# Mercado de valores: las empresas pequeñas dan el golpe

## Un estudio sobre la actividad del IBEX demuestra que la creación de valor está íntimamente ligada a las oscilaciones de los tipos de interés.

1 de enero de 2008

El tamaño parece importar cuando se trata de crear de valor para los accionistas. Así se desprende al menos del estudio "IBEX 35: 1992-2007. Rentabilidad y creación de valor", en el que el profesor del IESE Pablo Fernández y el asistente de investigación Vicente Bermejo analizan la evolución del mercado continuo a lo largo de los últimos quince años. Así, las empresas pequeñas fueron más rentables que las grandes durante este período. En este sentido, la rentabilidad media del Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) fue del 16%, frente al 15,1% del IBEX 35 ajustado por dividendos.

Este fenómeno no es exclusivo de los parqués españoles, sino que es una constante en los mercados internacionales. En este sentido, resulta ilustrativo observar la rentabilidad según tamaño de las empresas norteamericanas en un intervalo tan grande como el que va de 1926 a 2005. Las compañías pequeñas conforman el grupo más numeroso y el de menos capitalización, pero su rentabilidad (14%) supera en un 2% al grupo de firmas que le sigue en tamaño.

## La sombra de los tipos de interés

Pero, ¿qué factores influyen en la creación de valor? La evolución de los tipos de interés se destapa como el más significativo. Los grandes descensos de los tipos de interés se corresponden con ascensos del IBEX y viceversa. En el periodo analizado hubo una importante reducción de tipos de interés que contribuyó al aumento de las cotizaciones. La

©IESE Business School

rentabilidad media del IBEX entre 1992 y 2007 (15,1%) debe una parte importante al descenso de los tipos en un 4,4%. De hecho, la rentabilidad media para los accionistas debida a cambios en expectativas, es decir, eliminando el efecto del cambio en los tipos de interés, fue 10,2%, inferior a la rentabilidad exigida (10,7%).

Una idea bastante asentada es que para obtener una mayor rentabilidad es necesario asumir más riesgo. Una medida del riesgo de las acciones es, por ejemplo, la volatilidad, que mide la variabilidad de la rentabilidad de las acciones. Cuando una acción proporciona cada año la misma rentabilidad tendría una volatilidad cero. Entre 1992 y 2007, 68 empresas tuvieron una volatilidad superior a la del IBEX 35. Pero esta mayor volatilidad no supuso un aumento de la rentabilidad en este periodo.

Otro aspecto que parece condicionar la rentabilidad de las empresas es el de las entradas y salidas del IBEX 35. Al día siguiente del anuncio de entrada, las compañías tuvieron una rentabilidad media un 2,3% superior a la del IBEX y las que salieron tuvieron una rentabilidad un 1,1% inferior. En los 40 días anteriores al anuncio, las empresas que entraron tuvieron una media de rentabilidad del 10,1% superior al IBEX y las que salieron una media del 5,9% inferior.

## IBEX 35, una mirada con perspectiva

En estos quince años la capitalización del IBEX 35 ha pasado de 51,1 millardos de euros (2.603 puntos) en diciembre de 2001 a 524,6 millardos de euros (15.182,3 puntos) en diciembre de 2007, siendo este último año de escasa creación de valor para los accionistas (12 millardos). Sólo nueve empresas han formado parte del IBEX 35 desde 1992 a 2007. Otras nueve, aún estando dentro, han cambiado de nombre o se han fusionado con otras. El resto, 17 compañías, estaban dentro del IBEX 35 en 2007 pero no en 1991. Otras 28 entraron y salieron del índice en estos años.

Entre 1992 y 2007 el volumen de negociación de las acciones de las 35 empresas ha aumentado de 17,6 millardos a 1,48 billones. Dicho aumento no es sólo absoluto, también lo es relativo: mientras que la capitalización se ha multiplicado por 11, el volumen de negociación lo ha hecho por 84.

Las empresas del IBEX 35 crearon (en su conjunto) valor para sus accionistas todos los años que comprende el estudio excepto 1992, 1994, 2000, 2001 y 2002. Estos ejercicios, la rentabilidad del IBEX más dividendos fue inferior a la rentabilidad exigida.

©IESE Business School

## Subidas y bajadas

Finalmente, los autores repasan las crisis bursátiles y sus plazos de recuperación. Para ello, en el caso español, han estudiado el porcentaje que representaron sus caídas con respecto al máximo histórico anterior en el período que va de diciembre de 1940 a diciembre de 2006. Tras el máximo histórico de abril de 1974, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) descendió un 72,9% hasta abril de 1980, no recuperando el nivel de 1974 hasta 1986. En el caso de la más reciente crisis ocasionada por la burbuja de Internet, tras el máximo histórico de febrero de 2000, el IGBM descendió un 48,7% hasta septiembre de 2002. En diciembre de 2005 ya estuvo un 2% por encima del nivel de febrero de 2000. Ampliando la época estudiada (1926-1996), vemos que el mayor descenso mensual se produjo en octubre de 1987 (-28,6%); el anual acaeció entre octubre de 1976 y septiembre de 1977 (-52,4%); el quinquenal entre mayo de 1975 y abril de 1980 (-84,3%); y la década con el descenso más grande fue la que va de marzo de 1973 a febrero de 1983 (-91%).

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School