

CALIDAD DEL MANAGEMENT DIRECTIVO DE LAS EMPRESAS CON NEGOCIOS INTERNACIONALES DURANTE LA CRISIS CAMBIARIA EN MÉXICO 2014-2016

Araceli HERNÁNDEZ-JIMÉNEZ

Universidad del Istmo
Campus Ixtepec
(México)

Ignacio LUNA-ESPINOZA

Universidad del Istmo
Campus Ixtepec
(México)

Marcela ROJAS-ORTEGA

Instituto Politécnico Nacional
Unidad Tepepan
(México)

María Teresa de Jesús

ZAMORA-LOBATO
Universidad de Xalapa
(México)

RESUMEN:

El peso mexicano tuvo una depreciación de más del 70% en los últimos tres años, históricamente las devaluaciones de esta divisa han ocasionado quiebras de empresas mexicanas que realizan operaciones con divisa extranjera, sobre todo las pequeñas y medianas. Dentro de este entorno volátil existe un grupo de compañías que pese a las devaluaciones del peso mexicano han sobrevivido a lo largo del tiempo, siendo un elemento determinante en su supervivencia el Management de los recursos humanos en decisiones cobertura de riesgos financieros. Esta investigación estudia los efectos de la calidad del Management de los directivos y destaca su importancia para sortear los problemas en las empresas oaxaqueñas durante el periodo de depreciación cambiaria 2014-2016, para los diferentes niveles de rentabilidad empresarial.

Palabras Claves: Management, Exportaciones, Importaciones, Riesgo cambiario Oaxaca.

INTRODUCCIÓN

La globalización económica se aceleró en la década de los años noventa debido a la reducción de las barreras comerciales, el auge del comercio internacional, la estandarización de los bienes y servicios y la reducción del espacio geográfico. En estas condiciones – y en teoría – los bienes y servicios deberían tener el mismo precio en cualquier parte del mundo si se miden en una misma moneda, ya sea en dólares, yenes, euros o pesos (López, 2010). Sin embargo, la aceleración de la globalización ha traído consigo una mayor movilidad internacional de recursos.

México es la principal nación exportadora de América Latina y la décimo quinta a nivel global, se ha convertido en un centro de comercio internacional (PROMÉXICO, 2016) (SE, 2016). La proximidad al mercado de exportación de

Estados Unidos de América sigue siendo una ventaja competitiva y ha suscrito 12 acuerdos con 46 países (OCDE, 2017). A finales de 2016, las exportaciones totales mostraron un crecimiento anual de 6.6 por ciento, las dirigidas a Estados Unidos avanzaron 3.5 por ciento, y las canalizadas al resto del mundo lo hicieron en 11.6 por ciento (INEGI, 2017).

El Plan Nacional de Desarrollo 2013-2018 de México hace hincapié a la importancia de incrementar el contenido nacional en las exportaciones y posicionar a México como un país altamente competitivo y fijando como estrategia impulsar a las micro, pequeñas y medianas empresas, así como su capacidad exportadora.

La Pequeña y Mediana empresa exportadora (Pymex) es aquella que participa en actividades de comercio exterior o en actividades generadoras de divisas. Para comparar la situación en los países de la región considerando el tamaño de los países y su nivel de crecimiento, la CEPAL (2016) la define como aquella empresa cuyo monto exportado en cada año, en cada país, es inferior al PIB per cápita en paridad de poder de compra multiplicado por 1.000 y multiplicado por la proporción del total exportado dividido por el PIB de cada país.

Según datos de INEGI (2013) la intensidad exportadora crece con el tamaño de la empresa. Las pequeñas empresas exportan a pocos países, mientras que las unidades más grandes diversifican sus envíos a un mayor número de destinos. En México entre 2002 y 2013, el universo de las empresas exportadoras se estancó en torno a las 35 mil empresas. Las pequeñas y medianas empresas representan un 18% de las exportaciones del país asiático, mientras que en los países latinoamericanos y caribeños suponen solo el 6%. Según cifras de la CEPAL, América Latina y el Caribe ha experimentado un estancamiento en la cantidad total de empresas exportadoras en los últimos años. De 2002 a 2008, el número de empresas exportadoras aumentó, pero con la crisis financiera de 2009 se produjo un descenso, seguido de una lenta recuperación. La incorporación de nuevas Pymex contribuyó a limitar la caída en el valor total exportado (CEPAL, 2016).

México tiene el sistema de tipo de cambio de libre flotación, mismo que bajo este esquema ha atravesado situaciones de alta volatilidad cambiaria, particularmente la variación del precio del dólar, como la acaecida en diciembre de 1994; la depreciación del peso mexicano, la ocurrida entre 2008 y 2010 y la más reciente entre 2014 y 2016. Actualmente la fuerte depreciación del peso incrementa aún más la competitividad de las exportaciones mexicanas no petroleras (OCDE, 2017), en lo que se refiere al precio de los productos de exportación, cuando se deprecia el peso mexicano frente a las divisas extranjeras, los precios de los productos nacionales disminuyen en unidades de dólares y aumenta el volumen de sus exportaciones, beneficiando a las pymes por el acrecentamiento en sus ingresos provenientes del incremento del volumen de exportaciones.

En las empresas internacionales se tiene un riesgo adicional en comparación con el comercio nacional, el cual proviene de la incertidumbre conexas con los tipos de cambio (Levi, 2006), específicamente las importadoras. Las empresas que realizan importaciones de diversas mercancías y que obtienen créditos para pagar en una fecha posterior a la que reciben los bienes comprados a los proveedores extranjeros, se enfrentan al riesgo de depreciación de la moneda nacional, en donde se debe pagar una mayor cantidad de moneda nacional por cada unidad de

divisa extranjera, lo cual equivale a un costo financiero, que reduce el flujo de efectivo empresarial.

Con la finalidad de establecer esquemas que minimicen los efectos negativos durante la depreciación de la moneda nacional, la administración del riesgo financiero en estas empresas es de vital importancia, porque es un riesgo que afecta a sus activos, pasivos y utilidades, dado que tienen que importar insumos, exportar productos, contratar créditos en moneda extranjera, etc.

Ante la necesidad de gestionar el riesgo proveniente de las variaciones del tipo de cambio en las transacciones comerciales internacionales, las empresas deben tener una amplia gama de alternativas que permitan cubrir los efectos de estos riesgos, entre esas alternativas están los instrumentos derivados los cuales se han desarrollado desde hace dos décadas y se les considera una herramienta idónea para administrar el riesgo financiero.

Este trabajo de investigación se estructura de la siguiente manera. En el primer apartado se presenta el marco teórico correspondiente a la gestión de las empresas con operaciones internacionales y la evidencia empírica sobre el uso de derivados, en el siguiente apartado se presenta la metodología, posteriormente los resultados empíricos y la discusión. Finalmente las conclusiones que se derivan de la investigación.

1. MARCO TEÓRICO

1.1. El management en empresas con operaciones internacionales

La planificación del desempeño económico financiero permite a las empresas internacionales desarrollar estrategias para competir en el mercado global (López, 2010), en donde la calidad del management es un factor determinante, en el que los administradores crean, dirigen y operan las organizaciones hacia ciertos propósitos, a través del esfuerzo humano coordinado y cooperativo (Koontz y Weihrich, 2012; Follet, 1960) y otros recursos según McFarland (1974) donde la administración del riesgo cambiario juega un papel importante en lo que se refiere a los objetivos financieros de las organizaciones.

En lo que se refiere a la importancia del management directivo para lograr los objetivos financieros de las empresas con operaciones internacionales, diversos autores (García y Avella, 2007; Zapata, 2005; Cadogan et al., 1999; Kaynak y Kothari, 1984), encuentran una relación directa entre la postura del dirigente de la organización ante el riesgo y la internacionalización de la empresa. Una relación negativa indica que a mayor aversión al riesgo, menor será la penetración al mercado internacional. Una relación positiva es la aceptación del riesgo conlleva a la internacionalización de la empresa.

Kohli y Jaworski (1993) afirman que la aversión al riesgo afecta negativamente el rendimiento de la organización ya que limita la toma de decisiones para ingresar a nuevos mercados, desarrollar nuevos productos y responder rápidamente a los cambios del entorno.

Las compañías están expuestas a diversos riesgos por la volatilidad cambiaria según Madura (2009), se clasifican en:

Exposición por transacciones de efectivo futuras ante las variaciones cambiarias, derivadas por las posiciones en cuentas por pagar y por cobrar futuras en varias divisas.

Exposición económica u operativa es cualquier exposición de flujos de efectivo (directos o indirectos) a las variaciones cambiarias. Estos provienen de los gastos que se producen por el funcionamiento de las empresas.

Exposición a la conversión es la exposición de los estados financieros consolidados de una empresa a las variaciones cambiarias. Medirla les permite a las empresas pronosticar en cada utilidad y, después determinar cómo dichas utilidades pueden ser afectadas por potenciales variaciones en los tipos de cambio de cada divisa.

Una de las tareas del management es la gestión del riesgo, en donde se analiza el tipo de cobertura que se empleara, resaltando la cobertura natural, caracterizada en las empresas con ingresos en moneda extranjera que pueden endeudarse en esa moneda para efectuar una compensación entre los flujos de activo y pasivo y, de esta manera, reducir o eliminar el riesgo cambiario (Kedia y Mozumdar, 2003).

Una estrategia de cobertura consiste en emplear instrumentos financieros que contrarresten de manera eficiente las pérdidas o ganancias que la empresa sufre en su posición primaria debidas a los movimientos en los niveles de las diferentes variables (Arango y Arroyave, 2011).

El mercado de derivados ofrece diversos instrumentos que pueden utilizarse con fines de cobertura o especulación, en México funciona el Mercado Mexicano de Derivados, conocido como Mexder, y resulta interesante investigar si las Pymes mexicanas utilizan estos instrumentos. Un derivado es un instrumento financiero el cual está vinculado al valor de un activo subyacente, es un contrato que deriva del precio futuro para tal activo sobre la base de su precio actual y las tasas de interés (Gray y Place, 2003). El subyacente puede ser un activo físico o un activo financiero como una divisa, tasa de interés, acción, entre otros.

La utilización de instrumentos derivados es una decisión del encargado del management financiero de la empresa quién adoptará decisiones en cuanto a los niveles de tipo de cambio, y con ello decidirá las estrategias a utilizar para realizar las coberturas. Para Clavijo y Roberto (2009) el objetivo de la cobertura con instrumentos derivados no es especular con la variabilidad del activo subyacente, sino asegurar una rentabilidad fijando sus costos o ingresos a un valor previamente determinado

Berkman y Bradbury (1996) argumentan que el mercado de derivados ha tenido un gran avance en el mundo desde la década de los setenta. Apreciándose un evidente aumento en su uso, en particular de derivados cambiarios, a partir de 1999, por la mayor volatilidad que presenta el dólar (Fernández, 2001).

En las empresas con deuda en divisa extranjera es necesario administrar los posibles riesgos que se deriven, y en particular si no se tiene un ingreso en moneda extranjera. Una depreciación de la moneda local podría tener efectos sobre la posición financiera de la empresa al incrementar sus pasivos en moneda local por los costos que significan comprar las divisas extranjeras para liquidar los pasivos.

Cowan, Hansen y Herrera (2006) comentan que en los últimos años ha habido una disminución de cobertura mediante el uso de deuda en dólares, y un aumento del uso de derivados cambiarios y que en países con regímenes cambiarios más rígidos tienen mayores niveles de dolarización en su sistema bancario y que una depreciación del tipo de cambio tendría efectos expansivos en sus economías. El peso mexicano ha tenido una depreciación alrededor de 50%, pues durante el año

2013 se encontraba en niveles de 12 unidades por cada dólar comparado con el primer trimestre de 2017 que se ubica en 19 unidades por dólar.

1.2. Evidencia empírica sobre el uso de derivados

Vivel et al (2009) encontraron un gran impacto del porcentaje de ventas exteriores sobre el uso de productos de cobertura, con lo que dedujeron que las empresas con un menor nivel de exposición cambiaria tienen una mayor probabilidad de cubrirse sólo con productos derivados, y cuando ese riesgo empieza a ser importante, es cuando optan por reforzar la cobertura con el uso de estos en combinación con la deuda en divisa. Jorion (1990) analizó que el nivel de cobertura guardaba una relación directa con la proporción de ventas en el extranjero.

Cowan, Hansen y Herrera (2006) indican que las empresas usan la deuda extranjera como mecanismo de cobertura cambiaria y que el uso de derivados cambiarios es complementario al uso de deuda. El uso de los derivados estaría relacionado con la cantidad de activos y deuda en dólares que poseen las empresas, y con el nivel de ingresos en moneda extranjera. Por el contrario, los trabajos que obtuvieron una relación de sustitución fueron los de Elliot et al., (2003), Allayannisy Ofek (2001), Aabo (2006) y Judge (2006).

Ochoa y González (2007) desarrollaron un caso de estudio enfocado a las empresas en Colombia, e identificaron que la práctica de hacer cobertura de riesgo cambiario por parte de dichas empresas sólo alcanza el 53%, de las cuales el 65.9% utilizan forwards y estos combinados con otros instrumentos, como cobertura natural y opciones, representan un 22% adicional, con un total de 88% de utilización de derivados. Señalan también, que a pesar de que se han presentado pérdidas por apreciaciones del peso frente al dólar en los últimos años, llegando a alcanzar un 25%, lo que ha generado grandes pérdidas para el sector exportador colombiano, debiera ser un impulso a quienes participan en el mercado externo.

Carrillo, et al., (2017) su investigación determinó la manera en que el riesgo cambiario afecta al desempeño de las empresas comerciales, ubicadas en Baja California, encontró que ante los cambios en el precio del dólar las empresas tienden en aumentar sus precios en primer lugar sin visualizar a sus competidores, reducir sus compras o buscar otras opciones de abastecimiento de sus productos en el mercado nacional. No cuentan con ningún tipo de coberturas para protegerse contra este tipo de eventos económicos, situación que afecta su liquidez y pone en riesgo su permanencia.

Vivel, et al., (2016), estudiaron el perfil de exposición cambiaria y su cobertura a través de una muestra de cien empresas no financieras y cotizadas en el mercado bursátil español durante 2004-2010. Los resultados muestran que la mayoría de las empresas tiene una actitud proactiva en la gestión del riesgo cambiario, utilizando diferentes productos para su cobertura. Al igual que en estudios realizados para otros mercados, también se confirma que la utilización de productos derivados es la práctica más habitual, además del endeudamiento en divisa. Asimismo, las empresas utilizan técnicas de cobertura operativa.

2. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La evolución de los acuerdos internacionales de divisas desde el Patrón Oro hasta el acuerdo del Louvre, que se ha perfeccionado a lo largo de 50 años, ha tenido un profundo impacto sobre el desarrollo de los negocios (Charles Nichols citado por Levi, 2006). Sin embargo, este desarrollo ha presentado un problema de dirección empresarial, debido a las exigencias actuales de mercado e información, dado que esta actividad ocupa cada vez un lugar más importante en las empresas para obtener el máximo rendimiento de sus medios de producción y de su tecnología (Sbriglio, 2008). Adicionalmente, la dirección empresarial debe contemplar los escenarios de crisis, ya que éstos repercuten en las operaciones de las empresas.

Los riesgos de inestabilidad y de crisis financieras son evidentes y aparecen en forma repetitiva en todos los ámbitos económicos, principalmente por los efectos en las fluctuaciones de los tipos de cambio, provocando inestabilidad cambiaria y afectando los flujos comerciales, también Damico (2011), señala que el tipo de cambio representa una variable de suma importancia en los negocios, ya que su nivel puede tornar inviable o por el contrario muy rentable un negocio según López (2010).

La volatilidad del tipo de cambio es uno de los riesgos de mercado que afecta en mayor medida a empresas exportadoras e importadoras, por las constantes negociaciones al exterior. Según Levi (2006) existen varias razones por las cuales las coberturas cambiarias deberían ser adoptadas por la empresa, como la existencia de impuestos corporativos de tipo progresivo, economías de escala en la cobertura de transacciones, beneficios de comercialización y de empleo, una menor cuantía en los costos de quiebra esperados y una mejor información interna, por mencionar algunas justificaciones, una razón fundamental es la supervivencia de las empresas, pues si una compañía quiebra tiene efectos nocivos para la población y la economía donde desarrolla sus operaciones, específicamente en los índices de desempleo para población y pérdida de impuestos para los gobiernos.

En Oaxaca las empresas que realizan operaciones internacionales enfrentan los efectos de la crisis cambiaria 2014-2016, donde la calidad del management en lo que se refiere a las áreas financieras, constituye un elemento fundamental para que puedan sobrevivir y obtener los niveles mínimos de rentabilidad exigidos por los empresarios, en ese sentido se plantea la siguiente pregunta de investigación: ¿Cuáles son los efectos de la calidad del Management de los directivos durante la depreciación cambiaria 2014-2016 de las empresas importadoras/exportadoras oaxaqueñas en los diferentes niveles de rentabilidad?

HIPÓTESIS

Para responder la pregunta de investigación y evaluar la importancia y el efecto de la calidad del management de los directivos en los diferentes niveles de rentabilidad empresarial se plantean cuatro hipótesis específicas (1) uso de instrumentos financieros derivados, (2) uso de estrategias flexibles, (3) frecuencia de uso de los instrumentos financieros derivados y (4) uso de instrumentos financieros derivados para cubrir los gastos de las deudas en moneda extranjera, que caracterizan el management de los gerentes y se clasifican según los niveles de rentabilidad para medir la calidad del quehacer del administrador.

Referente a la rentabilidad y al uso de instrumentos financieros derivados

H_{01} : El uso de los instrumentos financieros derivados es igual para los cinco grupos de empresas clasificadas según su rentabilidad (1: 0-20%, 2: 21-40%, 3: 41-60%, 4: 71-80%, 5: 81-100%): $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5$

H_{11} : Alguno de los grupos de empresas tiene valores diferentes en el uso de instrumentos financieros derivados.

Referente a la comparación entre los grupos de empresas según el uso de estrategias flexibles.

H_{02} : El uso de estrategias flexibles según el entorno es igual para los cinco grupos de empresas clasificadas según su rentabilidad (1: 0-20%, 2: 21-40%, 3: 41-60%, 4: 71-80%, 5: 81-100%): $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5$

H_{12} : Alguno de los grupos de empresas tiene diferente forma de uso de estrategias flexibles según el entorno.

Referente a la frecuencia de uso de instrumentos derivados

H_{03} : La frecuencia de uso de los instrumentos financieros derivados es igual para los cinco grupos de empresas clasificadas según su rentabilidad (1: 0-20%, 2: 21-40%, 3: 41-60%, 4: 71-80%, 5: 81-100%): $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5$

H_{13} : Alguno de los grupos de empresas tiene diferente frecuencia de uso de instrumentos financieros derivados.

Referente al uso de instrumentos financieros derivados para cubrir gastos en moneda extranjera

H_{04} : El nivel de financiamiento en moneda extranjera es igual para los cinco grupos de empresas clasificadas según su rentabilidad (1: 0-20%, 2: 21-40%, 3: 41-60%, 4: 71-80%, 5: 81-100%): $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4 = \mu_5$

H_{14} : Alguno de los grupos de empresas tiene diferente nivel de financiamiento en moneda extranjera.

3. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

La investigación fue de carácter cuantitativo y transversal. Se estudiaron las empresas importadoras y/o exportadoras de Oaxaca. Los datos se recopilaron entre noviembre de 2016 y marzo de 2017 a través de un cuestionario compuesto por 37 ítems.

El marco de muestreo se estructuró con base en información del SIEM (2016), PROMEXICO (2016), y se complementó con los datos de empresas que no se encuentran registradas en las bases de datos gubernamentales pero que expresaron ser exportadoras e importadoras. De esta manera, el listado final de las empresas que integraron la población objetivo consistió de $N = 123$ empresas exportadoras e importadoras asentadas en el estado de Oaxaca. Se calcularon los tamaños de muestras con un nivel de confianza del 90% y un margen de error de 5%, considerando el muestreo estratificado. El número de empresas a encuestar se determinó esperando lograr una precisión de más/menos cinco puntos porcentuales alrededor de la estimación puntual de las proporciones ($d_p = 0.05$) y fijando una confiabilidad de 90% ($1 - \alpha = 0.9$).

Bajo el muestreo aleatorio simple para proporciones, de acuerdo a Montesinos et al. (2009), la fórmula para determinar el tamaño de muestra para lograr la precisión deseada al estimar las proporciones poblacionales:

$$n = \frac{N[Z_{1-\alpha/2}]^2 PQ}{Nd_p^2 + [Z_{1-\alpha/2}]^2 PQ} \quad (1)$$

Donde: d_p es la precisión de estimación del total poblacional que se está dispuesto a aceptar, P es la proporción de interés, $Q = 1 - P$, y $Z_{1-\alpha/2}$ es el cuantil $1 - \alpha/2$ de la distribución normal estándar.

Con la información anterior, los cálculos en la Ecuación 1 indican que el mínimo de encuestas a levantar para la lograr la precisión deseada con una confiabilidad de 90% es igual a:

$$n = \frac{123[1.66]^2(0.2)(0.8)}{123(0.05)^2 + [1.66]^2(0.2)(0.8)} \approx 73 \text{ Encuestas}$$

Para conocer los efectos de la calidad del Management en los diferentes niveles de rentabilidad y la utilización de instrumentos derivados, se estimaron los parámetros que definen la calidad del Management en los resultados financieros empresariales, medida por el nivel de rentabilidad obtenido por los gerentes, siendo el nivel de 81 a 100% de rentabilidad que corresponde al de mayor calidad y las características de Management se describieron por el uso de instrumentos financieros derivados, uso de estrategias flexibles, frecuencia de uso de los instrumentos financieros derivados y uso de instrumentos financieros derivados para cubrir los gastos de las deudas en moneda extranjera.

Mediante el análisis de varianza (ANOVA) se probó si las medias de: (a) los valores medios de uso de instrumentos financieros derivados, (b) el uso de estrategias flexibles según el entorno, (c) la frecuencia de uso de instrumentos financieros derivados, y (d) el nivel de apalancamiento en moneda extranjera determinan la calidad de la administración en los diferentes grupos de empresas estudiadas, para ello se consideró que la calidad de la administración se midió por los niveles de rentabilidad que logran obtener las empresas las cuales se clasificaron en 5 grupos de empresas según el nivel de rentabilidad: (1) 0 a 20%, (2) 21 a 40%, (3) 41 al 60%, (4) 61 a 80% (5) 81 al 100%, donde el grupo de empresas que obtienen los márgenes más altos de rentabilidad son las que tienen mejor calidad de administración. Se usó el programa SPSS para procesar los datos y así obtener los estadísticos descriptivos y el ANOVA para cada una de las variables evaluadas que determinan la calidad de la administración de las empresas.

4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Primero se presenta la estadística descriptiva y posteriormente los resultados referidos al ANOVA que permite identificar si existen diferencias en la calidad del management utilizado en cada grupo de empresas según sus niveles de rentabilidad.

La encuesta fue dirigida al dueño o socio de la empresa (36%) y al administrador (64%). De acuerdo al nivel de escolaridad que se solicita para el personal encargado de la administración del riesgo cambiario el 28% no tiene este personal, el 65.3% requiere nivel de licenciatura, y el 6.7% bachillerato y posgrado. En relación si hay personal calificado para el manejo de instrumentos derivados de la empresa el 89% no cuenta con el personal, únicamente el 11% si

lo tiene. De las empresas que utilizan instrumentos derivados el 7% maneja alguna política preestablecida en relación a su uso.

La distribución de empresas consultadas según tamaño, considerando los criterios establecidos por INEGI, corresponde con un 88% a empresas pequeñas, 9% medianas y 3% grandes y según su actividad económica, se tiene un 68% en el sector industrial, 2.7% en servicios y un 29.3% en el sector comercial. De acuerdo a la actividad relacionada al comercio exterior, el 90.7% son empresas exportadoras, 4% son importadoras y un 5.3% tienen las dos actividades.

En relación al ANOVA se presentan los estadísticos descriptivos en los cuadros 1, 5, 9 y 13, en lo que se refiere a uso de instrumentos derivados, estrategias flexibles, frecuencia de uso de instrumentos financieros derivados y el nivel de apalancamiento en moneda extranjera respectivamente.

En los cuadros 2, 6, 10, 14 se presentan los estadísticos de Levene para cada una de las variables evaluadas, en todos los casos son menores a 0.05, por lo cual se rechaza la hipótesis de igualdad de varianzas. En los cuadros 3, 7, 11 se presenta el nivel de significancia del estadístico F, el cual es menor a .05, por lo cual se rechaza la hipótesis de igualdad de medias., en el caso del nivel de apalancamiento en moneda extranjera el nivel de significancia del estadístico F, es mayor a .05, véase cuadro 15, lo que significa que si existe igualdad en los valores medios del nivel de apalancamiento en moneda extranjera para los 5 grupos de empresas estudiados.

Cuadro 1. Estadísticos descriptivos del Uso de instrumentos derivados

Descriptivos								
Uso Instrumentos Financieros Derivados								
	N	Media	Desviación típica	Error típico	la media al 95%		Mínimo	Máximo
					Límite inferior	Límite superior		
1.00	51	.0196	.14003	.01961	-.0198	.0590	0.00	1.00
2.00	9	.3333	.50000	.16667	-.0510	.7177	0.00	1.00
3.00	9	0.0000	0.00000	0.00000	0.0000	0.0000	0.00	0.00
4.00	3	.3333	.57735	.33333	-1.1009	1.7676	0.00	1.00
5.00	3	1.0000	0.00000	0.00000	1.0000	1.0000	1.00	1.00
Total	75	.1067	.31077	.03588	.0352	.1782	0.00	1.00

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 2. Prueba de homogeneidad de varianzas del uso de derivados.

Prueba de homogeneidad de varianzas			
Uso Instrumentos Financieros Derivados			
Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
25.295	4	70	.000

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 3. Prueba de la significancia de la ANOVA del uso de derivados

ANOVA de un factor							
Uso Instrumentos Financieros Derivados							
		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.	
Inter-grupos	(Combinados)	3.500	4	.875	16.792	.000	
	Término lineal	No ponderado	2.071	1	2.071	39.755	.000
		Ponderado	1.858	1	1.858	35.664	.000
		Desviación	1.641	3	.547	10.502	.000
Intra-grupos		3.647	70	.052			
Total		7.147	74				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4. Comparaciones entre los grupos de empresas según el uso de instrumentos financieros derivados.

Comparaciones múltiples						
Variable dependiente: Uso Instrumentos Financieros Derivados						
Scheffé						
(I) Rendimiento Empresa		Diferencia de medias (I-J)	Error típico	Sig.	95%	
					Límite inferior	Límite superior
1.00	2.00	-.31373*	.08253	.010	-.5748	-.0526
	3.00	.01961	.08253	1.000	-.2415	.2807
	4.00	-.31373	.13560	.264	-.7428	.1153
	5.00	-.98039*	.13560	.000	-1.4094	-.5513
2.00	1.00	.31373*	.08253	.010	.0526	.5748
	3.00	.33333	.10760	.058	-.0071	.6738
	4.00	0.00000	.15217	1.000	-.4815	.4815
	5.00	-.66667*	.15217	.002	-1.1481	-.1852
3.00	1.00	-.01961	.08253	1.000	-.2807	.2415
	2.00	-.33333	.10760	.058	-.6738	.0071
	4.00	-.33333	.15217	.319	-.8148	.1481
	5.00	-1.00000*	.15217	.000	-1.4815	-.5185
4.00	1.00	.31373	.13560	.264	-.1153	.7428
	2.00	0.00000	.15217	1.000	-.4815	.4815
	3.00	.33333	.15217	.319	-.1481	.8148
	5.00	-.66667*	.18637	.018	-1.2563	-.0770
5.00	1.00	.98039*	.13560	.000	.5513	1.4094
	2.00	.66667*	.15217	.002	.1852	1.1481
	3.00	1.00000*	.15217	.000	.5185	1.4815
	4.00	.66667*	.18637	.018	.0770	1.2563

*. La diferencia de medias es significativa al nivel .05.

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 4 se presentan la prueba de las diferencias de medias del uso de instrumentos financieros derivados entre los grupos de empresas según su rentabilidad, si en la columna de significación, su valor es menor o igual a 0.05, si existen diferencias significativas en el uso de instrumentos financieros derivados, es el grupo 5 de empresas (rentabilidad de 81 al 100%) comparado con los demás grupos de empresas si tienen diferencias, por lo cual se concluye que el uso de instrumentos financieros derivados determina los niveles de márgenes de rentabilidad.

Cuadro 5. Estadísticos descriptivos del uso de estrategias flexibles

Descriptivos								
Estrategias Flexibles								
	N	Media	Desviación típica	Error típico	la media al 95%		Mínimo	Máximo
					Límite inferior	Límite superior		
1.00	51	.0392	.28006	.03922	-.0396	.1180	0.00	2.00
2.00	9	.3333	.50000	.16667	-.0510	.7177	0.00	1.00
3.00	9	0.0000	0.00000	0.00000	0.0000	0.0000	0.00	0.00
4.00	3	.3333	.57735	.33333	-1.1009	1.7676	0.00	1.00
5.00	3	1.0000	0.00000	0.00000	1.0000	1.0000	1.00	1.00
Total	75	.1200	.36613	.04228	.0358	.2042	0.00	2.00

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 6. Prueba de homogeneidad de varianzas del uso de estrategias flexibles

Prueba de homogeneidad de varianzas			
Estrategias Flexibles			
Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
6.836	4	70	.000

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 7. Prueba de la significancia de la ANOVA del uso de estrategias flexibles

ANOVA de un factor							
Estrategias Flexibles							
		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.	
Inter-grupos	(Combinados)	3.332	4	.833	8.850	.000	
	Término lineal	No ponderado	1.989	1	1.989	21.136	.000
		Ponderado	1.678	1	1.678	17.829	.000
		Desviación	1.654	3	.551	5.857	.001
Intra-grupos		6.588	70	.094			
Total		9.920	74				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 8. Comparaciones entre los grupos de empresas según el uso de estrategias flexibles

Comparaciones múltiples						
Variable dependiente: Estrategias Flexibles						
Scheffé						
(I) Rendimiento Empresa		Diferencia de medias (I-J)	Error típico	Sig.	95%	
					Límite inferior	Límite superior
1.00	2.00	-.29412	.11092	.147	-.6451	.0568
	3.00	.03922	.11092	.998	-.3117	.3902
	4.00	-.29412	.18226	.628	-.8708	.2825
	5.00	-.96078	.18226	.000	-1.5374	-.3841
2.00	1.00	.29412	.11092	.147	-.0568	.6451
	3.00	.33333	.14462	.268	-1.242	.7909
	4.00	0.00000	.20452	1.000	-.6471	.6471
	5.00	-.66667	.20452	.040	-1.3138	-.0196
3.00	1.00	-.03922	.11092	.998	-.3902	.3117
	2.00	-.33333	.14462	.268	-.7909	.1242
	4.00	-.33333	.20452	.619	-.9804	.3138
	5.00	-1.00000	.20452	.000	-1.6471	-.3529
4.00	1.00	.29412	.18226	.628	-.2825	.8708
	2.00	0.00000	.20452	1.000	-.6471	.6471
	3.00	.33333	.20452	.619	-.3138	.9804
	5.00	-.66667	.25049	.144	-1.4592	.1259
5.00	1.00	.96078	.18226	.000	.3841	1.5374
	2.00	.66667	.20452	.040	.0196	1.3138
	3.00	1.00000	.20452	.000	.3529	1.6471
	4.00	.66667	.25049	.144	-1.259	1.4592

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 8 se presentan la prueba de las diferencias de medias que miden la flexibilidad de cambio de estrategias para los distintos escenarios, en este caso el grupo 5 de las empresas es el que tiene un valor de significancia menor a 0.05, por lo cual si existen diferencias significativas con los demás grupos de empresas, asimismo en el cuadro 5 se observa que su valor medio fue 1, que equivale a que este grupo de empresas si cambian sus estrategias según los distintos escenarios. En este caso se acepta la hipótesis nula para los grupos de empresas 1,2, 3 y 4 las cuales no cambian sus estrategias de para el uso de instrumentos financieros derivados según los escenarios, y se acepta la hipótesis alternativa del grupo de empresas 5, las cuales si tienen diferente comportamiento con relación a los demás, pues según los resultados del ANOVA estas empresas si modifican sus estrategias según los distintos escenarios.

Cuadro 9. Estadísticos descriptivos de la frecuencia de uso de instrumentos derivados

Descriptivos									
Frecuencia Uso Instrumentos Financieros Derivados									
	N	Media	Desviación típica	Error típico	la media al 95%		Mínimo	Máximo	
					Límite inferior	Límite superior			
1.00	51	.0392	.28006	.03922	-.0396	.1180	0.00	2.00	
2.00	9	.7778	1.20185	.40062	-.1460	1.7016	0.00	3.00	
3.00	9	0.0000	0.00000	0.00000	0.0000	0.0000	0.00	0.00	
4.00	3	.6667	1.15470	.66667	-2.2018	3.5351	0.00	2.00	
5.00	3	2.0000	0.00000	0.00000	2.0000	2.0000	2.00	2.00	
Total	75	.2267	.66927	.07728	.0727	.3807	0.00	3.00	

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 10. Prueba de homogeneidad de varianzas frecuencia de uso de instrumentos derivados.

Prueba de homogeneidad de varianzas			
Frecuencia Uso Instrumentos Financieros Derivados			
Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
27.101	4	70	.000

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 11. Prueba de la significancia ANOVA de la frecuencia de uso de instrumentos derivados

ANOVA de un factor							
Frecuencia Instrumentos Financieros Derivados							
		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.	
Inter-grupos	(Combinados)	15.003	4	3.751	14.471	.000	
	Término lineal	No ponderado	7.822	1	7.822	30.178	.000
		Ponderado	7.642	1	7.642	29.482	.000
		Desviación	7.361	3	2.454	9.467	.000
Intra-grupos		18.144	70	.259			
Total		33.147	74				

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 12. Comparaciones entre los grupos de empresas según la frecuencia de uso de instrumentos financieros derivados.

Comparaciones múltiples						
Variable dependiente: Frecuencia Uso Instrumentos Financieros Derivados						
Scheffé						
(I) Rendimiento Empresa		Diferencia de medias (I-J)	Error típico	Sig.	95%	
					Límite inferior	Límite superior
1.00	2.00	-.73856*	.18407	.005	-1.3210	-.1562
	3.00	.03922	.18407	1.000	-.5432	.6216
	4.00	-.62745	.30246	.375	-1.5844	.3295
	5.00	-1.96078*	.30246	.000	-2.9178	-1.0038
2.00	1.00	.73856*	.18407	.005	.1562	1.3210
	3.00	.77778*	.24000	.042	.0184	1.5371
	4.00	.11111	.33941	.999	-.9628	1.1850
	5.00	-1.22222*	.33941	.017	-2.2961	-.1483
3.00	1.00	-.03922	.18407	1.000	-.6216	.5432
	2.00	-.77778*	.24000	.042	-1.5371	-.0184
	4.00	-.66667	.33941	.433	-1.7405	.4072
	5.00	-2.00000*	.33941	.000	-3.0739	-.9261
4.00	1.00	.62745	.30246	.375	-.3295	1.5844
	2.00	-.11111	.33941	.999	-1.1850	.9628
	3.00	.66667	.33941	.433	-.4072	1.7405
	5.00	-1.33333*	.41569	.045	-2.6486	-.0181
5.00	1.00	1.96078*	.30246	.000	1.0038	2.9178
	2.00	1.22222*	.33941	.017	.1483	2.2961
	3.00	2.00000*	.33941	.000	.9261	3.0739
	4.00	1.33333*	.41569	.045	.0181	2.6486

*. La diferencia de medias es significativa al nivel .05.

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 12 se presentan la prueba de las diferencias de medias que miden la frecuencia con que se utilizan los instrumentos financieros derivados para cubrir sus gastos en moneda extranjera, es el grupo 5 de las empresas es el que tiene un valor de significancia menor a 0.05, por lo cual si existen diferencias significativas con los demás grupos, además al analizar el cuadro 9 se observa que su valor medio fue 2, que equivale a que este grupo de empresas a veces utiliza los instrumentos financieros derivados, ningún grupo de empresas respondió que usaran frecuentemente estos instrumentos.

En este caso se acepta la hipótesis nula para los grupos de empresas 1,2, 3 y 4 las cuales no utilizan instrumentos financieros derivados y se acepta la hipótesis alternativa del grupo de empresas 5, las cuales si los utilizan, aunque solo a veces, no de manera frecuente.

Cuadro 13. Estadísticos descriptivos del nivel de apalancamiento en moneda extranjera

Descriptivos								
Nivel Financiamiento Moneda Extranjera								
	N	Media	Desviación típica	Error típico	la media al 95%		Mínimo	Máximo
					Límite inferior	Límite superior		
1.00	51	10.0000	0.00000	0.00000	10.0000	10.0000	10.00	10.00
2.00	9	16.6667	14.14214	4.71405	5.7961	27.5373	10.00	50.00
3.00	9	21.1111	26.66667	8.88889	.6133	41.6089	10.00	90.00
4.00	3	16.6667	11.54701	6.66667	-12.0177	45.3510	10.00	30.00
5.00	3	16.6667	11.54701	6.66667	-12.0177	45.3510	10.00	30.00
Total	75	12.6667	11.06899	1.27814	10.1199	15.2134	10.00	90.00

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 14. Prueba de homogeneidad de varianzas del nivel de apalancamiento en moneda extranjera

Prueba de homogeneidad de varianzas

Nivel Financiamiento Moneda Extranjera

Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
13.808	4	70	.000

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 15. Prueba de la significancia de la ANOVA del nivel de apalancamiento en moneda extranjera

ANOVA de un factor							
Nivel Financiamiento Moneda Extranjera							
		Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.	
Inter-grupos	(Combinados)	1244.444	4	311.111	2.784	.033	
	Término lineal	No ponderado	95.775	1	95.775	.857	.358
		Ponderado	828.674	1	828.674	7.416	.008
		Desviación	415.771	3	138.590	1.240	.302
Intra-grupos		7822.222	70	111.746			
Total		9066.667	74				

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 16 se presentan la prueba de las diferencias de medias del nivel de deuda en moneda extranjera, en este caso ningún grupo de empresas tiene un valor de significancia menor a 0.05, por lo cual no existen diferencias significativas entre los diferentes grupos de empresas estudiados. En el con los demás grupos, además al analizar el cuadro 13 se exhibe que el nivel de apalancamiento en moneda extranjera para las empresas del grupo 1, fue de 10% siendo el más bajo, y para el grupo 3 el valor medio del nivel de apalancamiento fue 21.11%, sin embargo los resultados de la prueba de ANOVA indican no existe diferencia estadística significativo entre estos valores.

En este caso se acepta la hipótesis nula para todos los grupos de empresas las cuales tienen casi los mismos niveles de endeudamiento en moneda extranjera y se rechaza la hipótesis alternativa.

Cuadro 16. Comparaciones entre los grupos de empresas según el nivel de apalancamiento en moneda extranjera

Comparaciones múltiples						
Variable dependiente: Nivel Financiamiento Moneda Extranjera						
Scheffé						
(I) Rendimiento Empresa		Diferencia de medias (I-J)	Error típico	Sig.	95%	
					Limite inferior	Limite superior
1.00	2.00	-6.66667	3.82195	.554	-18.7592	5.4258
	3.00	-11.11111	3.82195	.088	-23.2036	.9814
	4.00	-6.66667	6.28011	.889	-26.5367	13.2033
	5.00	-6.66667	6.28011	.889	-26.5367	13.2033
2.00	1.00	6.66667	3.82195	.554	-5.4258	18.7592
	3.00	-4.44444	4.98322	.938	-20.2111	11.3222
	4.00	0.00000	7.04733	1.000	-22.2975	22.2975
3.00	1.00	11.11111	3.82195	.088	-.9814	23.2036
	2.00	4.44444	4.98322	.938	-11.3222	20.2111
	4.00	4.44444	7.04733	.982	-17.8530	26.7419
4.00	1.00	6.66667	6.28011	.889	-13.2033	26.5367
	2.00	0.00000	7.04733	1.000	-22.2975	22.2975
	3.00	-4.44444	7.04733	.982	-26.7419	17.8530
	5.00	0.00000	8.63118	1.000	-27.3087	27.3087
5.00	1.00	6.66667	6.28011	.889	-13.2033	26.5367
	2.00	0.00000	7.04733	1.000	-22.2975	22.2975
	3.00	-4.44444	7.04733	.982	-26.7419	17.8530
	4.00	0.00000	8.63118	1.000	-27.3087	27.3087

Fuente: Elaboración propia.

5. CONCLUSIÓN

Las empresas que realizan operaciones a nivel internacional mediante exportaciones y/o importaciones de la ciudad de Oaxaca de México, utilizan el dólar como principal moneda en sus operaciones internacionales, lo cual ha impactado en sus resultados financieros, debido a la crisis cambiaria que México ha tenido durante el periodo 2014-2016, donde el peso mexicano se ha depreciado aproximadamente 70%, con respecto al dólar. En ese contexto la calidad del Management directivo de las empresas es fundamental para lograr la supervivencia de estas compañías en el contexto de negocios volátil por las variaciones del peso mexicano frente al dólar.

Se estudió 75 empresas localizadas en el estado de Oaxaca de México, se estableció cinco grupos de empresas según su nivel de rentabilidad para medir la calidad del Management directivo como variable clasificadora de la calidad de la gestión de los directivos, donde el más eficiente es el grupo de empresas que tiene márgenes de rentabilidad en el rango de 80-100%, los indicadores que midieron las decisiones de los jefes, se hizo mediante: (1) uso de instrumentos financieros derivados, (2) empleo de estrategias flexibles según el entorno, (3) frecuencia de uso de instrumentos financieros derivados, y (4) nivel de financiamiento en moneda extranjera.

Para responder la pregunta principal de ¿Cuáles son los efectos de la calidad del Management de los directivos durante la depreciación cambiaria 2014-21016 de las empresas importadoras/exportadoras oaxaqueñas en los diferentes niveles de rentabilidad? se establecieron 4 hipótesis de trabajo con sus correspondientes hipótesis nulas, las cuales plantean que existen diferentes usos de instrumentos financieros derivados, disímiles estrategias flexibles según el entorno, desigual frecuencia de utilización de instrumentos financieros derivados y distintos niveles de financiamiento en moneda extranjera para cinco grupos de empresas, las cuales se congregaron según sus niveles de rentabilidad (1) 0-20%, (2) 21-40% (3) 41-60%, (4) 61-80% y (5) 81-100%, en donde cada grupo de empresas corresponde a diferente calidad del Management directivo, considerándose la más eficiente el grupo con mayor rentabilidad.

Para calcular la presencia de cada una de las variables en los diferentes grupos de empresas según su rentabilidad, se usó un análisis estadístico de varianza (ANOVA), con un nivel de confianza del 95%, y con ello se examinó la prevalencia de los 4 indicadores para cada grupo de empresas según su rentabilidad.

Los resultados de la investigación indican que en el grupo de empresas con márgenes de rentabilidad 80-100%, el Management directivo se caracterizó por el uso instrumentos financieros, utilización de estrategias flexibles según el entorno las empresas, manejan a veces instrumentos financieros derivados, todas estas características mostraron diferencias estadísticas con respecto a los otros grupos de empresas, es decir que las características del Management si determina los márgenes de rentabilidad en este grupo de empresas, en lo que se refiere al uso pasivos en moneda extranjera, sin embargo los niveles de pasivos en moneda extranjera aunque cambian en cada grupo de empresas no son estadísticamente diferentes entre sí.

Estas empresas de Oaxaca que realizan negocios internacionales enfrentan los riesgos cambiarios mediante el uso de instrumentos financieros derivados, el uso de estrategias flexibles y el uso de los instrumentos financieros derivados de vez en cuando, son factores que caracterizan el Management directivo y le permite alcanzar los más altos niveles de rentabilidad, resalta que la calidad del Management directivo es uno de los componentes que permite a las empresas enfrentar los diversos problemas suscitados por la crisis cambiaria en México durante 2014-2016.

Los resultados de esta investigación demuestran que el management de las Pymes Oaxaqueñas es diferente al de las empresas que cotizan en las bolsas de valores, en estas empresas no privilegiaron el uso de instrumentos financieros derivados como su principal esquema de cobertura, muy distinto a los resultados de Vivel et. al. (2016), y por otra parte corrobora que las empresas Pymes casi no usan este tipo de instrumentos financieros, a las mismas conclusiones llegan Carrillo et. al. (2017), desde esto suscita que las características del management de las pequeñas y medianas empresas es diferente a las de las empresas que cotizan en bolsa, y bajo ese esquema los gerentes de las Pymes con sus restricciones y haciendo uso de ingenio logran con su creatividad la permanencia de sus empresas a lo largo del tiempo.

En suma las actividades del management directivo gestionan las coberturas de riesgo a través del (1) uso de instrumentos financieros derivados, (2) estrategias flexibles, (3) frecuencia de uso de los instrumentos derivados y (4) su utilización

para cubrir los gastos de las deudas en moneda extranjera, con lo cual resalta la importancia del management directivo para sortear los problemas y lograr la supervivencia de las compañías y además obtener márgenes de rentabilidad incluso en ambientes de riesgo cambiario.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aabo, T. (2006). The importance of corporate foreign debt as an alternative to currency derivatives in actual management of exchange rate exposures. *European Financial Management*, 12(4), 635-649.
- Allayannis, G. y Ofek, E. (2001). Exchange Rate Exposure, Hedging, and the Use of Foreign Currency Derivatives. *Journal of International Money and Finance*, 20, 273-296.
- Arango, E. y Arroyave, J. (2011). Swaps de tasa de interés y de cruce de monedas como herramientas de cobertura para las empresas colombianas. *Revista EIA*, 16, 189-205.
- Berkman, H. y Bradbury, M. (1996): Empirical Evidence on the Corporate Use of Derivatives. *Financial Management*, 25, 5-14.
- Cadogan, J. W., Diamantopoulos, A., and De Mortanges, C. P. (1999). A measure of export market orientation: Scale development and cross-cultural validation. *Journal of International Business Studies*, 30, 689-707.
- Carrillo, S., Bravo, L., Valenciana, P., Bustamante, A., Cisneros, J. (2017). El riesgo cambiario y su efecto en el desempeño y permanencia de las empresas en Mexicali, Baja California. 5(1), 39-51.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), (2016). Dinámica de las empresas exportadoras en América Latina. El aporte de las pymes. Naciones Unidas, Santiago.
- Clavijo, W. y Roberto, K. (2009). Las operaciones de cobertura y sus efectos fiscales. *Revista Impuestos*, 153, 22-25.
- Cowan, K., Hansen, E. y Herrera, L. (2006), Currency Mismatches in Chilean Nonfinancial Corporations. External Vulnerability and Preventive Policies. Banco Central de Chile.
- Damico, A. (2011). El convenio de pagos y créditos recíprocos de ALADI como una herramienta de facilitación del comercio ante la crisis internacional. *Revista De Derecho* (15105172), 10 (20), 185-225.
- Elliot, W. B.; Huffman, S.R y Makar, S.D. (2003). Foreign - denominated debt and foreign currency derivatives: Complements or substitutes in hedging foreign currency risk? *Journal of Multinational Financial Management*, 13, 123-139.
- McFarland, D. (1974). *Management: Principles and Practices*. McMillan. New York. 4th Edition.
- Fernández, V. (2001). The Derivatives Market in Latin America with emphasis on Chile, Working Paper, Universidad de Chile.
- Follet, M. (1960). *Administración dinámica*. Herrero Hermanos. México.
- García, F. y Avella, L. (2007). Intensidad exportadora y percepción de barreras a la exportación: un estudio de casos. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 13 (3), 93-106.
- Gray, S. y Place, J. (2003). *Derivados financieros*. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos. México.

- INEGI (Instituto Nacional de Estadística y Geografía), (2013). Perfil de las empresas manufactureras de exportación. México, INEGI. [En línea]. Disponible en:
<http://www.inegi.org.mx/inegi/contenidos/espanol/prensa/boletines/boletin/Comunicados/Especiales/2013/Mayo/comunica24.pdf> (Consultado: 10 de noviembre de 2015).
- INEGI (2017). Información Oportuna sobre la Balanza Comercial de Mercancías de México. [En línea]. Disponible en:
<http://www.beta.inegi.org.mx/app/saladeprensa/noticia.html?id=3285>
 (Consultado: 10 de marzo de 2017).
- (2013). Perfil de la empresa manufacturera exportadora, Aguascalientes. México.
- Jorion, P. (1990). The Exchange Rate Exposure of U.S. Multinationals. *Journal of Business*, 13(11), 375-386.
- Judge, A. (2006). Why and How UK Firms Hedge. *European Financial Management Journal*, 12(3), 407-444.
- Kaynak, E., and Kothari, V. (1984). Export behaviour of small and medium-sized manufacturers: Some policy guidelines for international marketers. *Management International Review*, 24 (2), 61-69.
- Kedia, S. y Mozumdar, A., 2003. Foreign currency – denominated debt: An empirical examination. *Journal of Business*, 76, 521-546.
- Kohli, A.K. Y Jaworski, B.J. (1993): “Market Orientation: Antecedents and Consequences”. *Journal of Marketing*, Vol. 57, Julio, pp.53-70.
- Koontz y Wehrich. (2012). *Administración: Una perspectiva global y empresarial*. Mc Graw Hill. 14ª. Edición.
- Levi, M. (2006). *Finanzas Internacionales*. México, Mc Graw Hill. 3era. Edición.
- López, G. (2010). *Finanzas Corporativas. Un enfoque latinoamericano*. Argentina, Alfaomega. 2da. Edición.
- Madura, J. (2009). *Administración Financiera Internacional*. México, Cengage Learning, 9ª. Edición.
- Montesinos, L., O. A., Luna, E., I., Hernández S., C. M., y Tinoco Z. M. A., (2009). *Muestreo estadístico. Tamaño de muestra y estimación de parámetros*. Colima, México. Universidad de Colima.
- OCDE (2017). *Estudios Económicos de la OCDE*. México. OCDE.
- Ochoa, I. y González, C. (2007). Evaluación del mercado de opciones sobre tasas de cambio: perspectivas para una mejor utilización. *Revista EIA*, (7), 145-158.
- Plan Nacional de Desarrollo 2013-2018. [En línea]. Disponible en:
<http://pnd.gob.mx/>
- PRO-MÉXICO y SE (2016). *Hacer sinergia para competir. Redexporta: Un programa para crear y consolidar redes de exportación en México*.
- PRO-MEXICO, (2016). *Empresas Exportadoras. Buscador 2016*. Consultado el 15 de Septiembre de 2016 de:
<http://www3.promexico.gob.mx:8181/KBObjetosDeNegocioN.NetEnvironment/servlet/wpconsultainicio?0,,2,SI,NO,SI,2516,SI,1,,0,0,3,,0,0,,0,1,0,SI>
- Sbriglio, E. (2008). *El Comercio Internacional. Manual práctico de clasificación y de valoración de las mercaderías*. Universidad Católica de Cuyo. 2da. Edición.

- SIEM, (2016). Estadísticas de Empresas que Exportan, Importan por Estado. Consultado el 15 de Septiembre de 2016 de:
https://www.siem.gob.mx/siem/portal/estadisticas/Est_ExpImp_xEdo.asp
P
<https://www.siem.gob.mx/siem/portal/consultas/respuesta.asp?estado=20&OpcPrfGrI=64&consultaporliga=1>
<https://www.siem.gob.mx/siem/portal/consultas/guarda.asp?estado=20&OpcPrfGrI=256&consultaporliga=1&var=0®istrosTotales=69>
- Vivel, M., Otero, L., Fernández, S. y Duran, P. (2009). Análisis de la decisión de cobertura cambiaria a través del endeudamiento en divisa en el mercado español. *Revista española de financiación y contabilidad*, 38 (144), 607-645.
- Vivel, M., Lado, R., Fernández, I. (2016). Exposición cambiaria y cobertura: Un estudio de empresas internacionales cotizadas en el mercado español (2004-2010).
- Zapata, E. (2005). Las Pymes y su problemática empresarial. Análisis de casos. En G. Calderón y G. Castaño. *Investigación en administración en América Latina: Evolución y resultados*. Universidad Nacional de Colombia. Manizales, Colombia.