.
- (4) Con este nombre se designa un conjunto de siete bases de datos que comercializa el ICEX, entre las que se encuentra la base de datos OFERES, que contiene información general sobre las empresas españolas exportadoras, a partir de los datos aportados por la Dirección General de Aduanas y de encuestas realizadas; para un mayor detalle en el estudio de las bases de datos informatizadas sobre comercio exterior puede verse el trabajo de Roselló Conde (1996, pp. 16-36).

Principado de Asturias, que han sido los utilizados en este trabajo, corresponden a la encuesta 1994/95 y contienen información general sobre las empresas, que aparecen clasificadas por volumen de exportaciones. Esta población inicial estaba formada por 206 empresas.

La información obtenida del ICEX se cotejó con el catálogo *1.000 empresas asturianas 1995*, editado por las Cámaras Oficiales de Industria, Comercio y Navegación de Avilés, Gijón y Oviedo en un intento por reunir en una sola publicación los datos más significativos de las empresas asturianas<sup>5</sup>. La ficha individual de cada empresa comprende los datos completos de localización, actividad o actividades codificadas según el IAE, número de empleados, rango de facturación anual en millones de pesetas, y un último campo en el que se indica si se trata de una empresa exportadora o no.

De la población inicial se descartaron 19 empresas por diferentes motivos, entre los que destacan el hecho de aparecer duplicadas (por cambios en denominación o CIF), el cese de las actividades con posterioridad a la fecha de obtención de la información por parte del ICEX, o no figurar en el catálogo de las sociedades asturianas por cambios de domicilio social o circunstancias similares; por tanto, finalmente la población la componen 187 empresas exportadoras.

### *3.2. Diseño del cuestionario*

El cuestionario enviado a las empresas consta de cuatro bloques de preguntas. En el primero, además de clasificar las empresas por tamaño, se solicitaba información sobre el volumen de exportación y las divisas en que van denominadas las operaciones exteriores; el objetivo es estratificar la muestra según las anteriores variables para ver si influyen en el resto de cuestiones contenidas en la encuesta.

El segundo bloque se refiere a los aspectos que condicionan o influyen en la internacionalización de las actividades de las compañías. Se cuestiona sobre los motivos que explican la decisión de explorar los mercados internacionales, las dificultades que el propio proceso entraña, el apoyo recibido en materia de comercio exterior y la opinión sobre la orientación que han de tener los esfuerzos de los organismos públicos -u organizaciones privadas- para mejorar los instrumentos de apoyo al sector exportador, lo que debe redundar en mantener y aumentar la presencia de las empresas asturianas en los mercados internacionales. Este segundo bloque contiene asimismo algunas cuestiones sobre los efectos que para las empresas va a tener la integración de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM).

El tercer bloque se refiere a la gestión financiera del riesgo de cambio. Se comienza estudiando la consciencia de los directivos a la exposición

---

(5) Se recogen todas las que tienen su sede social en el Principado, así como las sociedades nacionales o multinacionales que, si bien tienen el domicilio social fuera, poseen instalaciones productivas en territorio asturiano (en este caso se solicitó información consolidada).

de la empresa a las fluctuaciones de los tipos de cambio, tanto al riesgo de transacción como al riesgo económico; a continuación se realizan varias preguntas para indagar en la política empresarial sobre la gestión del riesgo de cambio, viendo si la actitud adoptada es consecuencia del establecimiento de objetivos por parte de la Dirección y si las empresas adoptan las medidas consecuentes con dicha actitud respecto de la confección regular de balances de exposición y del seguimiento continuo de las cotizaciones de las divisas; por último se cuestiona sobre la frecuencia en la utilización de todos los instrumentos de cobertura al alcance de la entidad, tanto con carácter previo a la generación del riesgo, como los adoptados con posterioridad.

El último bloque de preguntas trata de profundizar en las prácticas contables sobre la gestión del riesgo de cambio, comprobando en primer lugar que se acatan las disposiciones emanadas de los distintos organismos normalizadores en materia de valoración y reconocimiento de resultados en las partidas expresadas en moneda extranjera, y pasando en un segundo momento a ver cuáles son las prácticas contables de las empresas asturianas respecto de un tema de gran actualidad como es el registro de los instrumentos financieros derivados.

### 3.3. Selección de la muestra y metodología

Para seleccionar la muestra se eligieron las 50 primeras compañías de la relación ordinal de la Base de Datos SIBILA y otras 12 empresas que exportaban de forma regular y que por diferentes motivos no aparecían entre las anteriores, pero que fueron seleccionadas para formar parte de la muestra por tener constancia de que la actividad exportadora en las mismas era significativa respecto de la cifra de negocios (prensa, revistas especializadas, etc.)<sup>6</sup>.

El cuestionario elaborado se envió por correo, a la atención del Director de Administración/Financiero de todas las empresas en el mes de junio de 1997; con posterioridad se contactó telefónicamente con todas las entidades al objeto de concertar una entrevista con el director del departamento que tuviese responsabilidad directa sobre la gestión del riesgo de cambio, lo que en muchos casos resultó imposible de conseguir. Este proceso de obtención de información se prolongó hasta el mes de octubre, consiguiéndose al final un 45% de cuestionarios válidos, una vez depurados los mismos para eliminar posibles contradicciones en las respuestas.

Por lo que se refiere a las preguntas que componen la encuesta, se plantearon tres tipos de cuestiones diferentes:

- (a) En algunas debe contestarse afirmativa o negativamente.

(6) Las dificultades en la selección de la muestra estriban en que los últimos datos disponibles corresponden a los ejercicios 1994-1995. Como ejemplo de lo expuesto, Ingeniería, Montajes y Construcciones S.A., premiada por su vocación exportadora en 1996 (Actualidad Económica, 23 de junio de 1997), aparecía en el ránking en el puesto 184.

(b) En otras debe elegirse una opción<sup>7</sup> entre las alternativas que se proporcionan.

(c) En las del tercer tipo se pide, para cada cuestión planteada, el posicionamiento en una escala ordinal que contempla 5 categorías (NADA -1- a MUCHO -5-).

Para el procesamiento de las respuestas obtenidas se utilizó el paquete estadístico SPSS (versión 6.1.3. para Windows)<sup>8</sup>.

Refiriéndonos ya al contenido del cuestionario, en las dos primeras preguntas del mismo se solicitaba información de carácter general sobre aspectos relacionados con el tamaño empresarial y la actividad exportadora. La clasificación de las empresas que respondieron al cuestionario según el tamaño es la que aparece en el gráfico 1:<sup>9</sup>



Para determinar el tamaño se atendió a los criterios que la legislación mercantil establecía en 1996 para la formulación de cuentas anuales abreviadas, considerando empresas grandes aquellas que han de formular todos los estados financieros según el modelo normal, y PYMES tanto las que pueden formular la Cuenta de Pérdidas y Ganancias abreviada como las que además pueden elaborar el modelo abreviado de Balance y Memoria.

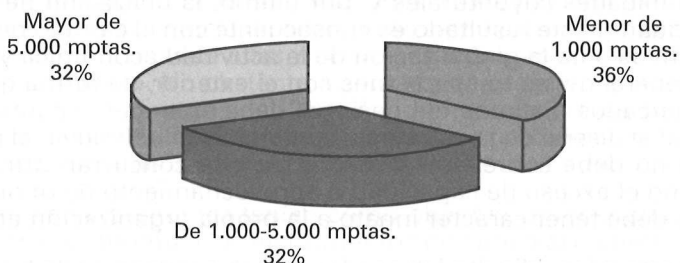
Respecto al volumen de exportación se establecieron tres niveles, distribuyéndose las empresas dentro de ellos tal como aparece en el gráfico 2:

(7) La mayoría de las preguntas de este tipo son de respuesta cerrada, excepto tres cuestiones en las que es posible elegir varias alternativas; no obstante, a la hora de definir las correspondientes variables se han establecido grupos excluyentes para las respuestas.

(8) Los fundamentos estadísticos en los que se basa el estudio pueden verse, entre otros, en Calvo Gómez (1994), Sánchez Carrión (1995), Uriel Jiménez (1995), Casas Sánchez (1996) o Pérez Suárez y López Menéndez (1997).

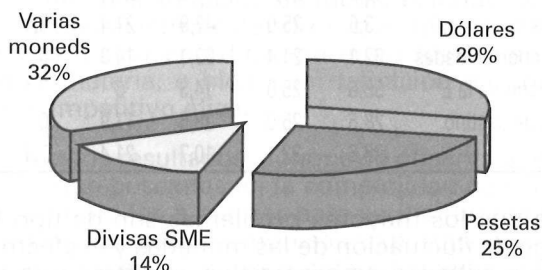
(9) Excepto el cuadro 1, todos los gráficos y cuadros contenidos en el capítulo son de elaboración propia.

## Gráfico 2 VOLUMEN DE EXPORTACIÓN DE LAS EMPRESAS ESTUDIADAS



Algo similar se hizo con las divisas en las que van denominadas las exportaciones, estableciéndose en este caso cuatro grupos, para diferenciar las empresas que exportan en la moneda nacional<sup>10</sup> de las que operan mayoritariamente en el área del dólar, en el ámbito de la Unión Europea, o indistintamente (gráfico 3).

## Gráfico 3 EXPORTACIONES SEGÚN LAS DIVISAS



Para finalizar este epígrafe dedicado a las cuestiones técnicas, es necesario matizar que, dadas las características de la muestra, en particular que no se trata de una muestra aleatoria, no se pretende a través de los contrastes estadísticos realizados inferir conclusiones generales sobre la población objeto de estudio, aunque sin duda los resultados obtenidos tendrán su utilidad para complementar la información que se obtenga del análisis descriptivo, disminuyendo así su subjetividad.

## 4. ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

### 4.1. Bloque 2: La internacionalización de la empresa

El primer aspecto que se deseaba conocer en este Bloque eran las razones que habían impulsado a la empresa hacia la internacionalización

(10) La pertenencia a cada grupo se establece cuando el volumen de exportación en la referida divisa supera el 80% del total de las exportaciones.

de sus actividades, constatándose que la variable con mayor significación es la necesidad de diversificar mercados, seguida del aprovechamiento de oportunidades coyunturales y, por último, la utilización de un exceso de capacidad<sup>11</sup>. Este resultado es consecuente con el cambio de actitud de los directivos ante la globalización de la actividad económica y la liberalización general de las transacciones con el exterior, de forma que la apertura a mercados distintos del nacional debe entenderse como algo consustancial al diseño de la estrategia comercial; en definitiva, el proceso de apertura no debe sobrevenir al hecho de que concurren otros factores, tales como el exceso de capacidad o aprovechamiento de oportunidades, sino que debe tener carácter innato a la propia organización empresarial.

Respecto a las dificultades con las que se encuentra a la hora de internacionalizar sus actividades las ponderaciones resultantes de las respuestas obtenidas aparecen resumidas en el cuadro 2

**Cuadro 2**  
**DIFICULTADES EN LA ACTIVIDAD EXPORTADORA**

ASPECTOS	VALORACIÓN (%)					TOTAL	MEDIA
	1 (Nada)	2	3	4	5 (Mucho)		
Falta financiación	42,9	21,4	14,3	21,4	0	100	2,143
Fluctuación divisas	3,6	25,0	42,9	21,4	7,1	100	3,036
Desconocimiento oportunidades	32,1	21,4	32,1	14,3	0	100	2,286
Problemas de tamaño de la E <sup>a</sup>	53,6	25,0	14,3	0	7,1	100	1,821
Restricciones país de destino	28,6	25,0	28,6	17,9	0	100	2,357
Falta estructura	28,6	32,1	10,7	21,4	7,1	100	2,464

Se observa que los mayores problemas son de tipo financiero, derivados del riesgo de fluctuación de las monedas y el efecto que esto puede tener sobre los resultados empresariales, mientras que el inconveniente menos valorado es el que se puede derivar de una estructura empresarial insuficiente, constatándose que más de la mitad de las sociedades no tienen ningún problema relacionado con el tamaño empresarial en el desarrollo de su actividad exterior. También se constata que las dificultades derivadas de la falta de una estructura comercial adecuada son valoradas como uno de los principales obstáculos con los que se encuentran las empresas; este resultado está relacionado con el propio desarrollo del proceso de internacionalización y las etapas que lo componen, en el sentido de que el paso de la exportación regular a la siguiente fase, en la que ya se establecerían filiales comerciales en el exterior, supone un importante destino de recursos en tiempo y personal.

Ante estos valores se decidió estudiar si el comportamiento de las empresas en cuanto a las dificultades acaecidas en el proceso de inter-

(11) Resultados que coinciden con los obtenidos en un trabajo de Canals (1992) sobre la internacionalización de las empresas catalanas y la evaluación de su grado de penetración en mercados exteriores.



nacionalización de sus actividades era el mismo atendiendo a su clasificación por tamaño. Los resultados obtenidos, reflejados a través del nivel crítico  $p$ , tras aplicar el test de rangos de Mann-Whitney-Wilcoxon<sup>12</sup>, ponen de manifiesto la no existencia de diferencias significativas por tamaño para ninguna de las dificultades a las que se enfrentan en el desarrollo de la actividad exportadora. No obstante, como era de esperar, las mayores discrepancias en las respuestas de PYMES y grandes empresas se ponen de manifiesto en la sensibilidad de unas y otras a los problemas derivados del tamaño y de la falta de estructura comercial en el extranjero.

Las siguientes preguntas tenían como objetivo conocer en qué medida las empresas utilizaban los instrumentos de apoyo al comercio exterior y cuáles eran las áreas en las que consideraban que debería tomarse medidas para favorecer la actividad exportadora. Del análisis de frecuencias y el cálculo de las medias de las ponderaciones para cada variable por separado se desprende que las empresas utilizan sobre todo las medidas de tipo comercial (entre ellas, acciones de promoción e información sobre oportunidades y aspectos administrativos), mientras que las medidas de tipo financiero alcanzan valores en general bastante más bajos<sup>13</sup>.

Sin embargo, a la hora de considerar aquellos aspectos que deben mejorarse, si bien es cierto que no hay grandes diferencias, el más significativo es precisamente la adopción de medidas tendentes a favorecer la financiación de las operaciones exteriores, por delante de otros que hacían referencia a una mayor coordinación entre los Organismos con responsabilidad en la materia, o bien a la definición de una estrategia de posicionamiento competitivo eficaz.

Las razones de estos resultados, aunque se observa que las diferencias son pequeñas, hay que buscarlas en la complejidad de estos créditos y el elevado número de trámites a realizar para su instrumentación definitiva, lo que hace aconsejable que las empresas exportadoras, sobre todo las PYMES, se pongan en manos de una entidad de crédito antes, incluso, de la discusión y firma del contrato comercial susceptible de financiación a través de los mismos; otro factor a considerar es el elevado coste: tipos de interés, primas de riesgo y comisiones bancarias. Por otro lado, la amplia utilización por parte de las empresas de las actuaciones promocionales arbitradas por los Organismos con responsabilidad en el tema es un dato muy positivo que pone de manifiesto, por un lado, el interés de estas Instituciones en impulsar las exportaciones y, por otro, el acierto en las

(12) El test de Mann-Whitney-Wilcoxon se basa en la suma de los rangos asignados a las empresas en cada uno de los grupos. Se trata de una de las pruebas no paramétricas más poderosas y constituye la alternativa más útil a la prueba paramétrica de la  $t$  de Student ante la ausencia de normalidad y el reducido tamaño muestral en cada uno de los grupos (Siegel, 1991, p.143). Las condiciones para su aplicación son dos:

- Observaciones independientes.
- Que la escala de medida de la variable sea al menos ordinal.

(13) De la posible financiación del comercio exterior las empresas utilizan, por este orden, el crédito privado, la financiación del consenso OCDE, el crédito FAD y, por último, los de organismos supranacionales.

medidas que se instrumentan ya que, a falta de modelos rigurosos que sirvan para evaluar la eficacia de los programas de promoción, la significativa participación de las empresas encuestadas en ferias, misiones comerciales, viajes de prospección o acciones similares, supone de alguna forma el reconocimiento a la labor de apoyo al comercio exterior.

A continuación se estudió la posibilidad de que hubiese diferencias significativas en la utilización de los instrumentos de apoyo al comercio exterior según el tamaño, detectándose la existencia de las mismas para las medidas de tipo comercial, que son utilizadas de forma más asidua por las PYMES que por las grandes empresas<sup>14</sup>. Los resultados observados según el test de Mann-Whitney-Wilcoxon se recogen en el cuadro 3:

**Cuadro 3**  
**NIVELES CRÍTICOS PARA EL GRADO DE UTILIZACIÓN**  
**DE LAS MEDIDAS DE APOYO AL COMERCIO EXTERIOR**

INSTRUMENTOS DE APOYO COMERCIO EXTERIOR	CRITERIO: Tamaño
Utilización crédito con apoyo oficial –OCDE-	0,4835
Utilización crédito FAD	0,1454
Créditos de organismos supranacionales –BM, BID-	0,5816
Otra financiación del comercio exterior	0,6144
Acciones de promoción	0,0584
Información y asistencia a empresas	0,0413
Apoyo fiscal a la exportación	0,7146

Idéntico contraste se efectuó para la adopción de las distintas medidas tendentes a mejorar los instrumentos de apoyo al sector exportador, obteniéndose únicamente diferencias significativas por tamaño para la que hacía referencia a la necesidad de una mayor coordinación entre ICEX, otras entidades oficiales y asociaciones empresariales ( $p = 0,0596$ ), lo que corrobora las conclusiones que se extraían de los niveles de significación observados para las distintas medidas consideradas en la cuestión anterior.

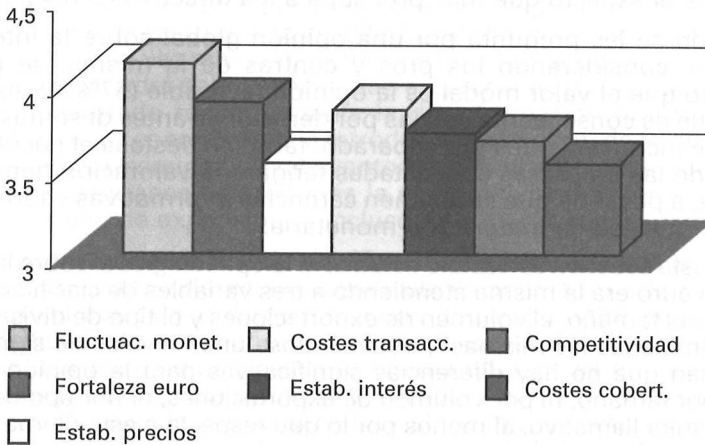
Las últimas tres cuestiones del Bloque 2 se refieren a la ponderación que las empresas exportadoras daban a las ventajas e inconvenientes derivados de la creación de la UEM, tratándose, por tanto, de opiniones personales de los Directores de los Departamentos que contestaron al cuestionario. De los resultados del mismo se desprende que, a pesar de la proximidad de la integración monetaria, existía en el momento de realización de la encuesta bastante desconocimiento sobre cómo pueden verse afectadas sus empresas por la implantación del euro<sup>15</sup>. No obstante, hay dos aspectos que se repiten en la mayoría de las entrevistas reali-

(14) Menos del 25% de las PYMES afirmaban utilizar poco o nada tanto las acciones promocionales como los servicios de información y asistencia empresarial sobre cuestiones relativas al comercio exterior; sin embargo, en las empresas de mayor tamaño dicho porcentaje sobrepasa el 60%.

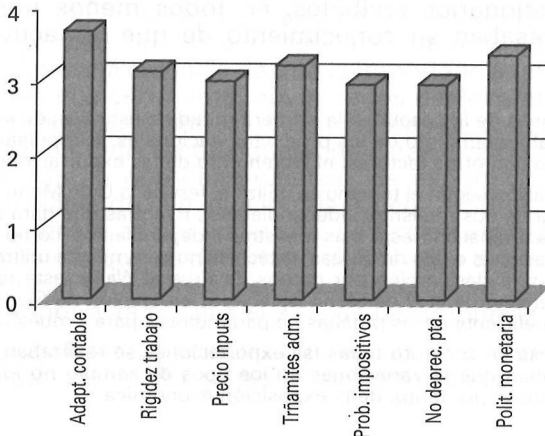
(15) Llama la atención que en algunas encuestas las respuestas son idénticas para todas y cada una de las ventajas o inconvenientes expuestos.

zadas: la falta de información sobre el tema y la creencia de que los problemas operativos de la incorporación de la nueva moneda los van a resolver las entidades financieras, no existiendo una especial preocupación por la adaptación al nuevo entorno económico. Se observa que estos resultados corroboran los obtenidos en una encuesta de la Red de Centros Europeos de Información Empresarial (1997), siendo en parte una consecuencia de la particular distribución por divisas de las exportaciones asturianas, donde las monedas del SME no ocupan un lugar prioritario. La opinión sobre los efectos ventajosos y los problemas que la introducción del euro va a tener sobre la actividad de las empresas exportadoras asturianas se recogen, respectivamente, en los gráficos 4 y 5.

**Gráfico 4**  
**VALORACIÓN MEDIA DE LOS EFECTOS VENTAJOSOS DE LA INTEGRACIÓN EN LA UEM**



**Gráfico 5**  
**VALORACIÓN MEDIA DE LOS INCONVENIENTES DE LA INTEGRACIÓN MONETARIA**



La valoración de las ventajas es muy uniforme, moviéndose entre un valor máximo de la media de las ponderaciones de todas las empresas de 4,107 para el fin de las fluctuaciones monetarias dentro de la Unión Europea, y un mínimo de 3,536 para el aumento de la competitividad y la estabilidad de precios.

Por el contrario, la ponderación de los inconvenientes fue en general más baja, siendo el más valorado el que hacía referencia a los problemas derivados de la adaptación de los registros contables internos, que sin embargo sólo alcanzó un valor medio de 3,643. Respecto de los problemas derivados de la integración llama la atención que el menos valorado sea precisamente el que hace referencia a la imposibilidad de utilizar las depreciaciones como medida para favorecer las exportaciones de un determinado país, en este caso España<sup>16</sup>, cuando la pérdida de competitividad del sector exterior español, una vez que nuestro país esté dentro de la UEM, es el aspecto que más preocupa a los directivos a nivel nacional.

Cuando se les pregunta por una opinión global sobre la integración monetaria, considerando los pros y contras de la misma, se pone de manifiesto que el valor modal es la opinión favorable (57% de las empresas), lo que es consecuente con las ponderaciones antes descritas para las ventajas e inconvenientes por separado; también destaca el hecho de que ninguna de las empresas encuestadas tenga una valoración general desfavorable, a pesar de que se asumen carencias informativas sobre el desarrollo del proceso de integración monetaria.

Ante esta cuestión se decidió estudiar si la opinión global sobre la implantación del euro era la misma atendiendo a tres variables de clasificación consideradas: el tamaño, el volumen de exportaciones y el tipo de divisas en que van denominadas las mismas<sup>17</sup>, obteniéndose unos niveles de significación que indican que no hay diferencias significativas para la opinión sobre la UEM ni por tamaño, ni por volumen de exportaciones, ni por tipo de divisas, lo cual resulta llamativo, al menos por lo que respecta a esta última variable, dado que el efecto de la integración monetaria en principio debería ser distinto según las monedas utilizadas en las transacciones exteriores y el origen o destino de las relaciones comerciales más allá de nuestras fronteras.

#### *4.2. Bloque 3: La gestión del riesgo de cambio*

De los cuestionarios recibidos, en todos menos uno<sup>18</sup> (96,4%) los directivos expresaban su conocimiento de que las actividades de sus

---

(16) Las devaluaciones de la peseta en la primera mitad de esta década supusieron automáticamente un abaratamiento de los productos nacionales, e impulsaron de manera significativa, junto con otros factores, el incremento de las exportaciones.

(17) Para la comparación según el tamaño se utilizó el test de la U de Mann-Whitney (aplicable cuando se trata de dos muestras independientes), mientras que para realizar el contraste de una variable ordinal en tres o más muestras independientes -como es el caso del volumen de exportaciones o tipo de divisas- la técnica no paramétrica utilizada es el análisis de la varianza de una clasificación por rangos de Kruskal-Wallis; esta prueba se considera como una extensión de la U de Mann-Whitney y, en opinión de Siegel (1991, p. 225), se trata de la más eficiente de las pruebas no paramétricas para k muestras independientes.

(18) En esta empresa en concreto todas las exportaciones se realizaban en pesetas, por lo que consideraban que la variaciones en los tipos de cambio no iban a afectarles; no existía consciencia, por tanto, de la exposición económica

empresas estaban afectadas por el riesgo de fluctuación de las monedas. A continuación se les pedía que ponderasen los dos tipos de exposición que les afectaba, el riesgo de transacción y el riesgo económico, obteniendo los resultados que se resumen en el cuadro 4.

**Cuadro 4**  
**EXPOSICIÓN DE TRANSACCIÓN Y EXPOSICIÓN ECONÓMICA**

TIPO DE EXPOSICIÓN	VALORACIÓN (%)					TOTAL	MEDIA
	1	2	3	4	5		
De transacción	0	11,1	25,9	40,7	22,2	100	3,741
Económica	0	22,2	7,1	44,4	25,9	100	3,741

Llama la atención la alta valoración del riesgo económico, que tiene una ponderación media exactamente igual a la del riesgo de transacción, si bien los valores se encuentran más dispersos, concentrándose en los extremos en mayor medida que en el caso del riesgo de transacción, más uniforme. La explicación a este resultado estriba en el hecho de que los directivos son cada vez más conscientes de los efectos que la globalización de la economía tendrá sobre la actividad empresarial, pues, a pesar de que ya se ha comentado reiteradamente la desinformación que manifiestan sobre los aspectos concretos de la introducción del euro, de lo que no cabe duda es que la proximidad de tal evento ha sido el detonante para que los empresarios asturianos valoren más la competitividad empresarial como única posibilidad de expansión, o incluso de supervivencia a largo plazo.

Tras llevar a cabo los test de significación oportunos, cabe señalar que no se han detectado diferencias significativas en cuanto a la percepción que los directivos tienen de ambos tipos de riesgo entre las empresas, tanto clasificadas por tamaño como por volumen de exportaciones; en todo caso, los resultados mostraron ligeras diferencias en la consideración del riesgo económico cuando utilizamos el tamaño como variable de agrupación, mostrándose más sensibles al mismo las empresas grandes.

Seguidamente se cuestionó sobre la actitud adoptada por la empresa ante el riesgo de cambio (45% de las empresas), poniéndose de manifiesto que el valor modal es la gestión activa del riesgo de cambio, lo que implica un estrecho seguimiento de las evoluciones de los mercados y de las posiciones de riesgo que la empresa desea mantener en cada momento. También es notorio el elevado número de empresas (33%) que no adoptan ningún tipo de medida ante el riesgo de cambio, lo que en la mayoría de los casos se debe a la creencia de que la importancia relativa de las pérdidas en que pueden incurrir ante movimientos desfavorables de los tipos de cambio no compensa la adopción de medidas de cobertura que lleven asociados costes; en todo caso, algunas de estas empresas manifestaron elegir la moneda en la que denominaban las exportaciones y hacer un seguimiento razonable de la evolución de las cotizaciones, lo que en definitiva son instrumentos de pre-cobertura. La tercera actitud posible ante el riesgo de cambio es la que se denominó de aversión al riesgo, cuya implementación supone la cobertura sistemática de todas las posiciones de riesgo decantándose por esta política el 22% de las empresas.

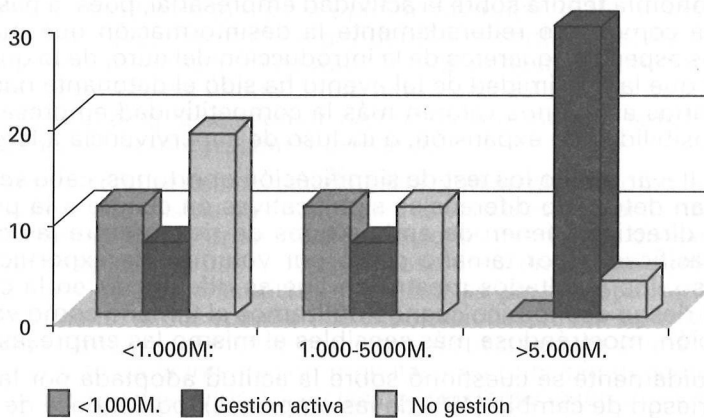
Con el fin de analizar las posibles diferencias en el comportamiento de las empresas según el tamaño, se realizó un contraste de igualdad entre las



proporciones de PYMES y empresas grandes que adoptan una determinada postura ante el riesgo de cambio. Para ello se ha utilizado el test de independencia de la Chi-cuadrado, obteniéndose un nivel crítico  $p = 0,0467$ , lo que lleva a concluir que existen diferencias significativas al 5% en el comportamiento por tamaño de la empresa<sup>19</sup>.

Además, se pretendió analizar la posible asociación entre la actitud adoptada y el volumen de exportaciones, para lo cual se formuló la hipótesis de independencia entre ambas características; dado que el estadístico  $p = 0,0229$ , se llega a la conclusión de rechazar la misma, observándose que a medida que el volumen de exportaciones aumenta, la postura de la empresa va transformándose desde una posición predominante de no adopción de ningún tipo de medida hasta la situación de las empresas con mayor volumen de exportaciones, que mayoritariamente gestionan de forma activa el riesgo de cambio, tal como se observa en el gráfico 6:

**Gráfico 6  
ACTITUD ANTE EL RIESGO DE CAMBIO  
SEGÚN EL VOLUMEN DE EXPORTACIONES**



Un elemento fundamental en la gestión del riesgo de cambio son los objetivos de la misma que, normalmente, suelen venir determinados por la dirección de la empresa, aunque conviene dejar cierto margen de actuación al tesorero o director financiero para que obtenga el mayor provecho de las situaciones inestables que en muchas ocasiones mantienen las divisas. Los resultados del estudio ponen de manifiesto que las empresas que se consideran expuestas al riesgo de cambio mayoritariamente (82%) establecen objetivos en la gestión del mismo.

También se cuestionó la utilización de dos instrumentos que ayudan a la identificación de las operaciones actuales y futuras que comportan riesgo de cambio:

(19) El dato más llamativo es que sólo el 11% de las PYMES realiza una gestión activa del riesgo de cambio, mientras que, en el caso de las consideradas grandes, el 62% de las empresas se identificaban con dicha actitud; por otro lado, las decisiones de no gestionar el riesgo y de cubrir todas las posiciones son más frecuentes dentro de las PYMES.



(a) La confección regular del *Balance de exposición neta al riesgo de cambio*, mediante el que se puede determinar fácilmente la(s) divisa(s) respecto de la(s) que la empresa mantiene una posición cerrada, en la que se cubren todos los riesgos, o abierta, quedando en este caso expuesta a la fluctuación de las monedas;

(b) Por otro lado, el acceso directo a la evolución de las cotizaciones de las divisas mediante algún sistema de información que permita hacer un seguimiento del mercado, tales como Reuters, Infobolsa, Telerate, Blumbers o similares.

Las respuestas recibidas ponen de manifiesto que un 63% de las empresas realizan un seguimiento de las cotizaciones del mercado mediante algún sistema de información, mientras que llama la atención que sólo el 37% de las empresas que se consideraban expuestas al riesgo de cambio realicen de forma habitual un Balance de exposición por divisas.

Después de realizar el análisis descriptivo de la información obtenida respecto de estas cuestiones, se quisieron analizar las posibles diferencias en el comportamiento de las empresas clasificadas según su actitud ante el riesgo de cambio respecto de los tres elementos anteriormente considerados, para lo cual se ha utilizado el test de independencia de la Chi-cuadrado, obteniéndose los resultados que figuran en el cuadro 5:

**Cuadro 5**  
**RELACIÓN ENTRE LA ACTITUD ANTE EL RIESGO DE CAMBIO**  
**Y ALGUNOS ELEMENTOS A UTILIZAR EN SU GESTIÓN**

ASPECTOS SOBRE LA GESTIÓN DEL RIESGO DE CAMBIO	CRITERIO: Actitud
Establecimiento de objetivos en la gestión	0,00216
Confección de Balances de exposición neta	0,08361
Utilización de sistemas de información sobre el mercado	0,00479

Se observa que existen diferencias significativas según la actitud ante el riesgo en cuanto a los tres aspectos considerados, siendo las más significativas las que se ponen de manifiesto respecto del establecimiento de objetivos en la gestión y el seguimiento del mercado de divisas.

En concreto, realizando un análisis particular de cada uno de los anteriores elementos, se constata que se producen las siguientes situaciones:

- Todas las empresas que no establecen objetivos en la gestión del riesgo de cambio no adoptan ningún tipo de medidas ante el mismo; no obstante, hay empresas que aunque adoptan una actitud pasiva ante el riesgo de cambio sí manifiestan que esta postura responde al establecimiento de un objetivo general.

- Es llamativo que el 42% de las empresas que dicen realizar una gestión activa del riesgo de cambio no confeccionan de forma regular un balance de exposición que les facilite la toma de decisiones, si bien es el grupo en el que es más frecuente su confección, algo totalmente lógico.

- Como era de esperar, la práctica totalidad de las empresas que gestionan activamente el riesgo de cambio (92%) tienen un sistema de información que les permite hacer un seguimiento en tiempo real del mercado de divisas.

Respecto de las técnicas o instrumentos de pre-cobertura, tal como puede apreciarse en el cuadro 6, las más utilizadas son el seguimiento documentado de las cotizaciones de las divisas mediante sistemas de información por pantalla, prensa o revistas especializadas, la elección de la moneda de la transacción (mediante estrategias basadas en la denominación de las exportaciones en pesetas, evitar monedas débiles u ofertar distintos precios según la divisa de la transacción), y los ajustes en precios, donde se ha incluido tanto a aquellas empresas que ajustan los precios de sus productos según la evolución esperada de los tipos de cambio como aquellos casos en los que se establece una cláusula de revisión por la que el precio es válido, siempre y cuando la cotización de la moneda no cambie en más de un determinado porcentaje.

**Cuadro 6**  
**FRECUENCIA EN LA UTILIZACIÓN DE MEDIDAS**  
**DE PRE-COBERTURA**

PRE-COBERTURA	VALORACIÓN (%)					TOTAL	MEDIA
	1	2	3	4	5		
Elección moneda transacción	18,5	14,8	7,4	40,7	18,5	100	3,259
Financiación exportación misma divisa	29,6	14,8	11,1	29,6	14,8	100	2,852
Cobertura estructural o de compensación	29,6	22,2	11,1	22,2	14,8	100	2,704
Ajustar precios productos	18,5	14,8	18,5	33,3	14,8	100	3,111
Pactar distribución flujos financieros	40,7	33,3	11,1	14,8	0	100	2,000
Seguimiento regular cotizaciones	7,4	7,4	7,4	51,9	25,9	100	3,815
Contacto directo mesas de Tesorería	37,0	18,5	14,8	11,1	18,5	100	2,556

Por lo que se refiere a las medidas de post-cobertura, adoptadas a la vista de la posición de riesgo que mantiene la empresa en las distintas divisas, su grado de utilización por parte de las empresas asturianas aparece recogido en el cuadro 7:

**Cuadro 7**  
**GRADO DE UTILIZACIÓN DE INSTRUMENTOS**  
**DE POST-COBERTURA**

POST-COBERTURA	VALORACIÓN (%)					TOTAL	MEDIA
	1	2	3	4	5		
<i>Leads and lags</i> (alterar Vencimientos)	70,4	11,1	11,1	7,4	0	100	1,556
Forzar <i>netting</i> (cobertura estructural) a posteriori	63,0	14,8	7,4	11,1	3,7	100	1,778
<i>Factoring</i> o <i>forfaiting</i> internacional	74,1	14,8	3,7	7,4	0	100	1,444
Utilización mercado a plazo ( <i>forward</i> )	48,1	7,4	7,4	18,5	18,5	100	2,519
Futuros financieros en divisas	81,5	11,1	7,4	0	0	100	1,259
Opciones en divisas	81,5	7,4	0	3,7	7,4	100	1,481

Se concluye que, en general, son medidas mucho menos utilizadas que las que se adoptan con carácter previo a la generación del riesgo, lo

que tiene su explicación en las dificultades operativas en la contratación de algunos de estos instrumentos y los costes que comportan<sup>20</sup>. De todas las medidas de post-cobertura la más ampliamente utilizada es la realización de operaciones en el mercado a plazo, que puede considerarse un instrumento utilizado tradicionalmente por la empresas cuyas principales ventajas son la flexibilidad en los términos del mismo y la facilidad de su contratación a través de cualquier intermediario financiero<sup>21</sup>.

Llama la atención la escasa utilización de los futuros financieros y las opciones por parte de las empresas encuestadas, aunque muchas de ellas tienen un volumen de negocio muy importante y cuentan con Departamentos de Tesorería especializados. Como causa genérica de este comportamiento se constató que existen en general bastantes reticencias a la utilización de derivados precisamente por el alto grado de apalancamiento que presentan, lo que a su vez condiciona que no se conozcan todas las posibilidades que ofrecen estos instrumentos. Además, en el caso de los futuros, el hecho de que no coticen en MEF Renta Fija y que exista un mercado *forward* bastante líquido son dos razones adicionales que explican su casi nula contratación por parte de las empresas asturianas.

Un aspecto que resulta interesante contrastar es la existencia de diferencias significativas en la utilización de todos los instrumentos de cobertura según el tamaño de las empresas y según el volumen de exportaciones, obteniéndose los niveles críticos que aparecen en los cuadros 8 y 9, para los instrumentos de pre y post-cobertura respectivamente.

**Cuadro 8**  
**SIGNIFICACIÓN DE LA UTILIZACIÓN DE MEDIDAS**  
**DE PRE-COBERTURA SEGÚN EL TAMAÑO Y EL VOLUMEN**  
**DE EXPORTACIONES<sup>22</sup>**

MEDIDAS DE PRE-COBERTURA	CRITERIO: Tamaño	CRITERIO: Exportaciones
Elección moneda transacción	0,2950	0,2111
Financiación exportación misma divisa	0,3675	0,3918
Cobertura de compensación ( <i>netting</i> )	0,3286	0,6544
Ajustar los precios de los productos	0,5255	0,5032
Pactar distribución temporal de flujos financieros	0,6049	0,2190
Seguimiento documentado de las cotizaciones	0,2285	0,2962
Contacto directo con las mesas de Tesorería	0,0040	0,0011

(20) Este resultado es similar al que se obtuvo en un estudio llevado a cabo en la Comunidad Valenciana (Fuentes Barberá et al, 1995, p.12), que se justifica en base a que la mayoría de las medidas de pre-cobertura tienen un carácter interno a la empresa y su coste es mínimo o nulo, mientras que en aquellos casos en los que se pretende corregir el riesgo hay que recurrir generalmente a los mercados financieros, suponiendo la contratación del mecanismo de cobertura un coste adicional.

(21) No obstante, dado que el mercado a plazo es un mercado continuo, lo mejor es contratar las operaciones directamente con las mesas de Tesorería de la banca para minimizar las comisiones.

(22) Para el contraste por tamaño se ha utilizado la U de Mann-Whitney, mientras que al considerar como variable de agrupación el volumen de exportaciones se realizó la prueba de Kruskal-Wallis.

**Cuadro 9**  
**NIVELES CRÍTICOS PARA EL GRADO DE UTILIZACIÓN**  
**DE INSTRUMENTOS DE POST-COBERTURA**

MEDIDAS DE POST-COBERTURA	CRITERIO: Tamaño	CRITERIO: Exportaciones
Alterar vencimientos de pagos o cobros	0,7255	0,8630
Forzar <i>netting</i> a posteriori	0,3259	0,8662
<i>Factoring</i> y <i>forfaiting</i> internacional	0,1919	0,8374
Operaciones en el mercado a plazo	0,0060	0,0243
Contratar futuros financieros	0,4472	0,6068
Contratar opciones en divisas	0,4253	0,2700

Únicamente se observan diferencias significativas en la existencia de contacto directo con las mesas de Tesorería de la banca para la contratación de instrumentos financieros y en las operaciones que se realizan en el mercado a plazo; en ambos casos se concluye, a partir del análisis de la correlación por rangos, que el comportamiento es diferente tanto por tamaño como por volumen de exportaciones<sup>23</sup>. Para el resto de instrumentos de cobertura no se han detectado diferencias significativas en el grado de utilización por parte de PYMES o grandes empresas, ni entre las empresas con diferentes cifras de exportación.

Estos resultados conducen al análisis de la posible asociación entre el tamaño y el volumen de exportaciones, cuya distribución de frecuencias se recoge en el cuadro 10:

**Cuadro 10**  
**VOLUMEN DE EXPORTACIONES Y TAMAÑO EMPRESARIAL**

EXPORTACIONES/ TAMAÑO	PYMES	GRANDES	TOTAL
< 1.000 MPTAS.	32,1%	3,6%	35,7%
1.000 – 5.000 M.	0%	32,1%	32,1%
> 5.000 MPTAS.	0%	32,1%	32,1%
<b>TOTAL</b>	<b>32,1%</b>	<b>67,9%</b>	<b>100%</b>

Para la determinación de la relación entre ambas variables se ha aplicado el coeficiente de correlación de rangos de Spearman, cuya aplicación requiere que ambas variables sean medidas al menos en una escala ordinal. El coeficiente obtenido (0,8132) indica que existe una correlación significativa al 1%, constatándose que todas las empresas cuyo volumen de exportaciones es superior a 1.000 millones de pesetas son catalogadas como grandes según el criterio establecido.

(23) Sólo el 11% de las PYMES afirmó utilizar los contratos forward, mientras que más del 60% de las empresas grandes acuden a este mercado de forma habitual; además, de estas últimas la mayoría tienen un volumen de exportaciones superior a 5.000 millones de pesetas.

#### 4.3. Bloque 4: Tratamiento contable

El Bloque comienza con varias preguntas en las que se analizó si el tratamiento contable adoptado para la valoración y reconocimiento de diferencias de cambio asociadas a la operación principal<sup>24</sup> era el que se recoge en la normativa vigente<sup>25</sup> o si, en cambio, existían tratamientos alternativos para algunas cuestiones. Para conseguir este objetivo se fueron realizando una serie de preguntas en cascada sobre los principales aspectos a considerar en la problemática de las partidas en moneda extranjera, observándose que si bien la totalidad de los directivos afirman seguir las disposiciones emanadas del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), en muchos casos las respuestas obtenidas ponen en entredicho la aseveración inicial.

El 96% de las empresas valoran los elementos expresados en divisas según el tipo de cambio vigente en la fecha de su incorporación al patrimonio. Solamente en un caso se afirma utilizar un tipo de cambio referido a otra fecha, lo cual es posible cuando existe cobertura de la transacción mediante un contrato a plazo<sup>26</sup>, como ocurre en este caso dado que se trata de una empresa cuya actitud ante el riesgo de cambio se corresponde con la denominada de *aversión al riesgo*, de forma que no se van a mantener posiciones descubiertas en divisas, y se utilizará en todos los casos el mercado *forward* para instrumentar la cobertura. En lo que si existe unanimidad es en el reconocimiento como resultados del período de las diferencias de cambio realizadas, por operaciones liquidadas en el ejercicio, así como las derivadas de la tesorería en moneda extranjera.

Respecto de la valoración de las partidas denominadas en moneda extranjera pendientes de vencimiento al cierre del ejercicio, el 78% de las empresas dicen corregir la misma en función del nuevo tipo de cambio vigente a la fecha de presentación de las cuentas anuales. Por otro lado, cuando se les preguntaba sobre las partidas concretas que eran objeto de revisión sólo el 48% de los que corrigen las valoraciones aplicaban los nuevos cambios exclusivamente a las partidas monetarias (tesorería, créditos, débitos y valores de renta fija), mientras que el resto afirmaban corregir también otras partidas no monetarias, tales como el inmovilizado, las existencias y los títulos de renta variable.

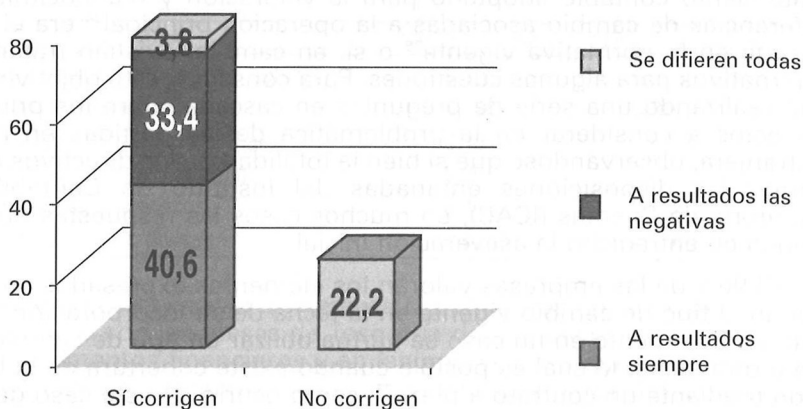
Por otro lado, al corregir al cierre del ejercicio la valoración de las partidas pendientes de vencimiento según los tipos de cambio vigentes en ese momento, surgen diferencias de cambio no realizadas, sobre cuyo tratamiento contable se obtuvieron los resultados que se recogen en el gráfico 7:

(24) Todas las empresas tienen en común la realización de operaciones comerciales de exportación; no obstante, no son las únicas transacciones expuestas al riesgo de cambio, pues se deben incluir las importaciones y las operaciones financieras y de inversión.

(25) En el Plan General de Contabilidad se aborda el tratamiento de las operaciones en moneda extranjera en la norma de valoración número 14 y dentro del contenido de la Memoria.

(26) Este tratamiento contable para las operaciones *forward* es defendido por el IASC (1993) y el ASC (1983), y consiste en valorar la operación principal según el tipo de cambio a plazo de cobertura, de forma que al cierre del ejercicio no procede la corrección del valor de la operación expresada en moneda extranjera y lo único que debe hacerse es imputar la parte proporcional de la prima o descuento que en un primer momento se haya diferido.

**Gráfico 7**  
**RECONOCIMIENTO DE LAS DIFERENCIAS DE CAMBIO NO REALIZADAS**



Se observa que el criterio basado en el principio de prudencia, que consiste en dar un tratamiento asimétrico a las diferencias de cambio no realizadas según el signo de las mismas, es menos utilizado que el tratamiento contable que se desprende de la normativa del ámbito anglosajón, consistente en no hacer distinciones según el signo de las diferencias, llevándolas en cualquier caso al resultado del período, justificándose este planteamiento en aras de la consecución de la imagen fiel empresarial. En cualquier caso, no debemos olvidar que ello supone un incumplimiento de la normativa vigente en España, dado que las normas de valoración del PGC<sup>27</sup> son de obligada aplicación para todas las empresas.

Puestos en contacto con los autores del trabajo *La auditoría de las empresas asturianas* (1998, pp. 195-214), se constató que en la práctica totalidad de las empresas estas cuestiones no tienen reflejo en los informes de auditoría, de lo que se desprende que no son significativas para la obtención de la imagen fiel empresarial.

A continuación se inicia un grupo de cuatro cuestiones relativas a la contabilización de los instrumentos financieros derivados. Con anterioridad ya se puso de manifiesto la escasa contratación de estos productos financieros por parte de las empresas encuestadas, excepto en lo que se refería a las operaciones en el mercado a plazo. Ahora bien, este último tipo de contratos, si bien en esencia son instrumentos financieros derivados (*derivan* de un subyacente, la divisa), desde un punto de vista contable tienen un tratamiento específico como una operación más de Balance por dos razones:

- Es una operación cerrada, a liquidar al vencimiento.
- No hay diferencias de cotización a realizar, ni son negociables en un mercado secundario.

(27) Los criterios y reglas de aplicación para el reconocimiento de diferencias de cambio en moneda extranjera aparecen contemplados en la norma valorativa nº 14.



Lo anteriormente expuesto motiva el escaso número de respuestas válidas a este grupo de preguntas. De los resultados observados se extraen como conclusiones más significativas las siguientes:

(a) La mayoría de las empresas que contratan estos productos incluyen información específica relativa a los mismos en la Memoria<sup>28</sup>; además, la mitad de las mismas realizan de forma complementaria anotaciones marginales o utilizan cuentas de orden para el reconocimiento contable de estos instrumentos.

(b) Para la valoración del contrato no existe uniformidad sobre la utilización del precio de adquisición o del valor de mercado en todo momento.

(c) Lo mismo ocurre para la contabilización de las diferencias de cotización, ya que un buen número de empresas afirman dar a las mismas el tratamiento que corresponde considerando las operaciones con derivados de forma independiente, obviando que se trata de una cobertura de riesgos, por lo que se debería dar a las diferencias de cotización un tratamiento simétrico a los resultados que se derivan de la operación principal.

En definitiva, existe consenso sobre la idoneidad de informar en la Memoria sobre la contratación de instrumentos derivados, pero las posturas divergen respecto de la valoración del contrato y el reconocimiento de diferencias de cotización. Sobre este último aspecto parece fundamental que los esfuerzos normalizadores se orienten hacia la consecución de una mayor precisión en los conceptos de cobertura de riesgos y en el reflejo de las operaciones de esta naturaleza, para evitar situaciones en las que los resultados derivados del elemento cubierto puedan ser reconocidos en un ejercicio distinto a los que se generen en la operación de cobertura.

La última pregunta del cuestionario se refería a los organismos emisores de normas contables que habían sido tenidos en cuenta a la hora de registrar y valorar las operaciones en moneda extranjera, obteniéndose los resultados que aparecen en el cuadro 11:

**Cuadro 11**  
**ORGANISMOS NORMALIZADORES EN CONTABILIDAD**

ORGANISMOS NORMALIZADORES	NÚMERO	PORCENTAJE
Sólo ICAC (Plan General de Contabilidad)	13	48,1
Nacionales (ICAC, AECA, Banco de España, etc)	9	33,3
Nacionales (Id.) e Internacionales (IASC, FASB)	5	18,5
<b>TOTAL</b>	<b>27</b>	<b>100</b>

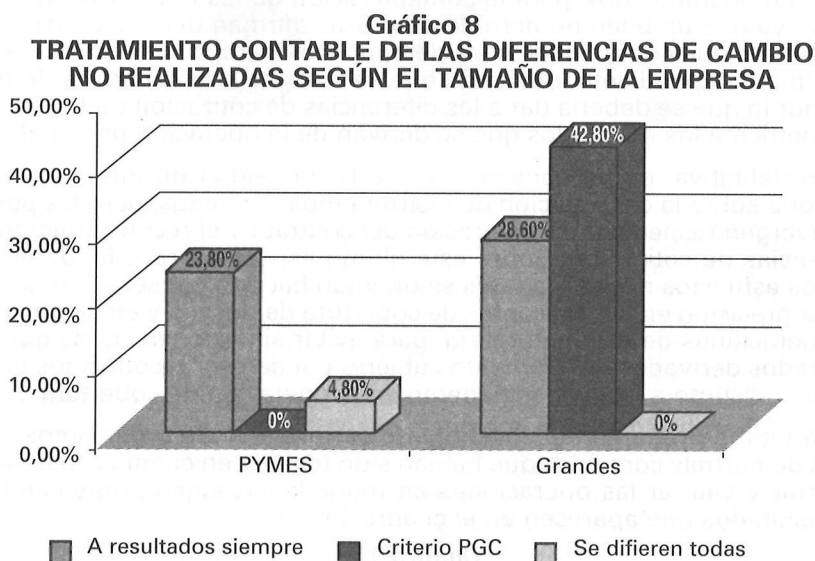
Con el fin de analizar posibles diferencias en el tratamiento contable de las operaciones en moneda extranjera según el tamaño de la entidad<sup>29</sup>

(28) Excepto un caso en el que se realizan anotaciones marginales en los estados contables para la representación de los derivados, informando en la Memoria sobre los principios contables y los criterios de valoración utilizados, pero dentro de las notas correspondientes, y no de forma separada.

(29) Entre otros factores, el tamaño de la empresa puede influir en la existencia de un Departamento de Contabilidad más o menos especializado.

se efectuaron los oportunos contrastes de igualdad<sup>30</sup> entre las proporciones de PYMES y grandes empresas que adoptan un determinado tratamiento contable u otro, concluyéndose que existen diferencias significativas respecto de dos cuestiones.

En primer lugar, el tratamiento contable de las diferencias de cambio puestas de manifiesto al corregir al cierre del ejercicio la valoración de las partidas en moneda extranjera pendientes de vencimiento es distinto según se trate de PYMES o empresas grandes ( $p = 0,0219$ ); las primeras suelen llevar todas las diferencias a resultados, mientras que en las segundas se utiliza de forma mayoritaria el criterio establecido en el Plan General de Contabilidad, tal como se recoge en el gráfico 8:

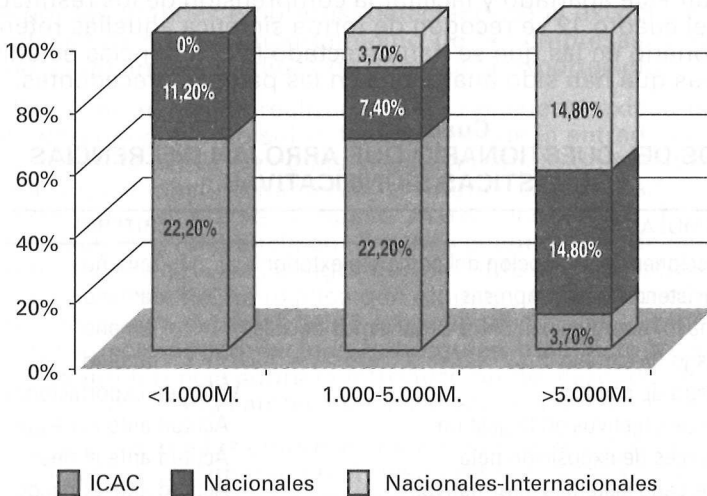


Por otro lado, en cuanto a la normativa contable en la que se basa el tratamiento de las partidas expresadas en divisas y los instrumentos de cobertura utilizados, se observa que no existen diferencias significativas por tamaño. No obstante, cuando se analizó la posible asociación entre los organismos normalizadores considerados y el volumen de exportaciones, formulando la hipótesis de independencia de ambas características, se obtuvo un nivel crítico  $p = 0,0455$ , lo que implica que en este caso sí existen diferencias significativas en el comportamiento de la empresas consideradas (gráfico 9)<sup>31</sup>.

(30) Con carácter general se utilizó el test habitual de independencia de la Chi-cuadrado, excepto en el caso de tablas de contingencia  $2 \times 2$ , en cuyo caso se ha optado por considerar el resultado obtenido para el test exacto de Fisher.

(31) Los resultados obtenidos son dispares en los contrastes de igualdad realizados entre las empresas de distinto tamaño y diferente nivel de exportaciones, dado que, si bien entre ambas variables de agrupación existe correlación, ésta no es perfecta.

**Gráfico 9**  
**RELACIÓN ENTRE EL VOLUMEN DE EXPORTACIONES**  
**Y LOS ORGANISMOS EMISORES DE NORMAS CONTABLES**



Se constata, respecto de esta última cuestión, que las empresas con un volumen de exportaciones inferior a 5.000 millones de pesetas prácticamente no tienen en cuenta la normativa internacional a la hora de contabilizar las operaciones expresadas en divisas y los instrumentos de cobertura utilizados. También llama la atención el elevado número de empresas (48%) que sólo utilizan la normativa emanada del ICAC, dado que hay algunos aspectos concretos, como la contabilización de las operaciones *forward*<sup>32</sup>, que no aparecen contemplados en el PGC, por lo que para su adecuado reflejo habría que acudir a organismos de ámbito internacional.

Este resultado es consecuente con el modelo de regulación contable continental, dentro del que podríamos situar, además del español, a los sistemas contables italiano, francés y alemán<sup>33</sup>. En estos países prevalece la planificación contable junto con leyes fiscales que favorecen la uniformidad, existiendo por tanto una escasa influencia de la profesión contable en el proceso regulador.

Una vez asumido este hecho, lo que llama poderosamente la atención es que la realidad de las prácticas contables en relación a las operaciones en moneda extranjera y los instrumentos de cobertura demuestre tan escaso cumplimiento de la normativa vigente, máxime cuando más del 80% de las empresas encuestadas afirman no seguir las disposiciones

(32) Tal como se había comentado, la utilización del mercado a plazo como instrumento de cobertura del riesgo de cambio, una vez generado este, es la técnica más empleada por las empresas que forman parte de la muestra.

(33) Para un mayor detalle sobre la normalización contable en la Unión Europea puede verse el trabajo de Zardoya Alegría y Gasca Galán (1998, pp. 969-982).

emanadas de los organismos normalizadores de ámbito internacional, lo que podría justificar en parte la utilización de criterios alternativos de valoración a los contenidos en la normativa del ICAC<sup>34</sup>.

Para concluir este apartado y facilitar la comprensión de los resultados obtenidos, en el cuadro 12 se recogen de forma sintética aquellas referencias del cuestionario en las que se han detectado las diferencias estadísticas significativas que han sido analizadas en las páginas precedentes.

**Cuadro 12**  
**ASPECTOS DEL CUESTIONARIO QUE ARROJAN DIFERENCIAS ESTADÍSTICAS SIGNIFICATIVAS**

CUESTIÓN FORMULADA	CRITERIO
Utilización de acciones de promoción del comercio exterior	Tamaño
Información y asistencia a las empresas	Tamaño
Necesidad de mayor coordinación entre Organismos oficiales	Tamaño
Actitud ante riesgo de cambio	Tamaño
Actitud ante riesgo de cambio	Volumen exportaciones
Establecimiento de objetivos en la gestión	Actitud ante el riesgo
Confección Balances de exposición neta	Actitud ante el riesgo
Seguimiento mercado-sistemas informativos	Actitud ante el riesgo
Pre-cobertura: contacto Mesas de Tesorería	Tamaño
Pre-cobertura: contacto Mesas de Tesorería	Volumen exportaciones
Post-cobertura: operaciones <i>forward</i>	Tamaño
Post-cobertura: operaciones <i>forward</i>	Volumen exportaciones
Contabilización diferencias no realizadas	Tamaño
Seguimiento Organismos normalizadores	Volumen exportaciones

## 5. CONCLUSIONES

Las conclusiones más relevantes que se han extraído de la investigación empírica sobre el desarrollo de la actividad exportadora por parte de las empresas asturianas, así como sobre la gestión financiera del riesgo de cambio que les afecta y el tratamiento contable de las operaciones en divisas se pueden sintetizar en los siguientes párrafos.

El factor más relevante para explicar la decisión de internacionalizar sus actividades por parte de las empresas asturianas es la necesidad de diversificar mercados, lo que pone de manifiesto que las empresas son cada vez más conscientes de la globalización de la economía y de la necesidad de que sean sus propias estructuras productivas las que se adapten al mercado y no al revés. Por otro lado, los instrumentos de apoyo al

(34) Este resultado es similar al obtenido en otro trabajo sobre la información presentada por las empresas exportadoras valencianas (Gandía Cabedo, et al, 1996, p. 103), donde se constató que el grado de cumplimiento de las disposiciones contenidas en el Plan General de Contabilidad era bajo, aduciéndose en la mayor parte de los casos que las razones de los referidos incumplimientos estribaban en su no incidencia sobre la imagen fiel del patrimonio y del resultado del ejercicio.

comercio exterior más utilizados son los de tipo comercial, concretamente las acciones de promoción y las de asistencia e información sobre aspectos varios del proceso de exportación. Además, este tipo de instrumentos comerciales son utilizados de forma más asidua por las PYMES que por las grandes empresas, detectándose la existencia de diferencias significativas en el comportamiento de las empresas, según el tamaño, respecto de ambas medidas de apoyo a la exportación.

En el momento de realización de la encuesta existía en general bastante desconocimiento sobre los efectos que la entrada en la UEM puede tener sobre la actividad de las empresas objeto de estudio, lo que condicionaba que, mayoritariamente, no hubiesen adoptado ningún tipo de medida para adaptarse al nuevo marco económico. Por otro lado, se constata la poca relevancia en términos cuantitativos de las exportaciones denominadas en divisas integrantes del SME sobre la cifra total de comercio exterior. Este hecho explica que algunas de las empresas encuestadas no se mostrasen especialmente preocupadas por el inminente cambio en el entorno económico; incluso hubo quien manifestó expresamente una absoluta indiferencia sobre la introducción del euro, desde la perspectiva de que no implicaría cambios en la estrategia comercial de sus empresas.

La gestión que las empresas exportadoras realizan del riesgo de cambio se centra básicamente en el riesgo de transacción, dado que el riesgo económico es muy difícil de cuantificar y, por tanto, de gestionar. No obstante, la valoración de los directivos sobre la exposición al riesgo de tipo económico es bastante elevada, lo que indica una mayor sensibilidad a los efectos que las variaciones en los tipos de cambio tienen en la competitividad de sus empresas, con lo que se constata que se ha ampliado la perspectiva de los empresarios sobre el riesgo de cambio, que tradicionalmente se limitaba a las modificaciones experimentadas en el valor de las transacciones denominadas en divisas. Por otro lado, el tamaño empresarial y el volumen de exportaciones influyen de forma significativa en la actitud adoptada ante el riesgo de cambio, observándose que las empresas que realizan una gestión activa del mismo son, mayoritariamente, de tamaño grande y con un volumen de exportaciones elevado; de hecho son precisamente estas empresas las que establecen objetivos en la gestión del riesgo de cambio, confeccionan de forma habitual Balances de exposición neta y utilizan sistemas de información que les permiten hacer un seguimiento en tiempo real del mercado de divisas, detectándose la existencia de diferencias significativas respecto de estos tres aspectos, al considerar el comportamiento de las empresas clasificadas según la actitud que adopten ante el riesgo de cambio.

El seguimiento documentado de las cotizaciones de las divisas y la elección de la moneda de la transacción son los instrumentos de pre-cobertura más utilizados por las empresas asturianas; además, este tipo de técnicas que se adoptan con carácter previo a la generación del riesgo son en general más utilizadas que las instrumentadas a la vista del mismo, debido a la facilidad de su implementación y al mínimo o nulo coste que suponen. En cuanto a las medidas de post-cobertura, la contratación en el mercado a plazo es la técnica más empleada, sobre todo por parte de las empresas grandes, ya que prácticamente ninguna de las PYMES afirmaba realizar operaciones *forward* de forma habitual.

Existe una gran heterogeneidad en el tratamiento contable de las operaciones en moneda extranjera, en particular sobre la corrección o no del valor de las partidas expresadas en divisas pendientes de vencimiento al cierre del ejercicio, lo que resulta especialmente llamativo si se considera que dicho tratamiento contable aparece recogido de forma expresa en las Normas de Valoración del PGC, que son de aplicación obligatoria. En cuanto al reflejo de las diferencias de cambio no realizadas, que se producen al efectuar al cierre del ejercicio la corrección del valor de las partidas en moneda extranjera pendientes de vencimiento, también pone de manifiesto la adopción de soluciones diferentes a la planteada en el PGC, que sólo es acatada por una tercera parte de las empresas; asimismo, se constata que existen diferencias en el tratamiento según se trate de PYMES o empresas grandes, observándose que las primeras utilizan de forma mayoritaria un tratamiento alternativo al establecido en el PGC, que consiste en llevar todas las diferencias de cambio a resultados, independientemente del signo. Por último, en el tratamiento contable de los instrumentos financieros derivados, a pesar de la escasa contratación, también se pone de relieve la falta de uniformidad en el reflejo y valoración de los contratos, así como en el reconocimiento de las diferencias de cotización, lo que es consecuente con la dificultad que entraña la propia contabilización de estos instrumentos, así como con el hecho de que gran parte de la normativa contable sobre el tema emane de organismos internacionales.

A modo de resumen, en el estudio empírico se ha podido constatar el elevado conocimiento de los directivos sobre la gestión del riesgo de cambio al que están expuestas sus empresas, si bien, a la hora de aplicar técnicas concretas, se decantan por la utilización de medidas de tipo interno o, en todo caso, de instrumentos que pueden considerarse tradicionales, como son los contratos *forward*. Por otro lado, desde el punto de vista contable, la conclusión más significativa es la constatación de un elevado grado de incumplimiento en la aplicación de los criterios contenidos en la normativa vigente, concretamente en el PGC, sobre la contabilización de las operaciones en moneda extranjera.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Accounting Standards Committee (ASC) (1983): "Foreign Currency Translation", Statement of Standard Accounting Practice (SSAP) nº 20, en *Accounting Standards 1992-93*, The Bath Press, London.
- Adell Ramón, R. y Romeo García, R. (1996): *Opciones y futuros financieros*, Pirámide, Madrid.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA) (1992): "Diferencias de cambio en moneda extranjera", *Serie Principios Contables*, nº 4, AECA, Madrid.
- Calvo Gómez, F. (1994): *Estadística aplicada*, Deusto, Bilbao.
- Canals, J. (1992): *L'Internacionalització*, Departament d'Industria, Barcelona.



- Casas Sánchez, J. M. (1996): *Inferencia estadística para economía y administración de empresas*, Centro de Estudios Ramón Areces S.A., Madrid.
- Circular 4/1991 del Banco de España, de 14 de junio, sobre Entidades de Crédito: "Normas de Contabilidad y Modelos de Estados Financieros".
- Consejo de Cámaras Oficiales de Asturias de Comercio, Industria y Navegación (1995): *1.000 Empresas asturianas*, Asturcámaras, Oviedo.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) (1981): *Foreign Currency Transaction*, Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n° 52, Stanford.
- (1993): *A Report on Deliberations, Including Tentative Conclusions on Certain Issues, Related to Accounting for Hedging and other Risk-Adjusting Activities*, Stanford.
- (1994): *Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments*, SFAS n° 119, Stanford.
- Fuentes Barberá, C.; Gandía Cabedo, J. L. y García Benau, M. A. (1995): "Una aproximación a la práctica empresarial sobre la gestión del riesgo de cambio", *Técnica Contable*, pp.1-18.
- Gandía Cabedo, J. L.; García Benau, M. A. y Fuentes Barberá, C. (1996): "Operaciones en moneda extranjera: análisis de la información que presentan las empresas exportadoras valencianas", *Esic-Market*, n° 92, pp. 91-105.
- García Benau, M. A.; Laínez Gadea, J. A. y Monterrey Mayoral, J. (1996): *Contabilidad para la empresa multinacional*, Pirámide, Madrid.
- International Accounting Standards Committee (IASC) (1993): "The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates", International Accounting Standard (IAS) n° 21, en *International Accounting Standards 1995*, IASC, London.
- Logue, D. E. y Oldfield, G. S. (1977): "Managing foreign assets when foreign exchange markets are efficient", *Financial Management*, summer, pp. 16-22.
- López Díaz, A.; Martínez Arias, A. y García Díez, J. (1998): "La auditoría de las empresas asturianas", *Revista Asturiana de Economía*, n° 11, Asociación Asturiana de Estudios Económicos, pp. 195-213.
- Ontiveros Baeza, E. y Bergés Lobera, A. (1983): *Gestión financiera del riesgo de cambio en la empresa*, Ediciones ICE, Madrid.
- Pérez Suárez, R. y López Menéndez, A. J. (1997): *Análisis de datos económicos II. Métodos Inferenciales*, Pirámide, Madrid.
- Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.

- Red de Centros Europeos de Información Empresarial (1997): *Estudio sobre las consecuencias de la entrada en vigor del euro sobre las empresas españolas*, CIES-The Research Alliance, Pamplona.
- Roselló Conde, A. (1996): "La información para la toma de decisiones en el comercio internacional", en Díaz Mier, M.A. (Coord.): *Técnicas de comercio exterior I*, Pirámide, Madrid.
- Sánchez Carrión, J. J. (1995): *Manual de análisis de datos*, Alianza Universidad Textos, Madrid.
- Siegel, S. (1994): *Estadística no paramétrica aplicada a las ciencias de la conducta*, Trillas, México D.F.
- Uriel Jiménez, E. (1995): *Análisis de datos: series temporales y análisis multivariante*, AC, Madrid.
- Zardoya Alegría, A. I. y Gasca Galán, M. M. (1998): "Análisis comparativo de la información contable en la Unión Europea", comunicación presentada al VIII Congreso de la ASEPUC, Alicante, mayo, pp. 969-982.

## AGRADECIMIENTOS

Quiero dejar constancia expresa del agradecimiento a todas las Instituciones que han posibilitado la realización de este trabajo de investigación. En primer lugar, a la Universidad de Oviedo por la financiación concedida para el desarrollo del estudio empírico. A la Cámara de Comercio, Industria y Navegación de Oviedo y al ICEX por facilitar la información necesaria para llevar a cabo la presente investigación. Por último, a todas las personas que han colaborado en el estudio, y por extensión a las empresas que representan, por su dedicación, paciencia y esfuerzo.

## ABSTRACT

This study books into the foreign exchange risk practices of the companies established in Asturias (Spain). To begin with, a survey is conducted among this companies in order to gain insight into the level of understanding and professional skill of foreign exchange risk managers. Furthermore, evidence is obtained of the hedging devices used in practice by those companies, as well as the accounting practice concerning foreign currency operations and its degree of compliance with national and international generally accepted accounting principles.

*Key words:* international economics, foreign exchange risk, management, hedge, accounting practice.