

FORMATO GENERAL

Se recomienda que su trabajo incluya 9 secciones:

RESUMEN
INTRODUCCIÓN
REVISIÓN LITERARIA
METODOLOGÍA
RESULTADOS
CONCLUSIONES
ANEXOS
REFERENCIA
RECONOCIMIENTOS (OPCIONAL)
BIOGRAFÍA

GUIA PARA PREPARAR SU TRABAJO DE INVESTIGACION PARA PUBLICACION EN LA REVISTA RIAF

Stephannie Viquez Coto, The IBFR
Mercedes Jalbert, The IBFR

RESUMEN

La palabra “Resumen” o debe estar centrada, toda en mayúscula y en Times New Roman 11. Se recomienda que en el resumen se limite a no más de 200 palabras. Todo trabajo de investigación a publicarse en La Revista Internacional Administración y Finanzas (RIAF) debe seguir este formato. Si usted publica su trabajo completo en las memorias de nuestros congresos, y gana el premio al mejor trabajo de investigación, no podrá publicar en la revista. Por tanto, el Instituto sugiere que usted publique un resumen de una a cuatro páginas en las memorias. Si su trabajo es invitado a publicar en nuestra revistas en Inglés (Internacional Journal of Business Research, the Global Journal of Business Research or the International Journal of Management and Marketing Research), este deberá ser la guía de publicación en inglés.

PALABRAS CLAVE: revista, formato, guía

TITULO EN INGLES ABSTRACT

Incluya la traducción de su resumen al inglés en esta sección

JEL: este código se puede encontrar en http://www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.php

KEYWORDS: traduzco sus palabras clave e inclúyalas aquí.

Tamaño del texto y uso de mayúscula

La siguiente tabla incluye el tipo de texto y tamaño que se debe de utilizar

Tabla 1: Tipo de Texto y Tamaño Requerido

Sección	Mayúscula	Fondo
Párrafos	La que aplique	11 Times New Roman
Nombre del autor(es), afiliación	Mayúscula primer letra	11 Times New Roman
Título de primer nivel	Mayúscula primer letra	11 Times New Roman
Título de segundo nivel (subtítulo)	Mayúscula primer letra	11 Times New Roman Subrayado
Tablas o figuras	Mayúscula primer letra	8 Times New Roman

Las notas al pie de cada tabla o figura debe de tener Times New Roman 8 itálica

En las siguientes paginas se presentación las secciones sugerías y el tipo de formato a seguir. Así como, indicaciones específicas para cada las tablas, figuras, ecuaciones, etc.

INFORMATION SOBRE FORMATO Y TAMAÑO DEL TEXTO

Su documento debe estar bien escrito y sin errores tipográficos o gramaticales. El documento debe ser preparado en Microsoft Word, usando únicamente los “add-ins” que incluye el programa. Ningún otro programa deber ser usado para crear tablas etc. El trabajo de investigación debe ser enviado en un solo documento. El fondo a utilizar en texto es Times New Roman 11 justificado. Utilice espacio sencillo en todo el documento

El título del trabajo de investigación debe de estar en negrilla, todo en mayúscula, centrado, y tener un fondo de Times New Roman 18. El nombre(s) del autor(es), su afiliación debe aparecer inmediatamente después del título sin espacio, centrado, en Times New Roman fondo 11 y un autor por línea. No incluya título (ejemplo: PhD, Lic, MBA). Luego del nombre(s) del autor(es) deje un espacio y escriba la palabra “RESUMEN.” La palabra RESUMEN debe estar centrada y toda en mayúscula. Deje un espacio luego de la palabra RESUMEN y empiece a escribir su resumen, el cual debe estar en itálica, Times New Roman 11 y justificado. Deje un espacio luego del abstract y escriba la palabra INTRODUCCION, toda en mayúscula, justificado a la izquierda. Deje un espacio y empiece a escribir su introducción.

Utilice en espacio ente cada párrafo. Todo el trabajo de investigación debe estar justificado con la acepción de los títulos y referencias. No utilice ninguna **plantilla de Word**, pues pueden causar problemas en el formateo final de las memorias.

MARGINES Y TIPO DE PAPEL

Utilice papel 8 ½ por 11 pulgadas. Los márgenes deben ser de una pulgada en los cuatro bordes (superior, inferior, derecho, izquierdo).

TITULOS

Debe dejar un espacio antes y después de cada título. Título de primer nivel debe estar todo en mayúscula, y en negrilla (Ejemplo: RESEÑA HISTORICA DE COSTA RICA). Título de segundo nivel (o subtítulo) debe de utilizar mayúsculas en la primera letra de cada palabra (Ejemplo: Reseña Histórica de Costa Rica), y debe estar subrayado. Los autores deben de evitar el utilizar más de dos niveles en sus títulos. No utilice ningún estilo o plantilla que MS Word ofrece en su galería de estilos.

PRESENTACION DE NUMEROS

No se aceptan números en forma exponencial (ejemplo: 1.21e-02). Estos deben ser presentado en formato decimal (ejemplo: 0.0121)

TABLAS

Las tablas deben ser insertadas dentro del texto que las discute. Deje un espacio entre el párrafo y el título de tabla y un espacio entre el título de la tabla y la tabla. Las tablas deben estar numeradas en forma consecutiva y debe estar en mayúscula (ejemplo: Tabla 1, etc.). Toda tabla debe encajar dentro de los márgenes establecidos y debe de exceder 6 pulgadas de ancho. El fondo del texto dentro de la tabla debe ser Times New Roman 8. Los títulos de las tablas deben tener mayúscula en la primera letra de cada palabra. Las tablas deben crearse utilizando la función de Microsoft Word. Tablas creadas en Excel y copiadas en Word son aceptadas, siempre que sean editables. El siguiente ejemplo ilustra el formato apropiado para las tablas. El fondo utilizado dentro de las tablas debe ser Time New Roman 8.

Para cada tabla incluya una descripción corta (3 a 4 oraciones) que permitan la interpretación de la tabla sin tener que recurrir al texto. Este texto debe estar en Time New Roman 8 en itálica o cursiva.

Dentro de su discusión indique el número de tabla a la que se refiere. Ejemplo

....Los resultados se presentación en la Tabla 1. Esta muestra.....

Toda tabla debe de incluir una descripción breve debajo de la misma (ver tabla 1). Esta descripción debe de estar en Times New Roman 8 itálica o cursiva.

Tabla 1: Formato Adecuado de Tabla, Títulos, Subtítulos

Elemento	Mayúscula	Fondo
Título del documento	Todo en Mayúscula	18 Times New Roman Negrilla
Nombre del autor(es), afiliación	Mayúscula primer letra	11 Times New Roman
Título de primer nivel	Mayúscula primer letra	11 Times New Roman
Título de segundo nivel (subtítulo)	Mayúscula primer letra	11 Times New Roman Subrayado
Tablas o figuras	Mayúscula primer letra	8 Times New Roman

Esta tabla presenta una ilustración de cómo debe ser el formato de sus tablas. El autor debe de incluir una descripción breve que asista al lector a interpretar la tabla sin tener que recurrir al texto que las discute.

FORMULAS

Toda fórmula debe aparecer dentro del documento en el lugar que usted desea que aparezcan. Las fórmulas deben ser numeradas en forma consecutiva y justificadas en el margen derecho. Solo el editor de Microsoft Word debe ser utilizado.

$$E(r) = \frac{\sum XiPi}{n} \quad (1)$$

FIGURAS

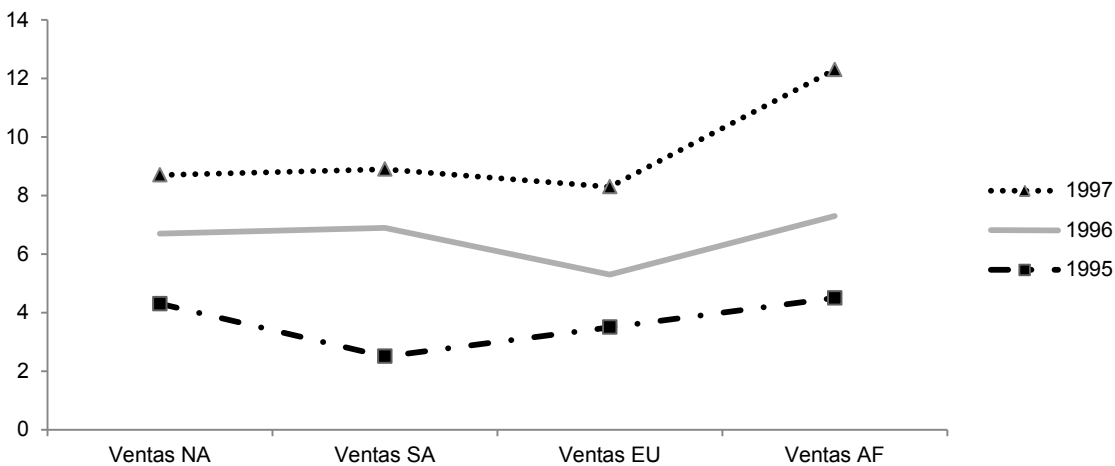
Las figuras deben ser insertadas dentro del texto que las discute. No utilice la palabra GRÁFICO. Utilice la palabra FIGURA para toda figura o imagen. Deje un espacio entre el párrafo y el título de la figura y un espacio entre el título de la figura y la figura. Las figuras deben estar numeradas en forma consecutiva (ejemplo: Figura 1, etc.). Toda figura debe encajar dentro de los márgenes establecidos y debe de exceder 6 pulgadas de ancho. El autor(es) debe reducir el fondo del texto dentro de la figura a arial 8. El fondo debe ser arial 8. Los títulos de las figuras deben tener mayúscula en la primera letra de cada palabra. Las figuras deben crearse utilizando la función de Microsoft Word. Figuras creadas en Excel y copiadas en Word son aceptadas, siempre que sean **editables**. No utilice fondos en sus figuras

(ejemplo fondo gris u otros colores, estos reducen la calidad y facilidad de lectura de su figuras). El siguiente ejemplo ilustra el formato apropiado para las tablas. El autor(s) debe enviar el archivo original donde la figura fue creada antes de ser copiada en MS Word.

Dentro de su discusión indique el número de figura a la que se refiere. Ejemplo

...Los resultados se ilustran en la Figura 1. Esta muestra.....

Figure 1: Ventas Total 1990 – 2005



Esta figura muestra la forma correcta de incluir sus figuras

Todo figura debe ser enviada en blanco y negro, sin efectos 3D. Figuras creadas en Excel el autor debe de enviar un archivo Excel con los datos y figuras.

FOTOGRAFIAS

Si usted utiliza fotografías, debe de enviar las fotos originales en blanco y negro. Toda fotografía utilizada debe ser propiedad del autor o el autor debe demostrar que ha recibido permiso para reproducir las fotografías. Toda fotografía utilizada debe de tener una resolución de al menos 300 dpi.

FORMULAS

Toda formula debe aparecer dentro del documento en el lugar que usted desea que aparezcan. Las formulas deben ser numeradas en forma consecutiva y justificadas en el margen derecho. Solo el editor de Microsoft Word deber ser utilizado. Si utilizar otro editor de ecuación, debe asegurarse que se puedan editar en el editor de ecuaciones de Word.

$$E(r) = \frac{\sum XiPi}{n} \tag{1}$$

EMCABEZADO, NOTAS DE PIEDE PÁGINA, NUMERO DE PAGINA REFERENCIAS

Las páginas no deben ser numeradas. No utilice **encabezados (header) y nota de pie de de página (footer o endnotes) y plantillas o galería de estilos (ejemplo H1, H2 etc)**. En las referencias se puede utilizar cualquier forma aceptada universalmente (ejemplo, APA, MLA etc.). Las referencias no se deben de justificar. Debe dejar un espacio entre cada referencia. El autor(es) debe asegurarse de que su trabajo cuente con las referencias necesarios y que estas coincidan dentro documento. A continuación encontrara un ejemplo de cómo presentar las referencias.

Buchananman, Milintoryson (2003) "How to Format Articles for Publication," *The Journal of Publishing Articles Today*, vol. 13(2), January, p. 21-45

Handymanson, Moneyguy (2002) "How to Make Money as a Handyman," *The Journal of Handyman Workers*, vol. 4(3), August, p. 145-149

Jalbert, M. & Jalbert, T (2008). *Como citar sitios de Internet o Recursos electronicos*. Retraido 20 Abril 2008, de The IBFR Guideline Section Web site: www.theibfr.com/guidelines.htm

VIÑETAS

No utilice viñetas, o minimice su utilización.

BIOGRAFIA

El Autor(es) puede incluir una biografía corta (cinco líneas máximo) al final del trabajo de investigación por cada autor(es). No incluye la biografía utilizando nota de pie de página. La biografía de cada autor debe contener el nombre de su institucion, departamento o facultad, la direccion de su institucion y el correo electronico de cada autor.

COSTO DE PUBLICACION

Todo manuscrito aceptado para publicación en nuestros journals tiene un costo adicional de \$25/pagina de manuscrito. Este costo adicional es para cubrir los costos de publicación. El Instituto cobrara un cargo adicional de \$25/pagina a publicar, si su trabajo no reúne los requisitos de edición, gramática, o traducción (en el caso de trabajo a publicar en las revistas en ingles).

ENVIO DEL TRABAJO DE INVESTIGACION PARA ARBITRAJE

El Instituto acepta trabajos de investigación para consideración/aceptación para los journals en cualquier formato. Sin embargo, una vez aceptado todo autor(es) que desean publicar un nuestros journals/revista deben formatear su manuscrito siguiendo este guía de publicación. Le IBFR recomienda, que usted envíe su trabajo siguiendo la guía de publicación. Su trabajo no debe de exceder 30 paginas.

Como Enviar Su Trabajo

Para someter su trabajo para arbitraje visite nuestro sitio www.theibfr.com/publicaciones.htm o www.theibfr.com/riaf.htm. El Instituto utilizar un proceso "double-blind review" y este dura entre 100 and 120 días para revisar envíos directos para consideración. Una vez recibido los comentarios de los editores, se les comunicara sus comentarios y decisión a los autores. Si su trabajo es enviado en español, este se considerará para RIAF. Si es enviado en Ingles se considerara para los Journals.

GARANTIA

Al enviar su manuscrito para publicación en las Memorias del Congreso GCBF, autor garantiza que el trabajo sometido es original, y no ha sido sometido para consideración o publicación en ningún otro lugar, o el documento completo o parte del mismo no ha sido publicado en ningún otro lugar. El autor(es) que envíe un manuscrito a la conferencia, proceedings/memorias, o journal garantiza que ha obtenido autorización de toda organización, empresas, individuo etc. involucrado en este manuscrito para participar, someter al documento. El autor(es) garantiza que el trabajo de otros ha sido apropiadamente citado en el documento con el fin de proteger el derecho intelectual. El autor(es) garantiza que su trabajo de investigación no viola ningún derecho intelectual, derecho a la privacidad, o no difama a ningún individuo, u organización pública o privada. El autor(es) acuerda exonerar al Institute for Business and Finance Research LLC, sus Journals, revistas, sus afiliados, subsidiarias, agentes, empleados, directores, editores, y otras partes afiliadas de cualquier daño, responsabilidad civil, o penal. El autor(es) acuerda cubrir cualquier gasto asociado con la defensa de todas las partes indicadas anteriormente por cualquier daño causado a terceros el cual resulte de la publicación del su manuscrito o trabajo de investigación. El Instituto se reserva el derecho de editar todo trabajo con el fin de aclarar o abreviar el manuscrito, si los editores lo consideran necesario.

COPYRIGHT

El autor del manuscrito transfiere al Instituto IBFR todo copyright y acepta todos los términos y limitaciones impuestas por el Copyright Act of 1976 de los Estados Unidos y cualquier otro acuerdo contractual con el Instituto IBFR, sus congresos y revistas y journals académicos.

PERMISO PARA RE-IMPRIMIR

Para todo manuscrito publicado en nuestras memorias, Journal or Revistas, el autor(es) puede copiar el manuscrito publicado para uso personal o para distribuirlo a sus estudiantes. Otro tipo de reproducción o copia para distribución, requiere de una autorización por escrito del Instituto/Journal. Solicitud para re-imprimir se deben de enviar a (editor@theIBFR.com).

A CONTINUACION ENCONTRARA UN EJEMPLO DE UN TRABAJO QUE HA SIDO FORMATEADO CORRECTAMENTE

CRECIMIENTO ECONOMICO-CLASE MEDIA

Marlene Sandía Sandía, Universidad Ejemplos
Marta Melón Melón, Universidad de las Frutas

RESUMEN

En este artículo investigamos el desempeño de los estilos de inversión Value y Growth en los mercados accionarios europeos de acuerdo a la clasificación de MSCI en los subperiodos previo, durante y post crisis financiera subprime. El desempeño se mide a través del alfa de Jensen. Como benchmark o modelo generador de retornos de equilibrio se usa un APT con tres factores de riesgo sistemáticos de mercado, ortogonales entre sí, basados en el comportamiento del mercado accionario de; Estados Unidos, Europa desarrollada y Europa emergente. Los resultados muestran que el mercado de Bélgica fue el más expuesto a destruir riqueza en el periodo de la crisis. Por el contrario, Rusia presentó la mayor fortaleza relativa exhibiendo el más alto desempeño. En el periodo previo a la crisis, Grecia es el que más destaca mientras que el periodo post crisis lo es Turquía. Se concluye que existe la necesidad de que Estados Unidos perfeccione su gobierno corporativo a fin de minimizar problemas de riesgo moral que se traspasan a los mercados accionarios de los países de Europa desarrollada al momento de presentarse eventos de crisis financiera global.

PALABRAS CLAVES: Quiebra, probabilidad de impago, modelos estructurales y modelos contables.

ECONOMIC GROWTH- MIDDLE CLASS

ABSTRACT

This paper investigates the performance of two investment styles; Value and Growth, respectively, in European stock markets, according to the MSCI classification for the subperiods before, during and after subprime financial crisis. Performance is measured by Jensen's alpha. In the estimates we use an APT with three systematic market risk factors, orthogonal to each other, based on the stock markets behavior of: The United States, developed Europe as well as emerging Europe. The results show that the Belgium stock market was the most exposed to wealth destruction during the crisis. By contrast, Russia had the highest relative strength and exhibited the highest performance. In the pre-crisis period, Greece was the most prominent, while in the post crisis period it was Turkey. We conclude that the United States must perfect its corporate governance in order to minimize moral hazard problems that are transferred to the stock markets of developed European countries when a global financial crisis occurs.

JEL: C01, C50, G12, G17, G21, G32, G33

KEYWORDS: Bankruptcy, probability of failure, structural models and accounting-based models.

INTRODUCCIÓN

El problema del fracaso empresarial impacta en la actividad económica de una empresa y en la economía en general con independencia de si es una empresa cotizada o no. La actual crisis económica mundial se manifiesta por la gran cantidad de empresas quebradas y por las restricciones del crédito por parte de las instituciones financieras ante el nivel de riesgo. Esto ha impulsado el desarrollo de sistemas de alerta temprana más sofisticados y nuevos modelos para la evaluación de la calidad crediticia apoyados en el uso de la información de mercado.

Esta investigación se presenta organizada como sigue. En la sección de revisión de la literatura se plantean los argumentos que sustentan el uso de los modelos de predicción del fracaso empresarial basados en información de mercado y en información contable. Posteriormente se presenta la metodología utilizada, en donde describe el procedimiento para calcular las probabilidades de impago de las empresas cotizadas utilizando modelos estructurales; se identifican los ratios económicos-financieros que son utilizados para construir el *ISF* que mejor explique la probabilidad de impago de las empresas cotizadas, y se evalúa cómo contribuye el *ISF* en el diseño de la muestra de estimación y en la capacidad predictiva de los modelos basados en información contable. Seguidamente se presentan los resultados de la investigación. Finalmente, las conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación son presentadas.

REVISIÓN DE LITERATURA

En la literatura financiera se distinguen diversos indicadores para medir el desempeño de portafolios de activos financieros. Entre los indicadores más conocidos está el índice de Sharpe (1966) que captura la retribución por mantener un portafolio en términos del exceso de su rendimiento (por sobre la tasa libre de riesgo) por unidad de variabilidad total en los rendimientos del portafolio. Un segundo indicador es el llamado índice de Treynor (1965) que captura la retribución por mantener un portafolio en términos del exceso de su rendimiento (por sobre la tasa libre de riesgo) por unidad de riesgo sistemático o de mercado. En este caso el riesgo sistemático se mide en relación al beta de los rendimientos del portafolio. Finalmente, un tercer indicador, es conocido como alfa de Jensen (1968). Este índice, es una medida que captura los rendimientos anormales ajustados por riesgo(s) sistemático(s) de los portafolios bajo estudio. El alfa de Jensen al ser positivo (negativo) captura de esta forma la creación (destrucción) de valor o riqueza asociada a la mantención de un portafolio de activos financieros o bien a un índice accionario de mercado comparado con una estrategia pasiva de seguir a un benchmarking.

En general, en los estudios empíricos previos, tanto en el análisis discriminante (Beaver, 1966 y 1968; Altman, 1968; Deakin, 1972; Edmister 1972 y 1988; Blum, 1974; Altman, Haldeman y Narayanan, 1977; entre otros) como en el análisis logit (Ohlson, 1980; Zavgren, 1985; Platt y Platt, 1991; Peel, Pell y Pope, 1995; entre otros), en el proceso de selección de la muestra, primero seleccionan las empresas fracasadas y después se selecciona un número igual de empresas no fracasadas emparejadas de acuerdo al tamaño y al sector de actividad. Es usual elegir este procedimiento de emparejamiento por la dificultad que existe para construir una muestra que sea representativa de la población empresarial.

METODOLOGÍA

En este estudio se utilizan dos muestras, la primera es una muestra de empresas cotizadas y la segunda de Pymes no cotizadas, ambas pertenecientes al mercado español. La muestra de empresas cotizadas está formada por 60 empresas españolas que cotizan en el mercado continuo y que no pertenecen al sector financiero ni de seguros y que disponen de información continua en el periodo (1999-2006). Esta muestra se utiliza para construir el Indicador de Salud Financiera *ISF* en el año 2002. La información de las empresas cotizadas se obtiene de la base de datos OSIRIS (fuente: Bureau Vann Dyck Electronic Publishing). La Tabla 1 contiene la muestra total de pymes en el periodo (2002-2005).

Tabla 1: Muestra de Pymes Españolas No Cotizadas

ESTADO	2002	2003	2004	2005	TOTAL
Fracasadas	66	59	74	147	346
No Fracasadas	1822	1951	1932	2438	8143
Total Empresas	1888	2010	2006	2585	8489

En esta tabla se describe la muestra de empresas pymes españolas fracasadas y no fracasadas en el periodo (2002-2005). Fuente: Elaboración propia.

En la primera fase, calculamos la probabilidad de impago con los modelos estructurales de (ME) Merton (1974), (B&C) Black y Cox (1974), (GE) Geske (1976), (L&S) Longstaff y Schwartz (1995), (L&T) Leland y Toft (1996), (E&R) Ericsson y Reneby (1998), y (C&G) Collin-Dufresne y Goldstein (2001). A continuación se presentan las expresiones utilizadas para determinar la probabilidad de impago de cada uno de los modelos estructurales [1], [2], [3], [4], [5], [6] y [7] respectivamente:

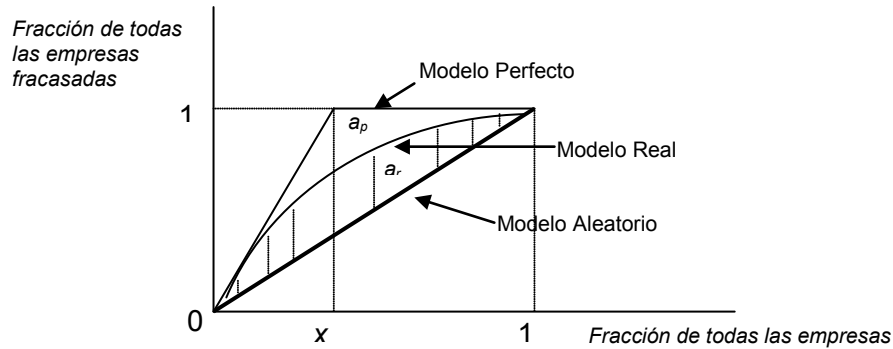
$$\rho[V_T < D|V_0] = N(-d_2) = 1 - N(d_2) \quad (1)$$

$$\rho = 1 - N\left(\frac{\ln V - \ln K + (r - \delta - 0.5\sigma_v^2)T}{\sqrt{\sigma_v^2 T}}\right) + \left(\frac{V}{K}\right)^{1 - \left(\frac{2(r - \delta - \gamma)}{\sigma_v^2}\right)} N\left(\frac{\ln K - \ln V + (r - \delta - 0.5\sigma_v^2)T}{\sqrt{\sigma_v^2 T}}\right) \quad (2)$$

$$\rho_{(T_1, T_2)} = 1 - \left[\frac{N_2(k_1, k_2, \rho)}{N(k_1)} \right] \quad (3)$$

En la Figura 1 se identifican las áreas que permiten calcular el Accuracy Ratio para el indicador CAP (AR_{CAP}). El AR_{CAP} se define como el cociente del área comprendida entre el modelo real y el aleatorio (a_r), y el área comprendida entre el modelo perfecto y el aleatorio (a_p).

Figura 1: Curvas del indicador CAP



En esta figura se muestra la representación gráfica de la aplicación del indicador CAP. En general un modelo real de predicción de quiebra se encuentra entre un modelo perfecto y uno aleatorio. En un modelo de predicción de quiebra perfecto, el CAP incrementa linealmente a uno y después permanece constante ya que asigna la mayor probabilidad de quiebra a las empresas quebradas. En un modelo aleatorio, el CAP se corresponde con la bisectriz: la fracción x de todas las empresas contendrá un porcentaje de todas las empresas quebradas igual a x . Fuente: Elaboración propia.

RESULTADOS

Aplicando la metodología descrita en la primera fase hemos obtenido las probabilidades de impago de cada uno de los modelos estructurales y mediante un análisis factorial seleccionamos un factor Pf que presenta un valor propio mayor que uno y que explica el 71.84% de la variabilidad del conjunto de dichas probabilidades. La Tabla 1 presenta los estadísticos descriptivos de las probabilidades de impago así como la correlación existente entre ellas y el factor Pf . Los resultados de la segunda fase se describen a continuación: de los 168 ratios considerados inicialmente hemos seleccionado los ratios candidatos que están más correlacionados con el factor Pf que resume la probabilidad de impago y que, a su vez, están menos correlacionados con las variables independientes contenidas en los modelos de predicción a utilizar en la tercera fase. Se han estimado 840 modelos al aplicar la ecuación 1. Los ratios seleccionados se muestran en la Tabla 2.

Tabla 1: Estadísticos Descriptivos y Correlación de Pearson

MODELOS	MEDIA	DESVIACIÓN STANDAR	FACTOR Pf	ME	B&C	GE	L&S	L&T	E&R	C&G
ME	0.0021	0.008	0.970**	1						
B&C	0.0032	0.017	0.962**	0.980**	1					
GE	0.0002	0.001	0.955**	0.970**	0.998**	1				
L&S	0.0452	0.028	0.745**	0.602**	0.610**	0.608**	1			
L&T	0.0241	0.019	0.407**	0.325**	0.290**	0.278**	0.248*	1		
E&R	0.0026	0.009	0.923**	0.961**	0.894**	0.875**	0.537**	0.384**	1	
C&G	0.0233	0.022	0.823**	0.692**	0.697**	0.696**	0.796**	0.289**	0.650**	1

** y * significativo al 5% y al 10% respectivamente. estadísticos descriptivos de las probabilidades de impago (ME): Merton (1968), (B&C): Black y Cox (1974), GE: Geske (1977), (L&S): Longstaff y Schwartz (1995), (L&T): Leland y Toft (1996), (E&R): Ericsson y Reneby (1998) y (C&G): Collin-Dufresne y Goldstein (2001). Así como la correlación existente entre ellas y el factor Pf. Fuente: Elaboración propia.

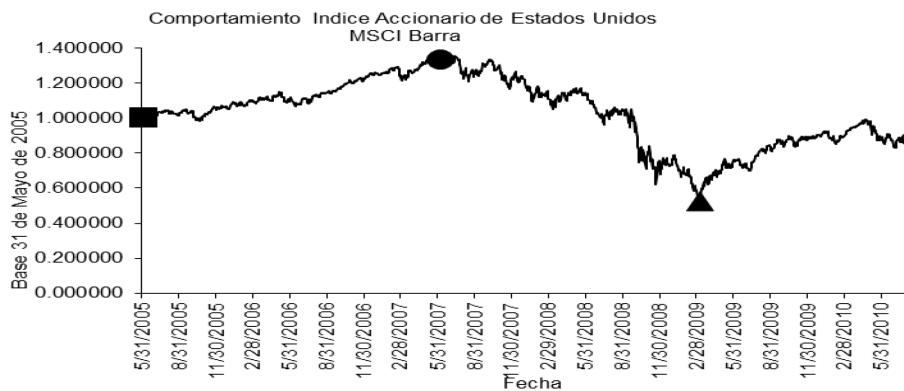
Tabla 2: Estadísticas Descriptivas de Mercados MSCI, Subperiodo Durante Crisis Subprime.

Mercado Accionario	Estilo de Inversión			Estilo de Inversión		
	Retorno Promedio Diario	Desviación Estándar	Value	Retorno Promedio Diario	Desviación Estándar	Growth
			Inverso			Inverso
			Coefficiente Variación			Coefficiente Variación
1. Alemania	-0.23%	2.80%	-0.0808	-0.16%	2.42%	-0.0670
2. Austria	-0.31%	3.07%	-0.0998	-0.27%	2.80%	-0.0961
3. Bélgica	-0.35%	2.63%	-0.1336	-0.16%	2.32%	-0.0679
4. Dinamarca	-0.31%	2.59%	-0.1212	-0.17%	2.48%	-0.0667
Europa Desarrollado	-0.19%	2.39%	-0.0800	-0.18%	2.11%	-0.0842
Europa Emergente	-0.25%	2.56%	-0.0961	-0.27%	3.26%	-0.0840

Las estadísticas descriptivas en Tabla 2 muestran que todos los mercados accionarios poseen rentabilidades promedio diarias negativas con un incremento significativo en la volatilidad, respecto al subperiodo previo a la crisis. Para el estilo de inversión Value, a modo de ejemplo, el mercado accionario europeo con más alto desempeño en términos de rentabilidad (menos negativa) corresponde a República Checa mientras que los mercados accionarios con más bajo retorno (más negativa) son Irlanda, Bélgica y Dinamarca.

Los antecedentes anteriores, recopilados de noticias de esa época, orientan respecto de la magnitud de la crisis y las consecuencias que tuvo a nivel mundial (Figura 1). Además, estos antecedentes son la base para dividir esta investigación en los subperiodos de estudio: previo a la crisis (1 de junio 2005 al 13 de julio 2007), durante la crisis (14 de julio 2007 al 09 de marzo de 2009)

Figura 1: Comportamiento Índice Accionario de Estados Unidos MSCI



Subperiodo de la crisis (●▲), el subperiodo posterior a la crisis (▲◆). A modo de ejemplo el subperiodo previo a la crisis es caracterizado por una tendencia creciente en la valorización de las acciones en Estados Unidos. El subperiodo de la crisis es caracterizado por inestabilidad y fuertes caídas en su valuación. Finalmente, el subperiodo posterior a la crisis, la bolsa de acciones Norteamericana comienza a recuperarse

CONCLUSIONES

La validación interna y externa de nuestra propuesta de procedimiento de muestreo se ha realizado a través de una comparación de la capacidad predictiva del fracaso empresarial de distintos modelos contables cuando se emparejan las Pymes fracasadas con Pymes no fracasadas con alta puntuación de *ISF* (Muestra A), lo que indica gran fortaleza financiera y escasa probabilidad de impago. Las Pymes fracasadas con Pymes sanas según tamaño del activo y sector de la industrial (Muestra B) y Pymes fracasadas con Pymes no fracasadas con baja puntuación de *ISF* (Muestra C). La conclusión que se deduce de nuestros resultados es que el *ISF* que se construye a partir de empresas cotizadas identifica el grado de salud financiera de Pymes no cotizadas. Esto permite construir una muestra emparejando Pymes fracasadas con Pymes no fracasadas que presentan un grado alto de salud financiera cuyo empleo implica una mejora significativa en la capacidad predictiva de los modelos de estimación basados en información contables.

Dentro de las limitaciones hay que resaltar, por una parte, el número reducido de empresas quebradas; y, por otra parte, los resultados pueden estar influenciados por el periodo y la muestra de estudio. Futuras investigaciones podrán evaluar la estabilidad del Indicador de Salud Financiera *ISF* en distintos periodos y mercados. El *ISF* podría ser utilizado en combinación con la técnica de emparejamiento tradicional para evaluar su impacto en la capacidad predictiva de los modelos estimados. Asimismo, esperamos que la metodología propuesta para construir el *ISF* y diseñar la muestra de estimación sea replicada para darle validez en cuanto a la consistencia de los resultados de esta investigación.

BIBLIOGRAFÍA

Alonso F., Forte S. y Marques J. (2006), "Implied default barrier in credit default swap premia". Working Paper: 0639, Banco de España.

Altman E. I. (1968), "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, September, pp. 589-609.

Altman E. I.; E. Haldeman y P. Narayanan (1977), "Z Analysis: A new model to identify bankruptcy risk of corporations", *Journal of Banking and Finance*, vol. 1(1) (Junio), pp. 29-54.

RECONOCIMIENTO

Los autores agradecen el apoyo logístico y financiero del Fondo para la Investigación. Asimismo, agradecen los comentarios de los árbitros y editores del IBFR. Los cuales contribuyeron a mejorar la calidad esta investigación.

BIOGRAFIA

Marlene Sandía Sandía es Doctora en Ciencias de la Empresa por la Universidad de la Enseñanza. Profesora Asociado en la Universidad de Ejemplos, adscrita a la Cátedra de Finanzas Internacionales. Se puede contactar en la Escuela de Administración, Universidad Ejemplo, Calle 5, Avenida 10, San Martín, País Alto., Correo electrónico msandiasandia@ueeee.edu

Marta Melón Melón es Doctora en Ciencias de la Empresa por la Universidad del Océano. Profesora Asociado en la Universidad de las Frutas, adscrita a la Cátedra de Finanzas Internacionales. Se puede contactar en la Escuela de Administración, Universidad de las Frutas, Calle 1, Avenida 1, San Papaya, País de las Frutas. Correo electrónico mmelonmelong@udlfff.edu