

Business Highlights

INDEM

Instituto sobre Desarrollo Empresarial Carmen Vidal Ballester

Contenido:

- *Actividades del INDEM.* (Pág. 2)
- *Perfiles: Alejandro Balbás de la Corte.* (Pág. 4)
- *Entrevista a Michael Brennan.* (Pág. 5)
- *Investigaciones: ¿Son efectivos los incentivos fiscales a la I+D? Una aplicación con datos Españoles.* (Pág. 8)
- *Resúmenes de investigación:*
 1. *Medidas de riesgo sistémico: ¿Es lo mejor lo más simple?* (Pág. 9)
 2. *¿Son iguales todas las bases de datos de credit default swaps?.* (Pág. 10)
 3. *Markets for inventors: Learning by hiring as a driver of mobility.* (Pág. 10)
 4. *Utilización del modelo de demandas y recursos del puesto de trabajo para estudiar el conflicto trabajo-familia.* (Pág. 10)
 5. *Basilea III: Un nuevo desafío para las PYME españolas.* (Pág. 11)
 6. *Estimación consistente del conservadurismo condicional.* (Pág. 11)
 7. *Modelo evolucionista de competencia y revelación voluntaria.* (Pág. 12)
 8. *Gobierno, impuestos y crisis bancarias.* (Pág. 12)

Presentación del Boletín nº 3

El boletín *Business Highlights* difunde las actividades del INDEM y la investigación realizada por sus miembros entre las empresas y otras instituciones vinculadas a la actividad económica. La misión del boletín es convertirse en vínculo entre los miembros del INDEM y el mundo empresarial y social.

El INDEM promueve y difunde la labor investigadora y de docencia de tercer ciclo relacionada con el desarrollo y la innovación empresarial. El INDEM desarrolla esta labor desde un enfoque interdisciplinar y bajo los criterios de transparencia y excelencia investigadora y docente, con el objetivo de atender satisfactoriamente las demandas tanto de la comunidad universitaria como del entorno empresarial y social.

Business Highlights resume las actividades realizadas por el INDEM (en la sección de *Actividades del Instituto*) y la investigación reciente de sus miembros (en la sección *Resúmenes de Investigación*). La sección *Perfiles* presenta a los miembros del INDEM de forma individualizada. Describiendo su actividad docente e investigadora. En éste número, *Perfiles* presenta al profesor Alejandro Balbás de la Corte, Catedrático de Economía Financiera en el Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid. La sección *Investigaciones*, presenta en profundidad un trabajo de investigación realizado por los miembros del INDEM. En éste número presentamos el trabajo “¿Son efectivos los incentivos fiscales a la I+D? Una aplicación con datos españoles” realizado por Ester Martínez-Ros, profesora del Departamento de Economía de la Empresa y miembro del INDEM, y M. Beatriz Corchuelo de la Universidad de Extremadura. Este trabajo ha recibido el Premio de Investigación de la Cátedra UAM-Accenture en Economía y Gestión de la Innovación en su edición del 2010. En éste número incluimos también una entrevista al profesor Michael Brennan, Miembro del INDEM. El profesor Brennan es Catedrático de finanzas en UCLA y Catedrático de Excelencia Universidad Carlos III de Madrid-Grupo Banco Santander en el Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid durante el curso académico 2010-2011 y se unirá al INDEM en 2011.



Acto de graduación alumnos del Máster in Management en París

Espero que disfruten de la lectura de este número de Business Highlights.

Nora Lado Cousté, Directora del INDEM

Instituto sobre Desarrollo Empresarial (INDEM) Carmen Vidal Ballester

Universidad Carlos III de Madrid

Avd. de Madrid, 126

28903 Getafe (Madrid)

<http://www.uc3m.es/indem>

Email: indem@uc3m.es



ACTIVIDADES DEL INSTITUTO

Resumen de actividades

- **Docencia**
 - Co-organizador del Máster Europeo en Administración y Dirección de Empresas UC3M/ ESCP-Europe. Elegido mejor Máster en Management del mundo por el diario británico *Financial Times*.
 - Co-organizador de Minicursos de Doctorado junto al Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid. "Innovation and entrepreneurship draft syllabus" impartido por Rajesh Chandy de London Business School.
 - Programa de Calidad en el Servicio Turístico (PROCAPCA). El Instituto desarrolla una labor destacada como educador de formadores en España y Latinoamérica.
- **Investigación y Difusión**
 - Co-organizador junto con el Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid del Commodities Workshop, celebrado el 15 de octubre de 2010.
 - Co-organizador junto con los Departamentos de Economía y Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid, de las XXV *Jornadas de Economía Industrial* celebradas los días 16 y 17 de septiembre de 2010.
 - Seminarios impartidos dentro de la Cátedra Carlos Cubillo:
 - 7 de julio de 2010. "Does mandatory auditor rotation really improve audit quality? Marco Trombetta (Instituto de Empresa)
 - 13 de octubre de 2010. "Strategic accounting choice around firm level labour negotiations" Araceli Mora (Universidad de Valencia)
 - 3 de noviembre de 2010. "The effects of IFRS adoption on the financial reporting quality of European banks". Zoltan Novotny (Universidad de Goethe)
 - Organizador ponencias: "Spots publicitarios que despiertan emociones". Celebrado en la Universidad Carlos III de Madrid el 23 de noviembre de 2010 y presentado por Antonio Rodríguez Ruibal y Javier García López (UDIMA).
 - Financiación de la adquisición de bases de datos de investigación:
 - Datastream (para todo el año 2011).
 - Base de datos del Instituto de Estudios de Automoción.
 - Patrocinador: Incentivos a la Investigación, dirigidos a investigadores del INDEM y del Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid. Profesores premiados: Pablo Ruiz, Javier Gil, Alexandra Luzzi, Miriam Sánchez Rosa Rodríguez, Jesús David Moreno, Flora Muiño, Juan Ignacio Peña, Juan Manuel García Lara y Lluís Santamaría.

Commodities Workshop



El INDEM patrocinó, junto con el Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid, el Commodities Workshop, celebrado el 15 de octubre de 2010.

El workshop fue organizado por los profesores **Juan Ignacio Peña** (Catedrático de Economía Financiera) e Isabel Figuerola Ferretti (Profesora Visitante) del Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid.

El workshop contó con la participación de prestigiosos investigadores internacionales en el área como Michael Robe (American University), Ronald Huisman (Erasmus University), Shijie Deng (Georgia Tech) y K. Geert Rouwenhorst (Yale University).

El Commodities Workshop se plantea como una plataforma para el intercambio de ideas entre investigadores locales e internacionales y profesionales del área.

Para obtener más información sobre el evento, se puede visitar la página web:

http://www.uc3m.es/portal/page/portal/inst_desarr_empres_carmen_vidal_ballester/home/research/Workshops1/Commodities%20Workshop.

XXV Jornadas de Economía Industrial

Conjuntamente con los Departamentos de Economía y Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid, el INDEM organizó las *XXV Jornadas de Economía Industrial*, celebradas los días 16 y 17 de septiembre de 2010 en la Universidad Carlos III de Madrid.

Las Jornadas de Economía Industrial, son una reunión anual, iniciada en 1985, de los investigadores en Economía Industrial, tanto teórica como aplicada. Estas reuniones ofrecen la oportunidad de reunir a investigadores tanto españoles como internacionales para presentar y discutir sus contribuciones al análisis de la Organización Industrial. Este año, las Jornadas de Economía Industrial han contado con la participación de más de cien investigadores, destacando la presencia de los profesores Paul Klemperer (Oxford University), quien presentó la sesión plenaria, Luís Cabral (IESE) y Patrick Rey (Toulouse School of Economics).



De izquierda a derecha: Josep A. Tribó, Paul Klemperer y Natalia Fabra.

Podéis ampliar información sobre este evento en:

<http://hosting01.uc3m.es/Congreso2010/>

Graduación Máster en Management

Daniel Peña, Rector de la Universidad Carlos III de Madrid, entregó, frente a más de 1,500 asistentes, los diplomas de graduación a más de 700 estudiantes del Máster en Management de los cuales 56 alumnos eran alumnos del Máster conjunto UC3M-ESCP. La ceremonia tuvo lugar en París, una de las cinco ciudades, junto a Turín, Londres, Berlín y Madrid, en las que se imparte el Máster.



El Máster en Management, coorganizado por el INDEM es el número uno mundial en éste tipo de másteres de acuerdo al ranking del *Financial Times*. El Máster permite obtener una formación con reconocimiento internacional, impartida en varios idiomas, con enormes facilidades para la movilidad entre los distintos centros y con prácticas profesionales aseguradas.



El carácter internacional del Título permitirá a los recién graduados, pasar a formar parte de la plantilla de las más prestigiosas empresas internacionales.

PERFILES

Alejandro Balbás de la Corte

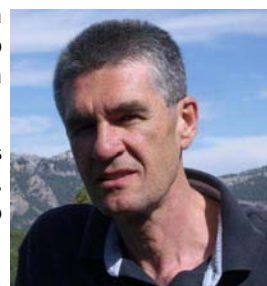
Alejandro Balbás de la Corte es Doctor en Ciencias Matemáticas y Catedrático de Economía Financiera en el Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid. Su trayectoria académica ha sido dinámica, centrándose inicialmente en temas propios de la Matemática Teórica y evolucionando progresivamente hacia la Economía Financiera.

En la actualidad, Alejandro dedica su docencia e investigación a los Mercados Financieros y, muy especialmente, a los temas de valoración, cobertura y medición de riesgos, tanto en mercados perfectos como imperfectos, líquidos o con falta de liquidez.

En particular, sus publicaciones más recientes se centran en la posibilidad de restaurar la compatibilidad entre los modelos clásicos de valoración de activos derivados (*Black-Scholes*, *Heston*, etc) y medidas de riesgo como el VaR o el CVaR.

En general, las hipótesis de estos modelos de valoración permitirían que los inversores tomaran posiciones con ratios rentabilidad/riesgo excesivamente elevadas.

Alejandro ha ocupado varios puestos de gestión en la Universidad Carlos III de Madrid, entre los que destacaremos aquí el que fuera el primer Director del INDEM. De hecho, participó de forma muy activa y jugó un papel esencial en la creación del Instituto.



Alejandro Balbás de la Corte

Durante esta primera etapa de funcionamiento del Instituto se desarrolló su Reglamento, se constituyeron sus primeros Equipos de Investigación, se impulsaron las primeras Actividades Docentes, y se facilitaron los primeros contactos con la Empresa Privada.

Alejandro ha colaborado muy activamente con la comunidad académica. Por ejemplo, ha participado en los procesos de evaluación de varias Agencias de Acreditación, españolas (nacionales o autonómicas) y norteamericanas. Ha pertenecido al claustro de importantes Instituciones y, desde 2005, es Académico Correspondiente de la Real Academia de Ciencias. Ha formado parte de diversos Consejos Editoriales, ha presidido o sido miembro de Comités de Congresos Científicos, y ha sido evaluador anónimo de más de una treintena de Revistas Científicas Internacionales y de varias Instituciones, destacando la prestigiosa *American Mathematical Society*.

Respecto a su actividad investigadora, ha dirigido más de quince tesis doctorales, y sus publicaciones científicas alcanzan la centena, la mitad de las cuales han aparecido en revistas listadas por su índice de impacto. Entre estas últimas se pueden encontrar revistas de corte matemático teórico (*Mathematica Japonica*, *Journal of Mathematical Analysis and Applications*, *Nonlinear Analysis*, etc.), revistas de Investigación Operativa (*European Journal of Operational Research*, *Computers and Mathematics with Applications*, *Journal of Optimization Theory and Applications*, etc.) y revistas económicas (*Journal of Risk and Insurance*, *Journal of Mathematical Economics*, *Journal of Banking and Finance*, etc.). Además, ha dirigido numerosos proyectos de investigación con financiación diversa. Actualmente dirige cuatro, financiados, respectivamente, por el Ministerio de Ciencia e Innovación, por la Comunidad de Madrid, por empresas privadas del sector del Software Financiero, y por Gestoras del Patrimonio.

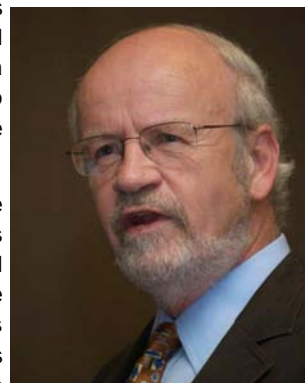
Enlace a página web personal:

http://www.uc3m.es/portal/page/portal/dpto_economia_empresa/profesores/alejandro_balbas_corte

ENTREVISTA A MICHAEL BRENNAN

Michael Brennan es Catedrático de Finanzas en la Escuela de Negocios Anderson en UCLA y en la London Business School. Sus intereses de investigación incluyen la valoración de activos, las finanzas corporativas, el papel y la valoración de los derivados financieros, la microestructura de los mercados financieros, y el papel de la información en los mercados de capital. El profesor Brennan ha publicado extensamente en todos estos temas, realizado contribuciones fundamentales para el desarrollo de distintas áreas de investigación, como la teoría de opciones reales.

El profesor Brennan trabaja actualmente en varios temas, de los que podemos destacar: el problema de asignación de activos cuando los inversores se enfrentan a conjuntos de oportunidad variables en el tiempo, las ofertas públicas iniciales y la asignación de derechos de control en la empresa, los factores determinantes de los flujos internacionales de inversión de cartera, el papel de los valores convertibles en las finanzas corporativas, y las estrategias empresariales de cobertura.



Michael Brennan. Catedrático de Excelencia Universidad Carlos III de Madrid-Grupo Banco Santander

El profesor Brennan ha sido presidente de la Asociación Americana de Finanzas, ha sido editor del *Journal of Finance* y fue editor fundador de la *Review of Financial Studies*. Asimismo, ha realizado numerosos trabajos de consultoría para empresas de EE.UU. y Canadá. En 1995 fue galardonado con el premio *INQUIRE Europe* por su trabajo sobre estrategias empresariales de cobertura.

Durante el curso académico 2010-2011, el profesor Michael Brennan ostenta una Cátedra de Excelencia Universidad Carlos III de Madrid-Grupo Banco Santander. Gracias a esta cátedra, el profesor Brennan permanecerá en el Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid durante el segundo semestre del curso académico 2010-2011.

A continuación ofrecemos una entrevista realizada a Michael Brennan para Business Highlights y para el Servicio de Comunicación Institucional de la Universidad Carlos III de Madrid.

¿Cuál es la principal contribución del método de valoración de opciones reales, que usted ha contribuido a desarrollar, en comparación con los métodos más tradicionales de valoración de inversiones?

Para comprender la contribución del enfoque de opciones reales para la evaluación de proyectos de inversión es necesario mirar hacia atrás en la historia de la elaboración de criterios para la evaluación de proyectos de inversión.

En 1970, cuando recibí mi doctorado, las empresas seguían, en general, utilizando métodos de recuperación de la inversión (métodos de "payback") o de rendimiento contable sobre activos para evaluar las inversiones. La técnica novedosa que se estaba proponiendo a partir de finales de los 50 y a lo largo de los años 60 y 70, fue el análisis de flujos de efectivo descontados (o DCF, por sus siglas en inglés), el cual tenía en cuenta "el valor tiempo del dinero". Así, el análisis DCF fue lo que tal vez podríamos llamar el nuevo método tradicional de evaluación de activos.

El análisis DCF fue desarrollado a partir de las matemáticas de la valoración de bonos, donde se toma un flujo de pagos conocidos, los cuales se descuentan para obtener el precio actual. De este modo, el DCF fue básicamente un enfoque de valoración sin incertidumbre adaptado, de una forma algo ad hoc, a la valoración de inversiones en presencia de incertidumbre, mediante el incremento de la tasa de descuento: en lugar de utilizar el tipo de interés libre de riesgo para descontar los flujos de efectivo, como se haría con un bono, para un proyecto de inversión con incertidumbre se toman los flujos de caja esperados y se descuentan a una tasa algo más alta.

Pero en este método no se tiene en cuenta realmente la incertidumbre subyacente de los flujos de efectivo y, por supuesto, no se tiene en cuenta el hecho de que puede aparecer nueva información según pasa el tiempo, y que los gestores tienen la oportunidad de afectar los flujos futuros de efectivo mediante acciones llevadas a cabo en respuesta a la nueva información disponible.

En contraste, el análisis de opciones reales se centra, en gran medida, en la llegada de nueva información y en la capacidad de los gestores para reaccionar ante esa información y cambiar las características del proyecto de inversión y, por tanto, los flujos de efectivo, según va llegando nueva información.

El enfoque tradicional trata un proyecto de inversión como si se tratara de un misil no guiado. Una vez que se dispara, los gestores se comportan pasivamente y los flujos de efectivo simplemente se generan a lo largo del tiempo. El análisis de opciones reales trata un proyecto de inversión como un misil guiado por los gestores según van obteniendo nueva información, información que puede llevar a los gerentes a abandonar el proyecto, ampliarlo, o tomar otras medidas.

Así, el análisis de opciones reales es particularmente valioso cuando los gestores tienen flexibilidad para actuar según van recibiendo nueva información. Por ejemplo, el análisis de opciones reales ha encontrado una aplicación bastante generalizada en I+D en la industria farmacéutica, pues los medicamentos pasan por una serie de pruebas y, en función de los resultados en esas pruebas, el desarrollo de un medicamento puede ser abandonado en una fase temprana, y sólo una pequeña fracción de los proyectos llegan hasta las fases de ensayos clínicos y producción final.

¿En qué medida los problemas de agencia y, en particular el diseño de sistemas de incentivos para ejecutivos en el sistema bancario, han contribuido a alimentar la crisis económica actual?

Los sistemas de compensación en los bancos han recibido mucha atención a la luz de la reciente crisis financiera. En mi opinión, que es apoyada por varios estudios, el sistema de compensación tuvo muy poco que ver con el desarrollo de la crisis financiera.

Me explico. Ciertamente hay problemas de agencia en el sector bancario, como en otras áreas del mundo empresarial, pero es importante distinguir dos tipos de problema de agencia. Existe el problema de agencia entre accionistas y gestores, y los sistemas de compensación de ejecutivos están diseñados para atenuar este problema.

En segundo lugar, hay un problema de agencia entre los accionistas y los tenedores de bonos, o, en el caso de los bancos, los tenedores de bonos, los depositantes, y aquellos que garantizan, explícita o implícitamente, los bonos y depósitos, principalmente el gobierno, o, más precisamente, los contribuyentes, que aseguran el sistema bancario.

La evidencia es que los sistemas de compensación de directivos en la banca alineaban bastante bien los incentivos de los directivos con los de los accionistas: los directivos tenían una posición de capital relativamente grande y grandes carteras de opciones no ejercidas. Y, por cierto, al menos en los EE.UU., los directivos sufrieron pérdidas muy significativas en sus propias carteras como consecuencia de la crisis financiera, así que estuvieron junto a los accionistas y sufrieron pérdidas junto a los accionistas.

Así que creo que el problema radica no tanto en el problema de agencia entre accionistas y directivos, sino en el problema de agencia entre los accionistas y otros inversores en los bancos, es decir, los depositantes, tenedores de bonos, y los que garantizan los créditos. Los bancos estaban autorizados a operar con colchones de capital muy finos: del orden del 2 al 3% de sus activos totales estaban financiados por capital propio. Y con un 2 o un 3% de colchón de capital, una reducción muy modesta en el valor total de los activos conduce a la insolvencia por parte de los bancos. Así que los bancos estaban operando en una posición muy apalancada.

¿Y por qué hacían eso? Bueno, creo que hubo al menos dos razones. Era ventajoso para los accionistas operar con un alto apalancamiento, porque los bancos fueron capaces de obtener deuda barata. Los bancos nunca habrían sido capaces de pedir prestado a tasas de interés tan bajas de no haber sido por el hecho de que sus obligaciones estaban garantizadas implícitamente por los gobiernos. Y esa garantía implícita, por supuesto, se hizo explícita en la crisis, cuando el gobierno intervino para asegurar que se devolviera en su totalidad el dinero a los tenedores de bonos y depositantes. Así que los bancos estaban obteniendo deuda subvencionada por esta garantía implícita.

Hay una segunda fuente de subvención para la financiación mediante deuda, la cual es, por supuesto, que el interés que se paga sobre la deuda es un gasto deducible a efectos de impuestos. Es un resultado bien conocido en las finanzas que si el interés es deducible, entonces es ventajoso para las empresas apalancarse tanto como les sea posible. Así que estos dos incentivos, la deducibilidad de los intereses y la garantía implícita de los pasivos bancarios, llevaron a los bancos, hicieron beneficioso para los bancos, pedir prestado tanto como pudieran.

Así que creo que la crisis podría haberse evitado, en gran parte, si los bancos hubieran sido obligados a mantener colchones de capital significativamente mayores. Las nuevas normas de Basilea van en la dirección de exigir a los bancos mantener más capital en su estructura de capital. Opino que es una cuestión abierta si estas nuevas normas de Basilea van lo suficientemente lejos, pero sin duda son un paso en la dirección correcta.

Como Catedrático de Excelencia en el área de Finanzas, ¿cuál es su proyecto de investigación en la Universidad Carlos III?

Estoy involucrado en distintos proyectos de investigación en este momento, con varios coautores en diferentes universidades.

Acabo de terminar un proyecto sobre la previsibilidad de los rendimientos del mercado de valores, en el que explotamos el hecho de que un aumento en la prima de riesgo de las acciones reduce los precios de las acciones y conduce a una mayor rentabilidad en el futuro. En este proyecto somos capaces de identificar la parte de la disminución de los precios de las acciones que se debe a cambios en la tasa de descuento y la utilizamos para predecir los rendimientos futuros del mercado. Este proyecto está en gran parte terminado.

Un segundo proyecto, al que me he dedicado durante algún tiempo y en el que estoy trabajando ahora mismo, tiene que ver con venta a futuro de dividendos. Hace unos catorce años, propuse un mercado en "derechos de dividendo" (dividend strips). Este sería un mercado en el que se intercambiarían dividendos a pagar sobre un índice bursátil, como el EURO STOXX o el S&P 500, en un año determinado. Así, por ejemplo, los dividendos a pagar en el índice en el año 2019 se pagarían a uno de estos valores.

La idea detrás de este mercado era llamar la atención de los inversores sobre los dividendos, que son el determinante fundamental del precio de las acciones. En mi opinión, un mercado como éste podría revelar información sobre las expectativas de los inversores sobre los dividendos futuros y, así, contribuir a una determinación de precios de mercado más racional y, quizás, evitar algunos de los fenómenos de burbuja que hemos visto en el pasado reciente.

INVESTIGACIONES

¿Son efectivos los incentivos fiscales a la I+D? Una aplicación con datos Españoles

M. Beatriz Corchuelo
 Universidad de Extremadura
Ester Martínez-Ros
 Universidad Carlos III de Madrid

En general, se considera que la inversión a la I+D es una estrategia arriesgada por parte de las empresas, sobre todo cuando se enfrentan a altos niveles de incertidumbre acerca de la apropiabilidad de los rendimientos que dicha inversión genera. Bajo estas condiciones, la inversión privada suele estar por debajo del umbral de inversión considerado socialmente óptimo. Es por ello que los gobiernos intentan resolver este fallo del mercado utilizando diversos mecanismos de incentivos que corrijan este déficit de inversión privada y estimulen a las empresas a seguir invirtiendo en I+D. Los principales mecanismos que los gobiernos tienen a su alcance son los incentivos fiscales y las subvenciones.

En este trabajo los autores se centran en el estudio de la efectividad de los incentivos fiscales utilizando dos tipos de aproximaciones metodológicas: una aproximación no-paramétrica (estimadores *matching*) y una aproximación paramétrica (modelo de selección de Heckman) que se aplican a una muestra representativa de empresas manufactureras españolas.



Ester Martínez-Ros. Universidad Carlos III de Madrid.

Con relación a los incentivos fiscales es importante señalar que, evaluar su eficacia, depende no obstante, de su diseño que, a su vez, depende del sistema fiscal y de sus objetivos. En este sentido, España está considerado el país con el tratamiento fiscal a la I+D más generoso en la OCDE. Los beneficios fiscales actúan en la base imponible (libertad de amortización) y en la cuota (deducciones por actividades de I+D+I) del Impuesto sobre sociedades y pueden ser aplicados por todas las empresas que desarrollen este tipo de actividad, independientemente del éxito o fracaso del proyecto. Como consecuencia, se reduce el precio de la I+D, por lo que pueden estimular las actividades de innovación y reducir el fallo de mercado producido por su provisión subóptima en las empresas. Sin embargo, la evidencia empírica revela que, a pesar de su generosidad, existe una baja participación en estos tipos de programas por parte de las empresas españolas.

Los resultados del estudio muestran que en España, los incentivos fiscales son utilizados principalmente por las grandes empresas y las empresas pertenecientes a sectores de alta intensidad tecnológica, ya que potencian sus actividades en el ámbito de la innovación.

Para este tipo de empresas el efecto de los incentivos fiscales es positivo en el estímulo del esfuerzo tecnológico desarrollado. Por el contrario, se detecta que las PYMES encuentran más obstáculos a la hora de utilizarlos, en gran parte por el desconocimiento de los mismos, de ahí que su impacto sea más aleatorio. La existencia de ciertas barreras administrativas y legales asociadas a la aplicación de los incentivos fiscales pueden ser también elementos a tener en cuenta sobre todo para las PYMES que ven difícil su aplicación.

En definitiva, el trabajo concluye que las empresas con mayor capacidad de innovación, con una situación financiera sólida y que participan de la financiación pública para actividades de innovación, son las más proclives a beneficiarse y tomar ventajas de estos incentivos fiscales.

Sería necesario, en consecuencia, proponer medidas que traten de incrementar el número de empresas susceptibles de beneficiarse de los incentivos fiscales para innovación si queremos que éstas aumenten su inversión en actividades de I+D.

Efectividad de los incentivos fiscales en la I+D privada. (Coeficientes y significatividad)

	Total Empresas	Empresas Pequeñas y Medianas	Empresas Grandes
Empresas que conocen los Incentivos Fiscales	0,67*** (2.6)	0,87*** (2.2)	0,68*** (2.3)
Sólo empresas innovadoras que conocen los Incentivos Fiscales.	0,82*** (2.6)	0,76 (1.2)	0,82*** (2,3)

Nota: Los resultados indican el efecto sobre el gasto en I+D cuando se compara el grupo tratado (empresas con incentivo fiscal) con el grupo de control (empresas sin incentivo fiscal).

RESÚMENES DE INVESTIGACIÓN

Medidas de riesgo sistémico: ¿Es lo más simple lo mejor?

Autores: María Rodríguez Moreno y **Juan Ignacio Peña**

En este trabajo calculamos seis conjuntos diferentes de medidas de riesgo sistémico para los 20 mayores bancos europeos y los 13 mayores americanos desde Enero de 2004 a Noviembre de 2009. Las seis medidas están basadas en i) Componentes principales de los Credit Default Swaps (CDSs) de los bancos, ii) Diferenciales de tipos de interés interbancarios, iii) Modelos estructurales de riesgo de crédito, iv) Índices y tranchas de Collateralized Debt Obligations (CDOs), v) Densidades multivariantes computadas usando CDS y vi) Medidas de Co-Riesgo. Ordenamos las medidas usando tres criterios diferentes: i) Contrastes de causalidad Granger, ii) Métrica de Gonzalo y Granger y iii) Correlación con un índice de eventos sistémicos. Para ambos grupos los mejores indicadores de riesgo sistémico son el primer componente principal de los CDSs y el diferencial LIBOR-OIS (Europa) o LIBOR-TBILL (USA), mientras que los indicadores menos fiables son los basados en medidas de Co-Riesgo.

¿Son iguales todas las bases de datos de credit default swaps?

Autores: Sergio Mayordomo, **Juan Ignacio Peña** y Eduardo S. Schwartz

La presencia de precios diferentes en diferentes bases de datos para el mismo activo puede dañar la comparación entre resultados de investigación y afectar negativamente las decisiones económicas basadas en esas investigaciones. En este estudio comparamos las seis fuentes de datos principales de precios de Credit Default Swap para empresas: GFI, Fenics, Reuters EOD, CMA, Markit y JP Morgan, usando el contrato más líquido a 5 años de los componentes de los principales índices de mercado, iTraxx (empresas europeas) y CDX (empresas americanas) para el periodo 2004 a 2010. Encontramos diferencias sistemáticas entre las distintas bases de datos, que implican que las desviaciones con respecto de la tendencia común de las bases de datos no son puramente aleatorias sino que vienen explicadas por factores idiosincrásicos y de liquidez, riesgo global y otros factores agregados de mercado. Cuantos menos precios de transacción hay disponibles, mayores son las diferencias entre bases de datos. Los resultados sugieren que la base de datos CMA lidera el proceso de descubrimiento de precios en comparación con las cotizaciones proporcionadas por otras bases. Diversos contrastes de robustez confirman estos resultados.

Mercados de inventores: “aprendiendo vía contratación como impulsor de la movilidad.

Autores: **Neus Palomeras** y Eduardo Melero

En empresas de I+D, los movimientos de los investigadores hacia las competidoras son un reto para los directivos. Incluso si las innovaciones de la empresa son patentadas, la salida de estos empleados puede provocar fugas hacia los competidores de información clave. ¿Qué investigadores dentro de una empresa de I+D son más propensos a moverse hacia la competencia? Este documento intenta dar respuesta a esta cuestión. Para ello, analizamos el movimiento de fuga de inventores de IBM hacia otras empresas en la década de los ochenta y los noventa. Nuestros resultados indican que aquellos investigadores responsables de las innovaciones más relevantes, aquellos con experiencia en las áreas centrales de la empresa y poco desarrolladas fuera de ella, tienen más probabilidad de abandonar la empresa, mientras que los inventores que trabajan en equipos más grandes son menos proclives a irse. Estos resultados sugieren que las empresas contratan de la competencia aquellos inventores de los cuales pueden absorber conocimiento. Reconociendo las características de los investigadores más propensos a abandonar la empresa, los directivos pueden diseñar políticas de recursos humanos e I+D que hagan menos atractivos para el mercado a esos trabajadores, y por consiguiente, puedan retenerlos.

Utilización del modelo de demandas y recursos del puesto de trabajo (“Job Demands-Resources”) para estudiar el conflicto trabajo-familia

Autor: **Elizabeth Cabrera**

El estudio actual aplica el modelo de “Job Demands-Resources” al estudio del conflicto trabajo-familia. Se recogieron los datos de 662 mujeres que trabajan en industrias diversas usando un cuestionario online. Los resultados apoyan la existencia de un proceso dual en que las demandas del trabajo afectan al conflicto trabajo-familia y los recursos del trabajo, específicamente el control sobre el trabajo y el apoyo del supervisor, tienen un impacto sobre la satisfacción laboral, el compromiso afectivo, y las intenciones de dejar el trabajo. Los recursos también tienen un impacto directo sobre el conflicto trabajo-familia. Además de su contribución teórica, el estudio también ofrece consejos prácticos para las organizaciones al demostrar que el control sobre el trabajo y el apoyo del supervisor tienen una relación directa con resultados deseados entre los empleados y tienen además una relación indirecta a través de su impacto sobre el conflicto trabajo-familia.

Basilea III: Un nuevo desafío para las PYME españolas

Autores: **Clara Cardone** (Universidad Carlos III de Madrid), Antonio Trujillo Ponce (Universidad Pablo de Olavide) y Anahí Briozzo (Universidad del Sur, Argentina)

A finales del 2010, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) aprobó un conjunto de reformas con el fin de fortalecer la regulación, supervisión y gestión del riesgo en el sector bancario. Este nuevo acuerdo, conocido como Basilea III, busca lograr la estabilidad financiera, reforzando la solvencia y la liquidez de los bancos. Sin embargo, su puesta en marcha será gradual, de forma que el sector bancario pueda alcanzar los mayores estándares de capital y liquidez sin una mayor restricción del crédito al conjunto de la economía.

El propósito de Basilea II de imponer requerimientos de capital más sensibles al riesgo, unido al incremento en el capital ahora impuesto por Basilea III, podría dificultar aún más las condiciones financieras de las pequeñas y medianas empresas (PYME). En este contexto, analizamos los efectos de Basilea III sobre la prima por riesgo de crédito que los bancos cobran a sus clientes PYME. Asimismo, estudiamos el impacto sobre los requerimientos de capital del aval aportado por las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), y si la probable reducción teórica en los tipos de interés resulta compensada por el coste de dicha garantía.

Por lo tanto, los principales objetivos de este trabajo son: 1) primero, analizar el impacto sobre los requerimientos de capital de los bancos de los créditos a PYME, ii) segundo, estudiar el efecto sobre los requerimientos de capital cuando el crédito a la PYME es avalado por una SGR, y iii) finalmente, analizar la evolución de los requerimientos de capital, y de las primas por riesgo de crédito, durante el período de transición impuesto por Basilea III.

Con el fin de calcular los requerimientos de capital diseñamos un sistema de rating. Para ello, empleamos las probabilidades de impago (PD) generadas a través de un modelo logit sobre una muestra de PYME obtenida de la base de datos SABI (sistema de análisis de balances ibéricos), siguiendo una metodología similar a Altman y Sabato (2007). La muestra contiene 489 firmas fallidas y 8.994 empresas "sanas".

Este trabajo contribuye a la literatura previa en un doble aspecto. Por un lado, el empleo de la base de datos SABI proporciona información "desde el lado de la demanda" de las primas de riesgo en el mercado de crédito. Por otro, utiliza el periodo 2005-2009, que incluye tanto años de crecimiento como de recesión, lo que puede asimilarse a un ciclo económico, en el sentido señalado por la nueva normativa bancaria.

Estimación consistente del conservadurismo condicional

Autor: **Manuel Núñez Nickel**

Entendiendo como Conservadurismo condicional, el principio de prudencia procedente de la información de mercado, en este artículo, se propone un modelo econométrico que presenta tres ventajas en relación al modelo de Basu: (1) Es robusto al problema de agregación; es decir, se prueba que el modelo de Basu produce estimaciones inconsistentes del conservadurismo condicional y que este problema se soluciona con nuestra nueva propuesta; (2) Puede producir medidas específicas para cada empresa del nivel de conservadurismo a través de series temporales; y (3) Completa la comprensión del término independiente de Basu desglosándolo entre conservadurismo incondicional y la diferencia entre el valor de mercado y contable del capital social. En otras palabras, con este Nuevo modelo se puede proporcionar una medida específica para cada empresa tanto del conservadurismo condicional como del incondicional.

Modelo evolucionista de competencia y revelación voluntaria

Autor: **Manuel Núñez Nickel**

En este artículo se analiza cómo en ausencia de incentivos procedentes del Mercado de capitales, la influencia de la competencia sobre la revelación voluntaria de información es un proceso evolutivo que tiene un diseño no monótono. La capacidad progresiva del sector para predecir información relevante y las pérdidas crecientes de los beneficios extraordinarios durante la evolución del sector generan temores e incentivos que cambian el signo de la relación entre competencia y revelación voluntaria.. Nosotros encontramos significación para este Nuevo diseño aplicando modelos de Cox durante 28 años de existencia del sector de periódicos españoles. Nosotros también encontramos que el modelo que mejor se ajusta es el primer armónico de una serie de Fourier.

Gobierno, impuestos y crisis bancarias (“Government, taxes and banking crises”)

Autores: **Margarita Samartín**

Aceptado para su publicación en el *Journal of Banking and Finance*. Próximamente en web de la revista: http://elsevier.com/wps/find/journaldescription.cws_home/505558/description#description

Este trabajo analiza la eficacia de diferentes medidas de intervención que los gobiernos pueden llevar a cabo con el objeto de prevenir las crisis bancarias. En particular, se estudia el impacto sobre el bienestar social de utilizar el dinero de los contribuyentes para recapitalizar el sistema bancario, la inyección de dinero público a través de líneas de crédito, la creación de un colchón o buffer, y los impuestos a las transacciones financieras (impuestos Tipo Tobin). El trabajo ilustra el coste-beneficio de las diversas medidas y lleva a cabo implicaciones de política. En particular, se demuestra que la recapitalización domina (en términos de bienestar) a la inyección de dinero público a través de líneas de crédito y resulta ser menos costosa. De manera adicional, la recapitalización domina a la creación del buffer cuando el coste de liquidar el bien público es alto.

Las simulaciones numéricas ponen de manifiesto tres claras regiones en términos de implicaciones de política: El impuesto Tipo Tobin domina a las otras medidas cuando los individuos valoran altamente el consumir bienes públicos y no se ven muy afectados por problemas de liquidez, o cuando los bienes públicos son muy escasos. Por el contrario, la recapitalización (o la creación del buffer) se debería utilizar en la situación opuesta. Finalmente, se encuentra que para un rango intermedio de parámetros, las quiebras bancarias se deberían permitir.

INDEM

Universidad Carlos III de Madrid

Avd. de Madrid, 126

28903 Getafe (Madrid)

<http://www.uc3m.es/indem>

Email: indem@uc3m.es