

## DEBATE EN EL X FORO DE FINANZAS

La investigación de los profesores Joaquín Marhuenda y Germán López titulada "¿Determina el diferencial de información la valoración de activos?: una aproximación al mercado de capitales español" es uno de los trabajos que se presentan a debate en el congreso de la Asociación Española de Finanzas -el X Foro de Finanzas-, que se celebrará en Sevilla los próximos días 21 y 22 de

este mismo mes. Además de otros aspectos relativos a la valoración de activos, las ponencias abordarán diversas cuestiones relacionadas con los tipos de interés, los seguros, los bancos y el riesgo de crédito, la eficiencia de los mercados y la posible integración de estos en el ámbito europeo, los derivados y los órganos de gobierno de los intermediarios financieros, entre otras cuestiones

## INFORME

# La información cotiza al alza

Las empresas más seguidas por los analistas son las más rentables para el inversor

Mayte Rius

¿Incide la cantidad de información que hay sobre una empresa en la rentabilidad de sus acciones? La respuesta es sí. Pero en el caso de la bolsa española lo hace en sentido inverso al que hasta ahora se había comprobado en los mercados estadounidenses. La primera investigación efectuada en España sobre esta cuestión concluye que las empresas más seguidas por los analistas son también las más rentables.

La información cotiza al alza. Ésta es la conclusión a la que han llegado Joaquín Marhuenda Fructuoso y Germán López Espinosa, profesores del departamento de Economía Financiera, Contabilidad y Marketing de la Universidad de Alicante, tras una amplia investigación sobre cómo afecta el diferencial de información a la valoración de las acciones en el caso de la bolsa española.

La conclusión ha sorprendido a los propios investigadores, para quienes la hipótesis inicial por confirmar era que las empresas con mayor número de estimaciones y seguimiento por parte de los analistas proporcionaban rentabilidades menores que las empresas de las que se dispone de menor información, porque el desconocimiento sobre estas últimas conlleva mayor incertidumbre y más riesgo. De hecho, todos los estudios previos sobre esta cuestión referidos a Estados Unidos apuntaban que la rentabilidad de las acciones con un bajo nivel de seguimiento es mayor que la de los títulos de los que existe más información.

"Los primeros sorprendidos por este resultado, que es ilógico, hemos sido nosotros, y no sabría decir por qué se produce", declara Joaquín Marhuenda. Apunta, no obstante, que los estudios existentes sobre el impacto de la información en la valoración de activos en Estados Unidos se referían a la década de los ochenta, mientras que la investigación que han llevado a cabo sobre el mercado bursátil español se ha centrado en los noventa, "de modo que no es descartable que también en Estados Uni-



**El 'gap' de rentabilidad entre los títulos más y menos seguidos por los analistas aumenta a final de año**

dos se haya podido producir un cambio de tendencia y el comportamiento de la bolsa española no difiera tanto del de la estadounidense".

Hasta ahora, la "literatura financiera" había considerado que las acciones sobre las que hay una información muy limitada incrementan

**"El mercado español es muy peculiar, podría parecer que no remunera el riesgo", dice Marhuenda**

el riesgo de la cartera, de forma que aumentan las rentabilidades requeridas para atraer al inversor.

Para comprobar si esto era realmente así, los profesores Marhuenda y López analizaron las rentabilidades mensuales de todas las compañías cotizadas en el mercado con-

## Lo habitual no es norma en la bolsa

Hay una serie de tópicos sobre el comportamiento de los mercados bursátiles -enero es el mes del año con rentabilidades más altas, el lunes es el día de rentabilidades más bajas, el viernes es el de ganancias más elevadas...- que los expertos financieros han constatado empíricamente, pero para los que encuentran pocas explicaciones técnicas. "En el mercado hay muchos comportamientos intuitivos, entran en juego fenómenos psicológicos que no siempre se ajustan a explicaciones lógicas", comenta Joaquín Marhuenda, profesor de Economía Financiera de la Universidad de Alicante. Advierte, no obstante, que en bolsa lo que es habitual no es norma, de forma que aunque habitualmente los lunes sean malos para las rentabilidades y los viernes acostumbren a dar mejores ganancias, "el inversor no puede sincronizar sus compras y ventas en función de este efecto, porque no es una norma fija, iría en contra de la máxima de que los mercados son eficientes". Insiste en que las rentabilidades de las acciones no pueden explicarse únicamente a partir de modelos matemáticos o económicos, porque el componente psicológico repercute de forma significativa. "Ante dos estimaciones de riesgo idénticas en términos numéricos, si la información que existe es fiable, los dos títulos en cuestión deberían ofrecer la misma rentabilidad, y en cambio no siempre coinciden; uno tiene que pensar en términos de lo que el ahorrador exige a cada inversión", comenta Marhuenda, que cree que las oleadas de optimismo y pesimismo también cotizan en los mercados.

tinuo español entre diciembre de 1990 y diciembre de 1999, agrupándolas según el número de estimaciones mensuales de beneficios realizadas por los analistas financieros y registradas en la base de datos I/B/E/S (Institutional Broker Estimation System). Observaron que, en contra

de lo previsto, la cartera con menor nivel de atención había registrado la rentabilidad media más baja, mientras que la cartera integrada por los títulos de las compañías más seguidas tenía la rentabilidad media más alta. Para completar el análisis tuvieron en cuenta el distinto nivel de riesgo de las compañías, con resultados que no dejaban tampoco lugar a dudas: las más conocidas seguían siendo más rentables.

En una segunda parte de su estudio, los profesores de Economía Financiera de la Universidad de Alicante analizaron también el impacto del tamaño en la rentabilidad, llegando a la conclusión de que "la rentabilidad media es básicamente creciente con el tamaño". Y para completar la investigación, estudiaron si existe un comportamiento estacional en las rentabilidades de las acciones vinculado a la información que existe sobre estas. Su constatación fue que "el diferencial de rentabilidad entre las empresas más seguidas por los analistas y las más desatendidas se incrementa a medida que se acerca final de año".

Una posible explicación a este comportamiento podría ser, según los investigadores, el efecto "window dressing", una operación de "maquillaje" de las carteras de los inversores institucionales para incluir títulos que sean conocidos en el mercado y que puedan ser identificados por los participantes de un fondo de inversión al recibir su informe de cierre de ejercicio. Y otra posible justificación sería que, a medida que se acerca el cierre del año, las estimaciones de los analistas pueden ser más precisas, de forma que el nivel de incertidumbre sobre las empresas más seguidas disminuye, lo que las haría más atractivas para muchos inversores. No obstante, esta reducción del riesgo de las empresas más conocidas y con mayor información disponible también debería acarrear una disminución de su rentabilidad, pero eso no ocurre. "El mercado bursátil español es muy peculiar, y la aplicación de determinados modelos de valoración o de medición del riesgo genera este tipo de contrastes, porque da a entender que en este mercado (el español) no se remunera el riesgo", concluye Marhuenda.

## BADALONA

## NAVES EN VENTA

# 93 415 64 44

PROMOCIONS IMMOBILIARIES  
GRANLAND, S.L.

Tuset, 20-24, 1º 7ª · 08006 Barcelona · www.granland.com