



Universidad de Navarra

CIIF

**CENTRO INTERNACIONAL DE
INVESTIGACION FINANCIERA**

**GESTION DEL RIESGO DE TIPO
DE CAMBIO EN LA EMPRESA**

Josep Faus*
Ahmad Rahnema*

*DOCUMENTO DE INVESTIGACION N° 344
Julio, 1997*

* Profesores de Dirección Financiera, IESE

**División de Investigación
IESE**
Universidad de Navarra
Av. Pearson, 21
08034 Barcelona

Copyright © 1997, IESE
Prohibida la reproducción sin permiso

El CIIF (Centro Internacional de Investigación Financiera) nace como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se configura como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE. Sus objetivos son: aunar esfuerzos en la búsqueda de respuestas a las cuestiones que se plantean los responsables de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones; desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera; y profundizar en el estudio y efectos de las transformaciones que se producen en el mundo financiero.

El desarrollo de las actividades del CIIF ha sido posible gracias a sus Empresas Patrono: Aena, A.T. Kearney, Caja de Ahorros de Madrid, Fundación Ramón Areces y Endesa.

GESTION DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN LA EMPRESA

Resumen

En este documento de investigación se hace una descripción de los resultados obtenidos en un estudio sobre la gestión de riesgos de todo tipo de cambio en la empresa española. Para llevar a cabo el estudio se partió de una encuesta enviada a 500 empresas con operaciones en España, ninguna de ellas financiera, de las cuales contestaron un total de 113.

Las respuestas de los encuestados nos revelan que: 1) el principal objetivo de la política de gestión de riesgos es la búsqueda de una cobertura, sin ánimo alguno de especular; 2) la mitad de las empresas sigue una política de gestión de riesgos basada en normas no escritas; 3) el instrumento de cobertura de riesgo más utilizado es el seguro de cambio, y 4) en la mayoría de los casos, la dirección controla directamente la gestión de riesgos.

Agradecimientos

Los autores quieren expresar su más sincero agradecimiento a todas las empresas que, con su inestimable colaboración, han contribuido al desarrollo de este informe.

Asimismo, agradecemos a las empresas patrono del CIIF la ayuda prestada, que ha hecho posible la realización de este trabajo.

Nuestro agradecimiento también a nuestros colegas, profesores del IESE, cuyos comentarios y sugerencias han sido decisivos en muchos temas. Finalmente, también queremos agradecer la colaboración de Cathleen O'Connor Leggett, Asistente de Investigación del CIIF, por su tarea en la coordinación y compaginación final.

GESTION DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN LA EMPRESA

Principales conclusiones

Las principales conclusiones obtenidas en el estudio son:

- El principal objetivo de las empresas encuestadas en su política de gestión de riesgos es la búsqueda de una cobertura, sin ánimo alguno de especular.
- En términos generales, la mayoría de las empresas han adoptado su política de gestión de riesgos en los últimos siete años.
- Hay que destacar que casi la mitad de las empresas encuestadas siguen una política para operaciones en moneda extranjera basada en normas generales no escritas.
- Respecto al grado y métodos de cobertura utilizados en la gestión de riesgos, se han separado según el tipo de exposición:
 - En la exposición por transacción, algo más de la mitad de las empresas lleva a cabo una cobertura parcial mediante una combinación de medidas internas y cobertura con derivados.
 - En la exposición económica, un tercio de las empresas encuestadas utiliza cobertura parcial. El método que se utiliza más a menudo es una combinación de medidas y cobertura a través de derivados.
 - En la exposición contable, un 80% no utiliza cobertura. Si hay cobertura, es parcial, y los métodos más utilizados son la diversificación, la adopción de medidas internas y la combinación de control general y cobertura sólo si es necesario.
- La mayoría de las empresas no tienen especificado el porcentaje objetivo de cobertura para ninguna de las tres clases de exposiciones a riesgos de cambio (la exposición por transacción es la que alcanza mayor porcentaje, con un 31%).

- A la hora de determinar el porcentaje de cobertura, los factores que más afectan a la decisión son, por orden de preferencia:
 - El tipo de cambio estimado.
 - El grado de incertidumbre en la estimación del tipo de cambio.
 - La incertidumbre macroeconómica.
 - Los cambios en el nivel de exposición.
- En cuanto a la fiabilidad de las previsiones de los tipos de cambio, sólo las previsiones a corto plazo superan, por término medio, el 50% de confianza. Además, en los últimos años, más de la mitad de los encuestados han visto reducida su confianza en la previsión de los tipos de cambio.
- Ante esta situación, resulta lógico que más de tres cuartas partes de los encuestados estén a favor de una moneda única europea. Las ventajas futuras estimadas son, entre otras:
 - Reducción del riesgo de tipo de cambio.
 - Reducción de costes de cobertura.
 - Mejora de la competitividad internacional de las economías de la Unión Europea.
 - Reducción de la incertidumbre del negocio internacional.
 - Mayor facilidad en la toma de decisiones internacionales.
- La desventaja más mencionada es la reducción de la oportunidad de gestionar divisas para diversificar el riesgo financiero.
- En la previsión de los tipos de cambio se considera que hay que tener en cuenta dos tipos de variables: las macroeconómicas y las del mercado de divisas.

Las variables macroeconómicas más mencionadas, por orden de preferencia, son:

Expectativas y variación en la inflación.
 Variación en los tipos de interés a largo plazo.
 Déficit presupuestario del gobierno español.
 Desviación actual de la paridad adquisitiva y crecimiento de la economía española.

A todos estos factores se les da una importancia bastante superior al 50%. No son significativos otros posibles factores.

VARIABLES DEL PROPIO MERCADO DE DIVISAS, TALES COMO:

Cambio actual al contado.
 Cambio a plazo.
 Estimaciones de tipo de cambio basadas tanto en el propio análisis de tipos históricos como en perspectivas de otros participantes del mercado.

- En referencia a los instrumentos de cobertura internos, los más utilizados son la facturación en moneda local y el «matching» de entradas y salidas (utilizados en aproximadamente un 50% de los casos).
- Por otro lado, los instrumentos de cobertura externos se utilizan con una frecuencia mucho menor. A excepción del seguro de cambio, utilizado por el 8,87% de los encuestados, los demás instrumentos (préstamo o endeudamiento en divisas, contrato de futuros, opciones y «swaps») rondan el 1%.
- El análisis de instrumentos de cobertura también reveló que las operaciones para las cuales se utiliza con más frecuencia alguna técnica interna son compras y ventas (66%).
- A la hora de elegir un instrumento, los principales factores a tener en cuenta son, por orden de importancia, los siguientes:
 - Grado de riesgo inherente al instrumento.
 - Grado de flexibilidad.
 - Costes de transacción.
 - Pago inicial.
 - Riesgo de liquidez.
 - Carencia de conocimientos sobre derivados dentro de la empresa.
- En la mayoría de los casos, la dirección controla directamente la gestión de riesgos de tipo de cambio con una frecuencia mensual.
- Otras formas de control son los informes sobre la posición que refleja el balance, sobre los flujos de caja previstos, sobre la previsión de beneficios y pérdidas por diferencias de cambio, sobre la exposición operativa o económica, y sobre la exposición contable del activo de la compañía en moneda extranjera, que se suelen elaborar mensualmente.
- En cuanto al grado de satisfacción con la actual política de gestión de riesgos, la mayoría de las empresas encuestadas consideran que los resultados obtenidos mediante dicha política son muy positivos.

Introducción

El proyecto de investigación «Gestión de riesgo de tipo de cambio» es un estudio estructurado sobre los métodos prácticos para la identificación de los factores que generan una exposición al riesgo de tipo de cambio («risk space») y el impacto que tienen en la posición competitiva de la empresa y sobre su valor en el mercado. La exposición al riesgo de tipo de cambio se refiere a la sensibilidad de la rentabilidad y de los flujos de caja a variaciones en los movimientos de los tipos de cambio.

Estudio y análisis del «risk space» en España

Para llevar a cabo el estudio era necesario tener una base empírica. Dado el interés por conocer mejor las actitudes y comportamientos reales de las empresas domésticas, se

optó por una muestra del mercado español. Fue decisivo el hecho de que no existía ningún estudio realizado sobre este aspecto del mercado español. Más adelante se compararán estos resultados con los obtenidos en otros países, para intentar identificar convergencias y divergencias entre la política de gestión de riesgos de tipo de cambio de las empresas españolas y las de otros países.

Se partió de una encuesta enviada a 500 empresas con operaciones en España, ninguna de ellas financiera. Contestaron un total de 113, por lo que el porcentaje de respuestas es del 22,6%. La distribución sectorial de la muestra, de acuerdo con la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE), es la presentada en la Tabla 1.

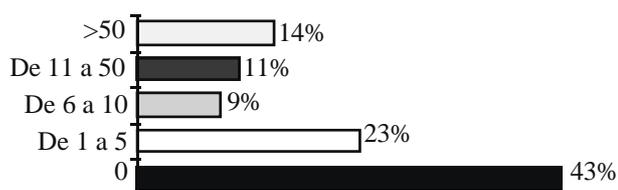
Tabla 1

Sector	Número	Porcentaje
1 Industrias extractivas	2	1,8
Alimentación, bebidas y tabaco	9	8
Textil y confección	5	4,4
Total	16	14,2
2 Papel	7	6,2
Refino de petróleo y combustibles nucleares	3	2,6
Química	19	16,8
Otros productos minerales no metálicos	4	3,5
Metalurgia y productos metálicos	4	3,5
Maquinaria y equipo electrónico	4	3,5
Total	41	36,1
3 Material y equipo eléctrico y electrónico	4	3,5
Material de transporte	2	1,8
Manufacturas diversas	2	1,8
Total	8	7,1
4 Energía eléctrica, gas y agua	6	5,3
Construcción	1	0,9
Total	7	6,2
5 Comercio; reparaciones diversas	13	11,5
Hostelería	1	0,9
Total	14	12,4
6 Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10	8,8
Intermediación financiera	1	0,9
Total	11	9,7
7 Inmobiliaria y alquiler; servicios empresariales	11	9,7
Total	11	9,7
8 Otras actividades y servicios personales y sociales	2	1,8
Total	2	1,8
No clasificadas	3	2,6
Total	113	100

1. Características

La muestra está realizada en base a empresas ubicadas en España, ya que el objetivo era analizar cómo se gestionan los riesgos de tipo de cambio en el país. Del total de la muestra, un 60% son empresas españolas, mientras que el 40% restante son filiales de empresas extranjeras. Casi la mitad de las empresas encuestadas carece de filiales en el extranjero, lo cual significa que la mayoría de las empresas son de carácter doméstico (véase Gráfico 1.1).

Gráfico 1.1. Número de filiales en el extranjero



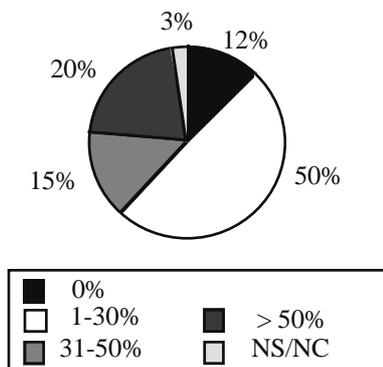
Existe una gran diversidad en cuanto al número de países en los que se opera. A través del Gráfico 1.2 se puede observar que la distribución va desde los que operan solamente en España hasta los que se relacionan con más de 50 países.

Gráfico 1.2. Número de países en los que opera su grupo



En cuanto al porcentaje de facturación exterior respecto al total, un 12% vende solamente en el mercado doméstico, la mitad genera entre un 1-30% en el exterior, un 15% factura entre un 31-50% fuera de España, y casi un 20% supera el 50%. Finalmente, hay un 3% que NS/NC (véase Gráfico 1.3).

Gráfico 1.3. Porcentaje del volumen del negocio que se genera en el extranjero

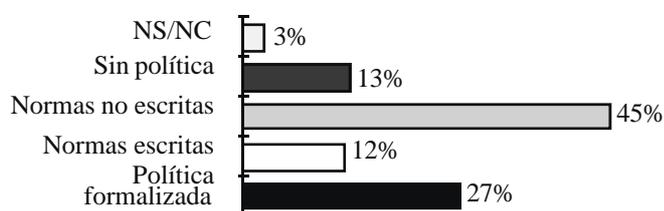


Estos resultados, conjuntamente con el hecho de que las empresas seleccionadas no son pequeñas (su facturación media es 81.648 millones de pesetas), ponen de manifiesto la conocida falta de internacionalización y globalización de la empresa española.

2. Política sobre las operaciones en moneda extranjera

En el Gráfico 2.1 se observa que un 84% de las empresas encuestadas siguen algún tipo de política de gestión de riesgos de tipos de cambio. La política más frecuente es de tipo informal, con normas generales no escritas (45%).

Gráfico 2.1. Clases de políticas



En términos de antigüedad, se trata de políticas de gestión de riesgos de tipos de cambio de reciente adopción. La mayor parte de las empresas las han adoptado en los últimos siete años (es decir, desde la incorporación al Sistema Monetario Europeo), quedando todavía un 18% que NS/NC. Un 22% hace menos de dos años que la ha adoptado.

Gráfico 2.2. Antigüedad de la política formal

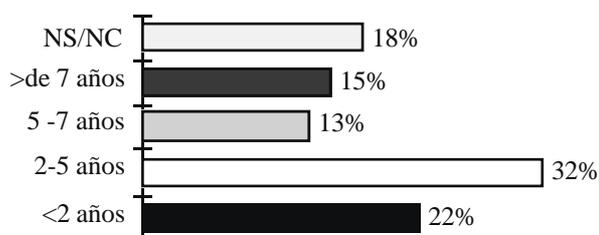
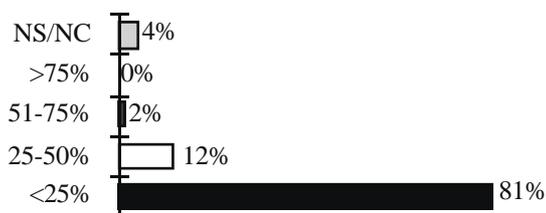


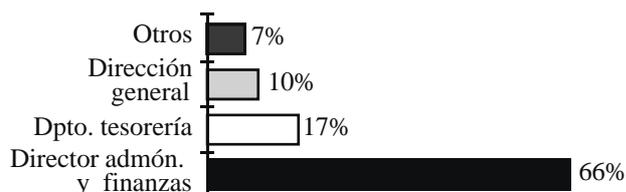
Gráfico 2.3. Tiempo que se dedica



Si se unen los datos sobre el tiempo dedicado a esta política con los del Gráfico 2.1, se deduce que aproximadamente un 13%, del 81% que afirma dedicar menos del 25% de su tiempo a la gestión de riesgos de tipos de cambio, no debe tener siquiera política de gestión de riesgos. No hay nadie que le dedique más de un 75% de su tiempo, y sólo hay un 2% que

dedica entre un 50-75%. Esto no es intrínsecamente positivo ni negativo, depende del tipo de responsabilidad en la empresa de las personas encuestadas. El hecho de que prácticamente dos tercios de ellas sean directores financieros administrativos (véase Gráfico 2.4), y que la mayoría dediquen hasta una cuarta parte de su tiempo a este tema, pone de manifiesto la importancia de esta política en el seno de las empresas españolas.

Gráfico 2.4. ¿Cuál es su cargo en la empresa?



Respecto a los tipos de exposición y su grado de cobertura, tal como muestra el Gráfico 2.5, los resultados obtenidos son:

- Un 74% de las empresas llevan a cabo algún tipo de cobertura de su exposición por transacción, que se caracteriza por ser, en la mayoría de los casos, una cobertura parcial.
- En el caso de la exposición económica, un 47% de las empresas tienen algún nivel de cobertura, bien sea parcial o global.
- La exposición contable es, en España, la que menos se gestiona. Esta clase de exposición tiene el mayor porcentaje de empresas sin cobertura, un 38%.

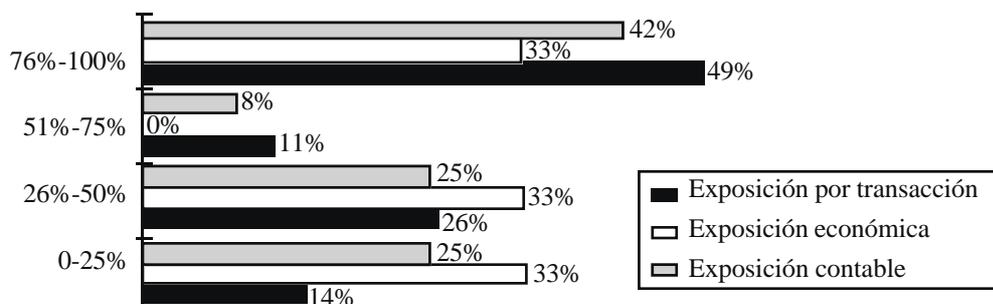
Gráfico 2.5. Grado de cobertura según el tipo de exposición
(En porcentaje)

	Total	Parcial	No tiene	NS/NC
Transacción	16	58	14	12
Económica	13	34	23	30
Contable	6	13	38	42

En resumen, la gran mayoría de las empresas encuestadas no tiene un grado muy elevado de cobertura para sus diferentes clases de exposición al riesgo de tipo de cambio. Dada la complejidad en la medición y gestión, la exposición económica tiene algún tipo de cobertura en casi la mitad de las empresas.

En lo que se refiere a la existencia de un porcentaje predeterminado y especificado de cobertura para diferentes clases de exposición al riesgo de cambio, el porcentaje más frecuente está entre el 76-100% de la cobertura (véase Gráfico 2.6).

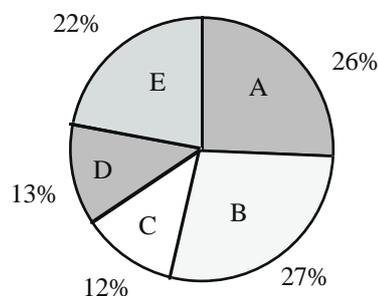
Gráfico 2.6. Porcentaje especificado de cobertura



El 88% de las empresas encuestadas cambian su porcentaje de cobertura a lo largo del tiempo. Los factores más influyentes al fijar el porcentaje de cobertura de las distintas clases de exposición son (véase Gráfico 2.7):

- A. La evolución y el desarrollo del tipo de cambio en los mercados de divisas (26%).
- B. El aumento en el nivel de incertidumbre en los mercados de divisas (27%).
- C. La incertidumbre acerca del desarrollo de las variables macroeconómicas (12%).
- D. Otros (13%).
- E. Empresas que no cambian su porcentaje de cobertura (22%).

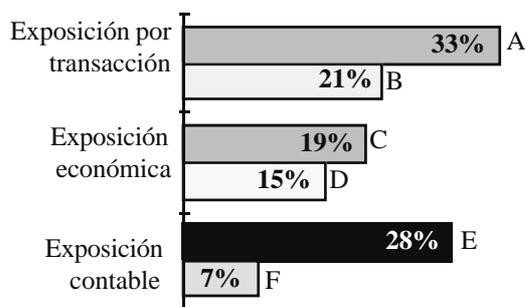
Gráfico 2.7. Factores influyentes al fijar el porcentaje de cobertura



Los resultados obtenidos indican que los métodos utilizados más frecuentemente para gestionar el riesgo en moneda extranjera para cada una de las clases de exposiciones son (véase Gráfico 2.8):

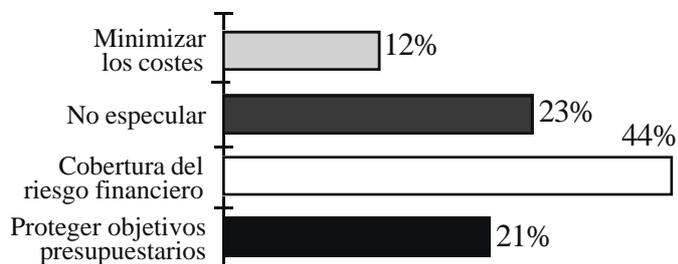
- Respecto a la exposición por transacción, el método más utilizado (en un 33% de las empresas) es tomar medidas internas («netting», «matching», etc.) y luego cubrir la exposición neta con instrumentos financieros (A), seguido por el método «ad hoc» adaptado en base a un control caso a caso de cada operación, en el 21% de las empresas (B).
- Por lo que concierne a la exposición económica, la respuesta más frecuente (19% de los casos) ha sido también el método de tomar medidas internas y cubrirse con instrumentos (C), seguido, en este caso, por el método de cubrirse sólo si es necesario, en un 15% de los casos (D).
- Finalmente, respecto a la exposición contable, destaca el hecho de que la mayoría (un 28%) no tenga un método de gestión (E). Cuando se emplea algún método, se utiliza la diversificación en un 7% de los casos (F).

Gráfico 2.8. Método utilizado para gestionar el riesgo en moneda extranjera



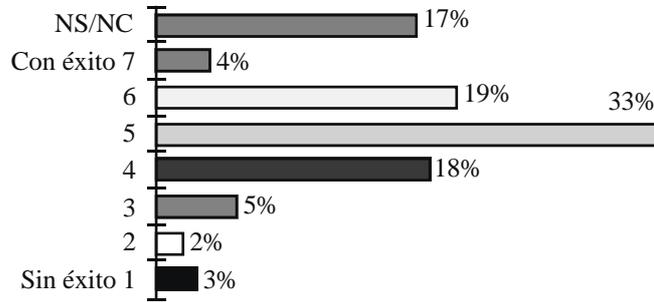
El principal objetivo de la política de gestión de riesgos de las empresas encuestadas es, en primer lugar, conseguir una cobertura para estos riesgos, sin ánimo alguno de especular. Alcanzar los objetivos planificados, así como minimizar los costes financieros, son otros objetivos frecuentemente mencionados (véase Gráfico 2.9).

Gráfico 2.9. Objetivo de gestión de riesgos



En cuanto al grado de cumplimiento de dichos objetivos, conviene señalar que casi tres cuartas partes de las respuestas (un 70%) consideran que han logrado entre el 60-85% de dichos objetivos (véase el Gráfico 2.10).

Gráfico 2.10. Grado de cumplimiento de los objetivos

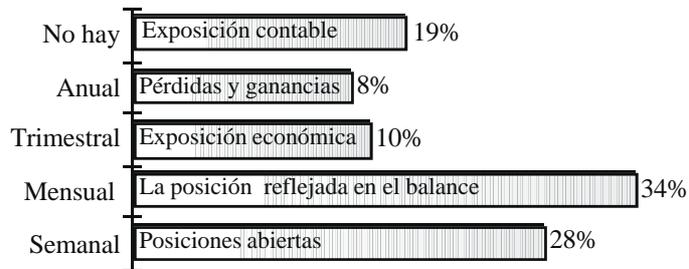


3. Control de riesgos de tipos de cambio

En cuanto a las medidas de control de riesgos de tipos de cambio, los resultados obtenidos revelan:

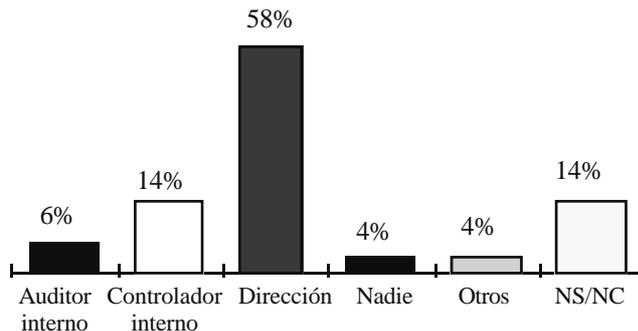
Como se puede observar en el Gráfico 3.1, el tipo de informe elaborado más frecuentemente (34%) es el que se refiere a la posición reflejada en el balance, que se suele dar a conocer a la dirección con una frecuencia mensual. Le sigue, con carácter semanal, el informe sobre las posiciones abiertas (28%). El tercer tipo de informe, por orden de frecuencia, es el que refleja la exposición económica (10%), que se suele elaborar trimestralmente. Los que menos se realizan son los informes sobre las previsiones de pérdidas y ganancias (8%) que, como era de esperar, suelen ser de frecuencia anual. Un 19% afirma no elaborar nunca informes sobre la exposición contable.

Gráfico 3.1. Informes elaborados sobre la exposición en moneda extranjera



En general, es la dirección la que de forma directa lleva a cabo la tarea de controlar a las personas que realizan operaciones en moneda extranjera (véase Gráfico 3.2).

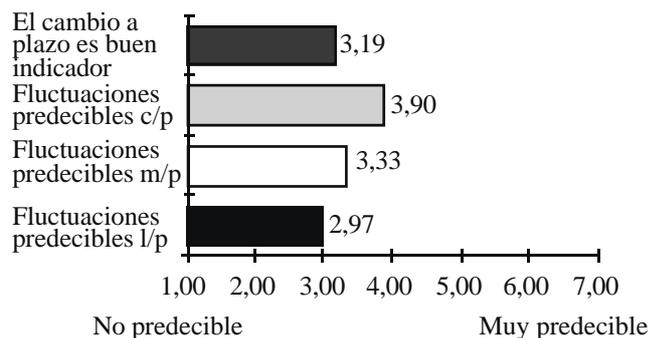
Gráfico 3.2. ¿Quién controla a la persona que realiza las operaciones en moneda extranjera?



4. Previsión de los tipos de cambio

Las respuestas de los encuestados revelan la práctica imposibilidad de predecir las fluctuaciones en los tipos de cambio, tanto a corto como a medio y largo plazo. En una escala del 1 a 7 (no predecible = 1, muy predecible = 7), la respuesta media gira entre 3,33 y 3,90 (véase el Gráfico 4.1).

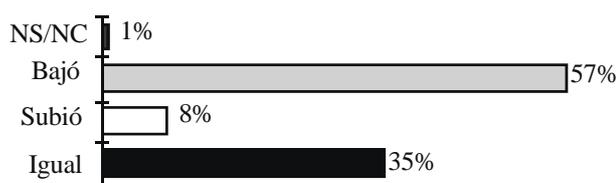
Gráfico 4.1. Predictibilidad de los tipos de cambio



Conviene destacar que, por término medio, el poder de predicción del tipo de cambio a plazo como un indicador sin sesgo del cambio en el futuro, ha sido valorado en sólo 2,97, lo que pone de manifiesto de forma clara la falta de confianza de los expertos en la teoría de expectativas racionales o «Forward Parity».

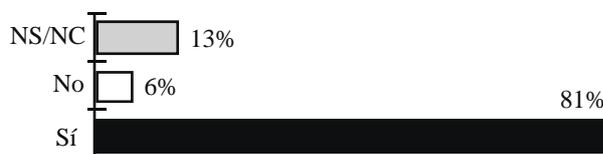
En cuanto al grado de confianza en las previsiones sobre los tipos de cambio, casi dos tercios de las personas han reducido su nivel de confianza (véase el Gráfico 4.2), lo que es normal dado el alto nivel de volatilidad que han experimentado los mercados de divisas en los últimos años.

Gráfico 4.2. Variación en la confianza en las previsiones



A la luz de estos resultados, que revelan de forma contundente el nivel de confianza en las previsiones de tipos de cambio, y dada la importancia de poder predecir las fluctuaciones de los tipos de cambio en la gestión de sus riesgos, es lógico que la mayoría esté a favor de una moneda única europea, por la estabilidad y reducción (en ciertos casos eliminación) de dichos riesgos que comportaría (véase el Gráfico 4.3).

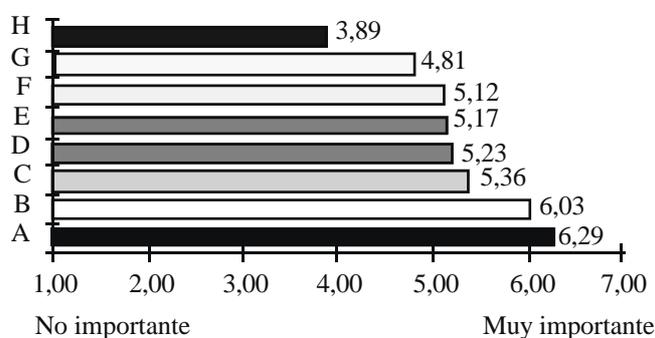
Gráfico 4.3. ¿Está usted a favor de una moneda única europea?



Además de la disminución del riesgo de tipo de cambio, la introducción de la moneda única tiene otras ventajas previsibles (véase Gráfico 4.4):

- A. Disminuirá el riesgo de tipo de cambio (6,29).
- B. Disminuirá los costes de cobertura (6,03).
- C. Reducirá la oportunidad de gestionar divisas (5,36).
- D. Facilitará la toma de decisiones internacionales (5,23).
- E. Reducirá la incertidumbre del negocio internacional (5,17).
- F. Mejorará la competitividad internacional de las economías de la UE (5,12).
- G. Creará una inflación baja entre las economías de la UE (4,81).
- H. Reducirá las oportunidades de diversificar el riesgo financiero (3,89).

Gráfico 4.4. Previsiones sobre los efectos de la moneda única



En respuesta a la pregunta sobre la importancia de una serie de indicadores de los mercados de divisas y variables macroeconómicas, en la previsión de tipos de cambio pta./dólar a corto plazo, las puntuaciones asignadas por término medio han sido las siguientes (véase Gráfico 4.5):

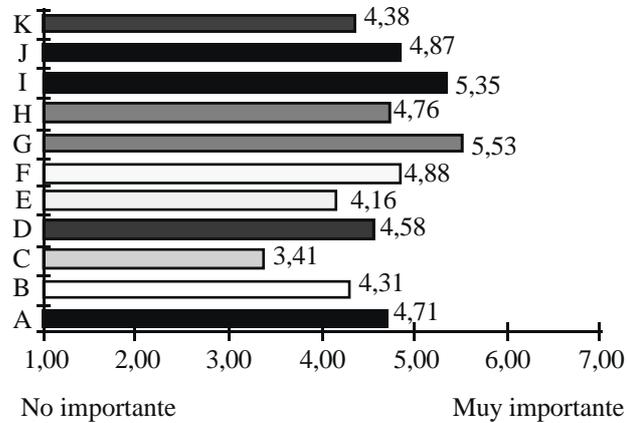
Mercado de divisas

- A. Cambio actual al contado de pta./dólar (4,71).
- B. Cambio a plazo de pta./dólar (4,31).
- C. Estimación basada en nuestro propio análisis de tipos históricos (3,41).
- D. Estimación basada en perspectivas de otros participantes de mercado (4,58).

Variables macroeconómicas

- E. Nivel previsto de la balanza por cuenta corriente (4,16).
- F. El déficit presupuestario del gobierno español (4,88).
- G. Expectativas y variaciones en la inflación (5,53).
- H. Desviación actual de la paridad de poder adquisitivo (4,76).
- I. Variaciones en los tipos de interés a largo plazo (5,35).
- J. Crecimiento de la economía española (4,87).
- K. Otros factores no económicos, de tipo político-social (4,38).

Gráfico 4.5. Variables clave en la previsión de tipo de cambio a corto plazo

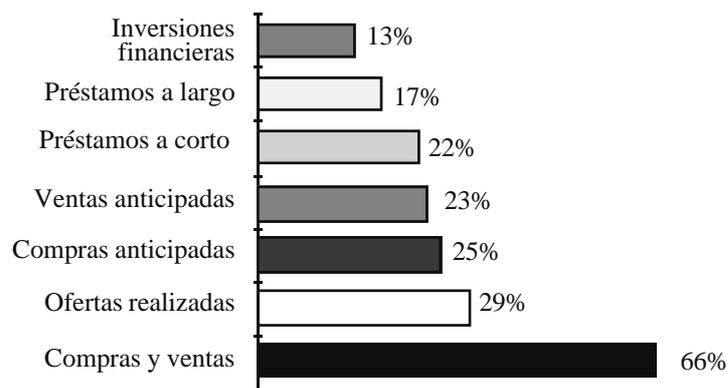


5. Exposición de las operaciones en moneda extranjera

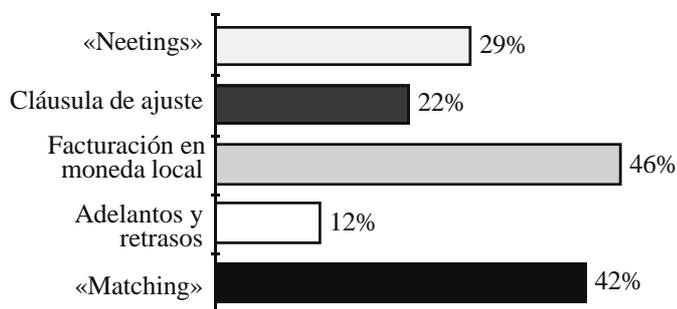
– Cobertura interna

La operación que mayor cobertura tiene es, con diferencia, la de compras y ventas (66%). Le siguen las ofertas realizadas, con un 29%, y las compras anticipadas, con un 25% (véase Gráfico 5.1).

Gráfico 5.1. Grado de cobertura de operaciones

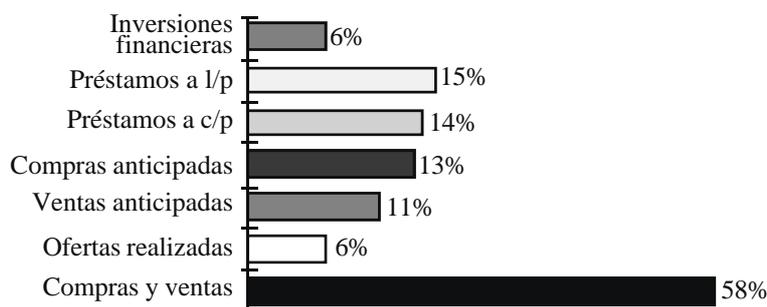


La técnica de cobertura interna más utilizada es la facturación en moneda local (46%), seguida del «matching» de entradas y salidas de flujos de caja en moneda extranjera, en el 42% de los casos (véase Gráfico 5.2).

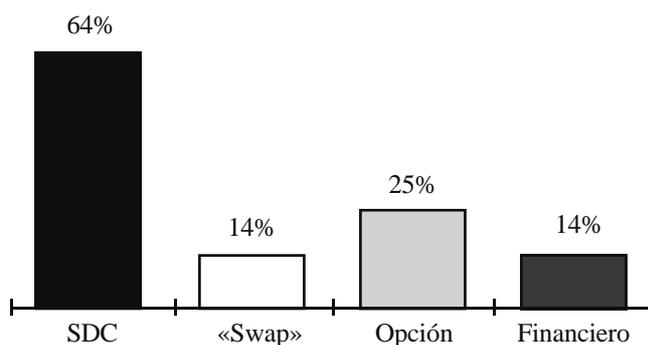
Gráfico 5.2. Técnicas de cobertura interna

– *Cobertura externa*

Las operaciones de compras y ventas son, con diferencia, las partidas con mayor porcentaje de cobertura mediante la utilización de instrumentos financieros, también llamadas técnicas externas de cobertura. Las demás operaciones tienen un grado mínimo de cobertura externa (véase el Gráfico 5.3).

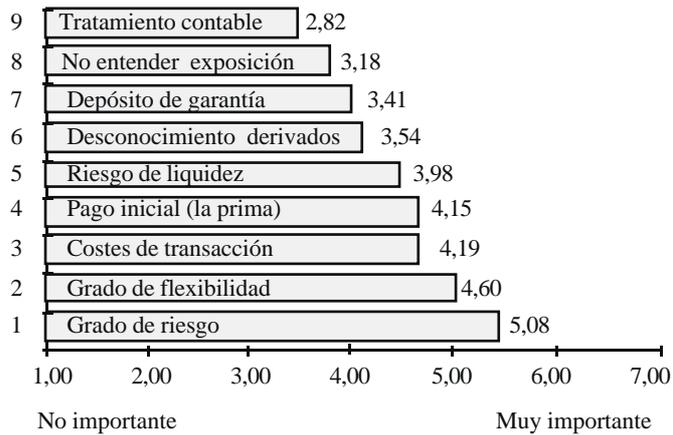
Gráfico 5.3. Grado de cobertura de operaciones

Como se puede observar en el Gráfico 5.4, el seguro de cambio (SDC) es el instrumento más utilizado (en el 64% de los casos) por las empresas encuestadas en sus operaciones de cobertura de riesgos de monedas extranjeras. Le siguen los contratos de opciones (con un 25%) y, finalmente, los «swaps» y préstamos o endeudamiento en monedas extranjeras (financiero), ambas con un 14%.

Gráfico 5.4. Instrumento más utilizado

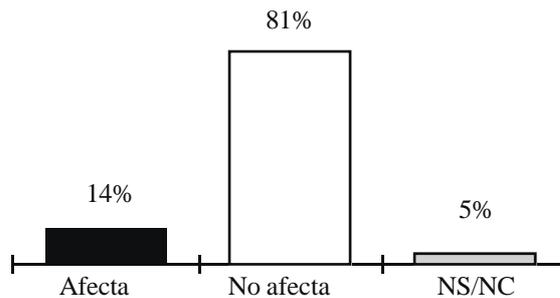
El factor considerado más importante a la hora de escoger un instrumento de cobertura externo es el grado de riesgo, seguido por el grado de flexibilidad y por los costes de transacción. Desde un punto de vista global, se da bastante importancia a todos los factores mencionados (véase Gráfico 5.5).

Gráfico 5.5. Factores clave en la selección



Como es sabido, el factor fiscal es uno de los motivos frecuentemente mencionados en la utilización de derivados. Sin embargo, sólo en el 14% de los casos los aspectos fiscales afectan a la toma de las decisiones de cobertura (véase Gráfico 5.6).

Gráfico 5.6. El factor fiscal en el uso de derivados



IESE

DOCUMENTOS DE INVESTIGACION - RESEARCH PAPERS

No.	TITULO	AUTOR
D/325	Los factores determinantes en la política de cobertura de las empresas europeas. Septiembre 1996, 56 págs.	Rahnema A.
D/326	The 1996 ICC report on extortion and bribery in business transactions. October 1996, 17 Pages	Argandoña A.
D/327	Mejora ética de directivos y empleados: ¿Qué puede hacer el gobierno de la empresa? Octubre 1996, 13 págs.	Melé D.
D/328	Network Analysis and Corporate Alliances. October 1996, 30 Pages	García Pont C.
D/329	El comportamiento cooperativo en los acuerdos de colaboración inter-empresarial en el sector español de servicios financieros: Una perspectiva económico-relacional. Octubre 1996, 35 págs.	Ariño A.
D/330	Estrategia medioambiental: Análisis de los principales factores y fuerzas medioambientales. Noviembre 1996, 39 págs.	Rodríguez M.A. Ricart J.E.
D/331	Aspectos distintivos del «brand equity» en marcas percibidas como locales y como globales. Enero 1997, 211 págs.	Garolera J.
D/332	El Estado y la prestación de servicios públicos: El caso de las telecomunicaciones Enero 1997, 23 págs.	Gual J.
D/333	El estado del bienestar: ¿Crisis económica o crisis ética? Enero 1997, 105 págs.	Argandoña A.
D/334	Buy out con participación de socio financiero. Un análisis de la situación española. 1989-1995. Enero 1997, 105 págs.	Tàpies J.

IESE

DOCUMENTOS DE INVESTIGACION - RESEARCH PAPERS

No.	TITULO	AUTOR
D/335	Estrategia medioambiental: Modelo para el posicionamiento estratégico y mejora del rendimiento medioambiental. Febrero 1997, 39 págs.	Ricart J.E. Rodríguez M.A.
D/336	Partner selection and trust building in Western European-Russian joint ventures: A western perspective. February 1996, 23 Pages	Ariño A.
D/337	Una visión económica de la pobreza y marginación en Cataluña. Febrero 1997, 25 págs.	Argandoña A.
D/338	What is an efficient capital market for a medium-sized company? April 1997	Santomá J. Sebastián A. Suárez J.L.
D/339	La motivación en los trabajadores cedidos a través de una empresa de trabajo temporal. Mayo 1997	Suárez E. Pin J.R. Huertas F. Sánchez E.
D/340	A new way to define the operations in the hotel industry. Mayo 1997	Muñoz-Seca B. Riverola J. Sprague L.
D/341	Liberalización económica y empleo. Mayo 1997	Gual J.
D/342	El liderazgo, clave del éxito de la mejora continua. Mayo 1997	Rodríguez J.M.
D/343	Estudio de la evolución del PIB en España. May 1997	Ariño M.A.