



**FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES, ECONÓMICAS Y FINANCIERAS
SECCIÓN DE POSGRADO**

**USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN LA
GESTIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS DE COMERCIO
EXTERIOR QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE
PERÚ Y CHILE 2013-2017**

**PRESENTADA POR
RUTH VASQUEZ RIVAS PLATA**

**ASESOR
AMPELIO RICARDO BARRÓN ARAOZ**

TESIS

**PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE DOCTORA EN
CIENCIAS CONTABLES Y FINANCIERAS**

LIMA – PERÚ

2020



CC BY-NC-ND

Reconocimiento – No comercial – Sin obra derivada

La autora sólo permite que se pueda descargar esta obra y compartirla con otras personas, siempre que se reconozca su autoría, pero no se puede cambiar de ninguna manera ni se puede utilizar comercialmente.

<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>



**FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES, ECONÓMICAS Y FINANCIERAS
SECCIÓN DE POSGRADO**

**USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN
LA GESTIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS DE
COMERCIO EXTERIOR QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE
VALORES DE PERÚ Y CHILE 2013-2017**

**TESIS
PARA OBTENER EL GRADO ACADÉMICO DE DOCTORA
EN CIENCIAS CONTABLES Y FINANCIERAS**

**PRESENTADO POR
RUTH VASQUEZ RIVAS PLATA**

**LIMA - PERÚ
2020**

**USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN
LA GESTIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS DE
COMERCIO EXTERIOR QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE
VALORES DE PERÚ Y CHILE 2013-2017**

ASESORES Y MIEMBROS DEL JURADO

ASESOR

PRESIDENTE DEL JURADO

SECRETARIO

MIEMBROS DEL JURADO

DEDICATORIA

A Dios por guiar mi camino; y a mis padres Luis y Manuela, quienes siempre me apoyaron y me enseñaron el camino de la superación.

AGRADECIMIENTO

A mis profesores, que me orientaron por el camino de la investigación.

ÍNDICE

Portada	i
Título	ii
Asesor y miembros del Jurado	iii
Dedicatoria	iv
Agradecimiento	v
ÍNDICE	vi
ÍNDICE DE TABLAS	ix
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xi
RESUMEN	xiv
ABSTRACT	xv
ESTRATTO	xvi
INTRODUCCIÓN	xvii
 CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	
1.1. Descripción de la realidad problemática	1
1.2. Formulación del problema	10
1.2.1. Problema Principal	10
1.2.2. Problemas secundarios	10
1.3. Objetivos de la investigación	11
1.3.1. Objetivo General	11
1.3.2. Objetivos específicos	11
1.4. Justificación de la investigación	12
1.4.1. Importancia	12
1.4.2. Viabilidad de la Investigación	13
1.5. Limitaciones del estudio	13
	vi

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1. Antecedentes de la Investigación	14
2.1.1. Universidades Peruanas	14
2.1.2. Universidades Extranjeras	18
2.2. Bases Teóricas	20
2.2.1. Variable Independiente: Instrumentos Financieros Derivados	20
2.2.1.1. Historia	20
2.2.1.2. Mercados de Derivados en el mundo	21
2.2.1.3. Tipos de instrumentos Financieros derivados	22
2.2.1.4. Malas prácticas en derivados	31
2.2.1.5. Marco Legal	33
2.2.2. Variable Dependiente: Gestión Financiera	36
2.2.3. Análisis General de Riesgos	39
2.2.3.1. Clasificación de Riesgos	40
2.3. Instrumentos Financieros derivados países de la Región.	44
2.4. Definiciones Conceptuales	51

CAPÍTULO III: HIPÓTESIS Y VARIABLES

3.1. Hipótesis principal	54
3.2. Hipótesis secundarias	54
3.3. Operacionalización de variables	55

CAPÍTULO IV: METODOLOGÍA

4.1. Diseño metodológico	58
4.2. Población y muestra	59
4.3. Técnicas de recolección de datos	66
4.4. Técnicas para el procesamiento de la información	66
4.5. Aspectos éticos	66

CAPÍTULO V: RESULTADOS

5.1. Resultados de la Entrevista	67
5.2. Interpretación de Resultados de la Encuesta	73
5.3. Contrastación de la hipótesis	112

CAPÍTULO VI DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	
6.1. Discusión	125
6.2. Conclusiones	126
6.3. Recomendaciones	127
FUENTES DE INFORMACIÓN	
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	128
ANEXOS	
ANEXO 1: MATRIZ DE CONSISTENCIA	134
ANEXO 2: MATRIZ DE VALIDACIÓN Y OBTENCIÓN DE DATOS	135
ANEXO 3: GUÍA DE ENTREVISTA	136
ANEXO 4: CUESTIONARIO DE ENCUESTA	138

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.1	PBI Perú – Participación por Sector Económico	3
Tabla 1.2	Forwards de monedas de empresas bancarias con el público	8
Tabla 1.3	Swaps de monedas de empresas bancarias con el público	8
Tabla 2.1	Capitalización bursátil MILA (A diciembre)	45
Tabla 2.2	Suscripción anual de Derivados Financieros en Commodities	50
Tabla 3.1	Matriz de operacionalización de la variable independiente	56
Tabla 3.2	Matriz de operacionalización de la variable dependiente	57
Tabla 4.1	Riesgo de mercado Sector Minería (2013-2018)	60
Tabla 4.2	Riesgo de mercado Sector Alimentos (2013-2018)	61
Tabla 4.3	Empresas consideradas en la Población	62
Tabla 4.4	Empresas consideradas en la Muestra	65
Tabla 5.1	¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?	74
Tabla 5.2	¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de tipo de cambio?	76
Tabla 5.3	¿Cree usted que su empresa está expuesta a volatilidad de tasas de interés?	78
Tabla 5.4	¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de volatilidad de precio de commodities?	80
Tabla 5.5	¿Cree Ud. que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el Flujo de Caja de las empresas de Comercio Exterior?	83
Tabla 5.6	¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?	85
Tabla 5.7	¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de tasas de interés?	87
Tabla 5.8	¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?	89

Tabla 5.9	¿Cree usted que el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?	92
Tabla 5.10	¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?	94
Tabla 5.11	¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad de patrimonio de las empresas de comercio exterior?	96
Tabla 5.12	¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa?	98
Tabla 5.13	¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tipo de cambio?	100
Tabla 5.14	¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tasas de interés?	102
Tabla 5.15	¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de commodities?	104
Tabla 5.16	¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?	106
Tabla 5.17	¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?	108
Tabla 5.18	¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?	110
Tabla 5.19.	Tabla Cruzada - Volatilidad de los activos subyacentes incide en el uso de instrumentos financieros	113
Tabla 5.20	Tabla cruzada - Tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión	116
Tabla 5.21	Tabla cruzada - Forward de tipo de cambio índice en el nivel de rentabilidad neta	118
Tabla 5.22	Tabla Cruzada - Swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio	120
Tabla 5.23	Tabla Cruzada – Las opciones de coberturas de commodities inciden en el nivel del valor de la acción	122
Tabla 5.24	Tabla Cruzada - La Gestión Financiera ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados	124

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1.	Evolución del PBI 1995 - 2017	1
Figura 1.2.	Evolución del Tipo de Cambio 2013-2018	3
Figura 1.3.	Evolución del Precio del Oro \$/onza 2014-2018	4
Figura 1.4.	Evolución del Precio de la Plata \$/onza 2014-2018	5
Figura 1.5.	Evolución del Precio del Cobre \$/libra 2014 – 2018	5
Figura 1.6.	Evolución del Precio del Zinc \$/ton 2014 – 2018	6
Figura 1.7	Saldo bruto de forwards	7
Figura 2.1.	Riesgos Globales	41
Figura 2.2.	Evolución del riesgo país Perú	43
Figura 2.3.	Capitalización Bursátil MILA	46
Figura 2.4.	Volatilidad del peso chileno (peso/dólar)	47
Figura 2.5.	Suscripción mensual de Derivados Financieros de Divisas	48
Figura 2.6.	Suscripción anual de Derivados Financieros de Divisas	48
Figura 2.7.	Posición anual de Derivados Financieros de tasas de interés	49
Figura 2.8.	Suscripción anual Derivados Financieros de tasas de interés	49
Figura 2.9.	Tipo de contrato por activo subyacente	50
Figura 5.1.	¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?	75
Figura 5.2.	¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de tipo de cambio?	77
Figura 5.3.	¿Cree usted que su empresa está expuesta a volatilidad de tasas de interés?	79
Figura 5.4.	¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de volatilidad de precio de commodities?	82
Figura 5.5.	¿Cree Ud. que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el Flujo de Caja de las empresas de Comercio	

	Exterior?	84
Figura 5.6.	¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?	86
Figura 5.7.	¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de tasas de interés?	88
Figura 5.8.	¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?	91
Figura 5.9.	¿Cree usted que el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?	93
Figura 5.10.	¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en la rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?	95
Figura 5.11.	Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?	97
Figura 5.12.	¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa?	99
Figura 5.13.	¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tipo de cambio?	101
Figura 5.14.	¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tasas de interés?	103
Figura 5.15.	¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de commodities?	105
Figura 5.16.	¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?	107
Figura 5.17.	¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?	109
Figura 5.18.	¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?	111

RESUMEN

La presente investigación se ha desarrollado con el objetivo de determinar si el uso de instrumentos financieros derivados influye en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (Perú) en el período 2013 a 2017 y se ha comparado con el mercado de derivados chileno (Bolsa de Valores de Santiago). Para tal efecto se utilizó la investigación científica con la finalidad de ampliar el conocimiento sobre el uso de instrumentos financieros derivados en nuestro país. El estudio recopiló la información a gerentes de las empresas del sector de alimentos y del sector minero que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Estas empresas, al ser grandes exportadoras y/o importadores, por su propia naturaleza, están expuestas a riesgos financieros como riesgos de precio de productos, precio de insumos, de tipo de cambio y de tasas de interés; estos conceptos se convierten en activos subyacentes del instrumento financiero derivado. Debido a los diversos riesgos, existen instrumentos financieros derivados como los forwards, opciones, futuros y swaps que permiten coberturar riesgos. En nuestro país no existe un mercado estandarizado de estos instrumentos, pero sí un mercado over the counter; el cual es utilizado por las empresas en estudio para fines de cobertura.

Se concluyó que el uso de instrumentos financieros derivados influye en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Palabras clave: Instrumentos financieros derivados, gestión financiera

ABSTRACT

This research has been carried out with the objective of determining whether the use of derivative financial instruments influences the financial management of foreign trade companies listed on the Lima Stock Exchange (Peru) in the period 2013 to 2017 and has been compared with the Chilean derivatives market (Santiago Stock Exchange). For this purpose, scientific research was used in order to broaden the knowledge on the use of derivative financial instruments in our country. The study facilitated the collection of information from managers of companies in the food and mining sector listed on the Lima Stock Exchange.

These companies, being large exporters and / or importers, by their nature, are exposed to financial risks such as product price risks, supplies prices, exchange rate and interest rates; these concepts become underlying assets of the derivative financial instrument. Due to the different risks, there are derivative financial instruments such as forwards, options, futures and swaps that allow risks to be hedged. In our country there is no standardized market for these instruments, but there is a market over the counter; which is used by the companies under study for hedged purposes.

It was concluded that the use of derivative financial instruments influences the financial management of foreign trade companies that are listed on the Lima Stock Exchange.

Keywords: Derivative financial instruments, financial management

ESTRATTO

Questa ricerca è stata condotta con l'obiettivo di determinare se l'uso di strumenti finanziari derivati influenza la gestione finanziaria delle società di commercio estero quotate alla Borsa di Lima (Peru) nel periodo 2013-2017 ed è stato confrontato con Mercato dei derivati cileni (Borsa di Santiago). A tal fine, è stata utilizzata ricerca scientifica con l'obiettivo di ampliare le conoscenze sull'uso di strumenti finanziari derivati nel nostro paese. Lo studio ha raccolto informazioni dai gestori di società del settore alimentare e minerario quotate alla Borsa di Lima.

Queste società, essendo grandi esportatori e / o importatori, per la natura, sono esposte a rischi finanziari come rischi sui prezzi dei prodotti, prezzi delle forniture, tassi di cambio e tassi di interesse; questi concetti diventano attivi sottostanti dello strumento finanziario derivato. A causa dei vari rischi, esistono strumenti finanziari derivati come contratti a termine, opzioni, futures e swaps che consentono di coprire i rischi. Nel nostro paese non esiste un mercato standardizzato per questi strumenti, ma esiste un mercato over the counter; che viene utilizzato dalle società oggetto di studio a fini di copertura.

Si è concluso che l'uso di strumenti finanziari derivati influenza la gestione finanziaria delle società di commercio estero quotate alla Borsa di Lima.

Parole chiave: Strumenti finanziari derivati, gestione finanziaria

INTRODUCCIÓN

El contenido del trabajo de investigación titulado Uso de instrumentos Financieros Derivados en la Gestión Financiera de las empresas de Comercio Exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú y Chile 2013-2017 se desarrolló considerando los capítulos que presentamos a continuación.

El Capítulo I: Planteamiento del Problema, comprende la descripción de la realidad problemática, -Delimitaciones de la realidad espacial, temporal, social y conceptual - Formulación del Problema.- Objetivos de la investigación - Justificación de la investigación – Importancia – Viabilidad y -Limitaciones.

El Capítulo II: Marco Teórico, considera los siguientes ítems: -Antecedentes de la investigación – Bases teóricas – Definiciones Conceptuales (Glosario de términos).

En el Capítulo III se consideró la formulación de la hipótesis principal, hipótesis secundarias y la operacionalización de variables.

En el Capítulo IV se presentó el Diseño metodológico – la población y muestra – las técnicas de recolección de datos (descripción de los instrumentos, procedimientos de comprobación de la validez y confiabilidad de los instrumentos) -Técnicas para el procesamiento de la información y - los aspectos éticos.

En el Capítulo V: Resultados, se presentaron los resultados de la entrevista – de la encuesta – y la contrastación de hipótesis.

Finalmente, en el Capítulo VI, se formularon los resultados del trabajo de investigación, a través de los resúmenes de discusión, conclusiones y recomendaciones.

Como información general se anexaron las fuentes de información: fuentes bibliográficas, fuentes hemerográficas y fuentes electrónicas.

Finalmente se anexaron los siguientes anexos: -Anexo 1 Matriz de consistencia - Anexo 2 Matriz de Validación y Obtención de Datos – Anexo 3 Guía de la Encuesta- y Anexo 4 Cuestionario de la Encuesta.

CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1. Descripción de la realidad problemática

La apertura económica y la solidez económica de nuestro país, se ha visto reflejada en el crecimiento económico peruano a lo largo de la última década, un crecimiento del PBI en promedio de 4,9% en los últimos 10 años (2008-2017), lo cual muestra el crecimiento de la producción de las empresas en nuestro país.

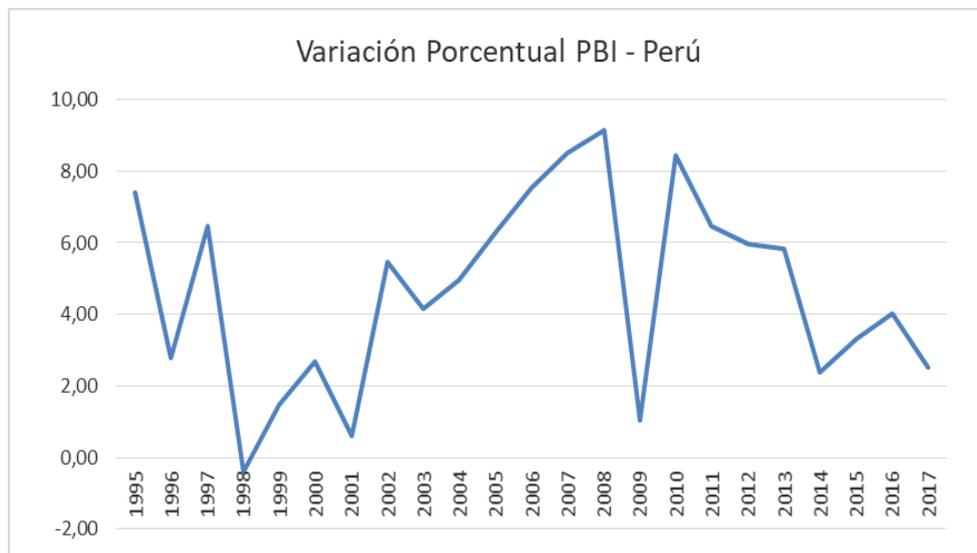


Figura 1.1. Evolución del PBI 1995 - 2017

Fuente: BCRP (2018)

Parte de ese crecimiento se ha dado gracias al incremento de nuestra balanza comercial (exportaciones menos importaciones) la cual llegó en el año 2017 a US\$ 6 266 millones (BCR, 2018).

Últimamente nuestro país ha crecido en exportaciones, inclusive por encima de los países de la región. Según el diario La República (2018), “el crecimiento de las exportaciones anuales de Perú creció 21,4% durante el 2017, tasa de expansión superior a la registrada por el resto de las principales economías de América Latina... dicho crecimiento superó al 13,8% anual que, en promedio, reportó la región”.

Según la Asociación de Exportadores (Adex), 464 empresas exportadoras concentran el 83,4% de lo que Perú exporta. El total de empresas exportadoras suma 8 mil, de las cuales 5,8% son grandes empresas (como se citó en La República, 2016). Entre dichas empresas se encuentran las grandes empresas de comercio exterior que cotizan en Bolsa.

Estas grandes empresas mueven la economía peruana. Pero estas empresas al comercializar en un mundo globalizado están expuestas a diversos tipos de riesgos financieros que pueden afectar su rentabilidad.

El riesgo de tipo de cambio debido a la utilización de monedas globales como el dólar y el euro ha generado la necesidad de cobertura en muchas empresas. En este contexto la volatilidad del dólar (o del euro) puede ser determinante en la competitividad de una empresa de comercio exterior, al restarle rentabilidad por diferencia en cambio.

El tipo de cambio en los últimos 20 años ha presentado cierta volatilidad; si bien la economía peruana se encuentra estable en estos momentos, hubo años en los cuales el sol se apreció mucho y posteriormente se depreció. De la misma forma, cualquier evento coyuntural como la crisis económica del 2008 puede afectar y depreciar al Sol.



Figura 1.2. Evolución del Tipo de Cambio 2013-2018

Fuente: Economática (2019)

La volatilidad de las divisas no es el único riesgo que deben coberturar este tipo de empresas; la volatilidad de los commodities también; principalmente en un país considerado minero por el aporte de dicho sector a la economía. En el 2018, el Sector Manufactura y Minería representaron el 26% del PBI.

Tabla 1.1

PBI Perú – Participación por Sector Económico

Fuente: BCRP (2019)

Año	Agropecuario	Pesca	Minería e hidrocarburos	Manufactura	Electricidad y agua	Construcción	Comercio	Servicios	Total PBI
2013	24 639,82	2 445,13	55 034,50	68 507,77	7 803,76	31 356,22	49 984,32	176 726,11	456 448,72
2014	25 027,70	1 762,07	54 553,44	66 047,14	8 185,49	31 960,10	52 192,75	187 331,94	467 376,45
2015	25 893,99	2 041,68	59 714,73	65 079,33	8 671,20	30 100,82	54 216,60	196 589,65	482 676,38
2016	26 583,88	1 835,71	69 444,97	64 187,20	9 306,45	29 134,74	55 198,89	205 034,74	502 190,58
2017	27 328,08	1 921,35	71 822,88	64 032,79	9 412,46	29 748,34	55 767,05	211 579,03	514 653,66
2018	29 467,41	2 684,72	70 892,41	67 989,06	9 827,65	31 369,37	57 243,36	221 084,39	535 254,75
% de participación	5,51%	0,50%	13,24%	12,70%	1,84%	5,86%	10,69%	41,30%	

Son las empresas de este sector las que se encuentran expuestas a

riesgo de commodities y otros riesgos de mercado. El precio de los metales como el oro, la plata, el cobre, el zinc, e insumos para las empresas industriales como el trigo, son determinantes en la rentabilidad de dichas empresas.

Se puede observar la volatilidad de los metales en los últimos cinco años:

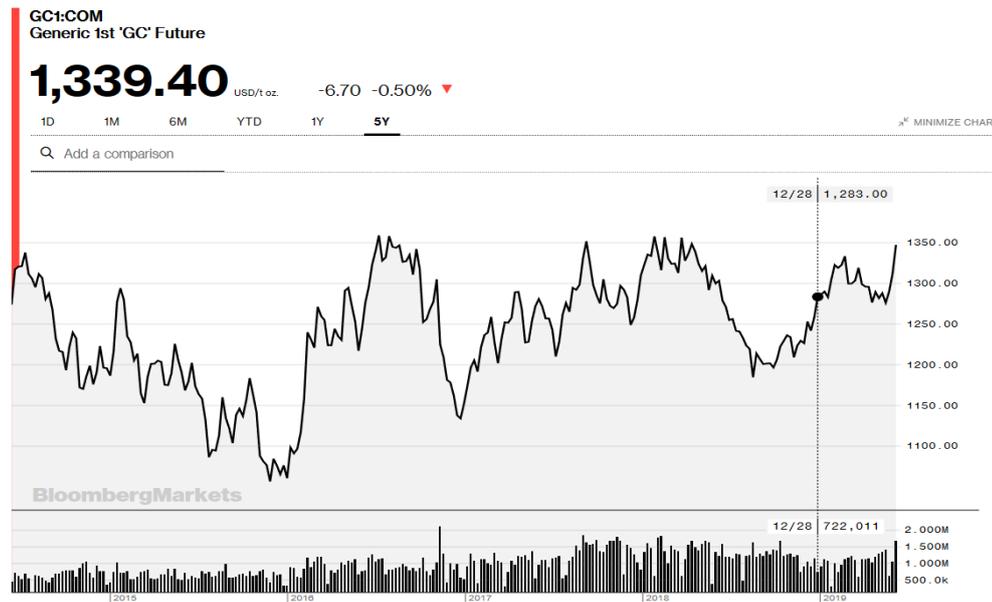


Figura 1.3. Evolución del Precio del Oro \$/onza 2014-2018

Fuente: Bloomberg (2019)

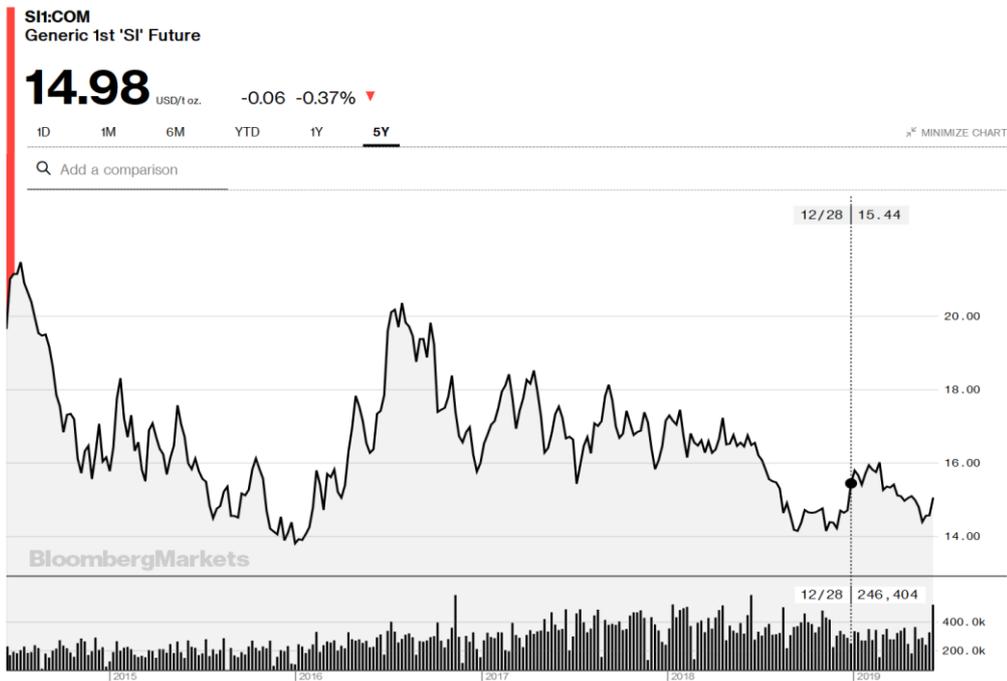


Figura 1.4. Evolución del Precio de la Plata \$/onza 2014-2018

Fuente: Bloomberg (2019)



Figura 1.5. Evolución del Precio del Cobre \$/libra 2014 – 2018

Fuente: Bloomberg (2019)



Figura 1.6. Evolución del Precio del Zinc \$/ton 2014 – 2018

Fuente: Bloomberg (2019)

En este escenario las empresas deben ser eficientes, no solo a nivel de elevar su productividad, sino también en la disminución de riesgos financieros; una de las soluciones es el uso de instrumentos financieros derivados.

Hacia los años 90 muy pocas empresas utilizaban **instrumentos financieros derivados** en el Perú; pero una mayor confianza en el sistema financiero en nuestro país y la constante volatilidad cambiaria hizo que las empresas de comercio exterior, desarrollen este mercado, principalmente forwards.

En el año 2007 el BBVA Banco Continental emitió una Publicación Especial sobre Cobertura Cambiaria y el Mercado de Derivados en el Perú, destacando que previo al año 1997 se realizaban pocas operaciones forward, no existía mercado interbancario y los bancos ofrecía muy poco estos instrumentos; pero hacia el año 2000, existía

cerca de \$ 1 billón en transacciones, debido a una mayor confianza en el sistema económico peruano.

El mercado peruano de derivados ha crecido gracias al crecimiento del mercado de forwards. En el estudio “Interrelación entre los mercados de derivados y el mercado de bonos soberanos del Perú y su impacto en las tasas de interés” (BCRP, 2012), se destaca que desde el año 2006 el crecimiento del mercado forward fue impulsado por el mayor desarrollo del mercado NDF (non delivered forward).

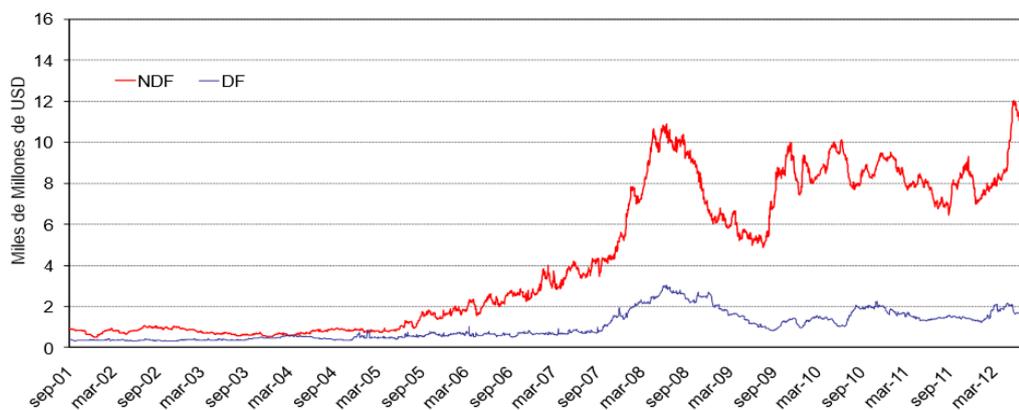


Figura 1.7. Saldo bruto de forwards

y, M. & Cerna, J. (2012). Interrelación entre los mercados de derivados y el mercado de bonos soberanos del Perú y su impacto en las tasas de interés. Fuente: BCRP

En dicho estudio, se observa el crecimiento de los cross currency swaps (CCS), principalmente los NDS. Esto se da principalmente cuando las empresas locales toman deuda en soles y lo cambian a dólares a través de un CCS.

Al 2014, a nivel local, las empresas transaron entre \$ 200 millones y \$ 300 millones diarios en el mercado forward (dólares a futuro) es decir, alrededor de \$ 6000 millones al mes, y este importe fue creciendo anualmente.

Tabla 1.2

Forwards de monedas de empresas bancarias con el público
(millones de US\$)

	<i>FORWARDS PACTADOS FORWARDS TRADED</i>					
	<i>COMPRAS PURCHASES</i>			<i>VENTAS SALES</i>		
	<i>CON ENTREGA DELIVERY</i>	<i>SIN ENTREGA NON DELIVERY</i>	<i>TOTAL TOTAL</i>	<i>CON ENTREGA DELIVERY</i>	<i>SIN ENTREGA NON DELIVERY</i>	<i>TOTAL TOTAL</i>
2013	8 118	34 975	43 092	3 024	35 952	38 976
2014	33 435	32 049	65 484	1 500	56 692	58 193
2015	26 375	17 209	43 584	2 150	62 935	65 085
2016	4 268	30 279	34 546	4 607	34 538	39 145
2017	7 787	34 702	42 488	4 391	38 006	42 397
2018	6 916	38 154	45 070	2 952	58 258	61 210

Fuente: BCRP (2019)

Hacia el año 2016 el nivel de operaciones de derivados de divisas disminuyó por el menor volumen transado por no residentes debido a lo establecido por el BCR al incrementar el encaje a la venta de derivados. La negociación de FX Swaps también se redujo por la reducción de los diferenciales forward.

Tabla 1.3

Swaps de monedas de empresas bancarias con el público
(millones de US \$)

	<i>SWAPS TRADED</i>					
	<i>COMPRAS PURCHASES</i>			<i>VENTAS SALES</i>		
	<i>CON ENTREGA DELIVERY</i>	<i>SIN ENTREGA NON DELIVERY</i>	<i>TOTAL TOTAL</i>	<i>CON ENTREGA DELIVERY</i>	<i>SIN ENTREGA NON DELIVERY</i>	<i>TOTAL TOTAL</i>
2013	797	295	1 092	388	638	1 026
2014	762	281	1 043	180	838	1 018
2015	764	245	1 009	140	819	958
2016	479	502	981	241	561	803
2017	552	403	954	210	487	697
2018	387	630	1 017	142	408	550

Fuente: BCRP (2019)

Por otro lado, la **gestión financiera** de las empresas consiste en generar rentabilidad e incrementar el valor de la empresa, reflejándose en los Estados Financieros. Un ejemplo es el año 2014, cuando las ganancias de las 100 empresas top de nuestro mercado bajaron levemente, disminuyendo el ROE de dichas empresas en promedio de 8,1 a 7,9%. Alicorp, una de las grandes empresas que cotiza en Bolsa, redujo su utilidad operativa en el año 2014 a S/ 354,31 millones de soles (5.6% de las ventas netas), importe menor al del año 2013, en el que se alcanzó S/ 625,56 millones de soles (10,8% de las ventas netas). La pérdida fue de S/ 207,5 millones de soles, pérdida originada por operaciones con derivados de materias primas, generando un bajo nivel de rentabilidad neta, y una disminución en el valor de su acción.

Si bien los instrumentos derivados de cobertura de commodities como los forwards, swaps, futuros y opciones son utilizados para reducir la volatilidad de los precios de las materias primas del negocio, deben basarse en políticas de la compañía y saber manejarlos; y no experimentar coberturas erradas, como el caso del “jet fuel” cuando la disminución del precio del petróleo agarró a muchos con compromisos de pago mucho más caro pues habían anticipado alzas. Le pasó a varias compañías aéreas pero también a brokers especializados de filiales de bancos.

Es así que en el presente trabajo de investigación se desarrolló el impacto del uso de los instrumentos financieros derivados en empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, que es la única Bolsa de Valores en el Perú, y el análisis respectivo del Mercado Chileno. De esta manera se delimitará la investigación bajo los siguientes criterios:

Espacial: El estudio se desarrolló en la ciudad de Lima Metropolitana, considerando las grandes empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Social. Las técnicas de recojo de información se aplicaron a los gerentes o ejecutivos financiero o comercial de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Temporal. El estudio corresponde al uso de instrumentos financieros derivados por parte de estas empresas en el lapso del quinquenio 2013-2017.

Conceptual. La investigación desarrollará el estudio del uso de los instrumentos financieros derivados en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú (Lima), así como su comparación con la Bolsa de Chile (Santiago).

1.2 Formulación del problema

1.2.1. Problema Principal

¿De qué forma los instrumentos financieros derivados inciden en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima?

1.2.2. Problemas secundarios

a. ¿En qué medida la volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior?

b. ¿De qué manera el tipo de instrumento financiero derivado incide la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?

c. ¿En qué medida el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?

d. ¿De qué manera el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?

e. ¿De qué forma las opciones de cobertura de commodities incide en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior?

1.3. Objetivos de la investigación

1.3.1. Objetivo General

Determinar la incidencia de los instrumentos financieros derivados en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

1.3.2. Objetivos específicos

a. Analizar si la volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior.

b. Establecer si el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior.

c. Precisar si el uso del forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior.

d. Comprobar si el uso del swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad de patrimonio de las empresas de comercio exterior.

e. Analizar si el uso de las opciones de cobertura de commodities inciden en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior.

1.4. Justificación de la investigación

La razón principal de la elección del tema se debe al interés personal de conocer más a fondo la afectación del uso de los instrumentos financieros derivados en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (Perú) y Santiago (Chile).

1.4.1. Importancia

En un ambiente globalizado, en el cual el Perú presenta relaciones con diversos países principalmente a través de los tratados de libre comercio (TLC), existen riesgos colaterales para las empresas, los cuales se pueden dar por la actividad económica de la misma, repercutiendo en la gestión financiera.

Los efectos de las grandes economías influyen en los precios de los commodities, muy correlacionados con el crecimiento de las exportaciones peruanas. Y son los instrumentos financieros derivados los que permiten gestionar el riesgo de volatilidad del precio de dichos commodities.

Por otro lado, cualquier moneda internacional es usada en las transacciones comerciales a nivel global, presenta riesgo de volatilidad; y este riesgo se puede minimizar utilizando también instrumentos financieros derivados.

De allí radica la importancia en determinar la relación de los instrumentos financieros derivados en la gestión financiera de las empresas.

1.4.2. Viabilidad de la Investigación

El presente estudio es viable gracias a las respuestas del cuestionario elaborado, así como la existencia de información detallada pública de las empresas en estudio.

1.5. Limitaciones del estudio

Las limitaciones del presente estudio se detallan:

-Pocas empresas cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Muchas de ellas tienen poca frecuencia de negociación.

-Falta de participación de algunas empresas en el cuestionario en estudio.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1. Antecedentes de la Investigación

En la consulta llevada a cabo a nivel de las facultades de Ciencias Contables, Económicas y Financieras y Escuela de Post Grado a nivel de las universidades se ha determinado que en relación al tema que se viene investigando, no existen estudios que hayan tratado sobre dicha problemática, por lo cual considero que el trabajo en referencia, reúne las condiciones metodológicas y temáticas necesarias para ser considerada como una investigación “inédita”.

Sin embargo, como parte de las averiguaciones realizadas se ha encontrado que existen otros estudios llevados a cabo que sin tocar ambas variables, aportan información que permiten considerar como referencia existentes en universidades del país y del extranjero:

2.1.1. Universidades Peruanas

a. Pastor Paredes, Jorge Luis (1995). *Posibilidades de implementación de un mercado de futuros financieros en el Perú*. (Tesis para optar el grado de Maestro en Banca y Finanzas). Universidad de Lima.

Resumen:

El trabajo de Investigación analiza las posibilidades de implementación de un mercado de futuros financieros en el Perú; desarrollándolo desde una visión prospectiva; identificando y analizando las condiciones y requisitos necesarios para su implementación.

El papel que tienen las innovaciones financieras de la época y el comportamiento de los agentes económicos se consideraron determinantes para el análisis.

Entre los motivos que avalan la creación de un mercado de futuros financieros en el Perú son:

- Una mayor diversificación operativa y aumento de las posibilidades de inversión.
- Creciente demanda de instrumentos de compensación y cobertura de riesgos, con el consiguiente impacto en la minimización de los mismos.
- Aumento en la competitividad de diferentes instrumentos financieros clásicos.

Las alternativas de inversión y cobertura de riesgos provenientes de la volatilidad de los precios de los principales activos financieros, se muestran limitados por el escaso desarrollo y la estrechez del mercado de capitales interno. La carencia de nuevos instrumentos financieros y la inexistencia en un mercado organizado de “futuros” que complemente al mercado financiero no permite realizar transacciones de acuerdo al grado de liberalización otorgado al mercado financiero interno.

La legislación peruana no contempla específicamente normas que regulen los contratos de futuros que dan origen a esas operaciones, por lo que se puede tomar como base la legislación vigente para operaciones forwards a plazo en mercados no organizados, fuera de bolsa (Over the counter).

Hace hincapié en las diferencias entre contratos forwards y futuros, ya que si bien ambos contratos son a fecha futura con obligaciones para comprador y vendedor, el futuro es un contrato estandarizado que tiene como garante la bolsa de futuros, mientras los forwards son contratos no estandarizados que no tienen garante.

b. Ginocchio Láinez Lozada, Elsa Paula (2007). *Uso de los mercados de futuros y cobertura de riesgos en la bolsa de producción peruana*. (Tesis para optar el grado de Maestro en Banca y Finanzas). Universidad de Lima.

Resumen:

El trabajo de Investigación tiene como objetivo determinar la posibilidad de usar los mercados de futuros como un instrumento de cobertura de riesgos, ante los cambios de los precios en el mercado peruano, utilizando la cadena productiva Maíz amarillo duro – avicultura – porcicultura. Por tanto muestra la posibilidad que ofrecen los mercados de futuros en países como el nuestro, utilizando instrumentos como son las coberturas de riesgo.

Resalta la vinculación del mercado de capitales en nuestro país con el desarrollo del mercado de valores, comparándolo con el impulso a las bolsas de productos realizado en otros países latinoamericanos. Indica los beneficios de las bolsas de futuros nacionales en relación a las bolsas internacionales, así como las funciones de la misma.

Se describe también las experiencias exitosas de bolsas de productos de otros países y su importancia en la comercialización y fijación de precios.

c. Hilbck Ríos, Mauricio Rubén Raúl (2009) Operaciones de Carry

Trade en el mercado de derivados peruano. (Informe profesional para optar el Título de Licenciado en Economía). Recuperada de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/1333>

Resumen:

El trabajo de Investigación analiza el mercado financiero peruano entre finales del 2007 e inicios del 2008, época en la cual el Nuevo Sol peruano se apreció. Su apreciación sostenida desde el año 2006 incrementó el interés de inversionistas extranjeros por tomar posiciones en instrumentos en nuevos soles.

Se analiza de esta forma el uso del Carry Trade (estrategia de arbitraje) de inversionistas, aprovechando el diferencial de tasas de interés, a través de la Banca Local y el mercado de forwards Over The Counter peruano.

Analiza también la Paridad No cubierta de tasas de Interés; entendiéndose como tal cuando diferentes monedas ofrecen la misma tasa de retorno.

Se analiza el mercado de derivados peruanos durante la primera década del siglo XXI, observando la creciente expectativa apreciatoria por parte de los diversos agentes económicos que buscaban mayor rentabilidad. Entre ellos se encontraban:

-los inversionistas extranjeros, quienes querían tomar posición en nuevos soles debido a su mayor rentabilidad con respecto a dólares. Estos inversionistas toman posición larga mediante la Venta de dólares forward.

-Bancos locales, intermediarios que obtienen ganancias gracias a la operación sintética de cobertura y del diferencial positivo obtenido de las operaciones de arbitraje.

-El Banco Central. Cuya intervención afecta el mercado cambiario; al incrementar las tasas de interés de referencia por mantener la inflación en el rango meta,

Se llegó a la conclusión que en el mercado peruano en el período de estudio los inversionistas que realizaron operaciones de Carry Trade generaron beneficios tanto por el diferencial de tasas de interés como por la apreciación del nuevo sol.

2.1.2. Universidades Extranjeras

a. Ayala Castellanos, Christopher Michael (2004). *Los contratos de opción como medio de cobertura y especulación*. (Tesis para obtener el grado de Contador Público y Auditor en el Grado de Licenciado con especialización en Finanzas). Universidad Francisco Marroquín. Guatemala.

Resumen:

El autor hace un análisis del crecimiento del mercado de capitales y del comercio internacional debido a la globalización.

Hace también énfasis en los contratos de cobertura tipo opciones, los mismos que dan al poseedor el derecho mas no la obligación de comprar o vender un activo subyacente, a cambio del pago de una prima. Y no solamente se utilizan en el contexto nacional de Guatemala como cobertura sino también especulativos.

La investigación hace énfasis en las opciones de divisas para coberturar la variación en el tipo de cambio. El contrato garantiza que el tipo de cambio no será menor que el precio del ejercicio (strike Price), evitando así pérdidas en el diferencial cambiario.

b. Herrera Noya, Fanny. Valuación de una nota estructurada ligada al tipo de cambio como cobertura de riesgo cambiario. Caso Vitro (2010-2012). (Tesis de maestría en Ciencias Económicas). Instituto Politécnico Nacional de México.

Resumen:

El presente artículo describe las ventajas y desventajas de instrumentos financieros a futuro y muestra una aplicación práctica de las notas estructuradas como alternativa para disminuir las pérdidas derivadas de las transacciones en divisas diferentes.

Se muestra la metodología, funcionamiento y valuación de notas estructuradas – siendo estas, combinaciones o híbridos de instrumentos de deuda y productos derivados, características, conceptos y comportamiento que ha tenido en los mercados financieros de México y América Latina.

El uso del Modelo de Black / Scholes también se analiza dado que es el más conocido y aplicado modelo de valuación en finanzas.

Finalmente se valúa la nota estructurada dual de tipo de cambio en una empresa mexicana: Vitro SA de CV, empresa que pasó una etapa de reestructuración desde el año 2006. La hipótesis fue que el uso de notas estructuradas ligadas a opciones de tipo de cambio, son un instrumento financiero que permite minimizar el riesgo cambiario. Para comprobar la hipótesis se construyó una nota a partir de la formulación dada por Valmer, se analizó los estados financieros dados por Vitro a la Bolsa Mexicana de Valores, y se realizó la simulación de Montecarlo para obtener el posible comportamiento del precio de la nota; y se determinó mediante comparación que las notas estructuradas son también un instrumento financiero que ofrece una cobertura de riesgo ante la incertidumbre del tipo de cambio.

2.2. Bases Teóricas

Se presenta a continuación la descripción de los elementos teóricos que se han planteado en la presente investigación.

2.2.1. Variable Independiente: Instrumentos Financieros Derivados

Un derivado es un instrumento financiero cuyo valor depende directamente del valor de alguna otra variable, denominada activo subyacente en un momento dado en el futuro. La variable subyacente puede ser acciones, tasas de interés, inflación, divisas, o commodities como el oro, la plata o el petróleo. Es decir, los derivados son contratos para comprar o vender el activo subyacente en un determinado momento futuro, bajo condiciones de precios, cantidad y otras especificaciones establecidas de antemano. Los derivados son útiles para administrar riesgos, reduciendo costos o generando rentabilidad. Estos contratos pueden ser de cumplimiento forzoso o no.

Entre las principales razones para usar derivados se tienen:

-Cobertura. Cubrirse frente a los riesgos de mercado (hedge), sirviendo de cobertura ante las fluctuaciones de precio de los subyacentes, protegiendo las actividades propias del negocio.

-Especulativa. Permite al inversionista adquirir cierta exposición al riesgo para obtener ganancia, apostando al alza o a la baja respecto al comportamiento del precio del activo.

2.2.1.1. Historia

Los contratos forward datan de la Edad media, en Europa. Se estima que a finales del siglo XVI se dieron contratos de futuros sobre tulipanes, mercancía cuyo precio variaba considerablemente, por lo

que los aristócratas pagaban a futuro precios por los bulbos de tulipán. En Asia también los contratos a futuro eran utilizados hace más de 400 años.

Es complicado estimar con certeza absoluta cuando fueron creados los primeros productos derivados; algunos historiadores afirman que fue en Wall Street en 1792, otros señalan que fue en 1836.

Según Castellanos (2017), el primer contrato de derivados se dio en Osaka, en el siglo XVII, donde existía un mercado organizado sobre el arroz. Es, sin embargo, en 1848, cuando se establece en Chicago, Illinois, los contratos formales naciendo el Chicago Board Of Trade (CBOT), negociando principalmente productos agrícolas. De esta manera el CBT servía de nexo entre agricultores y comerciantes y su principal tarea fue estandarizar la cantidad y calidad de cereal que se comercializaba.

Según González (2019), en 1851, el CBOT ofrece el contrato a plazo más antiguo, y en 1865 se formaliza la contratación de grano con el desarrollo de acuerdos estandarizados denominados contratos de futuros. Más adelante, el siglo pasado, en 1969, el CBOT empieza a negociar productos no agrícolas, como la plata; en 1972, establece los primeros contratos de futuros financieros sobre siete divisas extranjeras; y en 1975 lanza sus primeros futuros sobre tipos de interés.

2.2.1.2. Mercados de Derivados en el mundo

Los instrumentos financieros derivados se pueden negociar en dos tipos de mercado:

-Mercado organizado. Se negocian derivados en bolsa: Exchange trade derivatives, que son contratos estandarizados y se negocian públicamente en los mercados de derivados. Ejemplo: Futuros

Algunas bolsas organizadas importantes donde se negocian derivados son:

- Chicago Board of Trade (CBOT), 1848
- Chicago Mercantile Exchange (CME), 1874
- London International Futures and Options Exchange
- Bolsa de Mercaderías y Futuros de Brasil (1982)
- Bolsa Mexicana de Derivados (1998)
- Toronto Futures Exchange (Canadá)
- Singapore International Monetary Exchange – SIMEX (Singapur)

-Mercado OTC. Donde se negocian derivados over the counter (OTC), que son contratos que se acuerdan entre agente privados y no aparecen en ningún mercado financiero. Los términos de este contrato son libres y está diseñado a la medida de los clientes. Ejemplo: Forwards, Cross currency swap, FX Swap.

2.2.1.3. Tipos de instrumentos Financieros derivados

En el mercado internacional existen diferentes criterios de clasificación, pero los cuatro más comunes son: Forward, futuro, opciones y swaps.

Según Ayala Castellanos, Christopher Michael (2004), *“los contratos de opción como medio de cobertura y especulación”*, existen cuatro tipos básicos de instrumentos derivados:

Contratos futuros: Acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio cierto en mercados organizados. Ambas partes están obligadas a realizar el acuerdo.

Forwards: Son contratos a futuro hechos a la medida de los negociantes, donde se establece la cantidad, calidad, lugar de entrega, fecha de entrega, pago y precio, sin pago de comisiones.

Opciones. Es aquel que da al dueño del contrato el derecho pero no la obligación de comprar o vender un activo financiero, a un precio especificado a la otra parte; con el pago previo de una prima.

Swaps, Permuta financiera o acuerdo entre dos empresas para el intercambio de flujos de tesorería futuros, normalmente swaps de tasas de interés y de divisas

a) Forwards

En la consulta relacionada con los forwards encontramos que los especialistas que han tratado al respecto tienen diferentes puntos de vista; tal es así que en lo referente a esta temática se encuentra la siguiente información:

Según Jimeno Moreno, Juan Pablo (2013), los instrumentos derivados obligan a las partes a cumplir con el contrato de compra o venta del activo subyacente en un momento futuro a un precio pactado al momento del contrato.

Los activos subyacentes pueden ser bonos, tasas de interés, commodities, etc.

La transacción se realiza en la fecha de vencimiento del contrato y la liquidación se puede realizar por entrega física o por diferencia entre el valor pactado al momento del contrato y el que prevalece en la fecha de liquidación o vencimiento de la operación.

En efecto, Jimeno Moreno, Juan Pablo (2013) indica que con este tipo de instrumento derivado no se requiere disponer de liquidez correspondiente a los montos de compra o venta, al ser compromisos futuros, y sobre todo liquidar por diferencia.

Sánchez Castaño, Leopoldo (2014) señala: “Los contratos forwards se pueden establecer sobre moneda extranjera (tipo de cambio), acciones

(precios cotizados en bolsa), tasas de interés, commodities (productos agrícolas, minerales) los cuales tienen cotizaciones internacionales, etc.”

Fernandez-Baca, L. J. (2009) indica: “Un contrato forward es un acuerdo entre dos partes para comprar o vender un activo en un determinado momento en el futuro, a un precio determinado de antemano. Estos contratos suelen ser utilizados en los mercados de exportación de commodities”. (p.402).

Los forwards de moneda extranjera o de divisas son contratos a futuro establecido entre dos partes mediante el cual se obliga a intercambiar en una fecha futura un monto determinado de una divisa a cambio de otra; con la finalidad de administrar el riesgo de los efectos de la volatilidad del tipo de cambio. Hay dos formas de cumplir con el contrato: el intercambio físico de los bienes al precio establecido en el contrato; y, la compensación, en donde la parte acreedora le cancele a la otra la diferencia entre el precio pactado y el precio spot del bien. El contrato forward de divisas no implica necesariamente ningún desembolso hasta el vencimiento del contrato.

Ventajas de los forwards

La principal ventaja de un contrato forward es que puede ser tan flexible como las partes lo deseen. Esto permite una cobertura perfecta, es decir, una protección completa contra los riesgos involucrados en los contratos de compra y venta a futuro de un activo.

Desventajas de los forwards

Es difícil encontrar una contraparte con la cual se pueda realizar exactamente la misma operación, pero en sentido contrario para la

cobertura completa. Existen brokers que facilitan la búsqueda de contrapartes, pero existen muy pocas empresas con las cuales se pueda realizar la misma operación con condiciones de plazo y precio exactamente iguales. Existe de esta forma falta de liquidez en el mercado (lack of liquidity).

No existe seguridad de cumplimiento (default risk), puesto que los contratos están sujetos al riesgo de no pago, dado que no existe una tercera parte que garantice el cumplimiento de estos contratos. Para evitar este riesgo de no pago, las partes del contrato deben asegurarse de que su contraparte no solamente tenga la solidez financiera sino que sea honesta y esté dispuesta a honrar sus obligaciones contractuales.

Liquidación de forwards

Existen 2 formas de liquidar: por entrega física y por compensación.

-Por entrega física (delivery): Se da el intercambio físico al vencimiento de la operación, según lo pactado.

-Por compensación (Non Delivery): Se da cuando llegada la fecha de vencimiento se compensa el diferencial entre el tipo de cambio futuro pactado y el tipo de cambio spot.

b) Futuros

En la consulta relacionada con los futuros encontramos que los especialistas que han tratado al respecto tienen diferentes puntos de vista; tal es así que en lo referente a esta temática se encuentra la siguiente información:

El Banco Bilbao Vizcaya y Argentaria (BBVA, 2019) indica que los futuros son contratos a plazo de naturaleza financiera, normalizados en su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento; y se negocian y transmiten en un mercado organizado. Adicionalmente se presentan a la sociedad rectora de dichos contratos, la cual registra, compensa y liquida dichos contratos.

En realidad, es un contrato similar al forward, aunque el precio se ajusta todos los días, a medida que va cambiando el valor del futuro.

Al revisar la información relacionada con el tema, encontramos al autor Sánchez Castaños, Leopoldo, quien clarifica los alcances que tiene el futuro, el cual, lo conceptualiza de la siguiente manera:

Los futuros son similares a los forwards. La principal diferencia radica en que los futuros se negocian en mercados organizados, mientras los contratos forwards son productos over the counter, es decir se negocian en forma privada o en mercados no organizados.

Los contratos futuros son estandarizados, es decir las condiciones están dadas, el monto del contrato, la fecha de vencimiento y los días de negociación.

Dicho autor amplía la información relacionada con esta temática, indicando que los contratos futuros se pueden liquidar en cualquier momento, haciendo la operación inversa. Esto difiere de los forwards, ya que estos últimos se liquidan al vencimiento.

Respecto a las operaciones de futuros si es necesaria la entrega del subyacente o simplemente liquidar la operación por diferencia se ha analizado algunos puntos de vista en este tema:

El mercado del activo subyacente es también conocido como mercado spot, o mercado real o físico donde los citados activos son transados y entregados de forma inmediata al pago del precio respectivo, según sea el caso.

En oposición, en el mercado de los derivados puede o no llegarse a hacer efectiva la entrega del activo subyacente y solo realizarse la liquidación financiera del contrato sobre las diferencias resultantes entre las posiciones asumidas en este y la fluctuación de los precios, sea en forma efectiva al vencimiento o mediante el cierre de posiciones antes del mismo.

Por otro lado, encontramos a los “mercados organizados”, es decir, bolsas de valores registradas y reguladas, con ciertas características tales como contratos normalizados, transparencia de cotizaciones, régimen de garantías, liquidación por diferencia. Adicionalmente, se cuenta con la cámara de compensación, la cual sirve como comprador ante los vendedores y vendedor ante los compradores, eliminando la relación directa entre comprador y vendedor individual. De esta manera la cámara de compensación permite que cualquier participante o contraparte no deja de recibir lo acordado.

Los contratos de futuros pueden tener éxito o fracasar por muchas razones, pero aquellas que han tenido buena aceptación comparten algunas características básicas. El activo subyacente debe ser homogéneo, razonablemente duradero y estandarizado, es decir, debe ser fácil de describir. Su oferta y demandas debe ser suficientemente amplia, su precio debe ser libre y toda la información importante para la toma de decisiones debe estar al alcance de todos los traders.

Estos mercados cumplen tres objetivos fundamentales: El primero es que permiten que los agentes que deseen coberturarse trasladen el riesgo del precio – volatilidad del precio al activo subyacente- a los especuladores, a cambio de un riesgo básico... El segundo objetivo fundamental es facilitar la adquisición de capital de trabajo a las empresas... El tercer objetivo fundamental es la provisión de información para los tomadores de decisiones referente a las expectativas del mercado sobre los eventos económicos futuros.

Ventajas de los futuros:

Las principales ventajas son: el riesgo de no pago es casi nulo, el hecho de que los contratos sean estandarizados reduce el costo de las comisiones; además de existir un mercado secundario de contratos con futuros, el cual permite deshacerse de aquellos contratos que las personas ya no deseen mantener.

Desventajas de los futuros:

La cobertura es imperfecta. Dado que los contratos son estandarizados, las personas no siempre encuentran un contrato que se ajuste a sus necesidades específicas en cuanto al tipo de activo, el volumen de operaciones y los plazos.

El hecho de que los contratos sean valorados al precio de mercado (making to market) puede crear problemas financieros muy serios, cuando los precios sufren fluctuaciones bruscas, especialmente a aquellas empresas que están buscando coberturarse.

c) Opciones

Las opciones son contratos que le dan al comprador la opción o el derecho de comprar o vender el instrumento financiero subyacente a un precio específico, que es el precio de ejercicio (exercise prices) o strike Price, dentro de un determinado período de tiempo (plazo de expiración).

El vendedor de la opción (también llamado “emisor”) está obligado a vender o comprar el instrumento financiero al comprador (llamado también “propietario”) si este ejerce su derecho de comprarlo o

venderlo. El propietario o comprador de la opción no está obligado ejercer la opción, es decir, puede dejar que la opción expire sin hacer uso de ella. El vendedor o emisor, en cambio no puede elegir, puesto que tiene que vender o comprar el instrumento financiero en cuestión si el propietario decide ejercer la opción.

Las opciones de compra permiten protegerse contra un incremento en el precio del instrumento subyacente, manteniendo además la posibilidad de beneficiarse de una baja en el instrumento en cuestión. Las opciones de venta, por su parte, permiten protegerse contra una reducción en el precio del activo subyacente.

Existen dos tipos de opciones: las de compra (call option) y las de venta (put option).

Una opción call es un contrato que le da a su poseedor el derecho a comprar un activo subyacente al precio de ejercicio, dentro del plazo de vencimiento. Una opción put es un contrato que le da a su poseedor el derecho a vender un activo subyacente, al precio de ejercicio, dentro del plazo de vencimiento.

Las opciones pueden ser americanas o europeas. Las opciones americanas pueden ser ejecutadas en cualquier momento hasta la fecha de expiración, mientras que las europeas solo se pueden ejercer en fecha de vencimiento.

Ventajas de las opciones:

Entre las principales ventajas de esta cobertura se tiene: nivel de inversión mínima (no hay monto mínimo), el máximo riesgo es el importe de la prima; adicional a que las opciones americanas se pueden ejercer en cualquier momento.

Desventajas de invertir en opciones financieras

La principal desventaja que existe al invertir en opciones financieras se encuentra en el desarrollo de las opciones europeas, las mismas que solo pueden ser ejercidas al momento del vencimiento.

d. Swaps

Las permutas financieras son acuerdos financieros privados en donde se intercambian flujos de tesorería. Es un contrato sobre un conjunto de posiciones largas y cortas en futuros.

A diferencia de los futuros y las opciones, que se negocian en bolsas organizadas, la mayor parte de los swaps se negocian sobre acuerdo a las necesidades de las partes.

Los swaps más importantes son:

- De tipo de interés (Interest Rate Swap o IRS) donde una de las partes se compromete a pagar a la otra, durante un cierto período de tiempo en determinadas fechas, flujos de tipos de interés fijo pactado de antemano, a cambio de recibir de la contraparte un tipo de interés variable, sobre un mismo importe.

- De divisa Cross Currency Rate Swap o CCRS, que es un contrato donde una de las partes paga a la otra, durante un cierto período de tiempo en determinadas fechas, una cantidad en divisa a cambio de recibir otra cantidad en una divisa diferente. El cross currency swap es un derivado alternativo que consiste en intercambio de un flujo de pagos en una moneda; comparable a una secuencia de contratos forwards.

Ventajas de los swaps

La ventaja radica en que al ser a medida se puede negociar el importe necesario a plazos más largos que los forwards y los futuros, puede ser cinco, diez o más años.

Desventajas de los swaps

Tienen las mismas desventajas que los forwards, falta de liquidez y riesgo de no pago.

2.2.1.4. Malas prácticas en derivados

Uno de los fenómenos más significativos en los mercados financieros en las últimas décadas ha sido el desarrollo y crecimiento del mercado de derivados. Sin embargo, la falta de entendimiento claro de estos instrumentos financieros derivados puede ocasionar pérdidas importantes en muchas empresas como ya ha sucedido.

Dos casos muy sonados de grandes pérdidas debido a derivados financieros son las empresas Barings y Sumitomo, lo que indica que si no hay políticas de control, las empresas pueden perder sumas importantes al tratar de gestionar riesgos.

Baring Bank fue un banco fundado en el siglo XVIII en Inglaterra, llegando sus actividades hasta Singapur. A comienzo de los años 90, Nick Leeson, corredor de la compañía, estableció operaciones en el Simex (Intercambio Monetario Internacional de Singapur); sin embargo empezó a generar grandes pérdidas que fueron inicialmente cubiertas como ganancias. Leeson inclusive aumentó su exposición negociando futuros en Nikkei 225 y comerciando bonos del gobierno japonés; pero el terremoto de Kobe en el año 1995 no permitió revertir el fraude. Las pérdidas totales llegaron a algo más de \$ 1 billón de dólares, llevando a

la empresa a la insolvencia. La empresa fue vendida por 1 libra esterlina a ING.

En cuanto a Sumitomo Corp, empresa japonesa, perdió más de \$ 2 billones debido a malas prácticas en el mercado de derivados realizadas por su ejecutivo Yasuo Hamanaka, trader de cobre, quien manipuló los precios de este metal. Cuando Hamanaka se hizo cargo, trató de recuperar las pérdidas que la empresa Sumitomo había generado con anterioridad, tomando posiciones en futuros de materia primas de cobre en la Bolsa de Metales de Londres, logrando mantener alto el precio de dicho metal de manera artificial, generando ganancias. Con préstamos de diversos bancos, sin autorización de sus superiores, se dedicó a comprar cobre, o pagar colaterales; generando altas ganancias a inicios de la década del 90. Sin embargo, hacia 1995, debido al resurgimiento de la minería en China, el precio del cobre comenzó a revivir lo que aumentó aún más los precios. (FinanceTrain, 2017).

Pero a mediados de los años 90, la Bolsa de Metales de Londres tomó una decisión: abrir almacenes en Long Beach, California, donde sus clientes podrían guardar cobre. Esa simple decisión provocó una reacción en cadena que obligó a Sumitomo Corp. a la debacle. Los precios empezaron a subir y las existencias comenzaron a bajar, se hizo evidente que a los almacenes existentes entraban muchas toneladas del metal pero salían muy pocas; Hamanaka controlaba una parte cuantiosa de la existencia de las bodegas, quizás hasta un 70%. Lo más probable es que la estrategia de guardar estas existencias tenía como fin aumentar los precios y mejorar su propia posición. (El tiempo, 1996). Todo esto se dio debido a que no hubo buenos sistemas de gestión, financieros y operativos.

Otros casos importantes similares con algo más de \$ 1 billón de pérdidas por empresa se generaron en Daiwa y Metallgesellschaft.

2.2.1.5. Marco Legal

En el Perú oficialmente se regula desde diciembre del año 2006 con el Decreto Legislativo No. 970, el cual a la fecha ha sufrido modificaciones con la Ley No. 29492 y el Decreto Supremo No. 011-2010-EF

Se tiene las siguientes regulaciones:

- a. Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

Ley N° 26702, del 6 de diciembre de 1996.

En el título III, Artículo 221, numeral 16, se indica que las empresas pueden realizar operaciones con commodities y con productos financieros derivados, tales como forwards, futuros, swaps, opciones, derivados crediticios u otros instrumentos o contratos de derivados conforme a las normas que emita la Superintendencia, siempre que cuenten con la autorización de la SBS. Esta disposición fue incorporada por el Artículo 2 del Decreto Legislativo N° 1028, publicado el 22 junio 2008, disposición que entró en vigencia el 1 de diciembre de 2008.

De esta forma, los Instrumentos Financieros Derivados celebrados con fines de intermediación financiera por las empresas del Sistema Financiero reguladas por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley N° 26702, se rigen por las disposiciones dictadas por la Superintendencia de Banca y Seguros respecto de los siguientes aspectos:

-Calificación de cobertura o de no cobertura.

-Reconocimiento de ingresos o pérdidas.

b. Ley del Impuesto a la Renta: Decreto Supremo 179-2004

b.1. Decreto Supremo No. 179-2004, publicado el 8 de diciembre del 2004.

Este Decreto Supremo en su artículo 5ºA, indica que las transacciones con Instrumentos Financieros Derivados se sujetarán a las disposiciones que señale la Ley, y fue modificado y/o ajustado con Decreto Legislativo 970 en el año 2006, y Ley 29492 en el año 2009.

b.2. Decreto Legislativo 970, publicado el 24 de diciembre del 2006, que modifica el Texto Único Ordinario de la Ley del Impuesto a la Renta

Este Decreto Legislativo en su artículo 2º determina las características que debe tener un Instrumento Financiero Derivado celebrados con fines de cobertura, aquellos no considerados con fines de cobertura, y aquellos instrumentos Financieros Derivados celebrados por empresas del Sector Financiero.

b.3. Ley No. 29492, del 23 de diciembre del 2009, que modifica el DS 179-2004.

Esta ley en su artículo 3, modifica el inciso d) del artículo 10º de la Ley por el siguiente texto:

"Artículo 10º.- Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo anterior, también se consideran rentas de fuente peruana: (...) d) Los resultados

provenientes de la contratación de Instrumentos Financieros Derivados obtenidos por sujetos domiciliados en el país.

Tratándose de Instrumentos Financieros Derivados celebrados con fines de cobertura, se considerarán de fuente peruana los resultados obtenidos por sujetos domiciliados cuando los activos, bienes, obligaciones o pasivos incurridos que recibirán la cobertura estén afectados a la generación de rentas de fuente peruana. También se considerarán de fuente peruana, los resultados obtenidos por sujetos no domiciliados provenientes de la contratación de Instrumentos Financieros Derivados con sujetos domiciliados, cuyo subyacente esté referido al tipo de cambio de la moneda nacional con alguna moneda extranjera y siempre que su plazo efectivo sea menor al que establezca el Reglamento, el que no podrá exceder de ciento ochenta (180) días."

En términos resumidos, la ley de Impuesto a la Renta distingue entre los Instrumentos Financieros Derivados con fines de cobertura y sin fines de cobertura. Para que los gastos en los instrumentos financieros derivados sean deducibles para efectos del Impuesto a la Renta, se debe demostrar que son de cobertura. (Referencia NIC 39).

c. Disposiciones Banco Central de Reserva del Perú

Según Circular No. 0012-2017-BCRP, con fecha 20 de abril del 2017, el BCR elimina el encaje adicional que se aplicaba al exceso sobre el límite diario; el encaje adicional se aplicaba a los bancos que vendían forward o swap por encima de los US\$ 200 millones semanales y montos superiores a los US\$ 1000 millones al mes; y es exigido actualmente cuando tales operaciones superan los US\$ 400 millones o US\$ 1200 millones acumulados en el mes.

En el Artículo 7 de dicha circular, se establece que el encaje exigible para las obligaciones sujetas al régimen general es de 5,0 por ciento.

d. Normas Internacionales de Información Financiera

La NIC 39 Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición, en los párrafos 85 al 102, detalla la Contabilidad de Cobertura.

Párrafo 85: En la contabilidad de coberturas se reconoce, en el resultado del periodo, el efecto de la compensación de los cambios en los valores razonables de los instrumentos de cobertura y de las partidas cubiertas.

e. En Chile, el tratamiento tributario de los instrumentos derivados se regula mediante la Ley 20.544 de octubre del 2011, del Ministerio de Hacienda.

2.2.2. Variable Dependiente: Gestión Financiera

La administración financiera es un campo de continuo crecimiento y cambio, más aún en un mundo globalizado donde los individuos que practican esta disciplina buscan mejores técnicas contables y de planeación con la finalidad de tomar las mejores decisiones.

Antes de ser llamada como tal, los gerentes financieros se dedicaban a llevar libros contables y buscar financiamiento cuando se requería.

Si bien la teoría económica ha avanzado notablemente con Adam Smith y su libro La Riqueza de las Naciones (1776), las finanzas aún incipientes se basaban únicamente en la Contabilidad.

A Adam Smith se le considera el padre del liberalismo económico. El propósito de Smith, era descubrir cómo se enriquecía el Estado, y llegó a la conclusión que primero se enriquecen los individuos; ya que cuando uno trabaja para sí mismo sirve a la sociedad con más eficacia que si trabaja para el interés social.

El auge del liberalismo permitió que las empresas se expandan, ocurran fusiones, para lo cual son necesarias las emisiones de acciones y obligaciones; prestándose especial atención a los mercados financieros.

Hasta el siglo XIX era prácticamente inexistente las finanzas en las empresas. Y es en el año 1900 cuando el americano Irving Fisher habla de una nueva disciplina: Las Finanzas.

De acuerdo al Diccionario de la Real Academia Española (RAE), el término finanzas proviene del francés finance y se refiere a la obligación que un sujeto asume para responder la obligación de otra persona; aunque algunos autores mencionan que proviene de la palabra latina finis que significa terminar, es decir terminar una transacción económica con la transferencia de recursos financieros.

Debido a su extraordinario conocimiento matemático, Fisher dio formulaciones muy modernas para su época, fue el inventor de los índices económicos; a él se deben varios conceptos como la ecuación de Fisher, la tasa de Fisher. En 1930 publicó su libro Teoría del Interés, el cual sirvió de base para el economista John Keynes en su libro Teoría de la Ocupación del Interés y del Dinero. El objetivo principal de las finanzas en esta época entonces se convertía en conseguir fondos más baratos, hasta la caída de bolsa en 1929.

En 1929, la economía se encontraba inmersa en una profunda crisis internacional traduciéndose en la caída de Bolsa de Nueva York y el crac del 29. La entrega de préstamos sin prudencia en Estados Unidos creó un ambiente de inestabilidad, logrando que la tasa de interés en el

mercado americano suba, llevando a la paralización de los préstamos al exterior, lo que produjo un deterioro económico en los países que habían recibido estos préstamos. De esta forma, las empresas tuvieron problemas de financiamiento, quiebras y liquidaciones. Las empresas se preocuparon por primera vez en su estructura financiera; es decir el nivel de deuda y patrimonio.

Luego de la crisis financiera del año 1929 se produjo una gran depresión económica que perduró hasta la Segunda Guerra Mundial, ya que el contexto internacional estuvo caracterizado por quiebras empresariales y un alto nivel de desempleo.

Entre los años cincuenta y la crisis energética de 1973 se tiene un ciclo alcista en la economía, un período de prosperidad, tiempo en el cual los financieros buscaban rentabilidad, crecimiento y diversificación internacional; optimizando sus inversiones.

Pero hacia 1973 con la crisis del petróleo se incrementaron los costos de producción, lo que hizo que la función principal de finanzas sea optimizar la relación riesgo – rendimiento.

Desde ese entonces hasta hoy, el estudio de la Gestión Financiera en las empresas se ha expandido notablemente. Surgieron nuevos temas de investigación como la Teoría de Valoración de Opciones, la Teoría de Valoración por Arbitraje y la Teoría de Agencia.

La Teoría de Valoración de Opciones tuvo su origen con las investigaciones de Black y Scholes en 1973, los cuales nos hablan de las opciones como instrumentos derivados.

Según Herrera & Vázquez (2002), “Para la Teoría de Valoración por Arbitraje (APT) el rendimiento de un activo tiene su origen en diversos factores de riesgo, no únicamente en un índice de mercado”.

Según Ross, la teoría de agencia surge cuando una o más personas (el principal) encarga a otra persona (el agente) realizar un determinado

trabajo en su nombre. El problema del principal, es ver si existe algún sistema de recompensas para el agente (gerente o jefe) que produzca una solución eficiente en el cumplimiento de sus funciones.

Gran cantidad de autores indican que el objetivo de toda Gestión Financiera es maximizar el valor de mercado de la empresa. Este es un objetivo señalado por investigadores como Bierman y Smidt (1963), Robichek (1970), Mao (1974), Beranek (1975), Weston y Brigham (1984), Pike y Dobbins (1987), Van Horne (1988), Brealey y Myers (1994), Suárez (1995).

De esta manera creció el interés por la internacionalización de las decisiones financieras, dando lugar a estudios de riesgos, tanto políticos como estudios de otras variables como tipo de cambio de monedas en las que opera la Gestión Financiera Internacional. En un contexto internacional como la crisis del 2007-2008 en Estados Unidos y posterior crisis en la zona del Euro es imprescindible contemplar todo tipo de riesgo en la Gestión Financiera de las empresas.

2.2.3. Análisis General de Riesgos

Para determinar la necesidad de administrar riesgos se debe tener en claro la diferencia entre conceptos similares pero realmente diferentes: riesgo, incertidumbre, amenaza, vulnerabilidad y probabilidad.

La palabra incertidumbre significa desconocimiento de eventos futuros, mientras que la probabilidad puede verse como una medida de la incertidumbre. Asimismo considera que el riesgo está asociado con peligro o amenaza. (Venegas Martínez, 2008).

La incertidumbre se deriva de una falta de información y se puede representar por medidas cuantitativas. No es cuantificable.

El riesgo de esta manera es la combinación de la probabilidad que suceda un evento con consecuencias negativas; por lo tanto es cuantificable.

Por otro lado, la amenaza es una condición peligrosa que puede ocasionar impactos en la salud (inclusive hasta la muerte), y daños en la propiedad. La amenaza se determina en función de la intensidad y la frecuencia.

La vulnerabilidad es una característica de un sistema que lo hace susceptible a los efectos dañinos de una amenaza.

Los riesgos empresariales son decisiones, eventos o procesos que, ejecutados en situación de incertidumbre, potencialmente originan resultados en forma de pérdida o de beneficios para la empresa. Debido a esto la gestión de riesgos debe minimizar o inclusive eliminar el riesgo en uno de sus dos factores: disminuir la amenaza o la vulnerabilidad.

2.2.3.1. Clasificación de Riesgos

La teoría clásica de riesgos divide el riesgo de una corporación en dos tipos de riesgos, el primero, el riesgo sistémico (o no diversificable) derivado de factores externos que afectan a la economía y no solamente a la empresa en particular; y el otro, el riesgo idiosincrático o no sistemático (o diversificable). Si bien esta clasificación se da en la teoría financiera, el presente trabajo muestra la clasificación de acuerdo al entorno.

a. Riesgo mundial

En un mundo global, el elemento geográfico es decisivo. Al analizar los diversos elementos de riesgo que afectan a las organizaciones, se

observa que se debe ponderar el grado de riesgo en función de los países o jurisdicciones en los que se desarrolla las diversas actividades.

Según el Foro Económico Mundial, en su Reporte Global de Riesgos 2015 destaca los riesgos globales más significativos a largo plazo; y las posibles causas; dividiendo a los riesgos en cinco categorías: económica, ambiental, social, geopolítica y tecnológica. Se presenta también la crisis de los precios de la energía, el desempleo o subempleo. Entre los riesgos a corto plazo se tienen los ataques cibernéticos que se propagan rápida y masivamente; así como los conflictos interestatales y los ataques terroristas a gran escala.

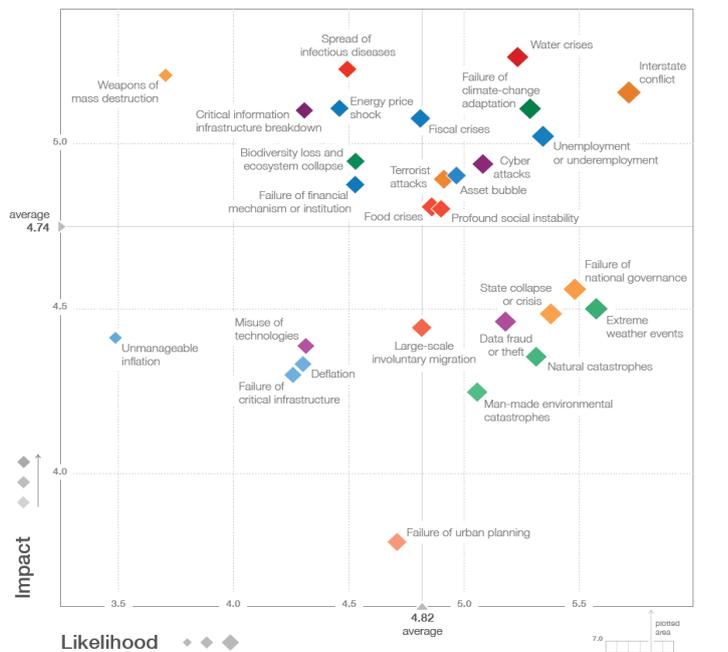


Figura 2.1. Riesgos Globales

Fuente: World Economic Forum. Global Risk 2015. 10th Edition.

El Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2016-2018 Revisado, elaborado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), ha establecido una serie de riesgos tanto externos como internos que podrían afectar los estimados de crecimiento de la economía peruana para los dos siguientes años: la desaceleración abrupta de China, la caída de precios de las materias primas, la incertidumbre respecto al

incremento de la tasa de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, así como las decisiones presidenciales.

b. Riesgo país

El riesgo país es todo riesgo inherente a operaciones transnacionales y, en particular, al financiamiento de un país a otro; conforme creció el comercio exterior, creció el riesgo en las operaciones bancarias internacionales. Financiar clientes de otro país implica estudiar las características políticas, económicas, sociales, y legales entre los países que intentan establecer relaciones comerciales. La medida del riesgo país es un indicador sobre las posibilidades de un país emergente de no cumplir las condiciones acordadas con el pago de su deuda externa, ya sea al capital o sus intereses. Se pueden mencionar tres fuentes de las que proviene el riesgo de incumplimiento:

-Riesgo Soberano. Riesgo de los acreedores de títulos soberanos; corresponde a la probabilidad de que una entidad soberana no cumpla con el pago de deuda por razones económicas y financieras.

-Riesgo de Transferencia. Indica la posibilidad de no de pagar el capital, los intereses y los dividendos, debido a la escasez de divisas de un país debido a la situación económica que atraviesa.

-Riesgo Genérico. Está relacionado con el éxito o fracaso del sector empresarial debido a inestabilidad política, conflictos sociales, devaluaciones o recesiones que se den en el país.

El índice de riesgo país es un índice que es calculado por entidades financieras, generalmente calificadoras internacionales de riesgo. Las más conocidas son Moody's, Standard & Poor's y Fitch Ratings quienes se encargan de calificar el riesgo soberano; además de J.P. Morgan (Banco de Inversión americano) cuyo índice EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el

más usado como medida de riesgo país, y da seguimiento diario a una canasta de instrumentos de deuda en dólares emitidos por distintas entidades en países emergentes.

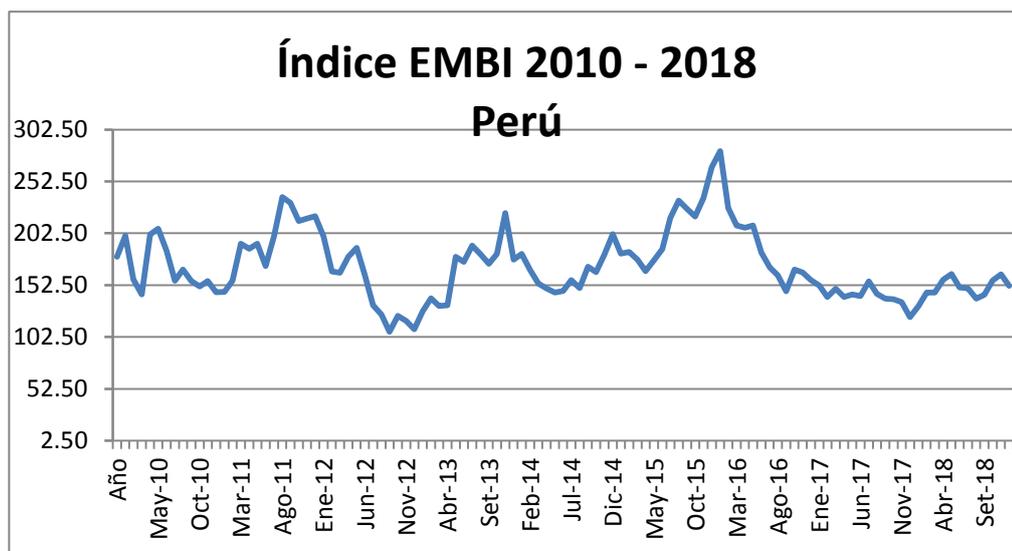


Figura 2.2. Evolución del riesgo país Perú

Fuente: BCRP - Gerencia de Información y Análisis Económico - Subgerencia de Economía Internacional.
Elaboración: Propia

c. Riesgo empresarial

Toda empresa está expuesta a riesgos internos que se pueden gestionar, la organización cumple un rol en el aseguramiento de una exitosa gestión de riesgos, pero es la gerencia la que tiene la responsabilidad principal para identificar y manejar estos riesgos. Entre ellos se encuentran:

-Riesgo de liquidez (Riesgo financiero endógeno)

El riesgo de liquidez es la incapacidad de una empresa de tener los fondos necesarios para hacer frente a sus obligaciones en un momento

dado, lo que no quiere decir que la empresa sea insolvente. Lo que sucede es que la empresa en un momento dado “no tiene liquidez”, aunque sea rentable, y tenga relativamente pocas deudas.

-Riesgo de crédito

El riesgo de crédito es la posibilidad de pérdida económica debido al incumplimiento de los compromisos asumidos por las contrapartes de un contrato. El riesgo del crédito o crédito comercial es el riesgo que un cliente no pague los productos o servicios que ha demandado. Una variante del riesgo de crédito es la situación política del país de una de las contrapartes, ya que la condiciona a que no pueda cumplir con sus obligaciones.

-Riesgos operacionales

El riesgo operacional son riesgos derivados de las deficiencias en los sistemas de información, en los controles internos de una empresa, fallas en los sistemas debido a errores humanos, que implican una pérdida inesperada.

El riesgo operacional se origina por diversos motivos, entre los cuales se tienen: el riesgo de procesos, (riesgo de pérdida para la empresa como consecuencia de la deficiencia en el funcionamiento interno de los procesos, como fallas en la aplicación de normas y procedimientos, fraudes del personal y malos diseños de productos), riesgo de reputación (como consecuencia del desprestigio, mala imagen, publicidad negativa), riesgo de obsolescencia (obsolescencia de máquinas, equipos, tecnologías) y riesgos legales (pérdidas debido a multas, sanciones, indemnizaciones relacionadas con la normatividad laboral y condiciones físicas en el trabajo).

2.3. Instrumentos Financieros derivados países de la Región.

La Alianza del Pacífico representa una iniciativa comercial importante a nivel mundial; está conformada por países de esta región, Chile, Colombia, México y Perú; y se ha convertido en un importante bloque comercial. En conjunto mueven cerca del 50 % del comercio exterior de Latinoamérica y reciben el 42 % del total de flujos de inversión extranjera directa de la región.

Dentro de este bloque se ha formado adicionalmente el Mercado Integrado Latinoamericano, conocido como MILA donde operan conjuntamente las bolsas de valores de estos cuatro países.

Si bien Perú es el más pequeño del MILA en términos de Capitalización Bursátil, no está muy lejos de Colombia. Así mismo Chile representa el doble de capitalización bursátil de Perú.

Tabla 2.1

Capitalización bursátil MILA (A diciembre)

En Miles de millones de dólares americanos

	2013	2014	2015	2016	2017
Chile	266	233	188	213	296
Colombia	215	153	95	95	122
México		481	427	350	416
Perú	121	121	92	121	99
Total	602	988	802	779	933

Fuente: Mercado Integrado Latinoamericano (2019)



Figura 2.3. Capitalización Bursátil MILA

Fuente: Mercado Mila (2019)

La presente investigación analiza el mercado chileno. Como parte del Mercado Integrado Latinoamericano, Chile es un país con un nivel de capitalización que duplica al nivel de capitalización del mercado bursátil peruano, pero debido al nivel económico de dicho país y el nivel de riesgo país similar al nuestro, se consideró conveniente analizarlo.

Respecto a Chile, desde junio de 2019, la Comisión para el Mercado Financiero, CMF se ha convertido en la entidad supervisora de los mercados financieros en dicho país; quien supervisa al Sistema de Valores y Sistema Bancario.

El mercado de derivados más importante en Chile es el contrato a plazo (forward) sobre divisas, aunque también realizan swaps, opciones y futuros.

En efecto, el peso chileno, moneda emergente ha tenido momentos de volatilidad en los últimos 5 años por lo que las empresas de dicho país han requerido cobertura.

Hacia finales del 2017, 620 pesos chilenos equivalían aproximadamente a 1 dólar.



Figura 2.4. Volatilidad del peso chileno (peso/dólar)

Fuente: Investing (2019)

Según estadísticas del Banco Central de Chile, las posiciones de instrumentos derivados han tenido una baja importante en el año 2016 en la medida que el dólar se ha fortalecido.

Derivados suscripciones por contraparte del mercado cambiario formal (moneda nacional contra moneda extranjera) (Millones de dólares)

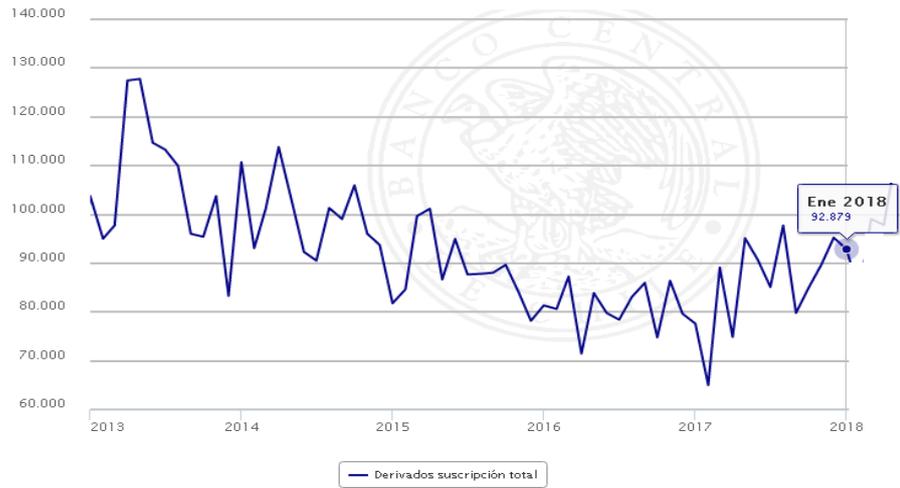


Figura 2.5. Suscripción mensual de Derivados Financieros de Divisas (En millones de dólares)

Fuente: Banco Central de Chile (2019)

Derivados suscripciones por contraparte del mercado cambiario formal (moneda nacional contra moneda extranjera) (Millones de dólares)

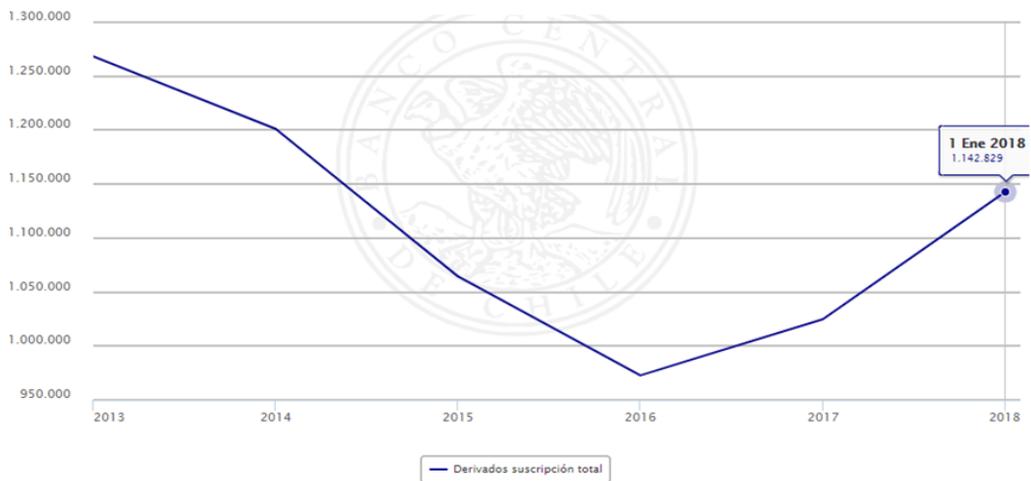


Figura 2.6. Suscripción anual de Derivados Financieros de Divisas (En millones de dólares)

Fuente: Banco Central de Chile (2019)

Por su parte, respecto a las tasas de interés, la posición en instrumentos financieros derivados se ha incrementado en más del 50% desde el año 2013, como se muestra.

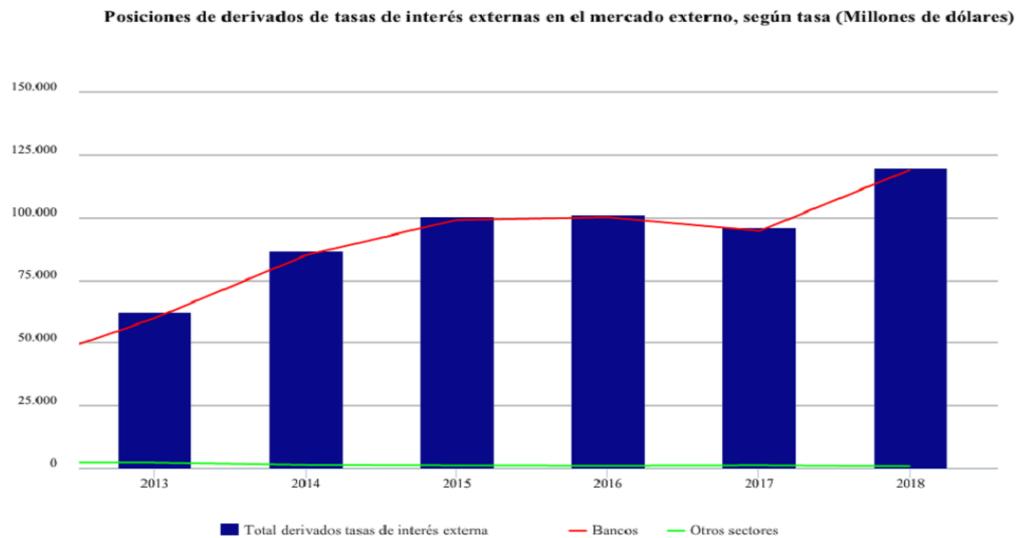


Figura 2.7. Posición anual de Derivados Financieros de tasas de interés (En millones de dólares)
Fuente: Banco Central de Chile (2019)

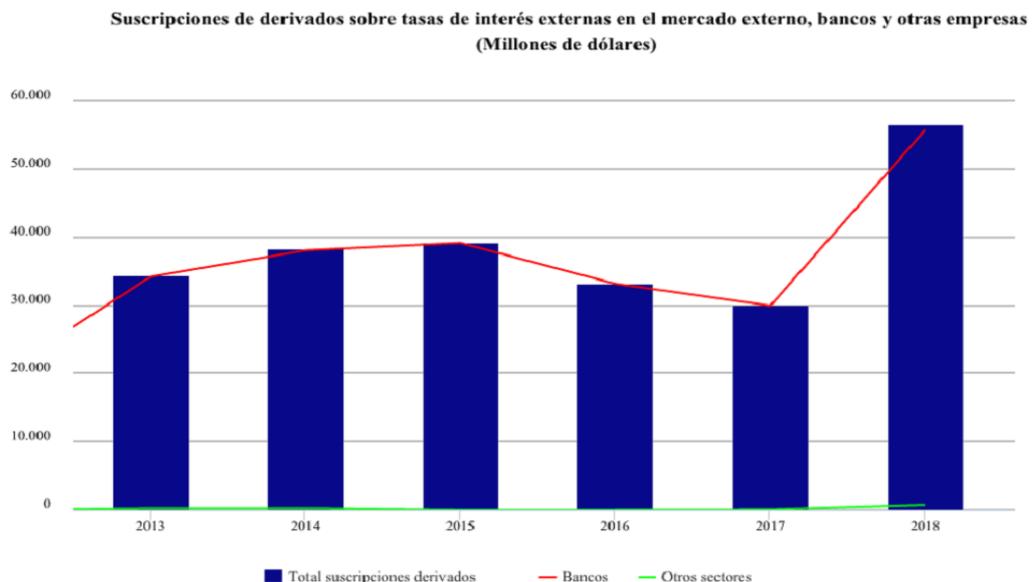


Figura 2.8. Suscripción anual de Derivados Financieros de tasas de interés (En millones de dólares)

Fuente: Banco Central de Chile (2019)

Asimismo, respecto a los commodities, la posición en instrumentos financieros derivados se basa principalmente en el oro, la plata y el cobre.

Tabla 2.2

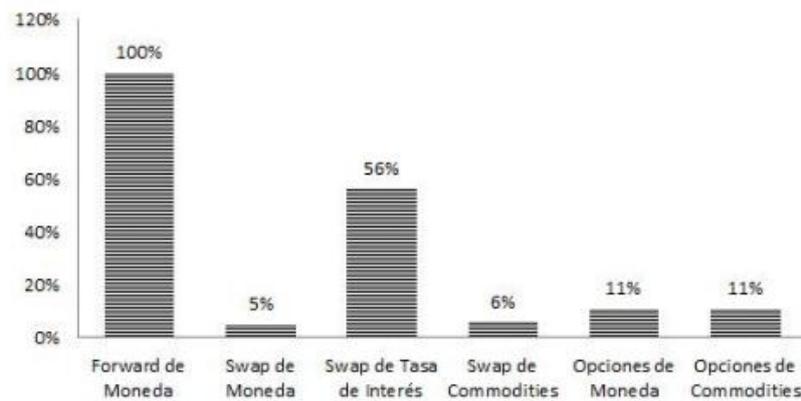
Suscripción anual de Derivados Financieros en Commodities

(En millones de dólares)

Descripción series	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cobre	32 177	21 065	16 256	14 916	14 196	18 050
Oro	1 925	1 627	1 706	2 114	2 049	1 739
Plata	1 086	709	615	583	419	340

Fuente: Banco Central de Chile (2019)

En un estudio realizado años previos, Escobedo y Soto (2014) indicaron que hacia el año 2014, todos los sectores hacían uso de los forwards en Chile.



Tipos de Contrato	Porcentaje	Sectores
Forwards de Moneda	100%	Todos sectores de Análisis
Swap de Moneda	5%	Electricidad Gas y Agua
Swap de Tasa de Interés	56%	Comercio - Transporte - Servicios Financieros
Swap de Commodities	6%	Electricidad Gas y Agua
Opciones de Moneda	11%	Manufactura - Comercio
Opciones de Commodities	11%	Electricidad Gas y Agua - Transporte

Figura 2.9. Tipo de contrato por activo subyacente

Fuente: Escobedo, F; Soto, N (2014)

Por otro lado, en dicho estudio también se determinó que el 11% de las empresas realizaron este tipo de contratos con Bancos internacionales. Dichas empresas corresponden a empresas cuya casa matriz se encuentra en Europa, y sus políticas internas, exigen la contratación de esta figura por este medio. Así mismo el 72% de las empresas en estudio realizaron la contratación de derivados con fines únicamente de cobertura.

2.4. Definiciones Conceptuales

Se presentará a continuación un glosario de términos de los instrumentos derivados y la gestión financiera para mejor entendimiento:

-Beta: Coeficiente beta, indica la magnitud del riesgo sistemático de un activo en relación con un activo promedio. (Ross, 2016)

-Capitalización bursátil. Indica el valor total del mercado de las acciones de la empresa, en unidades monetarias; multiplicando el precio de mercado de la acción por el número de acciones en circulación.

-Commodities. O productos básicos. Productos procedentes del sector primario (agricultura, pesca, yacimientos mineros, etc) que se transforman en productos finales, o bien se venden directamente al consumidor. Estos productos son negociados en bolsa en forma de contratos estandarizados de acuerdo a la calidad, cantidad, fecha de entrega y localización para cada bien, siendo el precio la única variable resultante de la negociación. (Banco Central de Reserva del Perú, 2019).

-Fecha Futura. La fecha (futura) en la que las partes realizarán la operación de compra/venta del activo bajo las condiciones pactadas.

-Liquidación. La forma en la que las partes transferirán los activos en una fecha futura.

-Monto. Importe de la operación, valor de los activos subyacentes.

-Spot o precio spot. Valor del activo subyacente que se da cuando el comprador y el vendedor del derivado acuerdan la entrega y el pago de la transacción. (En caso de forward de tipo de cambio es el valor de la divisa).

-Precio strike. Es el precio de ejercicio o precio de compra o venta de un activo financiero.

-Precio forward o precio futuro. Es el valor futuro del activo subyacente.

-Posición. Es la posición que cada una de las partes define. Esta puede ser “compradora” o “vendedora”.

-Rentabilidad bruta. Corresponde a la relación de la utilidad bruta sobre ventas.

-Rentabilidad neta. Corresponde a la relación de la utilidad neta sobre las ventas, y se obtiene luego de deducir de las ventas todos los costos y gastos y el impuesto a la renta.

- Rentabilidad sobre activos. Llamada también ROA por sus siglas en inglés (Return on Assets), es la capacidad de los activos de generar rentabilidad (independientemente de cómo se hayan financiado).

- Rentabilidad del patrimonio. Llamada también ROE por sus siglas en inglés (Return on Equity), es la capacidad de la empresa de generar utilidades o beneficios con la inversión de los accionistas.

-Retorno sobre la inversión. O ROI, es la utilidad obtenida en base a la inversión realizada.

-Riesgo. Es la probabilidad de ocurrencia de un evento adverso. Corresponde al grado de incertidumbre que acompaña a una operación financiera o comercial. (Banco Central de Reserva del Perú, 2019).

-Subyacente o activo subyacente. Activos financieros (tasas de interés, divisas) o no financieras (commodities) que representan la base de un contrato de derivados.

CAPÍTULO III: HIPÓTESIS Y VARIABLES

3.1. Hipótesis principal

Los instrumentos financieros derivados inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú y Chile 2013-2017; en la medida que su uso sea de cobertura; debido a que permiten reducir los riesgos de mercado.

3.2. Hipótesis secundarias

a. La volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas al cubrir los riesgos de mercado, son afectadas por el diferencial de cobertura.

b. El tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso.

c. El forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cubrir el activo subyacente de tipo de cambio.

d. El swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tasas de interés.

e. Las opciones de cobertura de commodities inciden en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar la volatilidad de commodities.

3.3. Operacionalización de variables

X= Variable independiente = Derivado financiero

Tabla 3.1

Matriz de operacionalización de la variable independiente

VARIABLE	INDICADORES	ÍNDICES
Derivado Financiero	X1 = Volatilidad del activo subyacente	Precio inicial del
		Precio final del activo
	X2 = Tipo de instrumento financiero derivado	Activo subyacente
		Mercado de negociación
	X3 = Forward	Precio Spot
		Tasa de interés local
		Tasa de interés extranjera
		Plazo
	X4 = Swap	Valor
		Periodicidad
		Tasa de interés variable
		Tasa de interés fija
	X5 = Opciones	Prima
		Precio Spot
		Precio ejercicio
Escala Valorativa	Nominal	

Y= Variable dependiente = Gestión financiera de las empresas

Tabla 3.2

Matriz de operacionalización de la variable dependiente

VARIABLE	INDICADORES	ÍNDICES	
Gestión financiera de las empresas	Y1 = Flujo de Caja	Ingresos	
		Egresos	
		Valor de liquidación	
	Y2 = Rentabilidad sobre la inversión	Nivel de ventas	
		Costo de ventas	
		Inversión	
	Y3 = Rentabilidad neta	Gastos operativos	
		Gastos financieros	
		Otros costos /gastos no operativos	
	Y4 = Rentabilidad del patrimonio	Utilidad neta	
		Patrimonio de la empresa	
	Y5 = Valor de mercado de la acción	Rendimiento	
		Dividendos pagados	
	Escala Valorativa	Nominal	

CAPÍTULO IV: METODOLOGÍA

4.1. Diseño metodológico

La investigación realizada reúne las condiciones necesarias para denominarse investigación aplicada, debido a que se analizan empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (Perú) para responder preguntas específicas; y se comparó con el desarrollo del mercado de derivados en Santiago (Chile).

La investigación cuantitativa realizada es de nivel descriptivo, explicativo y correlacional.

A nivel descriptivo correlacional evalúa la relación de dos variables, una en función a la otra; la gestión financiera es función del uso de instrumentos financieros derivados.

Por otro lado, para el análisis de los datos recopilados se usó estadística descriptiva para recolección y tabulación de la información, utilizando herramientas como tablas de frecuencia e histogramas. Para el análisis inferencial se realizó la contrastación de hipótesis utilizando la prueba Chi cuadrado. Los pasos que se siguieron fueron:

-Formulación de hipótesis nula (H_0) y alternativa (H_1); donde H_0 representa la afirmación de que las dos variables no tienen relación.

-Realizar una tabla de contingencia utilizando la Chi cuadrado, considerando:

Nivel de significancia $\alpha = 5\%$

Grados de libertad $= (\text{no filas} - 1) \times (\text{no columnas} - 1) = 4 \times 4 = 16$

$X^2(0,05,16) = 26,3$

-Calcular la prueba estadística con la fórmula siguiente, utilizando el software SPSS:

$$X^2(0,05,16) = \sum \frac{(o_i - e_i)^2}{e_i}$$

donde: o_i = valor observado

e_i = valor esperado

-Se comparó los valores de la prueba con los valores de la tabla Chi cuadrado.

4.2. Población y muestra

El grupo objetivo fueron gerentes y ejecutivos financieros y comerciales de empresas de comercio exterior que cotizan en Bolsa de Valores de Lima.

Si bien las grandes empresas en nuestro país representan solo el 5,8% del número total de empresas exportadoras, que son cerca de 8 000, estas concentran el 83,4% del monto total que el Perú vende al exterior.

Con la finalidad de utilizar información confiable se tendrá como población únicamente a los Gerentes y Ejecutivos de las empresas mineras, alimentos y textiles que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, Mercado General. Estas empresas son consideradas como

grandes empresas y son las que principalmente se coberturan con instrumentos financieros derivados.

Se ha determinado principalmente las empresas en este estudio en base a su liquidez de negociación de los sectores Minería, y Alimentos y Bebidas.

El sector Minería es el más representativo de nuestro país. Las empresas que poseen cotizaciones en la BVL tienen una capitalización bursátil al 31 de diciembre del 2017 y del 2018 de S/ 68 467 653 y S/ 53 653 450 respectivamente.

El sector minería es un sector sujeto a riesgos de mercado, principalmente debido a la volatilidad en el precio de los commodities. El riesgo de mercado medido con el coeficiente Beta se muestra a continuación:

Tabla 4.1
Riesgo de mercado Sector Minería (2013-2018)

Empresa	Clase	Accion	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Buenaventura	C1	BUENAVC1	0,69	0,58	0,87	1,40	1,47	1,66
Buenaventura	C1.	BVN	0,79	0,70	0,95	1,47	1,57	1,71
El Brocal	C1	BROCALC1	1,19	1,07	1,21	1,09	1,29	1,17
El Brocal	I1	BROCALI1	1,01	0,66	0,62	0,86	1,48	1,47
Minera IRL Limited	C	MIRL	0,97	1,50	1,34	1,59	1,65	1,06
Minsur	I1	MINSURI1	1,07	1,39	1,43	1,76	1,81	1,77
Nexa Resources Atacocha S.A.A.	BC1	ATACOBC1	1,48	1,17	1,33	1,60	1,70	1,85
Nexa Resources Peru S.A.A.	C1	NEXAPEC1	0,67	0,95	1,17	1,53	1,64	1,53
Perubar	I1	PERUBAI1	0,06	-0,01	-0,05	-0,02	-0,02	0,03
Quimpac	I1	QUIMPAI1	0,04	0,13	0,15	-	0,13	0,24
San Ignacio de Morococha S.A.A	I1	MOROCOI1	1,66	1,15	1,13	0,91	1,13	1,14
Santa Luisa	I1	LUISAI1	1,07	0,89	0,45	0,38	0,38	0,18
Soc.Min.Cerro Verde	C1	CVERDEC1	1,05	1,30	1,25	1,17	1,25	1,20
Soc.Minera Corona	I1	MNCORI1	0,71	0,53	0,31	0,35	0,43	0,45
Southern Peru CC Sp	I1	SPCCPI1	0,14	0,33	0,32	0,36	0,74	0,79
Volcan	AC1	VOLCAAC1	0,11	0,07	0,50	0,43	0,57	0,50
Volcan	BC1	VOLCABC1	1,34	1,18	1,38	1,82	2,07	2,11

Fuente: Economática (2019)

El sector Alimentos y Bebidas está representado por 8 empresas que tiene una capitalización bursátil al 31 de diciembre del 2017 y de 2018 de S/ 46 983 181 y S/ 44 712 546 respectivamente.

El sector alimentos es un sector sujeto a riesgos de mercado, principalmente de divisas. El riesgo de mercado medido con el coeficiente Beta se muestra a continuación.

Tabla 4.2
Riesgo de mercado Sector Alimentos (2013-2018)

Empresa	Clase	Accion	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Alicorp S.A.	I1	ALICOR11	0,37	0,38	0,08	0,26	0,38	0,51
Austral Group S.A.	C1	AUSTRAC1	0,97	0,77	0,61	0,12	-0,04	-0,13
Cervec.San Juan S.A	C1	SNJUANC1	-	0,11	0,04	-0,04	-0,02	-0,02
Corporación Lindley S.A.	I1	CORLINI1	0,55	0,46	0,25	0	0,07	0,15
Leche Gloria S.A.	I1	GLORIAI1	0,59	0,54	0,24	0,15	0,15	0,32
Pesquera Exalmar	C1	EXALMC1	-	-	-0,11	0	-0,05	-0,06
UCP Backus Johnst	I1	BACKUSI1	0,19	0,24	0,16	0,16	0,19	0,18

Fuente: Economática (2019)

Al ser el precio de los commodities más volátil, el Beta suele ser mayor a 1. En el caso de las empresas del sector alimentos su riesgo sistemático es menor, el Beta es menor a 1.

4.2.1. Población

La totalidad de empresas que tienen acciones listadas en la Bolsa de Valores de Lima son 188 empresas. De estas empresas son solo 25 las empresas que listan en bolsa local y que pertenecen al sector minería y/o alimentos y bebidas.

El tamaño de la población está conformado por los Gerentes Centrales, Gerentes o Ejecutivos Financieros y Gerentes o Ejecutivos Comerciales de las empresas de la Bolsa de Valores de Lima de los

rubros Minería y Alimentos y Bebidas. La relación se muestra a continuación.

Tabla 4.3
Empresas consideradas en la Población

RUC	Empresa	Sector	Trabajadores	Población
20100079501	Compañía de Minas Buenaventura	Minería	2 212	3
20100017572	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	Minería	764	3
20338426781	Minera Andina de Exploraciones	Minería	5	3
20505174896	Minera IRL S.A.	Minería	305	3
20100136741	Minsur	Minería	1 244	3
20100123500	Nexa Resources Atacocha S.A.A.	Minería	430	3
20100110513	Nexa Resources Perú SAA	Minería	832	3
20100136237	Perubar S.A.	Minería	106	3
20330791501	Quimpac S.A.	Minería	903	3
20100177421	Compañía Minera San Ignacio de	Minería	489	3
20100120314	Cia Minera Santa Luisa S.A.	Minería	341	3
20100142989	Shougang Hierro Perú S.A.A.	Minería	2 073	3

(continúa)

(continuación)

20170072465	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Minería	4 908	3
20217427593	Sociedad Minera Corona S.A.	Minería	736	3
20100147514	Southern Peru CC Sucursal del Perú	Minería	5 160	3
20383045267	Volcan Compañía Minera S.A.A.	Minería	1 717	3
20100055237	Alicorp S.A.A.	Alimentos y Bebidas	3 488	3
20338054115	Austral Group S.A.A.	Alimentos y Bebidas	1 685	3
20128915711	Cervecería San Juan S.A	Alimentos y Bebidas	338	3
20101024645	Corporación Lindley S.A.	Alimentos y Bebidas	3 472	3
20100095450	Laive S.A.	Alimentos y Bebidas	1 205	3
20100190797	Leche Gloria S.A.	Alimentos y Bebidas	2 050	3
20380336384	Pesquera Exalmar S.A.A.	Alimentos y Bebidas	1 230	3
20100113610	Unión de Cervecerías	Alimentos y Bebidas	3 040	3
20133530003	Creditex	Textil	1 528	3
TOTAL				75

4.2.2. Muestra

La fórmula utilizada para calcular el tamaño de muestra es la siguiente:

$$n = \frac{N \times Z^2 \times p \times q}{\text{Error}^2 \times (N-1) + Z^2 \times p \times q}$$

En donde,

N = tamaño de la población = 75

Z = Al nivel de confianza 95% = 1,96

p = probabilidad de éxito = 50%

q = probabilidad de fracaso = 50%

Error = 5%

De esta forma, la muestra obtenida es 48 encuestas a funcionarios de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

- Muestra: 48 Gerentes y Ejecutivos de las áreas Comercial y Financiera
- Cobertura: Lima Metropolitana
- Técnica: Encuesta

El factor muestral se calculó de la siguiente manera:

$$\underline{n} = \frac{48}{N} = 0,64$$

Tabla 4.4

Empresas consideradas en la Muestra

RUC	Empresa
20100079501	Compañía de Minas Buenaventura
20100017572	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.
20338426781	Minera Andina de Exploraciones
20505174896	Minera IRL S.A.
20100136741	Minsur
20100123500	Nexa Resources Atacocha S.A.A.
20100110513	Nexa Resources Perú SAA
20100136237	Perubar S.A.
20330791501	Quimpac S.A.
20100177421	Compañía Minera San Ignacio de
20100120314	Cia Minera Santa Luisa S.A.
20100142989	Shougang Hierro Perú S.A.A.
20170072465	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.
20217427593	Sociedad Minera Corona S.A.
20100147514	Southern Peru CC Sucursal del Perú
20383045267	Volcan Compañía Minera S.A.A.
20100055237	Alicorp S.A.A.
20338054115	Austral Group S.A.A.
20128915711	Cervecería San Juan S.A
20101024645	Corporación Lindley S.A.
20100095450	Laive S.A.
20100190797	Leche Gloria S.A.
20380336384	Pesquera Exalmar S.A.A.
20100113610	Unión de Cervecerías Peruana Backus
20133530003	Creditex

Se utilizó el muestreo probabilístico aleatorio simple para dar a cada individuo de la población la misma probabilidad de ser seleccionado.

4.3. Técnicas de recolección de datos

La investigación se realizó utilizando las siguientes fuentes:

Fuentes primarias a través de encuestas a Gerentes Financieros de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima; y entrevistas a expertos en derivados financieros.

Fuentes secundarias utilizando bases de datos especializadas como Economática, Bloomberg y Thomson Reuters. Asimismo se utilizó información pública de dichas empresas en páginas web como la Superintendencia de Mercado de Valores y la Bolsa de Valores de Lima.

4.4. Técnicas para el procesamiento de la información

Los datos de las encuestas se procesaron con el software SPSS.

4.5. Aspectos éticos

El presente trabajo es una investigación inédita y considera el respeto a la propiedad intelectual de otros autores. En caso otras investigaciones se hayan utilizado como referencia, estas se consideran como tal en referencias bibliográficas utilizando normas de citación APA.

La información financiera que corresponde al input para investigación se ha tratado de manera confidencial en cada uno de los casos pertenecientes a la muestra.

La investigación aplicada respeta los códigos de ética personal y profesional respectivos.

CAPÍTULO V: RESULTADOS

Este capítulo tiene el propósito de presentar el proceso que permite la demostración de la hipótesis de la investigación: “USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS DE COMERCIO EXTERIOR QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE PERÚ Y CHILE 2013-2017”

Se ha procedido a realizar el trabajo de campo de acuerdo con la metodología de investigación utilizando encuestas y entrevistas, que fueron aplicadas a gerentes o personal encargado del área financiera de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, y a expertos en el tema.

5.1. Resultados de la Entrevista

Se realizó una entrevista a dos personas conocedoras y usuarios de instrumentos financieros derivados con más de 20 años de experiencia:

Sr. Edgardo Montero	Ex Gerente Auditoría	Banco BBVA Perú
Sr. Bruno Bellido	Mercado de Capitales	Univ. de Lima

Se presentará a continuación la conclusión de los resultados de las preguntas realizadas a los entrevistados.

1. En su opinión, ¿Cuál herramienta (s) o indicador(es) considera usted que permite(n) medir mejor la Gestión Financiera de las empresas?

Respuesta:

Dado que la gestión financiera de una empresa tiene muchas facetas y alcances, se puede considerar indicadores de planificación financiera, de control y seguimiento de la gestión basada en el valor y rentabilidad, y el control y seguimiento de la gestión integral de riesgos. Entre los indicadores se tienen el margen Ebitda, ROA, ROE, margen operativo, Margen Neto. Per, Dividend Yield, Relación Precio con valor contable, Precio con Flujo de caja.

2. Desde su experiencia como Ejecutivo Financiero, ¿Qué riesgo financiero considera usted que las empresas peruanas coberturan más?

Respuesta:

Entre los principales tipos de riesgos financieros que afrontan las empresas peruanas tenemos: liquidez, interés, tipo de cambio y mercados. Sin embargo, los más usados con las entidades financieras son los asociados a los riesgos de tasa de interés (fijo vs variable), los riesgos de tipo de cambio (Monedas: Soles vs Dólar), y las materias primas.

3. En su opinión, ¿considera importante en la actualidad el uso de instrumentos financieros derivados como cobertura en las empresas de comercio exterior? ¿Por qué?

Respuesta:

La utilización de instrumentos derivados como cobertura, siempre ha sido importante en toda actividad en donde existe volatilidad, y en especial en el caso de comercio exterior por la fluctuación del precio de los commodities. Es sumamente importante y relevante para la cobertura de riesgo de las empresas, lo cual no solo les permitiría cubrirse ante los riesgos de volatilidad del mercado sino también el de asegurar sus obligaciones y proyectos de inversión con un flujo de caja definido.

4. ¿Considera usted que la rentabilidad neta de las empresas que coberturan se ve afectada por el uso del forward de tipo de cambio?

Respuesta:

La rentabilidad neta sí se verá afectada, porque independientemente del resultado financiero neto (ROF = Resultado de operaciones financieras) el forward le permitirá reducir la volatilidad del tipo de cambio (aseguramiento), permitiendo así la planificación y las acciones mejora o aseguramiento necesarias. Definitivamente el uso de derivados podría ocasionar cambios significativos positivos, aunque en menor medida cambios negativos. Pero los derivados es una forma que permite disminuir el riesgo al ser utilizado correctamente.

5. ¿Considera usted importante el uso de swaps de cobertura de tasas de interés?, ¿cómo cree que esto incide en los indicadores financieros de la empresa?

Respuesta:

Si es importante, porque el SWAP podría permitir cambiar las tasas de interés de fija a variable o viceversa, teniendo de por medio un objetivo de cobertura, puede asegurar reducir volatilidades o prevenir

escenarios, para una adecuada toma de decisiones con un criterio siempre de CREAR VALOR (Tener un beneficio neto por encima de los costos de oportunidad). En términos de indicadores, estos se monitorean principalmente a nivel de la eficacia de las coberturas (indicadores de gestión). Al usar el swap le permite a la empresa una mejor tasa de interés.

6. ¿Cree usted necesario que las empresas de comercio exterior consideren el uso de opciones de cobertura de commodities?

Respuesta:

Definitivamente sí deben de considerar como parte de la Planificación Financiera de la empresa, porque le permitiría tener un seguro que puede ejercer (pagando una prima) si las condiciones de precio del commodity caen por debajo de un nivel o piso determinado. La otra variante es tener contratos de Futuros (Forward), de esa manera se comprometen plazos y precios eliminándose incertidumbres del mercado. En COMEX estas alternativas son aplicables con más frecuencia al tipo de cambio, precios de los commodities y tasas de interés.

7. ¿Considera usted que la volatilidad de los commodities afecta el valor de la acción de las empresas de comercio exterior que no aplicaron dicha cobertura?

Respuesta:

La volatilidad del precio del commodities, afectará el flujo de efectivo de la empresa exportadora y por tanto su valoración a valor presente; si consideramos este método de valoración de empresa válido (Valor presente del flujo de efectivo neto) entonces sí existe un efecto directo entre tener o no tener coberturas para el caso de las empresas de comercio exterior. En el caso de las empresas que cotizan en los Mercados de Valores sí afectan, como el caso de las mineras; pero en

las empresas que no cotizan en los Mercados de Valores y no manejan coberturas se vería reflejado en el valor contable de la acción.

8. ¿Considera usted que el flujo de caja de las empresas de comercio exterior es afectado en gran medida por el uso de instrumentos financieros derivados?

Respuesta:

Existe una afectación al flujo de efectivo de la empresa, porque aplicándolas podría permitir revertir posiciones negativas de orden operativo, con ingresos positivos de orden financiero. Es afectado en la medida de la escala de las operaciones y la eficacia de la cobertura que se ha diseñado. Debería ser un efecto positivo ya que el uso de los derivados debería mejorar el flujo de caja de las empresas.

9. En su opinión, ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado en nuestro país para cubrir riesgos?

Respuesta:

Para los riesgos antes indicados, los instrumentos derivados más usados son el forward y el swap, muy utilizados en coberturas de tipo de cambio, y los segundos en coberturas de tasa de interés de fija a variable o viceversa.

En el Perú, los bancos vienen incentivando el uso de derivados a las empresas desde hace varios años mediante presentaciones en sus sedes principales. Es cada vez más necesario el uso de los derivados en el Perú, ya que su uso es mínimo comparativamente al mercado internacional.

Aquí en el Perú mayormente se usa el forward para tipos de cambio, pero están las Opciones, Futuros y Swaps.

10. ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado en el mercado internacional para coberturar riesgos?

Respuesta:

En verdad, no existen instrumentos derivados masivos de los cuales se pueda derivar una valoración de “el mejor”, porque los derivados se crearon con una naturaleza inherente, como es el ser diseñados a la medida del cliente; por lo tanto, el mejor instrumento será aquel que mejor calce a la necesidad de la empresa.

Se consideraría en todo caso los futuros y forwards.

11. Según su experiencia, ¿Cuál cree Ud. que es la mejor medida de eficiencia de los instrumentos financieros derivados?

Respuesta:

La rentabilidad neta es la mejor medida. Los futuros y forwards contribuyen a una mejor asignación de los recursos en la economía y además a la transferencia de riesgos.

12. ¿Considera usted importante que las empresas de comercio exterior locales “salgan” al mercado internacional a coberturar? De ser afirmativa su respuesta, ¿Podría indicar qué mercado?

Respuesta:

En realidad, las operaciones de coberturas a través de instrumentos como los forward y swap ya se encuentran disponibles en el sistema financiero nacional, los cuales son más comunes de aplicar a los mercados de: Monedas (Tipo de cambio), Tasas de Interés y Precio de Commodities. Operaciones más sofisticadas o estructuradas (una combinación de las anteriores) se pueden identificar a través de bancos internacionales o sociedades de inversión.

Sin embargo, sería importante que tengan profesionales cada vez más capacitados en los temas de los derivados.

13. Según su experiencia, ¿Cómo cree usted que el uso de instrumentos financieros derivados incide positiva o negativamente en la gestión financiera de las empresas?

Respuesta:

Podríamos decir que incidente positivamente cuando el instrumento que se ha estructurado nos da la cobertura necesaria frente a un escenario probable, como por ejemplo la subida o bajada de tasas de interés o mendas; y por el contrario será negativo (siempre en términos de creación de valor) si no ofrece la cobertura deseada (ni corta ni larga) y sus costos acarrearán destrucción del valor para la empresa. La posibilidad de usar derivados con personal especializado contribuiría significativamente en la gestión financiera de las empresas.

5.2. Interpretación de Resultados de la Encuesta

Los resultados del análisis de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante el período 2013 – 2017 se presentan a continuación:

Tabla 5.1

¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	18	37.5%
b) De acuerdo	30	62.5%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0.0%
d) En desacuerdo	0	0.0%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0.0%
	48	100%

Interpretación

En la tabla 5.1 se puede observar que las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima están todas expuestas a riesgos financieros.

Análisis de la respuesta

Las empresas peruanas que realizan negocios principalmente con Estados Unidos y Europa tienen el riesgo de que sus ventas o compras en dólares, euros u otra moneda de alto nivel de negociación genere un efecto en caja debido a su volatilidad. Pero no es el único riesgo al que están sujetas las empresas de comercio exterior, la fluctuación de tasas de interés afecta, sobre todo cuando las grandes empresas peruanas captan financiamientos a tasas variables y esta fluctúa; o cuando compra o vende commodities.

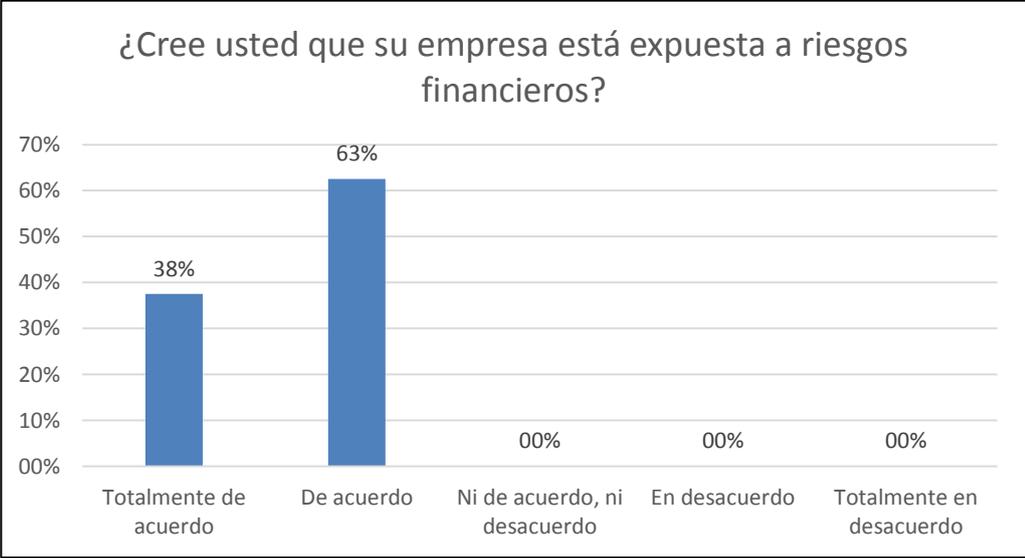


Figura 5.1. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?

Tabla 5.2

¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de tipo de cambio?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	29	60%
b) De acuerdo	9	19%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0%
d) En desacuerdo	5	10%
e) Totalmente en desacuerdo	5	10%
	48	100%

Interpretación

Analizando la información de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, estas están expuestas a la variación del tipo de cambio. De la muestra, el 20% estimó que la estimación de la volatilidad no era relevante por lo que consideraron que su empresa no estuvo expuesta a riesgos de tipo de cambio.

Análisis de la respuesta

El dólar americano es la moneda establecida, según el tratado de Bretton Woods, en 1944, para la realización de transacciones internacionales después de la Segunda Guerra Mundial. La segunda divisa más utilizada es el euro, tiene un volumen importante de uso, sobretodo en la realización de Negocios con Europa. Y el Perú realiza negocios principalmente a Estados Unidos y Europa.

Perú tiene como moneda el Sol, y a pesar que no es una moneda fuerte como el dólar americano, el euro o la libra esterlina; es una de las monedas más resistentes de América Latina en los últimos años.

Esto se puede ver en su apreciación 2016-2018 en 2,11% comparativamente con su depreciación 2014-2018 de 19,81%.

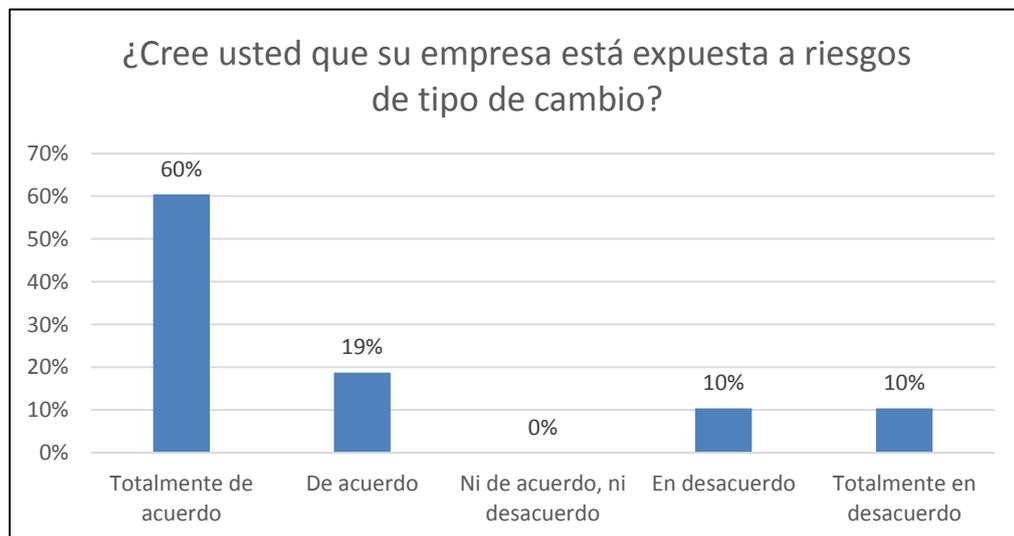


Figura 5.2. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de tipo de cambio?

Tabla 5.3

¿Cree usted que su empresa está expuesta a volatilidad de tasas de interés?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	24	50%
b) De acuerdo	0	0%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0%
d) En desacuerdo	24	50%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Respecto a los alcances de la interrogante, la información que se ha recopilado demuestra que el 50% de los encuestados está totalmente de acuerdo en que su empresa estuvo a riesgos de volatilidad de las tasas de interés, y el restante 50% se encuentra en desacuerdo.

Análisis de la respuesta

Analizando la información de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, las empresas que no estuvieron expuestas a la volatilidad de las tasas de interés indicaron que se debe a que no tenían préstamos o los préstamos calzaban con los ingresos en la misma moneda funcional de la empresa.

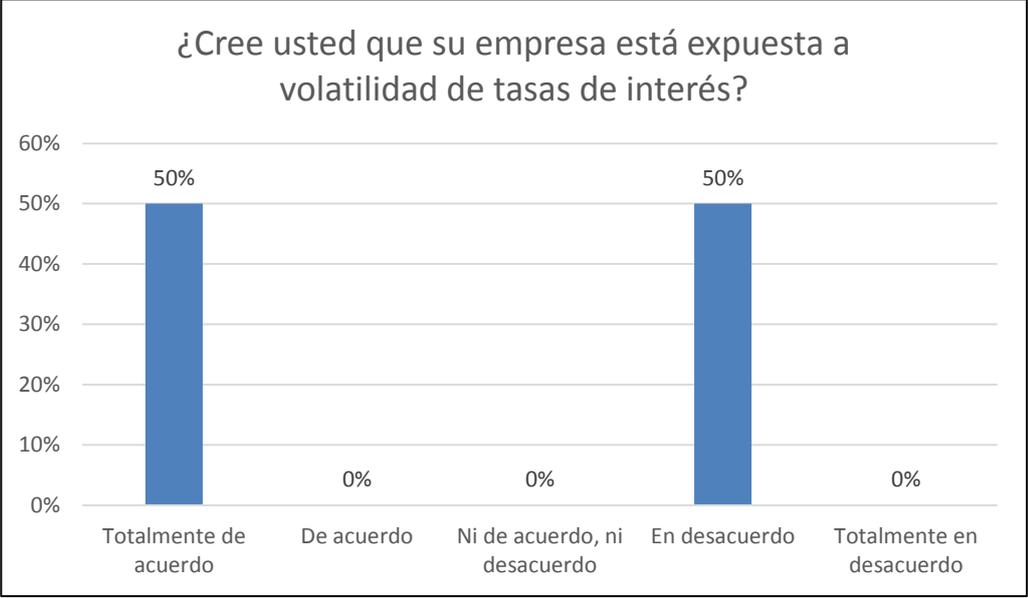


Figura 5.3. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a volatilidad de tasas de interés?

Tabla 5.4

¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de volatilidad de precio de commodities?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	38	79%
b) De acuerdo	5	10%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0%
d) En desacuerdo	5	10%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Según los datos recogidos en la presente tabla, el 79% de las personas encuestadas está totalmente de acuerdo de que su empresa está expuesta a riesgos de volatilidad de precios de commodities, el 10% de las personas indican estar de acuerdo en la exposición a la volatilidad; mientras que el restante 10% indican estar en desacuerdo.

Análisis de la respuesta

Buscando una explicación al resultado se determinó que las empresas que estuvieron expuestas fueron las empresas mineras, debido a que los metales que las empresas venden en el mercado internacional son considerados como tal. El Perú es un país minero, liderando el ranking de producción y reservas mineras, convirtiéndose en el 2018 en el segundo productor mundial de cobre, plata y zinc.

Según la encuesta mundial de U.S.Geological Survey (USGS), como se citó en la Agencia Peruana de Noticias (2019), el Perú se mantuvo

en el segundo lugar de la producción mundial de cobre, plata y zinc en el 2018; además de ubicarse en el tercer puesto en la producción de plomo, cuarto lugar en la producción de estaño y molibdeno, y sexto en la producción de oro. Segundo lugar en producción de cobre con 2,44 millones de TMF (toneladas métricas finas), el cual representa el 11.8% del total mundial; respecto al zinc se llegó en a 1.47 millones TMF, volumen que significa el 11.6% de todo lo producido en el mundo. Respecto a la plata, el Perú alcanzó una producción de 4,163 TMF, volumen que deja al Perú en el segundo puesto con 15.5% de participación a nivel global en producción dicho metal.

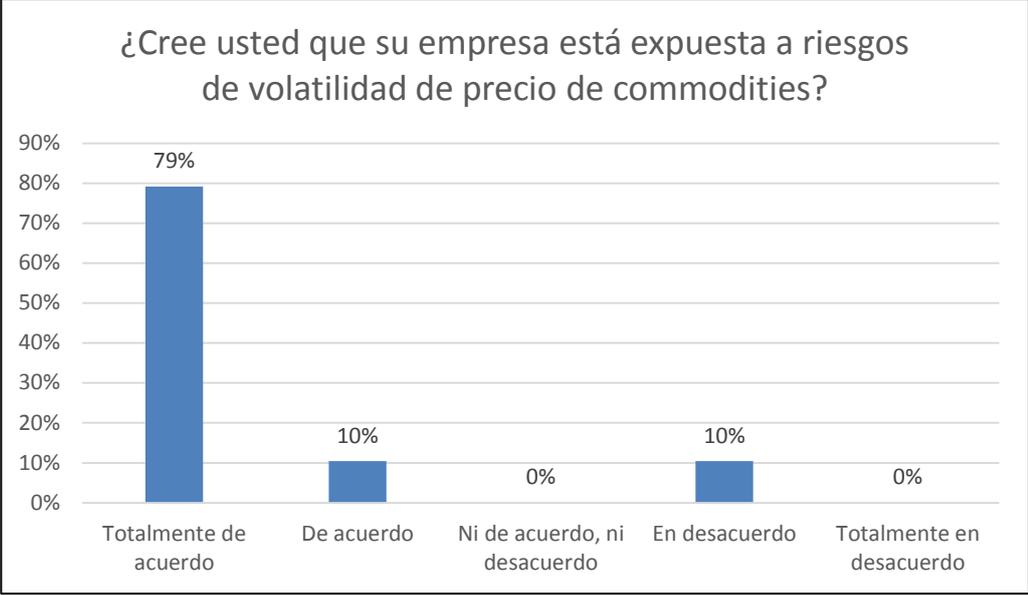


Figura 5.4. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de volatilidad de precio de commodities?

Tabla 5.5

¿Cree Ud. que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el Flujo de Caja de las empresas de Comercio Exterior?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	25	52%
b) De acuerdo	18	38%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	5	10%
d) En desacuerdo	0	0%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Los datos recopilados indican que la mayoría de las personas encuestadas (52%) están totalmente de acuerdo en que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior; el 38% indica estar de acuerdo en que la volatilidad de dichos activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas; y el 10% restante se encuentra en una posición neutra indicando que no está ni de acuerdo ni en desacuerdo.

Análisis de la respuesta

Analizando los resultados se determinó que las personas responsables de las áreas de finanzas y/o comercial de la empresa están de acuerdo en que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior, debido a que cuando estos son tomados la caja se ve afectada por el diferencial de cobertura.

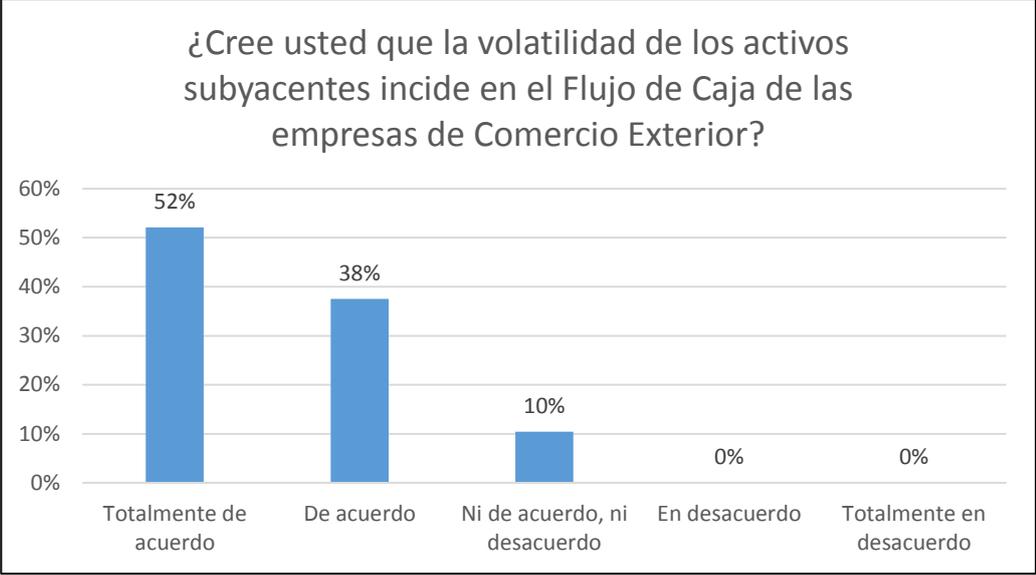


Figura 5.5. ¿Cree Ud. que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el Flujo de Caja de las empresas de Comercio Exterior?

Tabla 5.6

¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	2	4%
b) De acuerdo	16	33%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0%
d) En desacuerdo	25	52%
e) Totalmente en desacuerdo	5	10%
	48	100%

Interpretación

Los datos recopilados en las encuestas indican que solo el 37% de las personas encuestadas han afirmado la cobertura de la volatilidad del tipo de cambio en sus empresas, y un 63% ha indicado que su empresa no coberturó; a pesar que todas, al ser empresas de comercio exterior están expuestas a este riesgo.

Análisis de la respuesta

Analizando los resultados, las empresas que no coberturaron en el período en estudio indicaron que se debe a que el riesgo al que está expuesto ha tenido poca fluctuación en nuestro país. En efecto, la variación porcentual mensual del tipo de cambio S/ vs US\$, siendo el dólar la moneda funcional de las empresas mineras y una de las más comerciales de las empresas de alimentos importadoras. más comercial de estas empresas, ha sido 0,4% en dicho período, llegando a un nivel de 14% devaluación en un período de 4 años. Asimismo otras no coberturaron debido a políticas de la empresa. La estabilidad económica de nuestro país y la fortaleza del Sol ha hecho que las

grandes empresas no se coberturen en gran magnitud con derivados cambiarios.

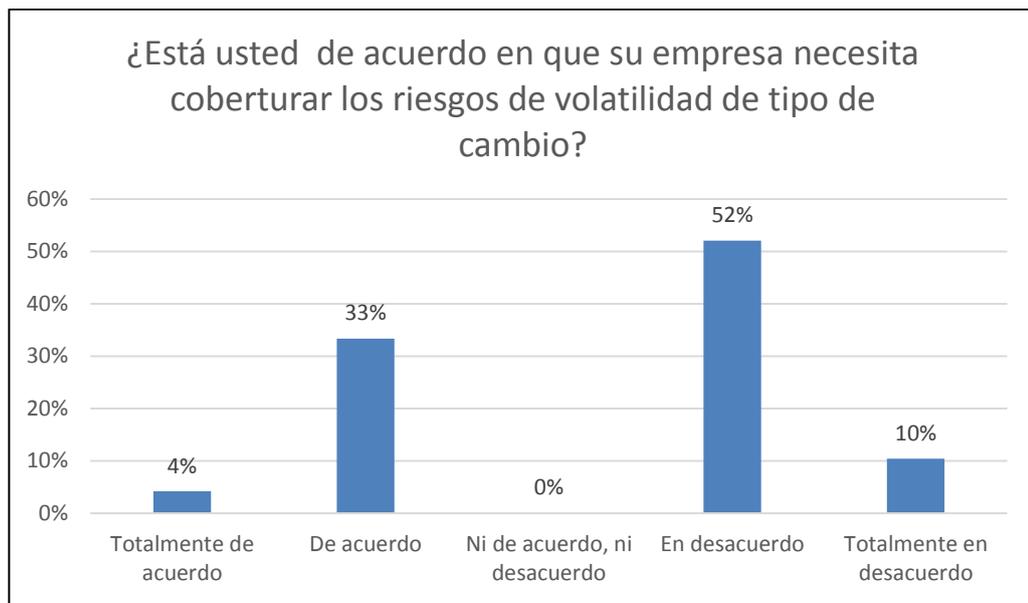


Figura 5.6. ¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?

Tabla 5.7

¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de tasas de interés?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	18	38%
b) De acuerdo	19	40%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	1	2%
d) En desacuerdo	8	17%
e) Totalmente en desacuerdo	2	4%
	48	100%

Interpretación

La encuesta permitió conocer que el 78% de las personas encuestadas estuvieron de acuerdo en coberturar con tasas de interés; el 2% estuvo en una posición neutra, es decir, ni de acuerdo ni en desacuerdo; y solo el 20% estuvo en desacuerdo o totalmente en desacuerdo en dicha cobertura.

Análisis de la respuesta

Al analizar el detalle de las coberturas, el 78% de las empresas encuestadas tenían financiamientos importantes a largo plazo principalmente a tasas variables.

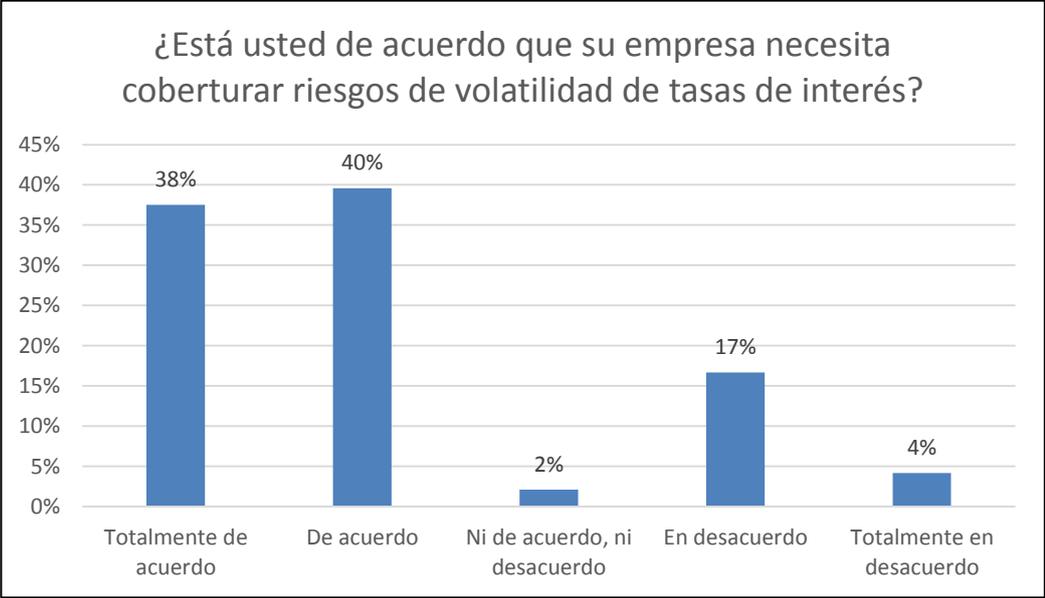


Figura 5.7. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de tasas de interés?

Tabla 5.8

¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	7	15%
b) De acuerdo	5	10%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0%
d) En desacuerdo	12	25%
e) Totalmente en desacuerdo	24	50%
	48	100%

Interpretación

Los resultados de la encuesta indican que el 25% de las empresas coberturaron riesgos de commodities, el 75% no coberturó. En la tabla previa se puede ver que 15% estuvo totalmente de acuerdo en coberturar riesgo de volatilidad de precios de commodities, el 10% de encuestados estuvo de acuerdo en coberturar riesgos de commodities, un 25% estaba en desacuerdo, y un 50% estaba totalmente en desacuerdo de dicha cobertura.

Análisis de la respuesta

Analizando la información se ha determinado que no todas las empresas están expuestas a este riesgo. En realidad, las empresas expuestas son las empresas del sector minero. En el caso de alimentos, no todos los insumos utilizados por este tipo de empresas se transan en el mercado internacional de commodities, solo algunos como el trigo. En el caso de las empresas mineras, hay algunas empresas, inclusive, que no coberturan y asumen el riesgo aduciendo

que el mercado se mueve por la oferta y la demanda. Esto se considera una política de la Gestión Financiera de las empresas.

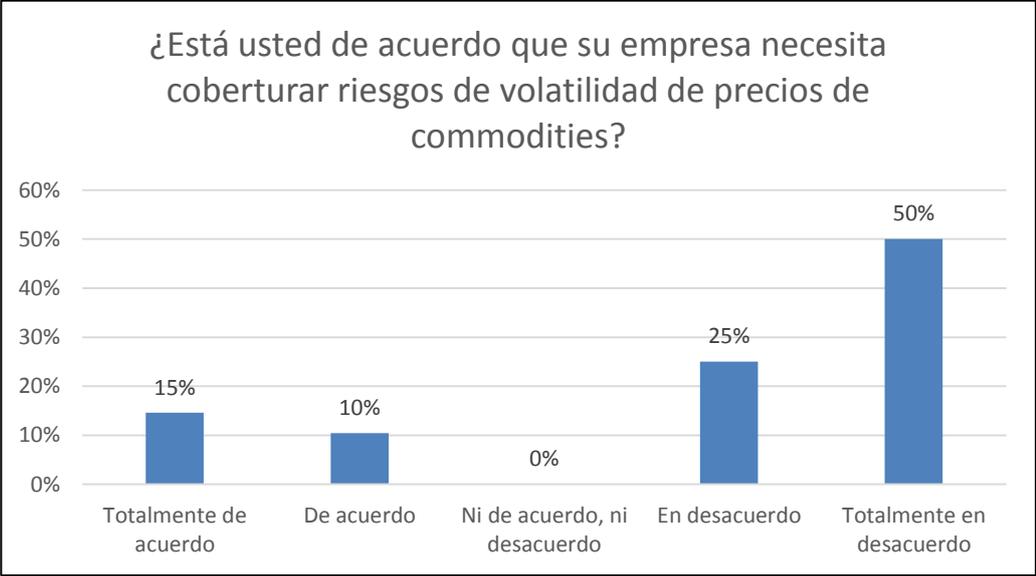


Figura 5.8. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?

Tabla 5.9

¿Cree usted que el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	29	60%
b) De acuerdo	9	19%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	10	21%
d) En desacuerdo	0	0%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Los resultados de la encuesta indican que el 60% de las personas encuestadas están de acuerdo o totalmente de acuerdo en que el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas, y el 9% de las personas encuestadas está de acuerdo. Por el contrario, el 10% no está ni de acuerdo ni en desacuerdo sobre el efecto del instrumento financiero derivado en la rentabilidad sobre la inversión. Ninguno de los entrevistados estuvo en desacuerdo.

Análisis de la respuesta

Analizando la información, y debido a que hay varios instrumentos financieros derivados, se ha determinado que casi todos los instrumentos influyen en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas. Dependiendo de la exposición al riesgo y el instrumento

financiero tomado, habrá gran efecto o no en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas.

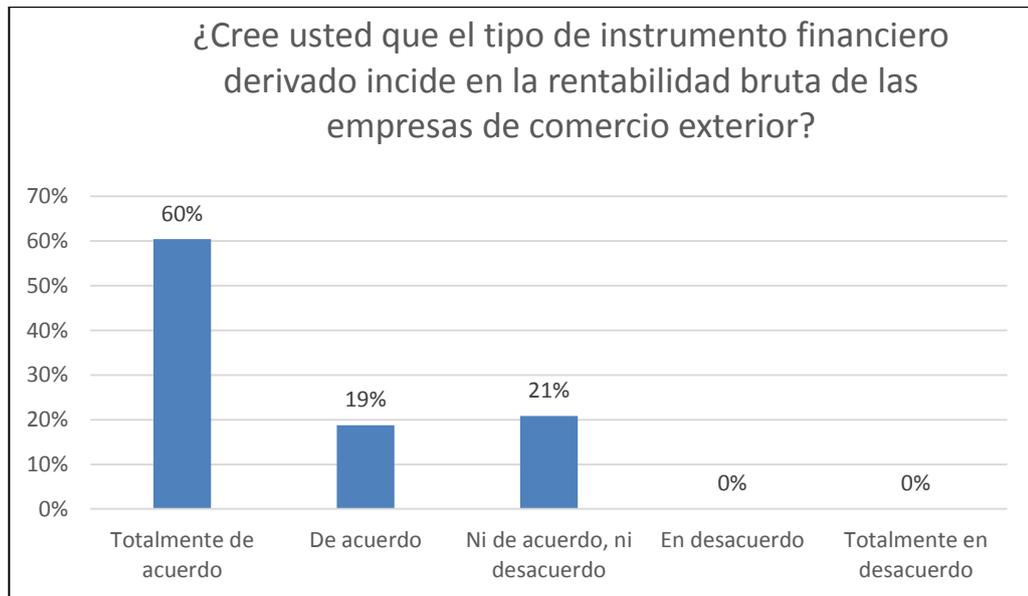


Figura 5.9. ¿Cree usted que el tipo de instrumentos financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?

Tabla 5.10

¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	19	40%
b) De acuerdo	13	27%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	0	0%
d) En desacuerdo	15	31%
e) Totalmente en desacuerdo	1	2%
	48	100%

Interpretación

Los resultados de la encuesta indican que el 40% de las personas encuestadas están totalmente de acuerdo que el forward de tipo de cambio incidió en la rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, mientras que un 27% está de acuerdo. Por su parte un 31% de las personas encuestadas se mostraron en desacuerdo y un 2% totalmente en desacuerdo en que el forward de tipo de cambio incide en la rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior.

Análisis de la respuesta

Analizando la data, al hacer un estudio sobre el impacto del riesgo cambiario en la rentabilidad neta de las empresas que utilizaron forwards de tipo de cambio, se determinó que la correlación de la diferencia de cambio generada en dicho período respecto a la rentabilidad neta de la empresa es positiva llegando incluso a cerca de 0,9. Analizando la data de las empresas que no coberturaron con

forwards, algunas de ellas utilizaron el swap de divisas como instrumento de cobertura.

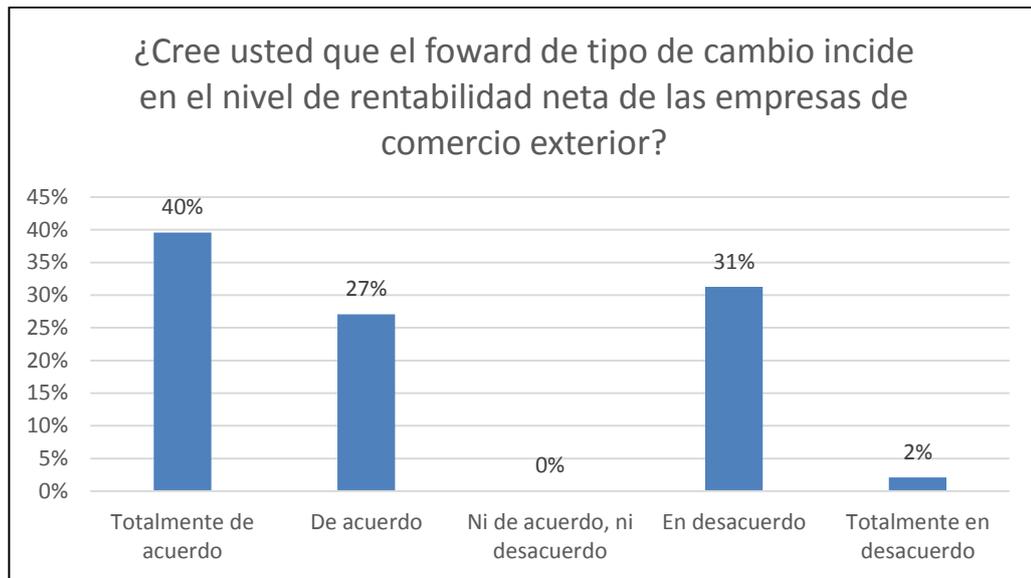


Figura 5.10. ¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?

Tabla 5.11

¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	27	56%
b) De acuerdo	12	25%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	1	2%
d) En desacuerdo	8	17%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Los datos recopilados en las encuestas indican que el 56% de las personas encuestadas están totalmente de acuerdo y el 25% están de acuerdo que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior. Existe un 1% que indica que no está de acuerdo ni desacuerdo, y un 17% que está en desacuerdo en el 25% de empresas que no están de acuerdo.

Análisis de la respuesta

Analizando los resultados, las personas que no están de acuerdo con la incidencia en el nivel de rentabilidad del patrimonio por parte del uso del swaao de tasas de interés, se ha dado principalmente porque el nivel de cobertura no afectó la rentabilidad de su empresa.

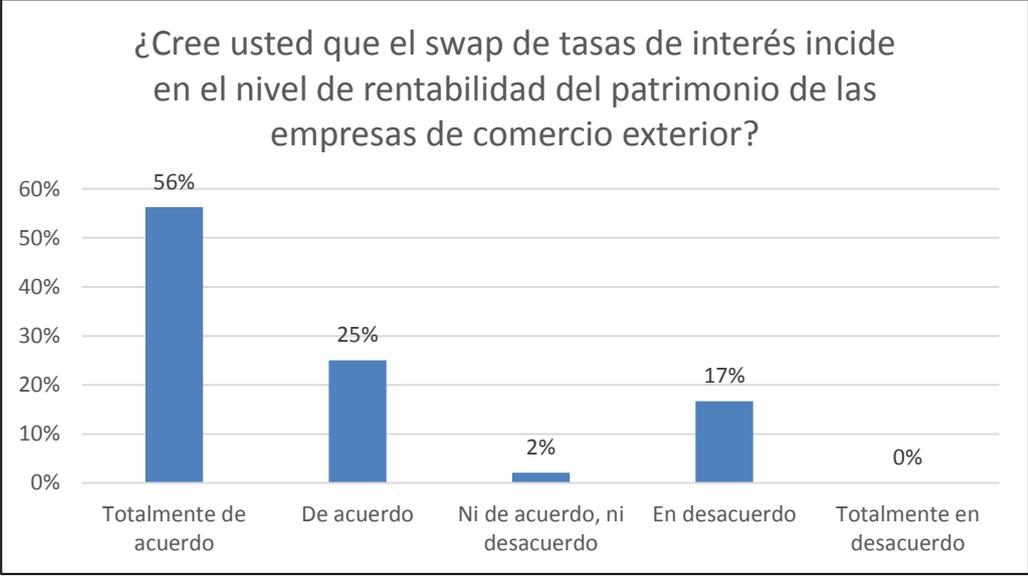


Figura 5.11. ¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?

Tabla 5.12

¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	16	33%
b) De acuerdo	16	33%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	16	33%
d) En desacuerdo	0	0%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Los resultados de la encuesta indican que el 33% de las empresas está totalmente de acuerdo en que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa. Un 33% de los encuestados indicó estar de acuerdo en la incidencia en el valor de la acción de la empresa y el 33% restante no está de acuerdo ni desacuerdo.

Análisis de la respuesta

En efecto, la cobertura de la volatilidad de precios de los commodities afectan el valor de la acción. Los commodities per se, tienen relación directa con el valor de la acción, no solo en las empresas mineras, también se ha dado el caso en las empresas de alimentos; inclusive una de las empresas analizadas se vio afectada en el valor de su acción por el resultado negativo del uso de instrumentos financieros derivados.

Dado que la volatilidad de los commodities es actualmente mayor a la volatilidad del tipo de cambio, las empresas mineras suelen

coberturarse para evitar una mayor caída de sus ingresos y de esta forma mantener el valor de la acción. En el caso de las empresas importadoras de commodities, no necesariamente creen que la cobertura afecta el valor de la acción, debido a que es un solo un porcentaje lo que afecta el costo del producto.

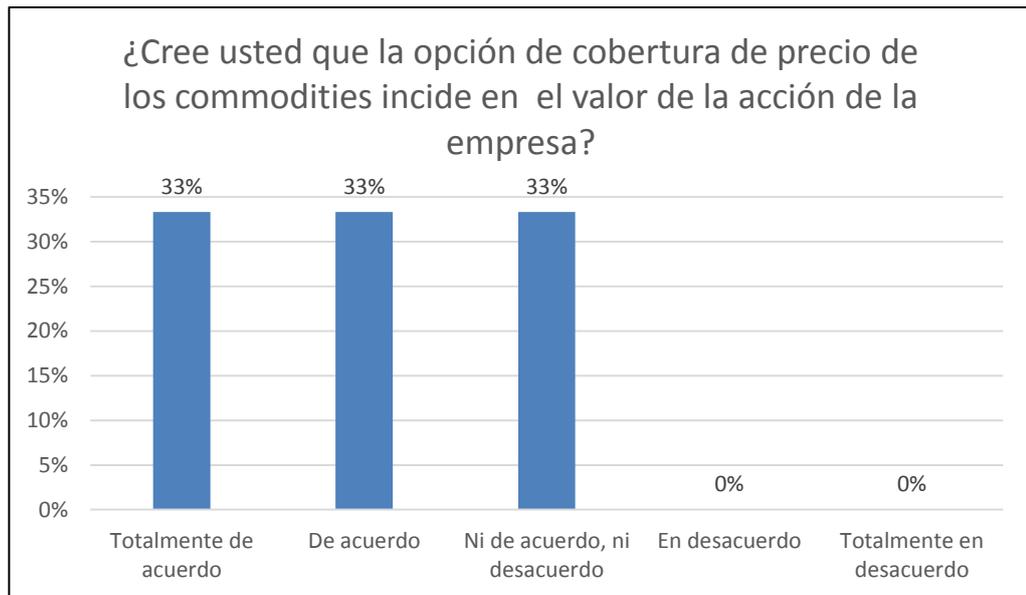


Figura 5.12. ¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa?

Tabla 5.13

¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para cubrir riesgos de tipo de cambio?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Forward	32	67%
b) Swap	16	33%
c) Opciones	0	0%
d) Futuros	0	0%
e) Otros	0	0%
	48	100%

Interpretación

Según las personas encuestadas, la mejor alternativa para cobertura riesgo de tipo de cambio es el forward. El 67% de encuestados considera al forward de tipo de cambio una mejora alternativa frente al swap de divisas que presenta un 33%.

Análisis de la respuesta

En el Perú, al no existir un mercado organizado, los instrumentos financieros derivados se negocian over the counter; y dentro de estos solo se considera los forwards y swaps. Asimismo los forwards tienen mayor flexibilidad de acuerdo a las necesidades de las empresas.

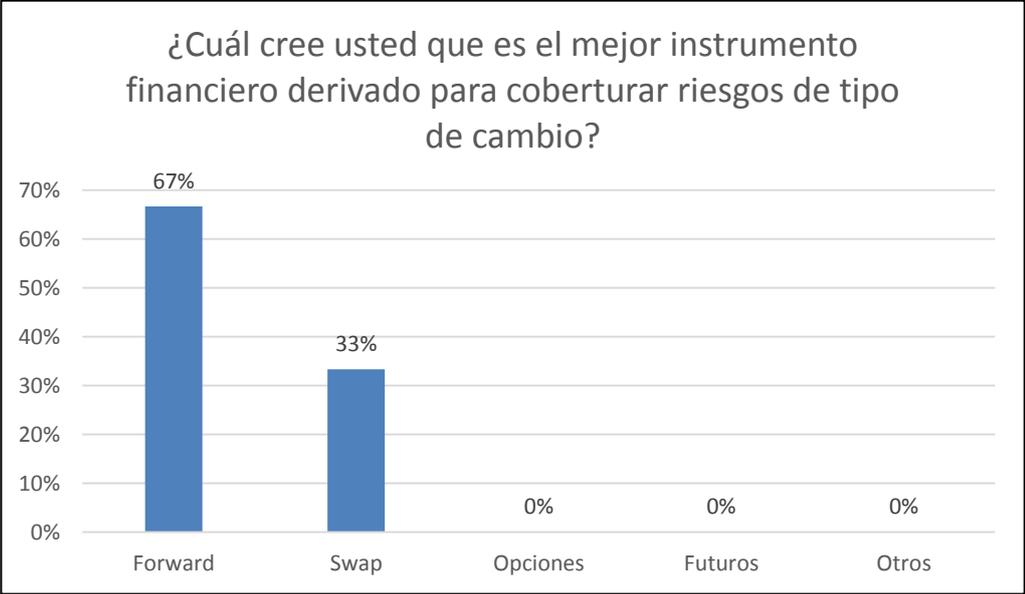


Figura 5.13. ¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tipo de cambio?

Tabla 5.14

¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tasas de interés?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Forward	19	40%
b) Swap	29	60%
c) Opciones	0	0%
d) Futuros	0	0%
e) Otros	0	0%
	48	100%

Interpretación

Según las personas encuestadas, la mejor alternativa para coberturar riesgo de tasas de interés es el swap. El 60% de las personas encuestadas determinaron al swap como mejor instrumento de cobertura, seguido del forward que corresponde al 40% de las personas encuestadas.

Análisis de la respuesta

En el Perú, al no existir un mercado organizado, los instrumentos financieros derivados se negocian over the counter; y dentro de estos solo se considera los forwards y swaps. Ambos instrumentos son muy usados en nuestro país.

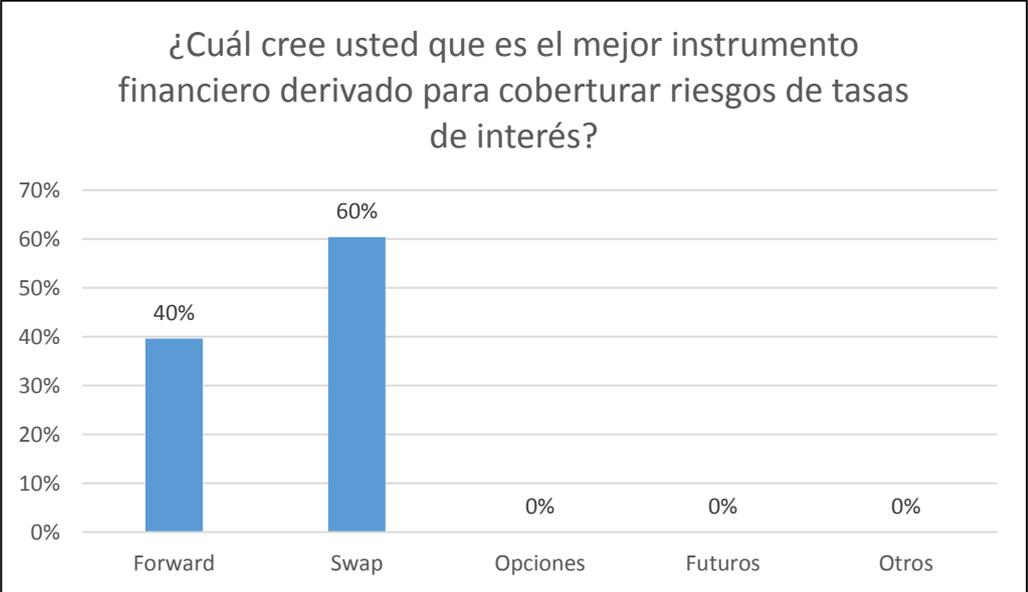


Figura 5.14. ¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para cubrir riesgos de tasas de interés?

Tabla 5.15

¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para cubrir riesgos de commodities?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Forward	24	50%
b) Swap	22	46%
c) Opciones	2	4%
d) Futuros	0	0%
e) Otros	0	0%
	48	100%

Interpretación

Según las personas encuestadas, la mejor alternativa para cubrir riesgos de commodities es el forward. El 50% de encuestados lo considera como la mejor alternativa; seguido del swap con 46% y las opciones con 4%.

Análisis de la respuesta

Analizando las respuestas se puede determinar que las personas encuestadas consideraron al forward como la mejor alternativa para cubrir riesgos de commodities; y esto es debido a que permite realizar contratos a medida, e decir no son contratos estandarizados, sino depende del importe que realmente se desea cubrir.

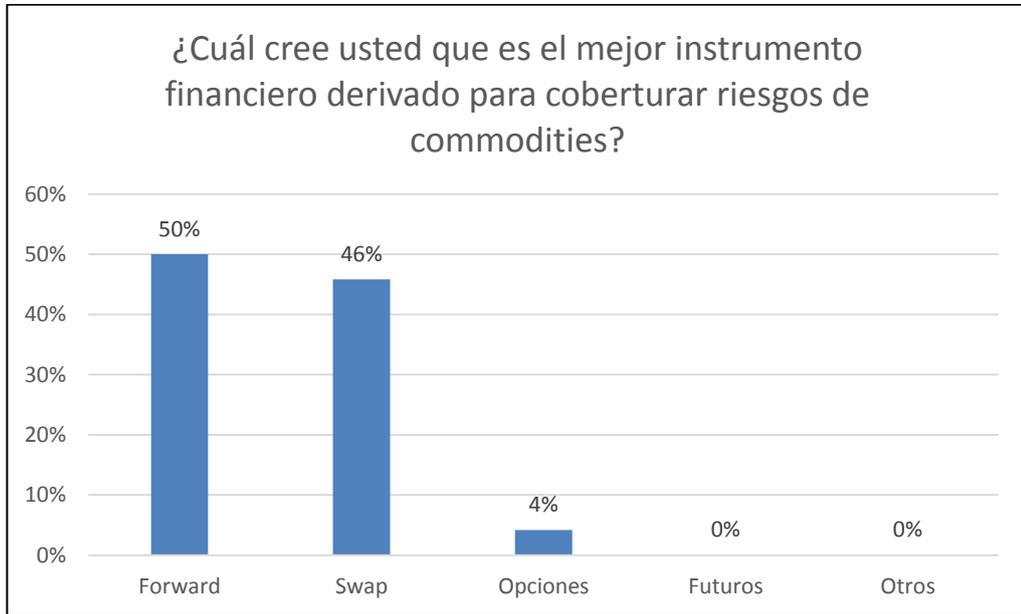


Figura 5.15. ¿Cuál considera usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de commodities?

Tabla 5.16

¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	39	81%
b) De acuerdo	8	17%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	1	2%
d) En desacuerdo	0	0%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Según las personas encuestadas, la mejor alternativa para coberturar riesgos es el forward. El 81% de encuestados está totalmente de acuerdo, y el 17% está de acuerdo. Hay un 2% de encuestados que no está de acuerdo ni desacuerdo.

Análisis de la respuesta

Analizando las respuestas se puede determinar que las personas encuestadas consideraron al forward como la mejor alternativa para todo tipo de cobertura debido a que los forwards son contratos a medida, es decir, no estandarizados. Adicionalmente el importe de cobertura de las empresas en nuestro país es comparativamente menor a lo que negocian otras empresas extranjeras en mercados organizados.

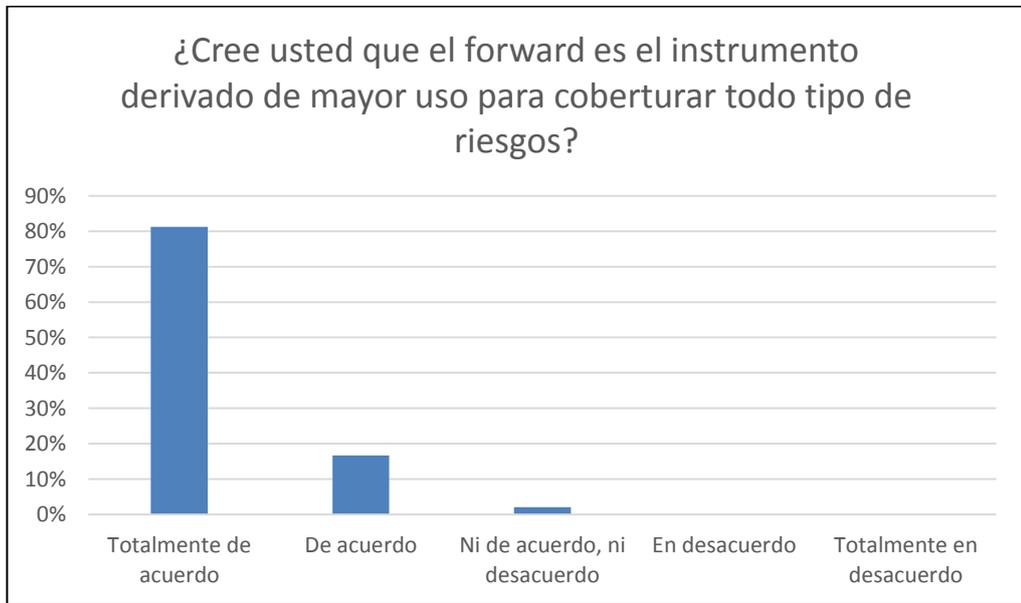


Figura 5.16. ¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?

Tabla 5.17

¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	10	21%
b) De acuerdo	18	38%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	15	31%
d) En desacuerdo	5	10%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Los resultados de la encuesta indican que el 21% de las personas encuestadas están totalmente de acuerdo en que es necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos, mientras que el 38% de personas encuestadas están también de acuerdo. Un 31% de los encuestados indicó no estar de acuerdo ni en desacuerdo, debido a que no han visto mayor variación en sus resultados debido al uso de derivados. Un 10% está en desacuerdo debido a que la empresa que usó derivados presentó disminución de la rentabilidad debido a su uso.

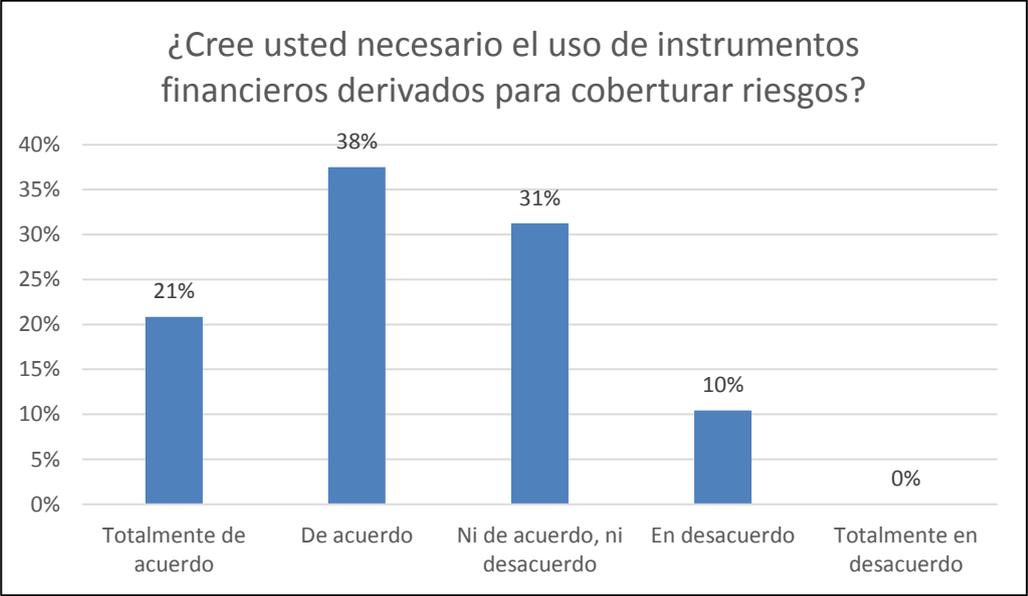


Figura 5.17. ¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?

Tabla 5.18

¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?

Alternativas	Respuestas	Porcentaje
a) Totalmente de acuerdo	19	40%
b) De acuerdo	14	29%
c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo	10	21%
d) En desacuerdo	5	10%
e) Totalmente en desacuerdo	0	0%
	48	100%

Interpretación

Según las personas encuestadas, el 40% está totalmente de acuerdo que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados, mientras el 29% de la muestra está de acuerdo. Existe un 21% que no está de acuerdo ni en desacuerdo, y un 5% que está en desacuerdo.

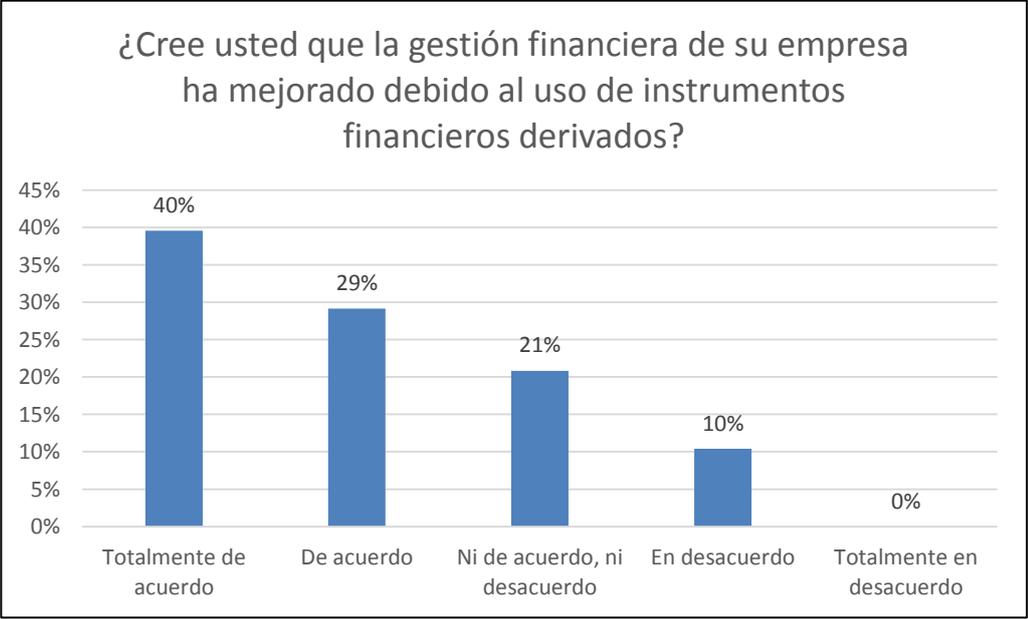


Figura 5.18. ¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?

5.3. Contrastación de la hipótesis

Para contrastar las hipótesis planteadas en el presente trabajo se usa la prueba Chi cuadrado.

5.3.1. Primera hipótesis

La volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas coberturan los riesgos de mercado y se ven afectadas por el diferencial de cobertura.

1. Hipótesis nula: La volatilidad de los activos subyacentes no incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas al coberturar los riesgos de mercado se ven afectadas por el diferencial de cobertura.

2. Hipótesis alternativa: La volatilidad de los activos subyacentes sí incide en el uso de derivados en las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas al coberturar los riesgos de mercado se ven afectadas por el diferencial de cobertura.

3. Nivel de significancia α : 5%

4. Prueba estadística: $X^2 = 8,32$

con un nivel de significancia asintótica: 0,016

5. Tabla cruzada

Tabla 5.5. ¿Cree usted que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el Flujo de Caja de las empresas de comercio Exterior?

Tabla 5.1. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?

Tabla 5.19.

Tabla Cruzada - Volatilidad de los activos subyacentes incide en el uso de instrumentos financieros

Tabla cruzada 5. ¿Cree Ud. que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el uso de instrumentos financieros derivados? *1. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?

		1. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?			Total	
		Ni de acuerdo, ni desacuerdo	De acuerdo	Totalmente de acuerdo		
5. ¿Cree Ud. que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el uso de instrumentos financieros derivados?	De acuerdo	Recuento	1	9	20	30
		Recuento esperado	3,1	11,3	15,6	30,0
		% del total	2,1%	18,8%	41,7%	62,5%
	Totalmente de acuerdo	Recuento	4	9	5	18
		Recuento esperado	1,9	6,8	9,4	18,0
		% del total	8,3%	18,8%	10,4%	37,5%
Total	Recuento	5	18	25	48	
	Recuento esperado	5,0	18,0	25,0	48,0	
	% del total	10,4%	37,5%	52,1%	100,0%	

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	df	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	8,320 ^a	2	,016
Razón de verosimilitud	8,533	2	,014
Asociación lineal por lineal	8,147	1	,004
N de casos válidos	48		

a. 2 casillas (33,3%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es 1,88.

6. Interpretación

Con un nivel de significancia de 5% se rechaza la hipótesis nula y se acepta la hipótesis alternativa, concluyendo que la volatilidad de los activos subyacentes sí incide en el uso de derivados en las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas deben coberturar los riesgos de mercado.

5.3.2. Segunda hipótesis

El tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso.

1. Hipótesis nula: El tipo de instrumento financiero derivado no incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso.

2. Hipótesis alternativa: El tipo de instrumento financiero derivado sí incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso.

3. Nivel de significancia α : 5%

4. Prueba estadística: $X^2 = 25,995$

con un nivel de significancia asintótica: 0,000

5. Tabla cruzada

Tabla 5.9. ¿Cree usted que el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?

Tabla 5.16. ¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?

Tabla 5.20

Tabla cruzada - Tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión

Tabla cruzada 9. ¿Cree usted que el tipo de instrumentos financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?* 16. ¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?

			16. ¿Cree usted que el forward es el instrumento derivado de mayor uso para coberturar todo tipo de riesgos?			
			Ni de acuerdo, ni desacuerdo	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	Total
9. ¿Cree usted que el tipo de instrumentos financiero derivado incide en la rentabilidad bruta de las empresas de comercio exterior?	Ni de acuerdo, ni desacuerdo	Recuento	0	2	8	10
		Recuento esperado	.2	1.7	8.1	10.0
		% del total	0.0%	4.2%	16.7%	20.8%
	De acuerdo	Recuento	1	0	29	30
		Recuento esperado	.6	5.0	24.4	30.0
		% del total	2.1%	0.0%	60.4%	62.5%
	Totalmente de acuerdo	Recuento	0	6	2	8
		Recuento esperado	.2	1.3	6.5	8.0
		% del total	0.0%	12.5%	4.2%	16.7%
Total	Recuento	1	8	39	48	
	Recuento esperado	1.0	8.0	39.0	48.0	
	% del total	2.1%	16.7%	81.3%	100.0%	

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	df	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	25.995 ^a	4	.000
Razón de verosimilitud	24.832	4	.000
Asociación lineal por lineal	5.160	1	.023
N de casos válidos	48		

a. 5 casillas (55.6%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es .17.

6. Interpretación

Con un nivel de significancia de 5% se rechaza la hipótesis nula y se acepta la hipótesis alternativa, concluyendo que el tipo de instrumento financiero derivado sí incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso.

5.3.3. Tercera hipótesis

El forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tipo de cambio.

1. Hipótesis nula: El forward de tipo de cambio no incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tipo de cambio.

2. Hipótesis alternativa: El forward de tipo de cambio sí incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tipo de cambio.

3. Nivel de significancia α : 5%

4. Prueba estadística: $X^2 = 27,78$

con un nivel de significancia asintótica: 0,001

5. Tabla cruzada

5.10. ¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?

5.6. ¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?

Tabla 5.21

Tabla cruzada - Forward de tipo de cambio índice en el nivel de rentabilidad neta

Tabla cruzada 10. ¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior? 6. ¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?

		6. ¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?					
		Totalmente en desacuerdo	En desacuerdo	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	Total	
10. ¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?	Totalmente en desacuerdo	Recuento	1	0	0	0	1
		Recuento esperado	.1	.5	.3	.0	1.0
		% del total	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%
	En desacuerdo	Recuento	4	11	0	0	15
		Recuento esperado	1.6	7.8	5.0	.6	15.0
		% del total	8.3%	22.9%	0.0%	0.0%	31.3%
	De acuerdo	Recuento	0	4	8	1	13
		Recuento esperado	1.4	6.8	4.3	.5	13.0
		% del total	0.0%	8.3%	16.7%	2.1%	27.1%
	Totalmente de acuerdo	Recuento	0	10	8	1	19
		Recuento esperado	2.0	9.9	6.3	.8	19.0
		% del total	0.0%	20.8%	16.7%	2.1%	39.6%
Total	Recuento	5	25	16	2	48	
	Recuento esperado	5.0	25.0	16.0	2.0	48.0	
	% del total	10.4%	52.1%	33.3%	4.2%	100.0%	

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	df	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	27.780 ^a	9	.001
Razón de verosimilitud	30.811	9	.000
Asociación lineal por lineal	13.674	1	.000
N de casos válidos	48		

a. 11 casillas (68,8%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es .04

6. Interpretación

Con un nivel de significancia de 5% se rechaza la hipótesis nula y se acepta la hipótesis alternativa, concluyendo que el forward de tipo de cambio sí incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tipo de cambio.

5.3.4. Cuarta hipótesis

El swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tasas de interés.

1. Hipótesis nula: El swap de tasas de interés no incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tasas de interés.

2. Hipótesis alternativa: El swap de tasas de interés sí incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tasas de interés.

3. Nivel de significancia α : 5%

4. Prueba estadística: $X^2 = 20,942$

con un nivel de significancia asintótica: 0,051

5. Tabla cruzada

5.11. ¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?

5.7. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de tasas de interés?

Tabla 5.22

Tabla Cruzada - Swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio

Tabla cruzada 11. ¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior? 7. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita cubrir riesgos de volatilidad de tasas de interés?

			7. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita cubrir riesgos de volatilidad de tasas de interés?					
			Totalmente en desacuerdo	En desacuerdo	Ni de acuerdo, ni desacuerdo	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	Total
11. ¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?	En desacuerdo	Recuento	2	3	0	3	0	8
		Recuento esperado	.3	1.3	.2	3.2	3.0	8.0
		% del total	4.2%	6.3%	0.0%	6.3%	0.0%	16.7%
	Ni de acuerdo, ni desacuerdo	Recuento	0	0	0	0	1	1
		Recuento esperado	.0	.2	.0	.4	.4	1.0
		% del total	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	2.1%
	De acuerdo	Recuento	0	0	0	5	7	12
		Recuento esperado	.5	2.0	.3	4.8	4.5	12.0
		% del total	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	14.6%	25.0%
	Totalmente de acuerdo	Recuento	0	5	1	11	10	27
		Recuento esperado	1.1	4.5	.6	10.7	10.1	27.0
		% del total	0.0%	10.4%	2.1%	22.9%	20.8%	56.3%
Total	Recuento	2	8	1	19	18	48	
	Recuento esperado	2.0	8.0	1.0	19.0	18.0	48.0	
	% del total	4.2%	16.7%	2.1%	39.6%	37.5%	100.0%	

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	df	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	20.942 ^a	12	.051
Razón de verosimilitud	22.958	12	.028
Asociación lineal por lineal	6.292	1	.012
N de casos válidos	48		

a. 18 casillas (90.0%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es .02.

6. Interpretación

Con un nivel de significancia de 5% se rechaza hipótesis alternativa y se acepta la hipótesis nula, concluyendo que el swap de tasas de interés no incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cubrir el activo subyacente de tasas de interés.

5.3.5. Quinta hipótesis

Las opciones de cobertura de commodities inciden en el nivel del valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cubrir la volatilidad de commodities.

1. Hipótesis nula: Las opciones de cobertura de commodities no inciden en el nivel del valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cubrir la volatilidad de commodities

2. Hipótesis alternativa: Las opciones de cobertura de commodities sí inciden en el nivel del valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cubrir la volatilidad de commodities

3. Nivel de significancia α : 5%

4. Prueba estadística: $X^2 = 55,814$

con un nivel de significancia asintótica: 0,0000

5. Tabla cruzada

5.12. ¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de los commodities incide en el valor de la acción de la empresa?

5.8. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita cubrir riesgos de volatilidad de precios de commodities?

Tabla 5.23

Tabla Cruzada – Las opciones de coberturas de commodities inciden en el nivel del valor de la acción

Tabla cruzada 12. ¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa? 8. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?

			8. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?				
			Totalmente en desacuerdo	En desacuerdo	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	Total
12. ¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa?	En desacuerdo	Recuento	0	12	0	0	12
		Recuento esperado	6,0	3,0	1,3	1,8	12,0
		% del total	0,0%	25,0%	0,0%	0,0%	25,0%
	Ni de acuerdo, ni desacuerdo	Recuento	2	0	2	0	4
		Recuento esperado	2,0	1,0	,4	,6	4,0
		% del total	4,2%	0,0%	4,2%	0,0%	8,3%
	De acuerdo	Recuento	12	0	1	3	16
		Recuento esperado	8,0	4,0	1,7	2,3	16,0
		% del total	25,0%	0,0%	2,1%	6,3%	33,3%
	Totalmente de acuerdo	Recuento	10	0	2	4	16
		Recuento esperado	8,0	4,0	1,7	2,3	16,0
		% del total	20,8%	0,0%	4,2%	8,3%	33,3%
Total	Recuento	24	12	5	7	48	
	Recuento esperado	24,0	12,0	5,0	7,0	48,0	
	% del total	50,0%	25,0%	10,4%	14,6%	100,0%	

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	df	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	55,814 ^a	9	,000
Razón de verosimilitud	59,267	9	,000
Asociación lineal por lineal	,226	1	,635
N de casos válidos	48		

a. 13 casillas (81,3%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es, 42.

6. Interpretación

Con un nivel de significancia de 5% se rechaza la hipótesis nula y se acepta la hipótesis alternativa, concluyendo que las opciones de cobertura de commodities inciden en el nivel del valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar la volatilidad de commodities.

5.3.6. Hipótesis General

Los instrumentos financieros derivados inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

1. Hipótesis nula: Los instrumentos financieros derivados no inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

2. Hipótesis alternativa: Los instrumentos financieros derivados sí inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

3. Nivel de significancia α : 5%

4. Prueba estadística: $X^2 = 34,176$

con un nivel de significancia asintótica: 0,0000

5. Tabla cruzada

5.18. ¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?

5.17. ¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?

Tabla 5.24

Tabla Cruzada - La Gestión Financiera ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados

Tabla cruzada 18. ¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados? * 17. ¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?

		17. ¿Cree usted necesario el uso de instrumentos financieros derivados para coberturar riesgos?				Total
		En desacuerdo	Ni de acuerdo, ni desacuerdo	De acuerdo	Totalmente de acuerdo	
18. ¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?	En desacuerdo	Recuento	0	0	5	5
		Recuento esperado	,5	1,6	1,9	1,0
	Ni de acuerdo, ni desacuerdo	Recuento	2	4	2	10
		Recuento esperado	1,0	3,1	3,8	2,1
	De acuerdo	Recuento	0	11	1	14
		Recuento esperado	1,5	4,4	5,3	2,9
	Totalmente de acuerdo	Recuento	3	0	10	19
		Recuento esperado	2,0	5,9	7,1	4,0
Total	Recuento	5	15	18	48	
	Recuento esperado	5,0	15,0	18,0	10,0	

Pruebas de chi-cuadrado

	Valor	df	Significación asintótica (bilateral)
Chi-cuadrado de Pearson	34,176 ^a	9	,000
Razón de verosimilitud	41,439	9	,000
Asociación lineal por lineal	,770	1	,380
N de casos válidos	48		

a. 13 casillas (81,3%) han esperado un recuento menor que 5. El recuento mínimo esperado es ,52.

6. Interpretación

Con un nivel de significancia de 5% se rechaza la hipótesis nula y se acepta la hipótesis alternativa, concluyendo que los instrumentos financieros derivados sí inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

CAPÍTULO VI

DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

6.1. Discusión

Si bien existen muchas críticas de los derivados financieros en el mercado internacional, estos instrumentos tienen su utilidad: minimizar riesgos. Si la idea de reducir riesgos es el principal beneficio, entonces, ¿por qué bancos de inversión como Long Term Capital sucumbieron ante su uso, o por qué el Deutsche Bank tiene su punto más frágil en derivados financieros? En algunos países su uso especulativo ha generado muchas ganancias y también muchas pérdidas, es este el caso de Long Term Capital.

Long Term Capital, uno de los bancos de inversión más importantes de Estados Unidos con dos Premios Nobel de economía en sus filas, Robert C. Merton y Myron Scholes; terminó sucumbiendo en el año 1998, por especulaciones fallidas.

En el caso de Deutsche Bank su exposición a derivados financieros llegó en el año 2016 a 14 veces el PBI de Alemania; dicho en palabras del Ministro de Economía de Alemania de ese entonces, la especulación se convirtió en su nuevo modelo de negocio.

El fin del uso de derivados financieros es reducir riesgos y así debe ser usado por las empresas. En el Perú su uso es principalmente de cobertura, y las empresas tienen políticas en su uso; que incluye límite máximo de cobertura. Si hacemos caso omiso a las propias políticas de la empresa, los resultados

pueden ser muy negativos; como es el caso de Alicorp que redujo su utilidad neta en 94% en el 2014 respecto al año previo debido al uso de derivados financieros, teniendo una pérdida de S/ 257 millones generada por derivados.

6.2. Conclusiones

Luego del estudio efectuado se pudo determinar lo siguiente:

- a. La volatilidad de los activos subyacentes incide en el Flujo de Caja de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas deben coberturar los riesgos de mercado. A menor volatilidad de los activos subyacentes en el Perú, mayor predictibilidad en el Flujo de Caja.
- b. El tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso. En efecto, las utilidades de la empresa en algunos casos se ha visto mermada por el uso de los instrumentos financieros.
- c. El forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar el activo subyacente de tipo de cambio. En un mundo globalizado las empresas realizan negocios con el exterior, más aún las grandes empresas que cotizan en Bolsa de Valores, por lo que requieren coberturar las fluctuaciones de las divisas; y la ganancia o pérdida de los derivados de cobertura inciden en el diferencial del tipo de cambio
- d. El swap de tasas de interés no incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas, si bien necesitan coberturar el activo subyacente de tasas de interés, han buscado mecanismos de calce de tasas.
- e. Las opciones de cobertura de commodities inciden en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan coberturar la volatilidad de commodities. Principalmente las empresas mineras desarrollan cobertura de commodities.

- f. Los instrumentos financieros derivados inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, ya que les permite protegerse de variaciones de mercado de divisas, materias primas, tasas de interés, que terminan afectando su rentabilidad.

6.3. Recomendaciones

A continuación presentamos algunas recomendaciones:

- a. Identificar los principales activos subyacentes que puedan afectar los flujos futuros de caja con la finalidad de seleccionar aquel instrumento financiero derivado que mitigue los riesgos.
- b. Utilizar los instrumentos financieros únicamente para fines de cobertura. En un entorno poco fluctuante su uso debe someterse a las políticas de la empresa; determinando su eficiencia mediante el diferencial de las proyecciones a futuro con el precio spot en la fecha de liquidación.
- c. Analizar constantemente la efectividad de los instrumentos de cobertura de tal forma de mantener la rentabilidad esperada.
- d. Tomar contratos swaps solo en el caso de cobertura de préstamos a largo plazo a tasa de interés variable, y evaluar las implicancias financieras de acuerdo a NIIF 9 Instrumentos Financieros.
- e. Analizar la tendencia futura del precio de los commodities con la finalidad de evaluar su impacto en el valor de las acciones; utilizando software especializados como Bloomberg y Thomson Reuters.
- f. Es importante que las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima cuenten con una política de riesgos debidamente aprobada por la Alta Dirección para tomar aquellos instrumentos financieros que la política contemple.

FUENTES DE INFORMACIÓN

Referencias bibliográficas

Adex: 93% de empresas exportadoras peruanas son micro y pequeñas (22 de febrero de 2016). *América Economía*.
<https://www.americaeconomia.com/economia-mercados/finanzas/adex-93-de-empresas-exportadoras-peruanas-son-micro-y-pequenas>

Agencia Peruana de Noticias. Unas 100 empresas usan derivados en Perú para minimizar riesgos por volatilidad de tipo de cambio (8 de julio, 2009).
<https://andina.pe/agencia/noticia.aspx?id=242076>

Andrés de Pablo López. Luis Ferruz Agudo. Finanzas de Empresa. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces S.A. España.

Apenas 464 empresas concentran mas del 80% de las exportaciones del país. (23 de febrero de 2016). *La República*.
<http://larepublica.pe/economia/919582-adex-apenas-464-empresas-concentran-mas-del-80-de-las-exportaciones-del-pais>

Ayala Castellanos, Christopher Michael. *Los contratos de opción como medio de cobertura y especulación*. [Tesis de Licenciatura, Universidad Francisco Marroquín – Guatemala].

Banco Central de Reserva del Perú. (2017). *Reporte de Estabilidad Financiera Mayo 2017*.
<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-mayo-2017.pdf>

Banco Central de Reserva del Perú. (2016). *Reporte de Estabilidad Financiera Mayo 2016*.
<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-mayo-2016.pdf>

Banco Central de Reserva del Perú. (28 de junio 2017). *Nota Semanal No 25*.
<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Nota-Semanal/2017/ns-25-2017.pdf>

Belaunde, Gregorio (1 de setiembre de 2012). El riesgo de Commodities. *Gestión*. <https://gestion.pe/blog/riesgosfinancieros/2012/09/el-riesgo-de-commodities.html>

Belaunde, Gregorio (10 de setiembre de 2012). La Gestión del Riesgo de Commodities(I). *Gestión*. <https://gestion.pe/blog/riesgosfinancieros/2012/09/la-gestion-del-riesgo-de-commo.html>

Belaunde, Gregorio (20 de setiembre de 2012). La Gestión del Riesgo de Commodities(II). *Gestión*. <https://gestion.pe/blog/riesgosfinancieros/2012/09/la-gestion-del-riesgo-de-commo-1.html>

Bloomberg (2019). *Bloomberg Gold Quote*. www.bloomberg.com/quote/GC1:COM

Bloomberg (2019). *Bloomberg Silver Quote*. www.bloomberg.com/quote/SI1:COM

Bloomberg (2019). *Bloomberg Copper Quote*. www.bloomberg.com/quote/HG1:COM

Bloomberg (2019). *Bloomberg Zinc Quote*. www.bloomberg.com/quote/LMZSDS03:COM

Castellanos, Enrique (2017) Breve historia de los mercados financieros. @ *MEFF Newsletter*. http://www.meff.es/docs/newsletter/2017/NEWSLETTER_MEFF-49_Septiembre.pdf

Choy, M. y Cerna J. (2012). *Interrelación entre los mercados de derivados y el mercado de bonos soberanos del Perú y su impacto en las tasas de interés*. (DT. N° 2012-021 Serie de documentos de trabajo). Banco Central de Reserva del Perú. <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2012/documento-de-trabajo-21-2012.pdf>

Decreto Legislativo 970, Decreto legislativo que modifica el Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta. (27 de diciembre de 2006). <http://www.sunat.gob.pe/legislacion/renta/ley/capii.pdf>

De las Casas, Gonzalo. *Los instrumentos financieros derivados: Mecanismos de cobertura de riesgos*. Revista Themis. Pontificia Universidad Católica del Perú. 1997.

Escobedo, F; Soto, N. (2014) *Influencia del Marco Regulatorio chileno en el uso corporativo de Instrumentos Financieros Derivados para enfrentar las cambiantes condiciones económicas*. [Tesis de Licenciatura, Pontificia Universidad Católica de Valparaíso].

Fernandez Baca, Jorge. *Mercados financieros, Instituciones e Instrumentos*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad Pacífico. 1ra edición, setiembre 2009.

Ferruz Agudo, Luis; De Pablo López, Andrés. *Finanzas de Empresa*. Editorial Centro de Estudios Ramón Areces S.A. España.

Finanzas Bursátiles Empresariales (25 de junio de 2014). *Principales Indicadores Macroeconómicos*. <http://finanzasbursatilesprincipiantes.blogspot.com/2014/06/>

Ganancias de 100 empresas top bajan levemente. (13 de noviembre, 2014). *Gestión*. <https://gestion.pe/economia/mercados/ganancias-100-empresas-top-bajan-levemente-pese-desaceleracion-151390-noticia/?ref=gesr>

Ginocchio Láinez Lozada, Elsa Paula (2007). *Uso de los mercados de futuros y cobertura de riesgos en la bolsa de producción peruana*. [Tesis de maestría no publicada]. Universidad de Lima.

González, Ricardo (2019). Historia de los mercados de derivados. *Bolsamanía*. <http://losmercadosfinancieros.es/historia-de-los-mercados-de-derivados.html>

Hilbck Ríos, Mauricio Rubén Raúl (2009) *Operaciones de Carry Trade en el mercado de derivados peruano*. [Tesis de Licenciatura, Pontificia Universidad Católica del Perú]. Repositorio Institucional de la Pontificia Universidad Católica del Perú. <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/1333>

Investing (2019). <https://es.investing.com/currencias/usd-clp-chart>

Jacque, Laurent L. (2010). *Global Derivative Debacles: From Theory to Malpractice*. Singapore. [Debate globales de derivados. De la Teoría a la mala práctica: Singapur]. World Scientific. ISBN 978-981-283-770-7. Chapter 7: Sumitomo, pp. 97–101.

Jimeno, M. J. P., Knop, R., Librero, G. A., & García, M. M. (2015). *Instrumentos derivados para la empresa*.

Knop, R., Ordovàs, R., & Vidal, J. (2013). *Medición de riesgos de mercado y crédito*. Madrid: Delta.

La Alianza del Pacífico, bloque económico que afianza su integración profunda. (29 de junio 2015). *La Vanguardia*. <https://www.lavanguardia.com/politica/20150629/54433095236/la-alianza-del-pacifico-bloque-economico-que-afianza-su-integracion-profunda.html>

Ley N° 20.544. Regula el tratamiento tributario de los Instrumentos Derivados (22 de octubre de 2011). <https://www.sii.cl> › pagina › jurisprudencia › legislacion › basica › ley_20544

Ley N.° 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. (6 de diciembre de 1996). http://www.sbs.gob.pe/regulacion/sistema-financiero__

Ley N.° 29492, Ley que modifica el Texto único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta. (31 de diciembre de 2009). http://www.leyes.congreso.gob.pe/Documentos/2006_2011/ADLP/Normas_Legales/29492-LEY.pdf

López Herrera, Francisco; Vázquez Téllez, Francisco Javier (2002). Un modelo APT en la selección de portafolios accionarios en el mercado mexicano. *Contaduría y Administración*. Julio, número 206. <http://www.ejournal.unam.mx/rca/206/RCA20602.pdf>

Magallanes Reyes, Claudio Alberto. *Instrumentos Financieros Derivados: Contratos Forward y Swap en el Perú*. Informe Temático No. 38/2015-2016. Congreso de la República.

- Mercado Integrado Latinoamericano. (2019). Capitalización bursátil e índices MILA Agosto 2019. <https://mercadomila.com/mila-news/>
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2014). *Norma Internacional de Contabilidad 39 Instrumentos Financieros: Reconocimiento y Medición*. https://www.mef.gob.pe/contenidos/conta_public/con_nor_co/vigentes/nic/NIC_039_2014.pdf
- Naciones Unidas. *Situación y perspectivas de la economía mundial 2015*. http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_archive/2015wesp-es-es.pdf
- Paredes Bermúdez, Darío y otros. Manual de actualización tributaria. Gaceta Jurídica. Octubre 2010.p.129.
- Pastor Paredes, Jorge Luis (1995). *Posibilidades de implementación de un mercado de futuros financieros en el Perú*. [Tesis de maestría no publicada]. Universidad de Lima.
- Ross, Stephen (2018). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. McGraw-Hill Interamericana.
- Sánchez, C. L. (2014). *Finanzas internacionales y mercado de derivados*. Lima: Instituto Pacífico.
- Westreicher, Guillermo (9 de abril, 2019). Empresas toman contratos de dólares a futuro por US\$ 6,000 millones al mes. *Gestión*. <https://gestion.pe/economia/empresas-toman-contratos-dolares-futuro-us-6-000-millones-mes-57054-noticia/?ref=gesr>

ANEXO 1: MATRIZ DE CONSISTENCIA

Título: Uso de instrumentos financieros derivados en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú y Chile 2013 -2017

Problemas	Objetivos	Hipótesis	Variables e indicadores	Metodología
<p>Problema principal</p> <p>¿De qué forma los instrumentos financieros derivados inciden en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima?</p>	<p>Objetivo General</p> <p>Determinar la incidencia de los instrumentos financieros derivados en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.</p>	<p>Hipótesis principal</p> <p>Los instrumentos financieros derivados inciden favorablemente en la gestión financiera de las empresas de comercio exterior que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú y Chile 2013-2017; en la medida que su uso sea de cobertura; debido a que permiten reducir los riesgos de mercado.</p>	<p>Variable independiente</p> <p>X= Derivado financiero</p> <p>X1 = Volatilidad del activo subyacente</p> <p>X2 = Tipo de instrumento financiero derivado</p> <p>X3 = Forward</p> <p>X4 = Swap</p> <p>X5 = Opciones</p>	<p>1. Tipo: Básico</p> <p>2. Nivel: descriptiva</p> <p>3. Método: Descriptivo, estadístico</p>
<p>Problemas secundarios</p> <p>a. ¿En qué medida la volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior?</p> <p>b. ¿De qué manera el tipo de instrumento financiero derivado incide la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior?</p> <p>c. ¿En qué medida el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?</p> <p>d. ¿De qué manera el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?</p> <p>e. ¿De qué forma las opciones de cobertura de commodities incide en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior?</p>	<p>Objetivos específicos</p> <p>a. Analizar si la volatilidad de los activos subyacentes inciden en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior.</p> <p>b. Establecer si el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior.</p> <p>c. Precisar si el uso del forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior.</p> <p>d. Comprobar si el uso del swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad de patrimonio de las empresas de comercio exterior.</p> <p>e. Analizar si el uso de las opciones de cobertura de commodities inciden en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior.</p>	<p>Hipótesis secundarias</p> <p>a. La volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas al cobeturar los riesgos de mercado, son afectadas por el diferencial de cobertura.</p> <p>b. El tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad sobre la inversión de las empresas de comercio exterior, al considerar al forward como el instrumento de cobertura de mayor uso.</p> <p>c. El forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cobeturar el activo subyacente de tipo de cambio.</p> <p>d. El swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cobeturar el activo subyacente de tasas de interés.</p> <p>e. Las opciones de cobertura de commodities inciden en el valor de la acción de las empresas de comercio exterior, debido a que las empresas necesitan cobeturar la volatilidad de commodities.</p>	<p>Variable dependiente</p> <p>Y = Gestión financiera de las empresas</p> <p>Y1 = Flujo de Caja</p> <p>Y2 = Rentabilidad sobre la inversión</p> <p>Y3 = Rentabilidad neta</p> <p>Y4 = Rentabilidad del patrimonio (ROE)</p> <p>Y5 = Valor de mercado de la acción</p>	<p>4. Diseño</p> <p>La investigación es de carácter correlacional.</p> <p>Causa: Derivado financiero</p> <p>Efecto: Gestión financiera de las empresas</p> <p>5. Población</p> <p>La población está conformada por gerentes y ejecutivos financieros y comerciales de empresas de comercio exterior que cotizan en Bolsa de Valores de Lima.</p> <p>6. Muestra</p> <p>La muestra es calculada en base a 48 funcionarios, gerentes de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima 2013-2017</p> <p>a) Técnica: Encuesta</p> <p>b) Instrumento: Cuestionario</p>

ANEXO 2: MATRIZ DE VALIDACIÓN Y OBTENCIÓN DE DATOS

MAX 230
MIN 103
s_{2i} 15.9508
S_{2i} 86.14

$$\text{Alfa de Cronbach} \left(\frac{16}{15} \right) \left(1 - \frac{15.9508}{86.14} \right) \left(1.07 \right) \left(0.81 \right) = \boxed{0.8691}$$

ANEXO 3: GUÍA DE ENTREVISTA

La presente técnica tiene como finalidad recoger información sobre el tema “USO DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS DE COMERCIO EXTERIOR QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE PERÚ Y CHILE 2013-2017”

Estimado Ejecutivo, nos gustaría saber su opinión sobre algunos puntos relacionados con el uso de instrumentos financieros derivados en la Gestión Financiera de las empresas; por lo que le solicitamos nos pueda responder una serie de preguntas para dicha investigación.

1. ¿Cuál herramienta (s) o indicador(es) considera usted permite(n) medir mejor la Gestión Financiera de las empresas?
2. Desde su experiencia como Ejecutivo Financiero, ¿Qué riesgo financiero considera usted que las empresas peruanas coberturan más?
3. ¿Considera importante en la actualidad el uso de instrumentos financieros derivados como cobertura en las empresas de comercio exterior? ¿Por qué?
4. ¿Considera usted que la rentabilidad neta de las empresas que coberturan se ve afectada por el uso del forward de tipo de cambio?
5. ¿Considera usted importante el uso de swaps de cobertura de tasas de interés?, ¿cómo cree que esto incide en los indicadores financieros de la empresa?
6. ¿Cree usted necesario que las empresas de comercio exterior consideren el uso de opciones de cobertura de commodities?
7. ¿Considera usted que la volatilidad de los commodities afecta el valor de la acción de las empresas de comercio exterior que no aplicaron dicha cobertura?

8. ¿Considera usted que el flujo de caja de las empresas de comercio exterior es afectado en gran medida por el uso de instrumentos financieros derivados?
9. En su opinión, ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado en nuestro país para coberturar riesgos?
10. En su opinión, ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado en el mercado internacional para coberturar riesgos?
11. Según su experiencia, ¿Cuál cree Ud. que es la mejor medida de eficiencia de los instrumentos financieros derivados?
12. ¿Considera usted importante que las empresas de comercio exterior locales “salgan” al mercado internacional a coberturar? De ser afirmativa su respuesta, ¿Podría indicar qué mercado?
13. Según su experiencia, ¿Cómo cree usted que el uso de instrumentos financieros derivados incide (positiva o negativamente) en la gestión financiera de las empresas?

ANEXO 4: CUESTIONARIO DE ENCUESTA

Variable	Independiente: Derivado financiero
	Indicador X1 = Volatilidad del activo subyacente
	<p>1. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos financieros?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	<p>2. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de tipo de cambio?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	<p>3. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a volatilidad de tasas de interés?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	<p>4. ¿Cree usted que su empresa está expuesta a riesgos de volatilidad de precio de commodities?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	<p>5. ¿Cree usted que la volatilidad de los activos subyacentes incide en el flujo de caja de las empresas de comercio exterior?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	Indicador X2 = Tipo de instrumento financiero derivado
	<p>6. ¿Está usted de acuerdo en que su empresa necesita coberturar los riesgos de volatilidad de tipo de cambio?</p>

	<ul style="list-style-type: none"> a) Totalmente de acuerdo b) De acuerdo c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo d) En desacuerdo e) Totalmente en desacuerdo
	<p>7. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de tasas de interés?</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Totalmente de acuerdo b) De acuerdo c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo d) En desacuerdo e) Totalmente en desacuerdo
	<p>8. ¿Está usted de acuerdo que su empresa necesita coberturar riesgos de volatilidad de precios de commodities?</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Totalmente de acuerdo b) De acuerdo c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo d) En desacuerdo e) Totalmente en desacuerdo
	Indicador X3 = Riesgo de tipo de cambio
	<p>13. ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tipo de cambio?</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Forward b) Swap c) Opciones d) Futuros e) Otros
	Indicador X4 = Riesgo de tasas de interés
	<p>14. ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de tasas de interés?</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Forward b) Swap c) Opciones d) Futuros e) Otros
	Indicador X5 = Riesgo de volatilidad de los commodities
	<p>15. ¿Cuál cree usted que es el mejor instrumento financiero derivado para coberturar riesgos de commodities?</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Forward b) Swap c) Opciones d) Futuros e) Otros

Variable	Dependiente: Gestión financiera de las empresas
	Indicador Y1 = Uso de derivados
	<p>16. ¿Cree usted que la gestión financiera de su empresa ha mejorado debido al uso de instrumentos financieros derivados?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	Indicador Y2 = Rentabilidad bruta
	<p>9. ¿Cree usted que el tipo de instrumento financiero derivado incide en la rentabilidad bruta de las empresas de comercio exterior?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	Indicador Y3 = Rentabilidad neta
	<p>10. ¿Cree usted que el forward de tipo de cambio incide en el nivel de rentabilidad neta de las empresas de comercio exterior?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	Indicador Y4 = Rentabilidad del patrimonio
	<p>11. ¿Cree usted que el swap de tasas de interés incide en el nivel de rentabilidad del patrimonio de las empresas de comercio exterior?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p> <p>c) Ni de acuerdo, ni desacuerdo</p> <p>d) En desacuerdo</p> <p>e) Totalmente en desacuerdo</p>
	Indicador Y5 = Valor de mercado de la acción
	<p>12. ¿Cree usted que la opción de cobertura de precio de commodities incide en el valor de la acción de la empresa?</p> <p>a) Totalmente de acuerdo</p> <p>b) De acuerdo</p>

	c)	Ni de acuerdo, ni desacuerdo
	d)	En desacuerdo
	e)	Totalmente en desacuerdo