



Universidad de Navarra

CIIF

Documento de Investigación

DI nº 732

Enero, 2008

**LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2007
(Y EN EL PERIODO 1993-2007)
RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR**

Pablo Fernández

Vicente J. Bermejo

IESE Business School – Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright © 2008 IESE Business School.

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos 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.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

<http://www.iese.edu/ciif/>

LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2007 (Y EN EL PERIODO 1993-2007) RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR

Pablo Fernández¹

Vicente J. Bermejo²

Resumen

La destrucción de valor para los accionistas de las 125 empresas españolas del mercado continuo en 2007 fue de 15 millardos de euros en 2007 y de 89 millardos en los 17 primeros días de 2008. Telefónica fue la que más valor creó para sus accionistas en 2007, seguida de Arcelor, Iberdrola, Acciona y Gas Natural. En 2007, 94 empresas destruyeron valor, y 119 en los 17 primeros días de 2008. En dicho año, la empresa más rentable para sus accionistas fue CAF. En 2007, 74 empresas tuvieron una rentabilidad negativa, y 112 en los 17 primeros días de 2008 (sólo 12 en 2006). También en dicho año, 98 de las 125 proporcionaron una rentabilidad inferior a la del IBEX 35 (10,7%).

En los años 1994, 1997-1998, 2000-2006, y en el promedio del período 1992-2007, las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes.

¹ Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

² Asistente de Investigación, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

Palabras clave: creación de valor, IBEX 35, rentabilidad para los accionistas, capitalización bursátil, aumento del valor para los accionistas, relación entre tamaño y rentabilidad y ROE.

LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 2007 (Y EN EL PERIODO 1993-2007) RENTABILIDAD Y CREACION DE VALOR

Creación de valor se define como en Fernández (2000, 2001, 2002 y 2004c): «La creación de valor en un período es la capitalización al principio del período multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida. Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un período cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida».

Creación de valor y rentabilidad para los accionistas en 2007

Los Anexos 1, 2 y 3 contienen toda la información relativa a las 125 empresas españolas del mercado continuo que cotizaban en diciembre de 2006 y en diciembre de 2007. La Tabla 1 presenta un resumen de algunos resultados.

Tabla 1

Algunos resultados de este trabajo

(En millones de euros)	2007	2008*	2006	2005	2004	2003	1993-2007
Número de empresas analizadas	125	125	123	119	123	125	71
Empresas que crearon valor	29	6	102	99	97	108	56
Mayor creación de valor	Telefónica 26.828	Aguas de Barcelona 44	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382	Telefónica 62.858
Mayor destrucción de valor	BBVA -8.820	Arcelor -15.433	EADS -7.284	Telefónica -5.842	Santander -3.777	Inditex -5.270	Banesto -5.240
Creación de valor total	-15.525	-88.691	156.496	78.125	49.778	68.838	325.421

Rentabilidad media	-6,4%	-11,5%	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%	16,9%
Rentabilidad media ponderada por Cap.	6,4%	-10,2%	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%	18,0%
Mayor rentabilidad	CAF 105,5%	Prim 7%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%	Sotogrande 34,3%
Menor rentabilidad	Astroc -87,4%	Astroc -48,6%	Jazztel - 22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%	Cía Gral. de Inversiones - 5,1%
Empresas con rentabilidad > 0	51	8	111	108	110	116	69

*17 primeros días de 2008

El **Anexo 1** muestra que Telefónica fue la empresa que más valor creó para sus accionistas en 2007, seguida de Arcelor, Iberdrola, Acciona y Gas Natural. En 2007, 94 empresas destruyeron valor (proporcionaron a sus accionistas una rentabilidad inferior a la exigida), y 119 en los 17 primeros días de 2008. La destrucción de valor de las 125 empresas fue de 15 millardos de euros en 2007 y de 89 millardos en los 17 primeros días de 2008.

El **Anexo 2** muestra que la empresa más rentable para sus accionistas en 2007 fue CAF (en 2006 fue Inmocaral, y en 2005, Sniace). En 2007, 74 empresas tuvieron una rentabilidad negativa para sus accionistas y 112 en los 17 primeros días de 2008 (sólo 12 en 2006). El mismo año, 98 de las 125 proporcionaron una rentabilidad inferior a la del IBEX 35 (10,7%). La rentabilidad media de 2007 fue negativa (-6,4%), pero la media ponderada por capitalización fue positiva (6,4%), debido a la mayor rentabilidad de las empresas grandes, especialmente Telefónica.

El **Anexo 3** muestra la capitalización de las 125 empresas en diciembre de 2006. Puede verse que las diez mayores empresas supusieron el 64% de la capitalización total. Las 41 empresas más pequeñas sólo representaron el 1% de la capitalización total.

Oscilación de las cotizaciones en 2007

La Tabla 2 muestra el cociente entre el precio máximo y el precio mínimo de cada una de las 125 empresas. En total, 24 empresas tuvieron un precio máximo superior al doble del precio mínimo y 78 un precio máximo superior a 1,5 veces el precio mínimo. El valor medio de máx./mín. fue 1,82, y el valor medio ponderado por la capitalización de las empresas fue 1,56. La oscilación fue similar a la de años anteriores, como puede comprobarse en la Tabla 3.

Tabla 2

Oscilación de los precios de las acciones en 2007. Máx./mín. es el cociente del precio máximo y del precio mínimo de la acción en 2007. Rent. es la rentabilidad de la acción en 2007.

	2007			2007			2007	
	Máx./mín.	Rent.		Máx./mín.	Rent.		Máx./mín.	Rent.
120 Astroc	15,00	-87%	36 Zeltia	1,68	10%	104 Corp. Fin. Alba	1,44	-18%
89 Vueling	5,84	-73%	69 B. de Crédito Balear	1,66	-31%	20 Uralita	1,44	24%
71 Urbas Guardahermosa	5,48	-79%	56 Unipapel	1,66	-14%	98 Corp. Mapfre	1,41	-10%
122 Grupo Inmocaral	3,09	-62%	80 Campofrío	1,66	-32%	28 Reno de Médici	1,41	12%
60 Dogi	2,98	-60%	117 FCC	1,65	-32%	116 Banco Popular	1,40	-13%
54 Montebalito	2,79	-33%	45 Papeles y Cartones	1,64	0%	109 Cintra	1,40	-14%
37 Inbesós	2,76	-1%	11 Bolsas y Mercados	1,64	53%	31 Tubos Reunidos	1,37	8%
87 Ercros	2,76	-58%	123 Metrovacesa	1,64	-31%	114 Acerinox	1,37	-26%
88 Natraceutical	2,69	-56%	85 La Seda Barcelona	1,64	-26%	9 Altadis	1,36	28%
91 Jazztel	2,61	-50%	14 Elecnor	1,63	49%	7 Unión Fenosa	1,35	26%
95 Renta corp.	2,57	-55%	44 Sotogrande	1,61	4%	70 B. de Vasconia	1,35	-22%
15 CAF	2,24	105%	82 B. de Castilla	1,61	-26%	16 Enagás	1,35	16%
64 Sniace	2,23	-37%	76 B. Guipuzcoano	1,61	-7%	8 Cepsa	1,33	21%
110 Testa Inmuebles	2,23	-44%	73 OHL	1,60	-1%	57 Cie Automotive	1,33	1%
13 Técnicas reunidas	2,23	52%	10 Red Eléctrica	1,60	36%	26 Tudor	1,33	18%
93 Avanzit	2,21	-42%	18 Tubacex	1,59	37%	121 EADS	1,33	-15%
74 Adolfo Domínguez	2,16	-47%	27 Cleop	1,58	14%	119 Repsol YPF	1,32	-5%
48 Lingotes Especiales	2,12	-44%	30 Nicolás Correa	1,56	8%	103 Inditex	1,32	5%
124 Sacyr Vallehermoso	2,11	-40%	106 Ebro Puleva	1,55	-33%	107 Telecinco	1,31	-15%
61 Miquel y Costas	2,06	-36%	5 Gas Natural	1,54	36%	23 Vidrala	1,30	22%
52 Inypsa	2,05	-23%	97 B. de Andalucía	1,54	-28%	62 Prosegur	1,30	1%
84 Befesa	2,04	-32%	90 NH Hoteles	1,54	-18%	21 Duro Felguera	1,29	19%
66 Tavex Algodonera	2,03	-44%	111 ACS	1,54	-3%	55 Logista	1,29	6%
92 Faes Farma	2,02	-22%	49 PRIM	1,54	-13%	33 Federico Paternina	1,29	3%
17 Gral. Alquiler Maq.	1,96	54%	99 Catalana Occidente	1,54	-16%	125 BBVA	1,29	-5%
47 Indo Int.	1,94	-29%	83 PRISA	1,53	-2%	40 Amper	1,27	2%
53 Funespaña	1,94	-43%	1 Telefónica	1,53	42%	50 Viscofán	1,26	3%
58 Corp. Dermoestética	1,91	-15%	19 Pescanova	1,53	51%	42 Puleva Biotech	1,26	-9%
2 Arcelormittal	1,88	69%	115 Banesto	1,52	-18%	65 Itinere infr.	1,24	-4%
105 Sol Meliá	1,88	-30%	72 Parquesol inmb.	1,51	-13%	24 B. de Valencia	1,24	10%
12 Grifols	1,81	53%	39 Iberpapel	1,51	-2%	34 Barón de Ley	1,23	7%
6 Gamesa	1,79	54%	43 Bankinter	1,51	7%	22 Sos Cuétara	1,23	12%
4 Acciona	1,77	56%	67 Mecalux	1,50	-11%	25 CVNE	1,22	19%
108 B. Pastor	1,75	-27%	77 B. de Galicia	1,50	-28%	75 Vocento	1,22	-5%
41 Inmobiliaria del Sur	1,75	6%	51 Dinamia	1,49	-7%	68 Indra	1,21	3%
59 TecnoCom	1,74	-29%	3 Iberdrola	1,49	29%	86 Abertis	1,21	5%
112 Antena 3	1,74	-38%	29 Iberia	1,49	10%	78 Aguas de Barcelona	1,20	1%
102 Cementos Portland	1,73	-23%	46 Azkoyen	1,48	-12%	96 Santander	1,19	8%
38 Service Point	1,72	1%	81 Grupo Emp. Ence	1,46	-12%	35 Bodegas Riojanas	1,18	-1%
118 Ferrovial	1,72	-34%	63 Natra	1,46	-24%	100 Endesa	1,15	5%
94 Abengoa	1,70	-13%	79 Sogecable	1,46	1%	32 Cía. General de Invers.	1,11	4%
101 Zardoya Otis	1,70	-5%	113 B. de Sabadell	1,44	-10%			

Fuente: Datastream.

Tabla 3

Oscilación de los precios de las acciones españolas en un año (máx./mín.). máx./mín. es el cociente del precio máximo y del precio mínimo de la acción en cada año. Porcentaje de las empresas del mercado continuo con máx./mín. en los intervalos indicados

Máx./mín.	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
> 2,5	28%	14%	12%	5%	6%	13%	18%	3%	11%	7%	12%	6%	2%	6%	7%	8%
2 -2,5	18%	15%	8%	6%	6%	16%	21%	11%	6%	7%	9%	4%	2%	10%	11%	10%
1,6 -2	19%	35%	19%	26%	28%	33%	34%	27%	28%	22%	18%	16%	11%	19%	22%	25%
1,3 -1,6	24%	27%	45%	39%	40%	30%	23%	42%	42%	42%	40%	49%	42%	37%	46%	40%
1 -1,3	11%	9%	16%	24%	19%	7%	4%	17%	12%	23%	20%	25%	43%	29%	14%	17%
Promedio	2,38	1,93	2,51	1,86	2,15	1,95	2,24	1,63	1,88	1,66	1,89	1,68	1,42	1,63	1,75	1,82

Creación de valor de 71 empresas españolas en el período 1993-2007

En este apartado se analiza la evolución de las 71 empresas españolas que cotizaron en el mercado continuo desde diciembre de 1992 hasta diciembre de 2007. El Anexo 4 muestra las 71 empresas y su capitalización en diciembre de 1992 y en diciembre de 2007.

Tabla 4

1992-2007. Capitalización, aumento de valor y creación de valor para los accionistas de las 71 empresas estudiadas (millardos de euros)

71 empresas	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Total
Capitalización	44,4	70,6	66,0	76,7	110,2	158,5	220,8	292,2	307,2	292,1	218,5	288,1	354,0	421,6	572,3	614,7	
Aumento de valor para los accionistas																	
En euros corrientes	26,9	-6,8	14,4	36,5	49,9	61,5	47,7	-28,6	-16,5	-69,7	74,2	58,1	81,0	158,7	36,0	523,3	
En euros de 2007	100,6	-22,8	40,1	91,7	114,8	127,6	94,8	-50,6	-27,0	-102,3	100,5	72,7	94,6	172,0	36,0	842,5	
Creación de valor para los accionistas																	
En euros corrientes	19,1	-15,3	3,3	25,8	37,9	46,5	31,3	-58,5	-46,4	-98,4	55,8	34,5	54,9	127,0	-12,0	205,4	
En euros de 2007	71,2	-51,0	8,2	64,7	87,6	96,4	63,2	-103,5	-75,3	-144,3	75,4	43,2	64,2	137,6	-12,0	325,4	
Rentabilidad promedio [1]	59%	22%	14%	41%	68%	47%	-6%	-4%	9%	-3%	34%	25%	42%	52%	-5%	24,0%	
Rentabilidad ponderada [2]	61%	-10%	22%	48%	45%	39%	22%	-10%	-5%	-24%	34%	20%	23%	38%	6%	18,0%	

[1] Rentabilidad anual media invirtiendo igual cantidad de dinero en cada empresa en diciembre de 1992.

[2] Rentabilidad anual media invirtiendo en cada empresa al final de cada año una cantidad proporcional a la capitalización de cada empresa¹.

La Tabla 4 muestra la capitalización, el aumento de la capitalización, el aumento del valor para los accionistas y la creación de valor para los accionistas de estas 71 empresas.

¹ El cálculo de la rentabilidad media de una cartera formada por varias empresas puede hacerse de varias maneras. Un ejemplo sencillo aclara este punto. Dos empresas que no pagan dividendos ni realizan ampliaciones de capital.

	Rentabilidad				Capitalización		
	Año 1	Año 2	Media geom. 1,2	Media aritm. 1,2	Año 0	Año 1	Año 2
Empresa A	-25%	50%	$R_{MA} = 6,07\%$	12,5%	100	75	112,5
Empresa B	25%	-25%	$R_{MB} = -3,18\%$	0,0%	500	625	468,75
Promedio	$R_{M1} = 0,0\%$	$R_{M2} = 12,5\%$		6,25%	600	700	581,25
[1] Rentabilidad anual media invirtiendo igual cantidad de dinero en cada empresa en el año 0. Una inversión de 100 en cada empresa se convierte en el año 2 en: 112,5 en la empresa A y 93,75 en la empresa B (total: 206,25). La rentabilidad media de esta inversión es: $(206,25/100)^{1/2} - 1 = 1,55\%$.							
[2] Rentabilidad anual media reponderando la inversión en cada empresa al final de cada período con inversión proporcional a la capitalización de cada empresa. La rentabilidad de esta inversión es igual a la rentabilidad calculada para la capitalización total: $(581,25/600)^{1/2} - 1 = -1,57\%$.							
Expresiones que carecen de sentido porque no corresponden a ninguna inversión: Promedio de medias geométricas = $(R_{MA} + R_{MB})/2 = 1,45\%$. Promedio de medias aritméticas = $(12,5\% + 0)/2 = 6,25\%$.							

En el año 2000, la rentabilidad del IBEX 35 fue -21%, y la rentabilidad ponderada de las 71 empresas fue -10%. Esta gran diferencia se debe a que en dicho año el IBEX 35 incluyó a Terra el 31 de enero (87 euros/acción, 280 millones de acciones y capitalización de 24.360 millones de euros). Al final de 2000, la cotización de Terra fue de 11,6 euros (pero ya formaban parte del IBEX 621,28 millones de acciones), con lo que su rentabilidad en esos 11 meses fue -87%, y la disminución de valor de las acciones que entraron a formar parte del IBEX en enero fue de 21.112 millones de euros. Otras empresas que formaron parte del IBEX en 2000 fueron Sogecable (rentabilidad -67%, disminución de valor de sus acciones de 4.167 millones de euros) y Telepizza (rentabilidad -40%, disminución del valor de sus acciones de 362 millones de euros).

El que la rentabilidad ponderada por capitalización de estas 71 empresas sea superior a la rentabilidad del IBEX 35 en todo el período significa que la rentabilidad de las empresas pequeñas fue superior a la de las grandes (lo mismo se puede concluir del hecho de que la rentabilidad promedio [1] fuese superior a la rentabilidad ponderada [2]). Debido a este efecto, como muestra la Tabla 5, la rentabilidad promedio del IBEX 35 fue inferior a la del IGBM, y la del IBEX corregido por dividendos fue inferior al ITBM. En los años 1994, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2004, 2005 y 2006, y en el promedio del período diciembre de 1992 - diciembre de 2007, las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes. La Tabla 5 también muestra que los índices IBEX contruados con empresas más pequeñas que las del 35 (IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap) fueron más rentables que el IBEX 35.

Tabla 5

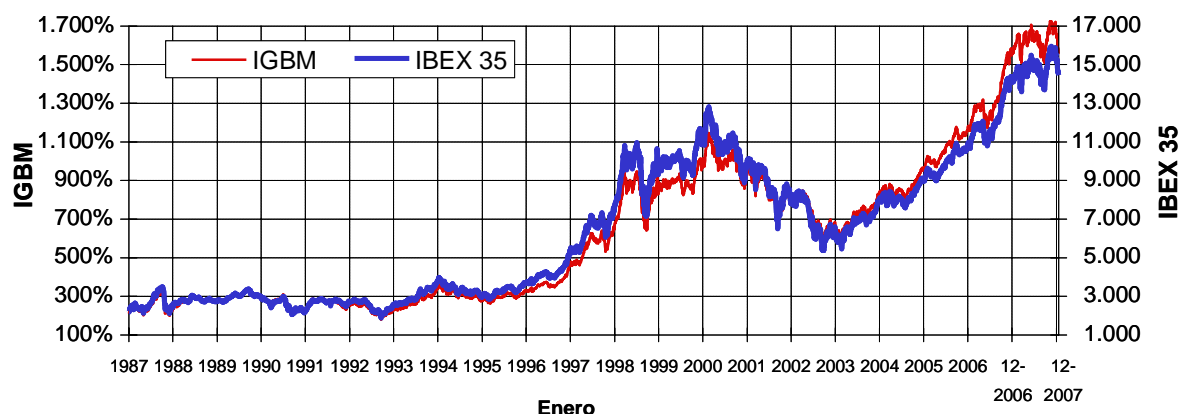
Rentabilidad del IBEX 35, de los Indices de la Bolsa de Madrid (IGBM e ITBM), del IBEX Medium y del IBEX Small

Rentabilidades	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media
IBEX 35	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	7%	11,7%
IGBM	-13%	51%	-12%	12%	39%	42%	37%	16%	-13%	-6%	-23%	27%	19%	21%	34%	6%	12,6%
Diferencia	3,1%	3,5%	-2,9%	5,3%	2,7%	-1,2%	-1,6%	2,1%	-9,1%	-1,4%	-5,0%	0,7%	-1,3%	-2,4%	-2,7%	1,7%	-0,9%
IBEX 35 con div.	-5%	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	11%	15,1%
ITBM	-8%	56%	-9%	16%	43%	45%	39%	17%	-11%	-5%	-17%	30%	21%	23%	41%	9%	16,0%
Diferencia	2,5%	5,0%	-2,5%	6,7%	4,1%	-0,9%	-0,8%	2,9%	-9,5%	-1,3%	-9,3%	2,2%	-0,1%	-1,3%	-4,5%	1,5%	-0,9%
IBEX 35 con div. - IBEX	4,9%	6,8%	2,9%	4,8%	5,4%	3,4%	3,1%	1,7%	1,2%	1,8%	1,6%	4,0%	3,7%	3,8%	4,3%	3,4%	3,5%
ITBM - IGBM	5,5%	5,4%	2,5%	3,4%	4,0%	3,1%	2,3%	1,0%	1,6%	1,6%	5,9%	2,5%	2,5%	2,7%	6,1%	3,6%	3,3%
Diferencia	-0,6%	1,4%	0,4%	1,4%	1,4%	0,3%	0,8%	0,7%	-0,4%	0,2%	-4,3%	1,5%	1,3%	1,1%	-1,8%	-0,2%	0,2%
IBEX 35	-10%	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	7%	11,7%
IBEX Medium CAP	-14%	39%	4%	2%	34%	30%	39%	-17%	12%	-9%	-1%	38%	25%	37%	42%	-10%	13,5%
IBEX Small CAP	-48%	92%	19%	-2%	50%	63%	33%	-31%	-9%	-5%	-20%	30%	22%	42%	54%	-5%	11,9%

La Figura 1 compara la evolución del IBEX 35 con la del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM). Al IBEX 35 se le asignó el valor 3.000 el 29 de diciembre de 1989, día en el que el IGBM fue 296,8%. Entre esa fecha y febrero de 2000, el IBEX 35 fue mejor que el IGBM, pero desde entonces ha sucedido lo contrario, de modo que el último día de 2006, el IBEX fue 14.146,5, mientras que el IGBM fue 1.555. Esto implica que la rentabilidad media del Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) fue superior a la del IBEX 35 ajustado por dividendos. Esto se debe a que la rentabilidad de las empresas pequeñas fue, en promedio, superior a la de las grandes. En los años 1994, 1997, 1998, 2000, 2001, 2002, 2004 y 2005, y en el promedio del período diciembre de 1992 - diciembre de 2007, las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes.

Figura 1

Evolución del IBEX 35 y del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM)



Aumento del valor para los accionistas

La Tabla 6 muestra el aumento del valor para los accionistas en el período diciembre de 1992-diciembre de 2007 de cada una de las 71 empresas. Telefónica supuso un 19,3% del total. Las diez primeras empresas supusieron un 73% del total, y las veinte primeras un 89%.

Tabla 6

Aumento del valor para los accionistas en 1993-2007 (millones de euros de 2007). (El número de referencia corresponde al ranking de capitalización del Anexo 4)

1	Telefónica	162.867	27	Indra	5.076	46	Duro Felguera	968
2	Santander	89.463	36	Elecnor	5.005	55	Banco de Vasconia	876
3	BBVA	83.510	18	Corp. Mapfre	4.937	54	Campofrío	810
5	Endesa	70.658	25	Inmobiliaria Urbis	4.312	56	Amper	716
4	Iberdrola	61.209	29	Banco Pastor	4.263	57	B. Crédito Balear	607
6	Repsol YPF	42.972	30	Logista	3.948	59	Acumulador Tudor	537
8	Gas Natural	31.968	39	Banco de Andalucía	3.133	65	Azkoyen	470
10	Banco Popular	27.156	31	Cementos Portland	2.963	62	Unipapel	437
7	Cepsa	25.600	33	Ebro Puleva	2.484	48	Tafisa	180
11	Unión Fenosa	22.728	38	Prosegur	2.480	63	Sniace	176
14	Altadis	20.115	32	OHL	1.961	51	Avanzit	140
12	Acciona	17.873	34	Testa Inmuebles	1.919	67	Indo Int.	129
13	Abertis	16.946	37	Banco Guipuzcoano	1.897	66	Inbesós	104
9	Acs Constr.	15.382	40	Faes Farma	1.891	68	Nicolás Correa	103
19	FCC	11.618	41	Grupo Emp. Ence	1.838	69	Lingotes Especiales	91
15	Metrovacesa	10.786	35	NH Hoteles (exCofir)	1.788	64	Tavex Algodonera	52
21	Bankinter	10.647	49	Banco de Castilla	1.744	71	Española del Zinc	8
16	Banesto	10.434	42	Uralita	1.505	58	Ercros	-60
20	Zardoya Otis	9.944	53	Banco de Galicia	1.414	70	Cía General de Invers.	-115
17	Sacyr Vallehermoso	9.737	47	Viscofán	1.355	43	La Seda Barcelona	-129
23	Acerinox	8.122	45	Tubacex	1.157	61	Tecnocom	-146
28	Corp. Fin. Alba	6.804	44	CAF (Const aux Ferr)	1.157	60	Service Point	-167
24	Aguas de Barcelona	5.870	50	Sotogrande	1.148	26	Grupo Inmocaral	-1.923
22	Banco de Valencia	5.787	52	Vidrala	1.103			

Suma de las 71 empresas: 842.540; IBEX 35: 773.539.

Rentabilidad para los accionistas

La Tabla 7 muestra la rentabilidad anual de cada empresa. Sotogrande fue la empresa más rentable para el período 1993-2007. De las 71 empresas, 41 tuvieron una rentabilidad superior

al IBEX ajustado por dividendos. Doce empresas tuvieron una rentabilidad inferior a la rentabilidad media de la inversión en bonos del Estado en este período (9,8%)².

Tabla 7

Rentabilidad para los accionistas de las 71 empresas en 1993-2007

Rentabilidad anualizada del período diciembre de 1992-diciembre de 2007. (El número de referencia corresponde al ranking de capitalización del Anexo 4)

50	Sotogrande	34,3%	38	Prosegur	20,0%	47	Viscofán	13,9%
36	Elecnor	33,5%	63	Sniace	19,9%	35	NH Hoteles (exCofir)	13,9%
12	Acciona	33,5%	29	Banco Pastor	19,9%	42	Uralita	13,7%
30	Logista	32,3%	14	Altadis	19,6%	31	Cementos Portland	13,4%
9	Acs Constr.	31,9%	23	Acerinox	19,1%	49	Banco de Castilla	13,0%
27	Indra	28,4%	28	Corp. Fin. Alba	19,0%	6	Repsol YPF	12,8%
22	Banco de Valencia	26,9%	41	Grupo Emp. Ence	18,9%	18	Corp. Mapfre	12,6%
52	Vidrala	25,6%	40	Faes Farma	18,8%	69	Lingotes Especiales	11,5%
11	Unión Fenosa	25,5%	2	Santander	18,4%	61	Tecnocom	10,5%
20	Zardoya Otis	24,4%	66	Inbesós	17,7%	51	Avanzit	10,4%
25	Inmobiliaria Urbis	24,1%	19	FCC	17,5%	33	Ebro Puleva	10,3%
56	Amper	23,4%	10	Banco Popular	17,5%	59	Acumulador Tudor	9,7%
15	Metrovacesa	22,8%	13	Abertis	17,5%	64	Tavex Algodonera	8,9%
45	Tubacex	22,5%	32	OHL	17,3%	60	Service Point	8,0%
7	Cepsa	22,3%	34	Testa Inmuebles	16,9%	54	Campofrío	6,7%
68	Nicolás Correa	21,5%	5	Endesa	16,7%	48	Tafisa	6,7%
44	CAF (Const aux ferr)	21,2%	37	Banco Guipuzcoano	16,7%	67	Indo Int.	6,3%
4	Iberdrola	21,0%	55	Banco de Vasconia	15,6%	43	La Seda Barcelona	6,0%
17	Sacyr Vallehermoso	21,0%	62	Unipapel	15,4%	16	Banesto	4,6%
1	Telefónica	20,7%	65	Azkoyen	15,0%	26	Grupo Inmocaral	2,1%
8	Gas Natural	20,7%	53	Banco de Galicia	14,3%	58	Ercros	1,8%
3	BBVA	20,4%	24	Aguas de Barcelona	14,2%	71	Española del Zinc	-1,8%
46	Duro Felguera	20,2%	39	Banco de Andalucía	14,2%	70	Cía General de Invers.	-5,1%
21	Bankinter	20,0%	57	B. Crédito Balear	14,0%			

Fuente: Datastream.

Promedio de las 71 empresas: 16,9%; promedio ponderado por capitalización de las 71 empresas: 18,0%; IBEX 35: 16,5%.

Creación de valor

La Tabla 8 muestra la creación de valor para los accionistas de las 71 empresas analizadas en el período diciembre de 1992 - diciembre de 2006, expresada en euros de 2007. Telefónica, BBVA, Endesa, Iberdrola y Santander crearon el 52% del total. Las diez primeras empresas crearon un 74% del total, y las veinte primeras el 93,5%.

² La rentabilidad de la inversión en bonos del Estado a 10 años se calcula suponiendo la reinversión de los intereses.

Tabla 8

Creación de valor para los accionistas, 1993-2007. Periodo diciembre de 1992 - diciembre de 2007 (millones de euros de 2007). (El número de referencia corresponde al ranking de capitalización del Anexo 1)

1	Telefónica	62.850	36	Elecnor	2.870	57	B. Crédito Balear	161
4	Iberdrola	34.043	30	Logista	2.397	65	Azkoyen	116
5	Endesa	28.232	29	Banco Pastor	2.190	35	NH Hoteles (exCofir)	102
3	BBVA	23.087	24	Aguas de Barcelona	1.967	62	Unipapel	82
2	Santander	22.427	38	Prosegur	1.242	66	Inbesós	41
7	Cepsa	16.221	32	OHL	1.146	68	Nicolás Correa	39
8	Gas Natural	15.352	31	Cementos Portland	894	63	Sniace	12
11	Unión Fenosa	14.020	40	Faes Farma	872	69	Lingotes Especiales	7
12	Acciona	12.726	39	Banco de Andalucía	838	71	Española del Zinc	-48
10	Banco Popular	11.586	18	Corp. Mapfre	811	67	Indo Int.	-61
9	Acs Constr.	10.355	37	Banco Guipuzcoano	806	59	Acumulador Tudor	-86
14	Altadis	10.104	50	Sotogrande	779	64	Tavex Algodonera	-182
13	Abertis	8.574	41	Grupo Emp. Ence	718	70	Cía General de Invers.	-277
15	Metrovacesa	6.465	44	CAF (Const aux ferr)	662	51	Avanzit	-318
20	Zardoya Otis	5.726	46	Duro Felguera	626	54	Campofrío	-343
21	Bankinter	5.240	52	Vidrala	616	43	La Seda Barcelona	-354
17	Sacyr Vallehermoso	5.010	34	Testa Inmuebles	548	48	Tafisa	-390
19	FCC	4.414	45	Tubacex	528	60	Service Point	-448
6	Repsol YPF	3.910	53	Banco de Galicia	358	58	Ercros	-499
22	Banco de Valencia	3.842	49	Banco de Castilla	345	33	Ebro Puleva	-511
23	Acerinox	3.213	55	Banco de Vasconia	292	61	Tecnocom	-1.834
27	Indra	2.886	56	Amper	278	26	Grupo Inmocaral	-2.845
28	Corp. Fin. Alba	2.878	47	Viscofán	255	16	Banesto	-5.240
25	Inmobiliaria Urbis	2.874	42	Uralita	221			

Suma de las 71 empresas: 325.421; IBEX 35: 269.194.

Mayor crecimiento de las empresas grandes hasta 2000

Entre 1992 y 2000, las empresas grandes crecieron (en capitalización) más que las pequeñas. La Tabla 9 muestra la evolución de la capitalización de las grandes empresas respecto a la capitalización de las 71 empresas analizadas. La capitalización de Telefónica pasó de ser un 14,3% de la capitalización de éstas en 1992 a un 27,7% en 1999, y un 17,3% en 2007. Las diez mayores empresas pasaron de un 73% en 1992 a un 85% en 2000, y a un 73% en 2007. Las empresas pequeñas crecieron más en capitalización en los años 2001-2007. En 1993 y 1995, la mayor empresa por capitalización fue Endesa; en 2005 y 2006, fue Banco Santander.

Tabla 9

Capitalización de las grandes empresas respecto a la capitalización de las 71 empresas

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
5 mayores empresas	53%	55%	50%	51%	54%	55%	55%	68%	71%	68%	59%	60%	60%	56%	53%	57%
10 mayores empresas	73%	73%	72%	76%	77%	76%	76%	84%	85%	83%	77%	76%	76%	72%	69%	73%
20 mayores empresas	88%	88%	87%	89%	91%	89%	89%	93%	93%	92%	89%	90%	89%	88%	87%	89%
Telefónica	14,3%	14,7%	13,3%	12,4%	15,4%	15,5%	18,0%	27,7%	24,9%	24,0%	19,0%	20,0%	19,4%	14,8%	13,9%	17,3%
Banco Santander	6,5%	6,3%	7,3%	7,6%	7,2%	9,2%	9,0%	14,1%	16,8%	15,4%	14,3%	15,5%	16,1%	16,5%	15,5%	15,0%
BBVA	7,3%	6,2%	6,9%	7,7%	8,6%	12,6%	12,4%	10,2%	16,5%	15,2%	13,3%	12,1%	12,5%	12,1%	11,3%	10,2%
Repsol	11,2%	11,4%	9,8%	9,3%	8,1%	7,4%	6,2%	9,4%	6,8%	6,8%	7,0%	6,6%	6,6%	7,1%	5,6%	4,8%
Endesa	13,0%	15,0%	12,7%	14,0%	13,1%	10,7%	9,8%	7,1%	6,3%	6,4%	5,4%	5,6%	5,2%	5,6%	6,6%	6,3%
Iberdrola	7,6%	7,6%	6,8%	8,1%	9,2%	6,9%	6,5%	4,2%	3,9%	4,5%	5,5%	4,9%	4,8%	4,9%	5,2%	8,4%

Relación de la rentabilidad para los accionistas con el tamaño de las empresas

Ya hemos visto que las empresas pequeñas han sido (en promedio) más rentables que las empresas más grandes, pero vamos a matizar un poco esta afirmación. Para ello formamos cinco carteras con las 75 empresas que cotizaron entre diciembre de 1992 y diciembre de 2004: una con acciones de las quince empresas mayores (con mayor capitalización), otra con acciones de las quince empresas menores, y otras tres carteras con acciones de las empresas intermedias. Estas carteras se pueden formar ponderando la capitalización (invirtiendo en cada empresa una cantidad proporcional a su capitalización) o sin ponderar (invirtiendo la misma cantidad en cada empresa). La Tabla 10 muestra los resultados. Puede observarse que las quince empresas más pequeñas fueron las menos rentables en media. Las empresas que sí fueron mucho más rentables que las demás fueron las denominadas “intermedias-pequeñas”, seguidas por las denominadas “intermedias-grandes”. Las “intermedias” y las “pequeñas” fueron, en media, menos rentables que las grandes. La Figura 2 también muestra que las empresas más rentables no fueron ni las más pequeñas ni las más grandes.

Tabla 10

Relación entre la rentabilidad y el tamaño de las empresas

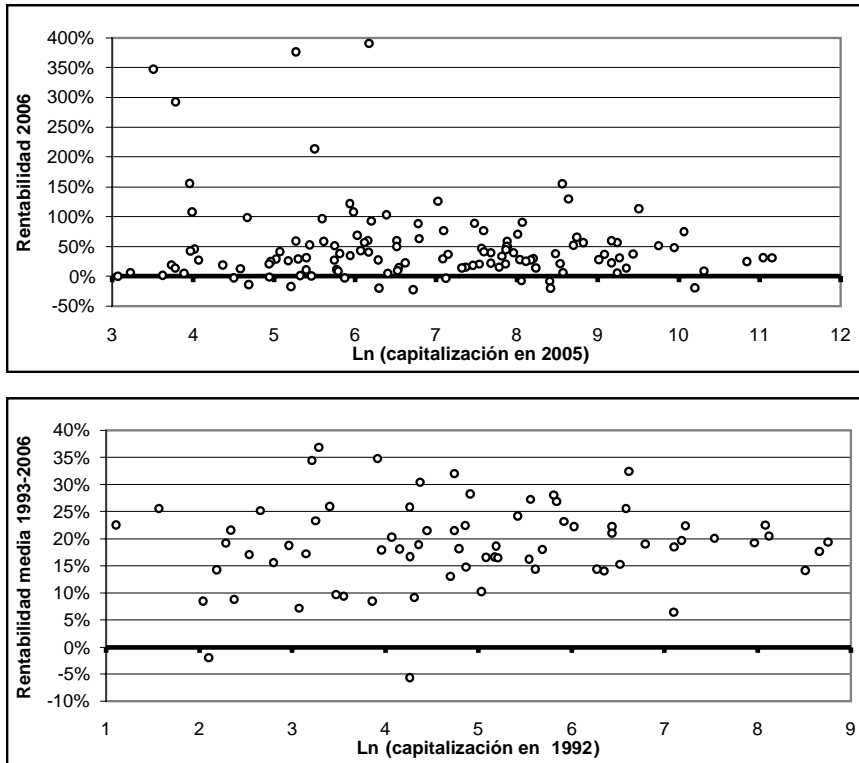
	Rentabilidad por tamaño (ponderada por capitalización)												Media	volat.
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004		
15 mayores	64%	-10%	29%	53%	52%	47%	43%	-7%	-5%	-23%	35%	19%	21,3%	29%
15 intermedias-grandes	56%	7%	14%	42%	68%	40%	-4%	0%	5%	11%	40%	26%	23,5%	24%
15 intermedias	82%	-1%	-4%	35%	91%	38%	-13%	9%	14%	-1%	28%	28%	21,8%	33%
15 intermedias-pequeñas	68%	54%	14%	41%	60%	81%	-12%	-18%	6%	19%	42%	31%	28,7%	31%
15 pequeñas	21%	17%	48%	36%	56%	26%	-7%	-15%	18%	-27%	26%	25%	15,9%	25%
75 empresas	64%	-6%	26%	51%	55%	46%	38%	-7%	-4%	-18%	36%	21%	22,1%	28%

	Rentabilidad por tamaño (sin ponderar por capitalización)												Media	volat.
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004		
15 mayores	61%	-6%	29%	46%	42%	55%	15%	-6%	6%	-12%	30%	23%	21,4%	25%
15 intermedias-grandes	55%	14%	11%	40%	67%	45%	-8%	2%	4%	12%	42%	24%	23,7%	24%
15 intermedias	73%	-2%	-4%	37%	92%	37%	-13%	11%	13%	-3%	29%	25%	21,1%	32%
15 intermedias-pequeñas	76%	56%	7%	38%	62%	74%	-16%	-14%	9%	12%	43%	27%	27,4%	32%
15 pequeñas	19%	13%	24%	31%	61%	23%	-11%	-20%	14%	-22%	27%	21%	12,7%	24%
75 empresas	57%	15%	14%	38%	65%	47%	-7%	-5%	9%	-3%	34%	24%	21,9%	24%

	Capitalización sobre el total de las 75 empresas											
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
15 mayores	82%	81%	83%	84%	83%	84%	89%	89%	88%	84%	83%	83%
15 intermedias-grandes	13%	13%	11%	11%	11%	10%	8%	7%	8%	10%	11%	11%
15 intermedias	4,2%	4,7%	3,9%	3,5%	4,2%	4,0%	2,7%	2,5%	3,0%	4,2%	4,3%	4,2%
15 intermedias-pequeñas	1,3%	1,7%	1,5%	1,4%	1,7%	1,6%	1,1%	0,9%	1,0%	1,2%	1,3%	1,3%
15 pequeñas	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Figura 2

Relación entre el tamaño y la rentabilidad para los accionistas



En los mercados internacionales, las empresas más rentables son habitualmente las más pequeñas. La Tabla 11 muestra la rentabilidad de las empresas norteamericanas en el período 1926-2005 agrupadas por deciles.

Tabla 11

Relación entre la rentabilidad y el tamaño de las empresas norteamericanas en el período 1926-2005

	Rentabilidad (media geométrica) 1926-2005	Desviación típica 1926-2005	Capitalización 2005 (miles de millones de dólares)	Número de empresas en 2005
Mayores	9,5%	19,17%	8.869,80	169
9º decil	10,9%	21,86%	2.025,32	182
8º decil	11,3%	23,66%	1.074,44	195
7º decil	11,3%	25,94%	656,29	206
6º decil	11,6%	26,78%	452,33	207
5º decil	11,8%	27,84%	389,59	238
4º decil	11,6%	29,99%	319,64	299
3º decil	11,8%	33,47%	287,78	352
2º decil	12,0%	36,55%	268,73	693
Menores	14,0%	45,44%	216,33	1.746

Fuente: Ibbotson, 2006 Yearbook.

Relación de la rentabilidad para los accionistas con la rentabilidad del año anterior

La Tabla 12 muestra la rentabilidad de cuatro carteras formadas con el criterio de la rentabilidad para los accionistas del año anterior. Las carteras se forman con igual ponderación de las empresas, esto es, con idéntica inversión en cada empresa. Así, las quince empresas menos rentables en 1993 (con una rentabilidad media de -11%), tuvieron una rentabilidad del 69% en 1994. Las quince empresas más rentables en 1993 (con una rentabilidad del 155%), tuvieron una rentabilidad del -4% en 1994. En promedio, la cartera formada por las empresas menos rentables (igual ponderación) en el año anterior tuvo una rentabilidad del 24,3%, y la cartera formada por las empresas más rentables (igual ponderación) el año anterior tuvo una rentabilidad del 16,3%. Este efecto es el contrario al denominado “persistencia”. Por esta razón, en este período tuvieron mayor rentabilidad las carteras que se recompusieron al final de cada año a igual inversión en todas las empresas que las que se formaron en 1993 y no se modificó su composición hasta 2003. La última línea muestra la correlación de las rentabilidades de las 75 empresas en cada año con las rentabilidades del año anterior; fueron las siguientes: hubo siete años con correlación negativa y cuatro con correlación positiva.

Tabla 12

Rentabilidad media (sin ponderar) de las carteras formadas de acuerdo a la rentabilidad del año anterior: quince empresas menos rentables, quince empresas más rentables y tres carteras intermedias

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Media
15 menos rentables el año anterior	69%	52%	36%	80%	39%	-7%	-17%	13%	-26%	53%	26%	24,3%
15 poco rentables	1%	1%	14%	81%	70%	7%	3%	17%	-10%	38%	35%	20,4%
15 intermedias	8%	13%	54%	58%	24%	-13%	1%	10%	12%	20%	28%	18,0%
15 bastantes rentables	1%	-2%	37%	62%	19%	-1%	-15%	7%	-2%	27%	20%	12,0%
15 más rentables	-4%	4%	51%	45%	82%	-21%	1%	0%	12%	33%	11%	16,3%
Rentabilidad media de las 75 empresas	15%	14%	38%	65%	47%	-7%	-5%	9%	-3%	34%	24%	19,1%
IBEX 35	-10%	25%	48%	46%	43%	21%	-17%	-8%	-26%	30%	21%	12,7%

La rentabilidad media del año anterior fue:	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03
15 menos rentables	-11%	-34%	-35%	-19%	0%	-15%	-43%	-38%	-21%	-44%	7%
15 poco rentables	17%	-10%	-12%	15%	26%	18%	-27%	-21%	-1%	-21%	21%
15 intermedias	49%	0%	4%	31%	46%	31%	-16%	-8%	8%	-4%	28%
15 bastantes rentables	75%	11%	21%	52%	73%	51%	2%	8%	18%	13%	38%
15 más rentables	155%	109%	90%	112%	180%	149%	51%	32%	43%	42%	131%
Promedio	57%	15%	14%	38%	65%	47%	-7%	-5%	9%	-3%	45%

Correl. (Rt, Rt-1)	-0,26	-0,06	0,14	-0,02	0,11	-0,19	0,09	-0,28	0,33	-0,27	-0,23	-0,06
--------------------	-------	-------	------	-------	------	-------	------	-------	------	-------	-------	-------

Rentabilidad y volatilidad

Se suele afirmar que para obtener más rentabilidad es preciso asumir más riesgo. Una medida del riesgo de las acciones es la volatilidad, que mide la variabilidad de la rentabilidad de las acciones. Una acción que proporciona todos los años la misma rentabilidad tendría una volatilidad igual a cero. La Tabla 13 muestra el ranking de las empresas según su volatilidad. En total, 68 empresas tuvieron una volatilidad superior a la del IBEX 35.

Tabla 13

Volatilidad de las 71 empresas en el período diciembre de 1992 - diciembre de 2007. Volatilidad calculada a partir de rentabilidades diarias de un año

Service Point	60%	Española del Zinc	37%	Vidrala	28%	Faes Farma	24%
Avanzit	54%	Duro Felguera	36%	FCC	28%	Endesa	24%
Ercros	52%	Tavex Algodonera	36%	Logista	28%	Aguas de Barcelona	24%
Sniace	51%	Prosegur	33%	CAF	28%	Cepsa	23%
Grupo Inmocaral	49%	Grupo Emp. Ence	33%	Corp. Fin. Alba	28%	Repsol YPF	23%
Nicolás Correa	47%	Viscofán	32%	Gas Natural	27%	Banco de Vasconia	23%
Cía Gral. de Invers.	46%	OHL	32%	Metrovacesa	27%	B. de Crédito Balear	23%
La Seda Barcelona	46%	Indo Internacional	31%	Altadis	27%	Abertis	23%
Indra	45%	Uralita	31%	Ebro Puleva	27%	Banco Popular	22%
Inbesós	44%	Azkoyen	31%	Telefónica	27%	Iberdrola	22%
Tafisa	44%	NH Hoteles	31%	BBVA	27%	Zardoya Otis	21%
Tecnocom	43%	Acs Constr.	31%	Campofrío	27%	Banco de Valencia	21%
Amper	43%	Acciona	31%	Unipapel	26%	Banco Guipuzcoano	20%
Testa Inmuebles	41%	Inmobiliaria Urbis	30%	Bankinter	26%	Banco Pastor	20%
Acumulador Tudor	39%	Sacyr Vallehermoso	30%	Cementos Portland	26%	Banco de Galicia	20%
Tubacex	39%	Corp. Mapfre	30%	Banesto	26%	Banco de Castilla	18%
Sotogrande	38%	Acerinox	30%	Unión Fenosa	25%	Banco de Andalucía	17%
Lingotes Especiales	37%	BSCH	29%	Elecnor	24%		

Fuente: Datastream.

Promedio de las volatilidades: 31,6%. Volatilidad del IBEX 35: 20,2%. Volatilidad del IGBM: 18,2%.

¿Mayor volatilidad supuso mayor rentabilidad? Contemplando la Figura 3, que muestra la volatilidad y la rentabilidad anual media para los accionistas de las empresas en el período diciembre de 1992 - diciembre de 2006, es obvio que no.

La Figura 4 muestra que muchas empresas con muy poco volumen de negociación tuvieron volatilidades muy bajas.

Figura 3

Volatilidad y rentabilidad anual media para los accionistas de 71 empresas españolas en el período diciembre de 1992 - diciembre de 2007

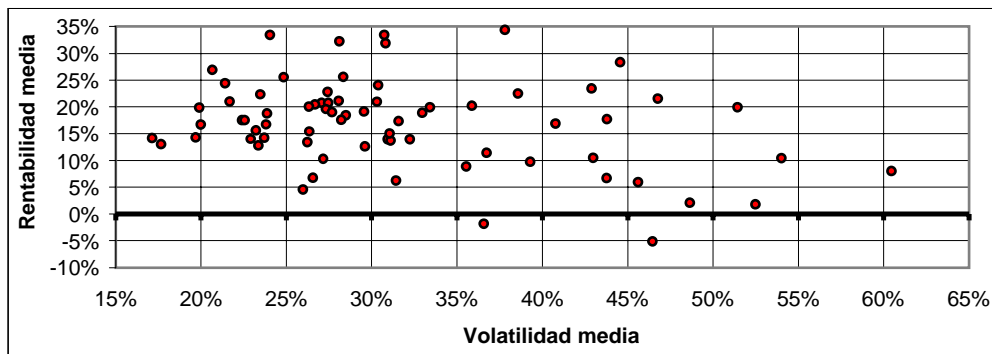
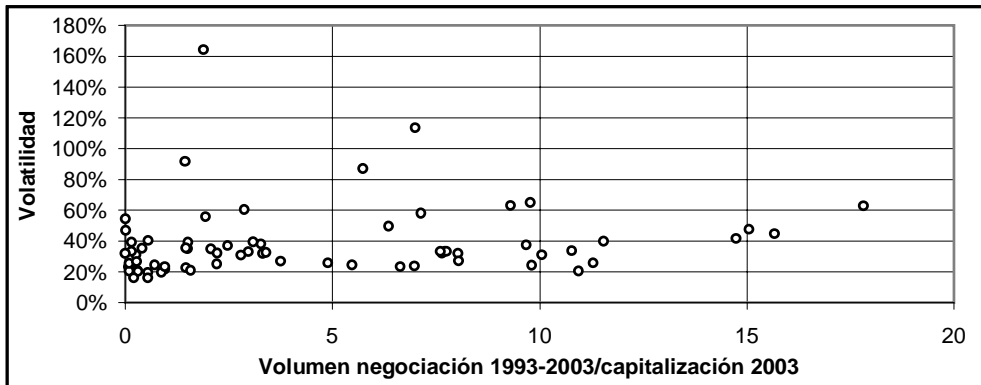


Figura 4

Volatilidad y volumen de negociación/capitalización de 75 empresas españolas en el período diciembre de 1992 - diciembre de 2004



El ROE no es la rentabilidad para los accionistas

La Figura 5 muestra el ROE y la rentabilidad para los accionistas de las empresas estudiadas en cada uno de los años. Puede observarse que el ROE guarda poca relación con la rentabilidad para los accionistas de cada año ($R^2 = 0,0011$). Sin embargo, el ROE medio sí tiene más relación con la rentabilidad media ($R^2 = 0,27$) para los accionistas en años estudiados, como puede observarse en la Figura 6.

Figura 5

Rentabilidad para los accionistas y ROE de las 71 empresas para cada uno de los años

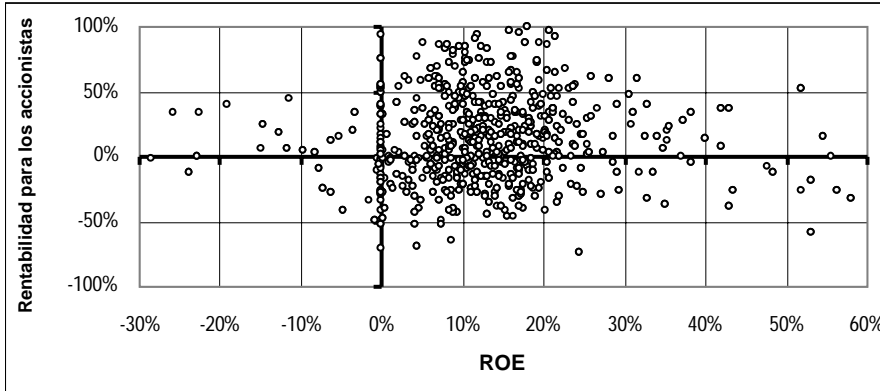
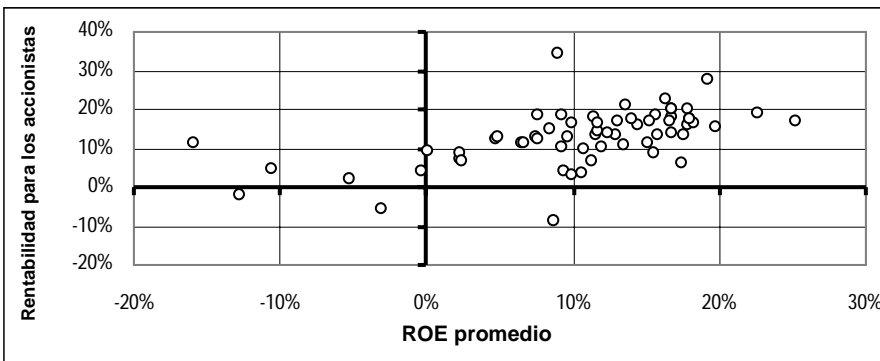


Figura 6

Rentabilidad para los accionistas y ROE de las 71 empresas (media de los años)



Anexo 1

Creación de valor en 2007 y en 2008 (17 días) de las 125 empresas españolas del mercado continuo (millones de euros)

		2007	2008			2007	2008			2007	2008
1	Telefónica	26.828	-3.753	43	Bankinter	-26	-601	85	La Seda Barcelona	-356	-232
2	Arcelormittal	18.166	-15.433	44	Sotogrande	-29	-4	86	Abertis	-359	-1.060
3	Iberdrola	6.179	-1.956	45	Papeles y Cart. Europa	-33	-117	87	Ercros	-363	-42
4	Acciona	4.184	-2.059	46	Azkoyen	-35	-37	88	Natraceutical	-390	-8
5	Gas Natural	3.823	-1.074	47	Indo Int.	-35	-16	89	Vueling	-414	-1
6	Gamesa	2.337	-1.605	48	Lingotes Especiales	-38	-2	90	NH Hoteles	-478	-464
7	Unión Fenosa	2.067	-343	49	PRIM	-39	10	91	Jazztel	-500	-44
8	Cepsa	2.003	-592	50	Viscofán	-40	-80	92	Faes Farma	-508	-258
9	Altadis	1.936	-37	51	Dinamia	-42	-22	93	Avanzit	-530	-168
10	Red Eléctrica	1.278	-288	52	Inypsa	-42	-35	94	Abengoa	-539	-417
11	Bolsas y Mercados	1.166	-513	53	Funespaña	-44	-4	95	Renta Corp.	-541	-92
12	Grífol	945	-235	54	Montebalito	-45	-15	96	Santander	-544	-13.295
13	Técnicas Reunidas	702	-206	55	Logista	-56	5	97	B. de Andalucía	-729	-108
14	Elecnor	488	-337	56	Unipapel	-58	-23	98	Corp. Mapfre	-733	-766
15	CAF	451	-135	57	Cie Automotive	-59	-228	99	Catalana Occidente	-785	-398
16	Enagás	325	-197	58	Corp. Dermoesética	-82	-30	100	Endesa	-806	-1.827
17	Gral. Alqu. Maquinaria	185	-170	59	Tecnocom	-88	-21	101	Zardoya Otis	-844	-1.145
18	Tubacex	176	-167	60	Dogi	-101	-11	102	Cementos Portland	-861	-437
19	Pescanova	151	-44	61	Miquel y Costas	-102	-10	103	Inditex	-929	-5.237
20	Uralita	147	-147	62	Prosegur	-109	-123	104	Corp. Fin. Alba	-982	-453
21	Duro Felguera	75	-115	63	Natra	-114	-8	105	Sol Meliá	-1.063	-345
22	Sos Cuétara	66	-151	64	Sniace	-120	-3	106	Ebro Puleva	-1.269	-182
23	Vidrala	62	-138	65	Itinere infr.	-130	-128	107	Telecinco	-1.271	-640
24	B. de Valencia	59	-561	66	Tavex Algodonera	-141	-22	108	B. Pastor	-1.338	-85
25	CVNE	24	-1	67	Mecalux	-142	-207	109	Cintra	-1.466	-345
26	Tudor	20	-26	68	Indra	-170	-358	110	Testa Inmuebles	-1.752	-166
27	Cleop	10	3	69	B. de Crédito Balear	-175	-50	111	ACS	-1.771	-1.476
28	Reno de Médici	5	-25	70	B. de Vasconia	-186	-33	112	Antena 3	-1.847	-342
29	Ibería	0	-437	71	Urbas Guardahermosa	-187	-29	113	B. de Sabadell	-1.925	-1.604
30	Nicolás Correa	-1	-4	72	Parquesol inmb.	-203	-54	114	Acerinox	-2.050	-507
31	Tubos Reunidos	-2	-145	73	OHL	-205	-340	115	Banesto	-3.096	-1.616
32	Cía General de Invers.	-2	-2	74	Adolfo Domínguez	-239	-48	116	Banco Popular	-3.334	-1.877
33	Federico Paternina	-3	-2	75	Vocento	-265	-303	117	FCC	-4.091	-1.060
34	Barón de Ley	-4	-4	76	B. Guipuzcoano	-275	-147	118	Ferrovial	-4.488	-758
35	Bodegas Riojanas	-5	-1	77	B. de Galicia	-285	-83	119	Repsol YPF	-4.566	-2.346
36	Zeltia	-5	-316	78	Aguas de Barcelona	-294	44	120	Astroc	-4.757	-299
37	Inbesós	-9	1	79	Sogecable	-299	-5	121	EADS	-5.022	-3.273
38	Service Point	-16	-49	80	Campofrío	-302	-66	122	Grupo Inmocaral	-5.066	-691
39	Iberpapel	-22	-28	81	Grupo Emp. Ence	-304	-184	123	Metrovacesa	-5.269	-6
40	Amper	-23	9	82	B. de Castilla	-309	-69	124	Sacyr Vallehermoso	-6.337	-889
41	Inmobiliaria del Sur	-24	-5	83	PRISA	-321	-527	125	BBVA	-8.820	-8.378
42	Puleva Biotech	-26	-4	84	Befesa	-331	-77				

	2007	2008*
Suma de las 125 empresas	-15.173	-88.691
IBEX 35	12.525	-49.543

* 17 primeros días del año.

Anexo 2

Rentabilidad para los accionistas en 2007 de las 125 empresas españolas del mercado continuo

	Rentabilidad			Rentabilidad			Rentabilidad	
	2007	2008*		2007	2008*		2007	2008*
15 CAF	105%	-14%	68 Indra	3%	-11%	92 Faes Farma	-22%	-19%
2 Arcelormittal	69%	-20%	50 Viscofán	3%	-11%	70 B. de Vasconia	-22%	-7%
4 Acciona	56%	-14%	33 Federico Paternina	3%	-4%	102 Cementos Portland	-23%	-21%
6 Gamesa	54%	-20%	40 Amper	2%	3%	52 Inypsa	-23%	-28%
17 Gral. Alquiler Maqu.	54%	-24%	79 Sogecable	1%	1%	63 Natra	-24%	-2%
12 Grifols	53%	-7%	57 Cie Automotive	1%	-27%	114 Acerinox	-26%	-11%
11 Bolsas y Mercados	53%	-13%	38 Service Point	1%	-18%	82 B. de Castilla	-26%	-10%
13 Técnicas Reunidas	52%	-8%	62 Prosegur	1%	-8%	85 La Seda Barcelona	-26%	-21%
19 Pescanova	51%	-8%	78 Aguas de Barcelona	1%	2%	108 B. Pastor	-27%	-3%
14 Elecnor	49%	-18%	45 Papeles y Cart.	0%	-24%	77 B. de Galicia	-28%	-14%
1 Telefónica	42%	-3%	73 OHL	-1%	-16%	97 B. de Andalucía	-28%	-7%
18 Tubacex	37%	-18%	37 Inbesós	-1%	2%	59 Tecnocom	-29%	-9%
5 Gas Natural	36%	-5%	35 Bodegas Riojanas	-1%	-2%	47 Indo Int.	-29%	-24%
10 Red Eléctrica	36%	-4%	83 PRISA	-2%	-18%	105 Sol Meliá	-30%	-17%
3 Iberdrola	29%	-3%	39 Iberpapel	-2%	-14%	69 B. de Crédito Balear	-31%	-16%
9 Altadis	28%	0%	111 ACS	-3%	-10%	123 Metrovacesa	-31%	1%
7 Unión Fenosa	26%	-2%	65 Itinere Infr.	-4%	-12%	117 FCC	-32%	-15%
20 Uralita	24%	-12%	75 Vocento	-5%	-17%	80 Campofrío	-32%	-13%
23 Vidrala	22%	-23%	119 Repsol YPF	-5%	-7%	84 Befesa	-32%	-14%
8 Cepsa	21%	-3%	125 BBVA	-5%	-13%	54 Montebalito	-33%	-10%
25 CVNE	19%	0%	101 Zardoya Otis	-5%	-20%	106 Ebro Puleva	-33%	-9%
21 Duro Felguera	19%	-12%	51 Dinamia	-7%	-8%	118 Ferrovial	-34%	-11%
26 Tudor	18%	-8%	76 B. Guipuzcoano	-7%	-8%	61 Miquel y Costas	-36%	-7%
16 Enagás	16%	-4%	42 Puleva Biotech	-9%	-3%	64 Sniace	-37%	-1%
27 Cleop	14%	2%	98 Corp. Mapfre	-10%	-11%	112 Antena 3	-38%	-14%
22 Sos Cuétara	12%	-7%	113 B. de Sabadell	-10%	-17%	124 Sacyr Vallehermoso	-40%	-11%
28 Reno de Médici	12%	-14%	67 Mecalux	-11%	-31%	93 Avanzit	-42%	-26%
24 B. de Valencia	10%	-12%	81 Grupo Emp. Ence	-12%	-14%	53 Funespaña	-43%	-8%
36 Zeltia	10%	-23%	46 Azkoyen	-12%	-24%	48 Lingotes Especiales	-44%	-4%
29 Iberia	10%	-15%	116 Banco Popular	-13%	-13%	66 Tavex Algodonera	-44%	-13%
30 Nicolás Correa	8%	-5%	94 Abengoa	-13%	-18%	110 Testa Inmuebles	-44%	-9%
31 Tubos Reunidos	8%	-14%	72 Parquesol Inmb.	-13%	-6%	74 Adolfo Domínguez	-47%	-21%
96 Santander	8%	-14%	49 PRIM	-13%	7%	91 Jazztel	-50%	-9%
43 Bankinter	7%	-12%	56 Unipapel	-14%	-10%	95 Renta Corp.	-55%	-23%
34 Barón de Ley	7%	-1%	109 Cintra	-14%	-6%	88 Natraceutical	-56%	-3%
41 Inmobiliaria del Sur	6%	0%	107 Telecinco	-15%	-14%	87 Ercros	-58%	-14%
55 Logista	6%	1%	121 EADS	-15%	-18%	60 Doqi	-60%	-14%
100 Endesa	5%	-4%	58 Corp. Dermoestética	-15%	-10%	122 Grupo Inmocaral	-62%	-22%
86 Abertis	5%	-7%	99 Catalana Occidente	-16%	-14%	89 Vueling	-73%	0%
103 Inditex	5%	-19%	90 NH Hoteles	-18%	-25%	71 Urbas Guardahermosa	-79%	-21%
44 Sotogrande	4%	0%	115 Banesto	-18%	-17%	120 Astroc	-87%	-49%
32 Cia General de Invers.	4%	-6%	104 Corp. Fin. Alba	-18%	-14%			

Fuente: Datastream.

Rentabilidad de las 125 empresas	2007	2008
Promedio	-6,40%	-11,50%
Ponderada por capitalización	6,40%	-10,20%
< 0	74	112

IBEX 35: 10,7% en 2007.

Anexo 3

Capitalización de las 125 empresas españolas del mercado continuo en diciembre de 2007 (millones de euros) y porcentaje acumulado de la capitalización con respecto al total

1 Telefónica	106.067	12,9%	43 B. Pastor	2.790	92,4%	85 Campofrío	496	99,0%
2 Santander	92.501	24,2%	44 Catalana Occidente	2.749	92,8%	86 Papeles y Cartones	468	99,1%
3 Arcelormittal	76.715	33,5%	45 Técnicas Reunidas	2.447	93,1%	87 B. de Vasconia	462	99,1%
4 BBVA	62.816	41,2%	46 Logista	2.296	93,3%	88 Jazztel	439	99,2%
5 Iberdrola	51.935	47,5%	47 Antena 3	2.261	93,6%	89 Renta Corp.	382	99,2%
6 Endesa	38.486	52,2%	48 Abengoa	2.188	93,9%	90 Barón de Ley	364	99,3%
7 Repsol YPF	29.765	55,8%	49 Cementos Portland	2.063	94,1%	91 Amper	324	99,3%
8 Inditex	26.192	59,0%	50 OHL	2.062	94,4%	92 B. de Crédito Balear	305	99,4%
9 Cepsa	18.998	61,3%	51 Ebro Puleva	1.929	94,6%	93 Corp. Dermoestética	292	99,4%
10 Gas Natural	17.920	63,5%	52 Sol Meliá	1.925	94,8%	94 Ercros	292	99,4%
11 EADS	17.824	65,7%	53 Sos Cuétara	1.924	95,1%	95 Tudor	288	99,5%
12 ACS	14.344	67,4%	54 Testa Inmuebles	1.816	95,3%	96 Service Point	265	99,5%
13 Banco Popular	14.221	69,2%	55 NH Hoteles	1.805	95,5%	97 Natra	264	99,5%
14 Unión Fenosa	14.073	70,9%	56 Elecnor	1.782	95,7%	98 Natraceutical	263	99,6%
15 Acciona	13.781	72,5%	57 Vocento	1.700	95,9%	99 CVNE	253	99,6%
16 Abertis	13.254	74,2%	58 B. Guipuzcoano	1.663	96,1%	100 Dinamia	251	99,6%
17 Altadis	12.549	75,7%	59 Prosegur	1.506	96,3%	101 Adolfo Domínguez	222	99,6%
18 Metrovacesa	10.666	77,0%	60 B. de Andalucía	1.399	96,5%	102 Tecnocom	214	99,7%
19 Banesto	9.242	78,1%	61 Zeltia	1.358	96,7%	103 Unipapel	206	99,7%
20 B. de Sabadell	9.070	79,2%	62 Faes Farma	1.286	96,8%	104 Iberpapel	197	99,7%
21 Gamesa	7.781	80,2%	63 Grupo Emp. Ence	1.272	97,0%	105 Sniace	197	99,7%
22 Sacyr Vallehermoso	7.571	81,1%	64 Uralita	1.185	97,1%	106 Cleop	196	99,8%
23 Corp. Mapfre	6.849	81,9%	65 La Seda Barcelona	1.078	97,3%	107 Reno de Médici	170	99,8%
24 Ferrovial	6.750	82,7%	66 Itinere Infr.	1.009	97,4%	108 Tavex Algodonera	159	99,8%
25 FCC	6.711	83,6%	67 Tubos Reunidos	994	97,5%	109 PRIM	151	99,8%
26 Red Eléctrica	5.849	84,3%	68 CAF	948	97,6%	110 Azkoyen	148	99,8%
27 Cintra	5.593	85,0%	69 Tubacex	888	97,7%	111 Miquel y Costas	145	99,9%
28 Zardoya Otis	5.581	85,6%	70 Duro Felguera	887	97,8%	112 Montebalito	140	99,9%
29 Bankinter	4.981	86,2%	71 Inmobiliaria del Sur	841	97,9%	113 Vueling	134	99,9%
30 Enagás	4.772	86,8%	72 Cie Automotive	827	98,0%	114 Urbas Guardahermosa	134	99,9%
31 B. de Valencia	4.550	87,4%	73 Parquesol Inmb.	804	98,1%	115 Inypsa	122	99,9%
32 Acerinox	4.367	87,9%	74 Viscofán	694	98,2%	116 Puleva Biotech	122	99,9%
33 Telecinco	4.319	88,4%	75 Gral. Alquiler Maq.	687	98,3%	117 Inbesós	79	99,9%
34 Aguas de Barcelona	4.129	88,9%	76 Mecalux	661	98,4%	118 Dogi	73	100,0%
35 Bolsas y Mercados	3.896	89,4%	77 B. de Castilla	651	98,5%	119 Indo Int.	65	100,0%
36 Sogecable	3.770	89,9%	78 Sotogrande	649	98,5%	120 Nicolás Correa	63	100,0%
37 Grífol	3.283	90,3%	79 Avanzit	619	98,6%	121 Federico Paternina	51	100,0%
38 Grupo Inmocaral	3.077	90,6%	80 Astroc	606	98,7%	122 Funespaña	49	100,0%
39 Indra	3.050	91,0%	81 Vidrala	575	98,8%	123 Bodegas Riojanas	49	100,0%
40 Corp. Fin. Alba	3.037	91,4%	82 Befesa	550	98,8%	124 Lingotes Especiales	40	100,0%
41 Iberia	2.859	91,7%	83 B. de Galicia	548	98,9%	125 Cía General de Invers.	30	100,0%
42 PRISA	2.810	92,1%	84 Pescanova	526	99,0%			

Fuente: Datastream.

Suma de las 125 empresas: 821.012. IBEX 35: 524.651.

Anexo 4

Capitalización de las 71 empresas españolas que cotizaron en el mercado continuo desde diciembre de 1992 hasta diciembre de 2007 (millones de euros)

	1992	2007	2007/1992		1992	2007	2007/1992		
1	Telefónica	6.351	106.067	16,7	38	Prosegur	115	1.506	13,1
2	Santander	2.886	92.501	32,1	39	Banco de Andalucía	295	1.399	4,7
3	BBVA	3.249	62.816	19,3	40	Faes Farma	129	1.286	10,0
4	Iberdrola	3.368	51.935	15,4	41	Grupo Emp. Ence	85	1.272	14,9
5	Endesa	5.790	38.486	6,6	42	Uralita	110	1.185	10,8
6	Repsol YPF	4.985	29.765	6,0	43	La Seda Barcelona	11	1.078	99,9
7	Cepsa	1.372	18.998	13,8	44	CAF (Const aux ferr)	71	948	13,3
8	Gas Natural	1.321	17.920	13,6	45	Tubacex	10	888	85,5
9	Acs Constr.	50	14.344	285,2	46	Duro Felguera	58	887	15,2
10	Banco Popular	1.872	14.221	7,6	47	Viscofán	130	694	5,3
11	Unión Fenosa	725	14.073	19,4	48	Tafisa	22	685	31,6
12	Acciona	115	13.781	119,8	49	Banco de Castilla	183	651	3,6
13	Abertis	1.212	13.254	10,9	50	Sotogrande	27	649	24,2
14	Altadis	892	12.549	14,1	51	Avanzit	16	619	37,7
15	Metrovacesa	334	10.666	32,0	52	Vidrala	30	575	19,1
16	Banesto	1.211	9.242	7,6	53	Banco de Galicia	121	548	4,5
17	Sacyr Vallehermoso	260	7.571	29,1	54	Campofrío	154	496	3,2
18	Corp. Mapfre	530	6.849	12,9	55	Banco de Vasconia	78	462	5,9
19	FCC	623	6.711	10,8	56	Amper	14	324	22,7
20	Zardoya Otis	345	5.581	16,2	57	B. Crédito Balear	64	305	4,8
21	Bankinter	624	4.981	8,0	58	Ercros	48	292	6,1
22	Banco de Valencia	136	4.550	33,4	59	Acumulador Tudor	75	288	3,9
23	Acerinox	371	4.367	11,8	60	Service Point	8	265	34,3
24	Aguas de Barcelona	681	4.129	6,1	61	Tecnocom	574	214	0,4
25	Inmobiliaria Urbis	71	3.475	49,0	62	Unipapel	52	206	3,9
26	Grupo Inmocaral	32	3.077	95,7	63	Sniace	5	197	40,9
27	Indra	79	3.050	38,4	64	Tavex Algodonera	9	159	17,8
28	Corp. Fin. Alba	415	3.037	7,3	65	Azkoyen	23	148	6,3
29	Banco Pastor	226	2.790	12,3	66	Inbesós	10	79	8,0
30	Logista	25	2.296	92,5	67	Indo Int.	35	65	1,9
31	Cementos Portland	162	2.063	12,8	68	Nicolás Correa	3	63	20,9
32	OHL	19	2.062	106,1	69	Lingotes Especiales	13	40	3,2
33	Ebro Puleva	274	1.929	7,0	70	Cía General de Invers.	71	30	0,4
34	Testa Inmuebles	26	1.816	70,3	71	Española del Zinc	8	22	2,6
35	NH Hoteles (exCofir)	177	1.805	10,2		Suma	44.395	614.723	13,8
36	Elecnor	748	1.782	2,4		IBEX 35	46.020	524.651	11,4
37	Banco Guipuzcoano	180	1.663	9,3					

Anexo 5

Rentabilidad anual de las 71 empresas analizadas

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media	
																Geom.	Arit.
Sotogrande	78%	36%	-12%	60%	31%	41%	36%	-3%	25%	161%	22%	66%	39%	5%	4%	34,3%	39,3%
Elecnor	85%	-2%	17%	5%	11%	20%	47%	17%	35%	16%	48%	34%	60%	103%	49%	33,5%	36,3%
Acciona	187%	-8%	-26%	52%	152%	182%	-19%	-30%	6%	-3%	26%	38%	48%	52%	56%	33,5%	47,6%
Logista	-2%	667%	-16%	33%	42%	87%	4%	-31%	7%	43%	22%	66%	6%	20%	6%	32,3%	63,6%
ACS Constr.	77%	12%	6%	13%	312%	53%	-28%	8%	11%	14%	28%	32%	65%	60%	-3%	31,9%	44,0%
Indra	-14%	94%	-42%	14%	445%	122%	41%	8%	-5%	-31%	58%	25%	35%	15%	3%	28,4%	51,3%
Banco de Valencia	59%	-2%	21%	55%	34%	32%	-1%	21%	15%	23%	32%	65%	14%	50%	10%	26,9%	28,5%
Vidrala	68%	75%	24%	92%	54%	-26%	-30%	-14%	34%	22%	38%	38%	26%	35%	22%	25,6%	30,5%
Unión Fenosa	55%	-4%	42%	101%	8%	72%	20%	15%	-5%	-29%	23%	34%	66%	22%	26%	25,5%	29,6%
Zardoya Otis	80%	15%	10%	31%	33%	49%	-17%	10%	27%	37%	49%	29%	28%	21%	-5%	24,4%	26,4%
Inmobiliaria Urbis	54%	-4%	-3%	-9%	177%	53%	-32%	6%	-3%	26%	42%	40%	48%	76%	2%	24,1%	31,4%
Amper	-16%	341%	129%	110%	39%	-19%	-22%	-24%	-26%	-57%	103%	10%	74%	59%	2%	23,4%	46,8%
Metrovacesa	86%	-17%	-4%	22%	54%	32%	-29%	-8%	4%	42%	39%	44%	76%	155%	-31%	22,8%	30,9%
Tubacex	257%	-46%	18%	57%	81%	-26%	7%	-41%	15%	4%	17%	34%	92%	40%	37%	22,5%	36,4%
Cepsa	-1%	38%	3%	22%	19%	17%	-5%	-2%	40%	43%	63%	11%	34%	57%	21%	22,3%	24,0%
Nicolás Correa	7%	-10%	-3%	255%	285%	56%	-52%	-27%	21%	-17%	37%	6%	44%	19%	8%	21,5%	41,9%
CAF (Const aux Ferr)	88%	10%	-38%	17%	16%	-21%	-23%	7%	55%	27%	62%	7%	49%	51%	105%	21,2%	27,5%
Iberdrola	61%	-17%	44%	73%	12%	36%	-12%	0%	13%	-6%	22%	24%	28%	48%	29%	21,0%	23,6%
Sacyr Vallehermoso	154%	-16%	0%	27%	68%	31%	-42%	-5%	11%	46%	26%	6%	79%	130%	-40%	21,0%	31,6%
Telefónica	69%	-15%	11%	84%	47%	54%	104%	-29%	-11%	-41%	47%	23%	-1%	31%	42%	20,7%	27,7%
Gas Natural	46%	34%	68%	61%	5%	97%	-26%	-14%	-2%	-2%	5%	26%	7%	31%	36%	20,7%	24,8%
BBVA	41%	7%	39%	65%	115%	36%	7%	14%	-11%	-32%	24%	23%	19%	24%	-5%	20,4%	24,5%
Duro Felguera	-33%	14%	-30%	209%	24%	-27%	-1%	-12%	21%	-15%	12%	30%	116%	214%	19%	20,2%	36,0%
Bankinter	111%	-4%	12%	76%	32%	23%	62%	-26%	-8%	-26%	42%	24%	22%	30%	7%	20,0%	25,0%
Prosegur	38%	9%	25%	105%	29%	10%	-9%	37%	28%	-35%	35%	14%	35%	29%	1%	20,0%	23,4%
Sniace	188%	105%	-19%	-32%	138%	-13%	-31%	27%	-37%	-31%	21%	23%	389%	29%	-37%	19,9%	48,0%
Banco Pastor	73%	-8%	6%	33%	60%	41%	-23%	16%	1%	21%	40%	5%	69%	49%	-27%	19,9%	23,8%
Altadis	3%	-10%	34%	24%	125%	47%	-33%	19%	19%	16%	6%	54%	16%	6%	28%	19,6%	23,7%
Acerinox	76%	31%	0%	56%	21%	-24%	104%	-16%	19%	-4%	10%	29%	6%	90%	-26%	19,1%	24,9%
Corp. Fin. Alba	53%	1%	36%	77%	23%	48%	44%	-27%	-3%	-26%	33%	11%	53%	44%	-18%	19,0%	23,2%
Grupo Emp. Ence	-1%	298%	-35%	-20%	35%	16%	41%	7%	-11%	0%	27%	34%	27%	63%	-12%	18,9%	31,3%
Faes Farma	22%	-2%	5%	49%	25%	53%	-19%	52%	7%	-13%	38%	20%	33%	88%	-22%	18,8%	22,4%
BSCH	59%	-7%	26%	41%	88%	14%	34%	3%	-16%	-28%	49%	0%	26%	31%	8%	18,4%	22,0%
Inbesós	-4%	6%	-1%	33%	52%	38%	-11%	-18%	-10%	-7%	75%	26%	112%	46%	-1%	17,7%	22,3%
FCC	128%	-24%	-27%	31%	93%	83%	-36%	1%	17%	-6%	39%	25%	39%	65%	-32%	17,5%	26,4%
Banco Popular	55%	2%	48%	18%	72%	3%	3%	17%	2%	9%	25%	6%	9%	37%	-13%	17,5%	19,5%
Abertis	53%	-28%	52%	41%	23%	24%	-26%	5%	31%	5%	20%	46%	41%	13%	5%	17,5%	20,3%
OHL	171%	-70%	-14%	-10%	243%	95%	-39%	-28%	34%	-25%	50%	6%	117%	77%	-1%	17,3%	40,2%
Testa Inmuebles	-65%	-49%	644%	72%	65%	17%	13%	28%	-26%	30%	14%	46%	36%	34%	-44%	16,9%	54,3%
Endesa	87%	-20%	31%	37%	19%	42%	-11%	-6%	0%	-34%	43%	18%	33%	75%	5%	16,7%	21,2%
Banco Guipuzcoano	6%	-34%	30%	16%	61%	15%	15%	29%	25%	-13%	23%	27%	61%	36%	-7%	16,7%	19,4%
Banco de Vasconia	1%	-4%	53%	40%	65%	65%	-13%	-16%	15%	-3%	14%	31%	16%	43%	-22%	15,6%	18,9%
Unipapel	40%	5%	-25%	6%	33%	32%	-33%	46%	37%	44%	39%	25%	13%	29%	-14%	15,4%	18,5%
Azkoyen	142%	65%	-17%	141%	28%	60%	-48%	-23%	64%	-57%	9%	42%	6%	21%	-12%	15,0%	28,1%

Fuente: Datastream.

Anexo 5 (continuación)

Rentabilidad anual de las 71 empresas analizadas

Banco de Galicia	58%	8%	15%	24%	52%	38%	-1%	-10%	10%	13%	16%	20%	14%	15%	-28%	14,3%	16,3%
Aguas de Barcelona	21%	-27%	62%	54%	19%	54%	-22%	-8%	10%	-30%	27%	34%	21%	58%	1%	14,2%	18,3%
Banco de Andalucía	82%	-4%	25%	11%	38%	3%	-7%	-14%	33%	45%	34%	6%	14%	18%	-28%	14,2%	17,1%
B. de Crédito Balear	3%	-1%	14%	60%	76%	40%	2%	-26%	0%	16%	36%	9%	25%	38%	-31%	14,0%	17,4%
Viscofán	148%	-11%	-27%	33%	103%	27%	-44%	-37%	9%	34%	12%	8%	27%	57%	3%	13,9%	22,8%
NH Hoteles (exCofir)	8%	18%	6%	1%	91%	153%	-10%	19%	-15%	-27%	11%	10%	38%	15%	-18%	13,9%	20,1%
Uralita	114%	4%	-13%	-6%	74%	-8%	-24%	-12%	0%	3%	28%	52%	-5%	50%	24%	13,7%	18,7%
Cementos Portland	0%	7%	-7%	-3%	65%	54%	-22%	-9%	26%	28%	35%	6%	49%	47%	-23%	13,4%	16,6%
Banco de Castilla	46%	7%	15%	23%	60%	59%	-22%	-14%	3%	10%	24%	22%	5%	22%	-26%	13,0%	15,8%
Repsol YPF	65%	-18%	15%	29%	34%	19%	55%	-25%	-2%	-22%	25%	26%	31%	8%	-5%	12,8%	15,7%
Corp. Mapfre	113%	-26%	27%	19%	4%	-3%	-28%	28%	-2%	21%	48%	3%	31%	25%	-10%	12,6%	16,7%
Lingotes Especiales	16%	50%	-44%	29%	73%	48%	0%	-2%	11%	7%	34%	6%	33%	27%	-44%	11,5%	16,3%
Tecnocom	-15%	-24%	20%	-17%	-7%	49%	121%	54%	7%	-47%	27%	29%	9%	98%	-29%	10,5%	18,5%
Avanzit	231%	-49%	-39%	85%	29%	503%	-44%	35%	-39%	-88%	114%	-25%	17%	376%	-42%	10,4%	71,0%
Ebro Puleva	88%	-15%	-11%	83%	19%	18%	-22%	-13%	9%	-9%	19%	20%	36%	39%	-33%	10,3%	15,1%
Acumulador Tudor	148%	-8%	-16%	-30%	24%	180%	-52%	-31%	-11%	5%	21%	62%	10%	10%	18%	9,7%	22,0%
Tavex Algodonera	145%	24%	-39%	55%	74%	-13%	-34%	-18%	87%	8%	15%	4%	3%	13%	-44%	8,9%	18,5%
Service Point	-17%	46%	36%	-23%	110%	315%	-21%	46%	-60%	-59%	18%	-2%	-8%	42%	1%	8,0%	28,2%
Campofrío	39%	2%	-41%	57%	174%	-5%	-28%	15%	-7%	-19%	21%	20%	17%	9%	-32%	6,7%	14,7%
Tafisa	39%	87%	6%	3%	60%	-3%	6%	-59%	22%	-42%	27%	45%	-16%	28%	0%	6,7%	13,4%
Indo Internacional	6%	62%	-9%	38%	14%	17%	-46%	-31%	10%	4%	22%	66%	19%	19%	-29%	6,3%	10,8%
La Seda Barcelona	0%	0%	0%	116%	-27%	125%	-27%	-33%	-22%	-7%	-6%	19%	61%	41%	-26%	6,0%	14,3%
Banesto	10%	-42%	-9%	20%	49%	25%	40%	-9%	-4%	-44%	40%	14%	24%	36%	-18%	4,6%	8,8%
Grupo Inmocaral	8%	-8%	-53%	-18%	-45%	15%	-4%	0%	0%	-39%	213%	-1%	67%	390%	-62%	2,1%	30,9%
Ercros	52%	-12%	-16%	-7%	84%	29%	-52%	-31%	24%	-15%	6%	47%	193%	-20%	-58%	1,8%	14,9%
Española del Zinc	16%	34%	-29%	38%	89%	-40%	7%	-74%	75%	-6%	-22%	27%	-1%	0%	0%	-1,8%	7,5%
Cía General de Invers.	15%	-38%	-27%	-69%	134%	26%	-39%	-28%	-1%	-16%	54%	15%	37%	6%	4%	-5,1%	4,8%

Promedio	59%	22%	14%	41%	68%	47%	-6%	-4%	9%	-3%	34%	25%	42%	52%	-5%	16,9%	26,3%
Promedio ponderado	61%	-10%	22%	48%	45%	39%	22%	-10%	-5%	-24%	34%	20%	23%	38%	6%	18,0%	20,5%
IBEX 35 (con div.)	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	11%	16,5%	19,4%

Máx.	257%	667%	644%	255%	445%	503%	121%	54%	87%	161%	213%	66%	389%	390%	105%		
Min.	-65%	-70%	-53%	-69%	-45%	-40%	-52%	-74%	-60%	-88%	-22%	-25%	-16%	-20%	-62%		

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media	
																Geom.	Arit.
IGBM	51%	-12%	12%	39%	42%	37%	16%	-13%	-6%	-23%	27%	19%	21%	34%	6%	14,5%	16,7%
IBEX 35	54%	-15%	18%	42%	41%	36%	18%	-22%	-8%	-28%	28%	17%	18%	32%	7%	13,3%	15,9%
Diferencia	-4%	3%	-5%	-3%	1%	2%	-2%	9%	1%	5%	-1%	1%	2%	3%	-2%	1,3%	0,8%
ITBM	56%	-9%	16%	43%	45%	39%	20%	-10%	-4%	-20%	33%	21%	23%	41%	9%	17,9%	20,2%
IBEX 35 (con div.)	61%	-12%	22%	47%	44%	39%	20%	-21%	-6%	-27%	32%	21%	22%	36%	11%	16,5%	19,4%
Diferencia	-5%	2%	-7%	-4%	1%	1%	0%	10%	2%	6%	1%	0%	1%	5%	-2%	1,4%	0,8%
72 empresas sin p.	59%	22%	14%	41%	68%	47%	-6%	-4%	9%	-3%	34%	25%	42%	52%	-5%	24,0%	26,3%
72 empresas pond.	61%	-10%	22%	48%	45%	39%	22%	-10%	-5%	-24%	34%	20%	23%	38%	6%	18,0%	20,5%
Diferencia	-2%	31%	-8%	-7%	23%	9%	-27%	6%	14%	21%	0%	5%	19%	15%	-12%	5,9%	5,7%

Fuente: Datastream.

REFERENCIAS

Denis, Diane K., John J. McConnell, Alexei V. Ovtchinnikov y Yun Yu (2003), «S&P 500 Index Additions and Earnings Expectations», *Journal of Finance*, 58, 5, págs. 1.821-1.840.

Fernández, Pablo (2000), «Creación de valor para los accionistas», Ediciones Gestión 2000.

Fernández, Pablo (2001), «A Definition of Shareholder Value Creation», IESE Business School, Working Paper. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=268129>

Fernández, Pablo (2002), «Valuation Methods and Shareholder Value Creation», Academic Press, San Diego, CA.

Fernández, Pablo (2004), «Valoración de empresas», 3ª edición, Ediciones Gestión 2000.

Fernández, Pablo (2007), «Rentabilidad y creación de valor del IBEX 35: 1992-2006», documento de investigación del IESE. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/author=12696>

Fernández, Pablo y Vicente J. Bermejo (2008), «IBEX 35: 1992-2007», documento de investigación del IESE. Se puede descargar en: <http://ssrn.com/abstract=1084507>

Ibbotson Associates (2006), «Stocks. Bonds, Bills and Inflation. 2006 Yearbook», Ibbotson Associates, Chicago.

Jorion, Philippe (2003), «The Long-Term Risks of Global Stocks Markets», *Financial Management*, invierno, págs. 5-26.

Artículos del autor sobre creación de valor y sobre valoración de empresas pueden descargarse en:

<http://ssrn.com/author=12696> y en: <http://logec.repec.org/RAS/pfe23.htm>