DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

46 Jornadas Nacionales de Administración Financiera

Septiembre 17 y 18, 2026

Creación de riqueza para los accionistas

De cálculos y evidencia

Ricardo A. Fornero

Universidad Nacional de Cuyo

SUMARIO

1. Introducción
2. Creación de riqueza para accionistas: Expectativas y realizaciones
3. Los estudios de Bessembinder sobre la creación de riqueza
4. Resultados sobre la creación de riqueza para los accionistas en plazos largos
5. Consecuencias para los inversores
6. Comentarios finales

Para comentarios:
ricardo.fornero@fce.uncu.edu.ar

Resumen

La creación de riqueza para los accionistas, en las empresas que cotizan sus acciones en los mercados de Estados Unidos y otros 41 países, está muy concentrada si se observa en períodos extensos (de varias décadas). Esto es consecuencia de rendimientos que, en esos plazos largos, muestran una distribución con fuerte asimetría positiva. En tal situación se observa que el rendimiento promedio es positivo en períodos largos, pero la mediana de rendimiento es negativa. Como resultado, menos de 4 % de las empresas explican el total de riqueza neta creada para los accionistas en los períodos estudiados. En este ensayo se comentan las características y las consecuencias de estos resultados.

1. Introducción

Estudios que consideran el desempeño en períodos extensos, tanto en los mercados de EEUU como de otros países, muestran que la riqueza generada por las acciones cotizadas es atribuible a resultados extremadamente positivos de un número pequeño de acciones. Más de 95% de las acciones que cotizan están en el límite de creación de riqueza para los accionistas (tanto como creación pequeña como destrucción de riqueza en los períodos estudiados).

Tales resultados son atribuibles a una fuerte asimetría positiva del rendimiento de las acciones en plazos largos. Esto puede ser sorprendente si se tiene en cuenta que en los estudios de plazos extensos, el rendimiento promedio es positivo. Pero tal promedio está influido por el rendimiento muy grande de algunas acciones, que compensa en rendimiento pobre de la mayoría. La asimetría de la distribución de rendimiento tienen una mediana negativa, y esto se manifiesta en la estructura de una medida en términos monetarios, como es la creación de riqueza para los accionistas.

Es interesante considerar esta evidencia, en especial si se piensa que las empresas que se estudian son las que han entrado en cotización, es decir, que han pasado varios filtros de evaluación. Esta *evidencia* de creación de riqueza implica plantear que es difícil crear valor en forma tangible, mucho más difícil de lo que parece cuando se hacen los *cálculos* de valor para decisiones de inversión.

Lo cual es parecido a lo que ocurre con las fusiones y adquisiciones (M&A): la evidencia muestra una tasa de éxito mucho menor que la considerada por el comprador en el momento de decidir la operación.[1] Esta es otra situación en que la *evidencia* se aleja de los *cálculos* analíticos.

[1] Sobre este tema puede verse un estudio amplio: Baruch Lev & Feng Gu, *The M&A failure trap: Why most mergers and acquisitions fail and how the few succeed*, Wiley, 2024. Hay traducción en español con el título *La trampa del fracaso de las fusiones y adquisiciones: Por qué fracasa la mayoría de las fusiones y adquisiciones y cómo tan pocas tienen éxito*, disponible en el sitio web academia.edu.

En este ensayo se consideran las posibles definiciones de creación de riqueza para los accionistas y la medida de creación de riqueza que se emplea en los estudios de Hendrik Bessembinder. Se comentan los resultados de estos estudios y las consecuencias en las decisiones de cartera de los inversores.

2. Creación de riqueza para accionistas: Expectativas y realizaciones

La expresión *riqueza de los accionistas* se refiere al valor del capital que los propietarios tienen comprometido en la empresa. En tal sentido, el objetivo financiero de la empresa se entiende como la maximización de la riqueza de los accionistas (propietarios), es decir, del valor del capital que los propietarios tienen comprometido en la empresa.[2]

La creación de riqueza para los accionistas es el valor adicional para los propietarios, durante el período que se considera, que produce la empresa por encima del capital comprometido en ella. Esto significa que la creación de riqueza para los accionistas requiere una medida de los fondos comprometidos en la empresa, del excedente generado en el período y del valor transable de los títulos de capital al final del período. En el apartado 3 se describe la forma de medir la creación de riqueza durante la vida de la empresa que se emplea en los estudios de Bessembinder.

Hay que distinguir los diferentes tipos de cálculo que pueden estar involucrados en la medición de la riqueza para los accionistas.

La *valuación* del capital de una empresa es un cálculo que se realiza en el análisis financiero para decisiones y se considera una estimación del valor que sería reconocido en transacciones del capital. La *valoración* del capital es el resultado de un proceso de transacción (del mercado de acciones o de una negociación privada) del que surge un precio.

Entonces, la valuación es una forma de medición de la riqueza para los accionistas a partir de las estimaciones realizadas en ese proceso analítico. Con el valor así calculado puede obtenerse una medida de creación de valor para los accionistas (lo que se presenta como alguna forma de *valor actual neto*).[3]

El precio de transacciones es una medida distinta: no es una estimación del valor transable hecha en el análisis financiero sino que es un valor determinado por un proceso de mercado (o al menos entre partes que acuerdan según su interés propio). La creación de riqueza para los accionistas que efectivamente se produce en un período se mide a partir de precios observados y otros movimientos de efectivo entre la empresa y los propietarios (como son los dividendos, la recompra de acciones y la emisión y suscripción de nuevas acciones).

La valuación se basa en ideaciones que tienen alguna relación con la realidad que se considera, que no necesariamente es la realidad relevante. La realidad que se materializa en el precio

---

[2] Sobre el criterio de maximizar la riqueza para los accionistas pueden verse algunos matices y comentarios en Ricardo A. Fornero, *El interés en los interesados: Capitalismo de stakeholders y el "objetivo financiero de la empresa"*, Disertaciones 41 Jornadas de Administración Financiera, SADAF, 2021, págs. 207-247.

[3] Puede verse el tratamiento en Tim Koller, Marc Goedhardt & David Wessels, *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 8th ed., 2025, Wiley.

de transacción pone a prueba la relevancia de lo que fundamenta esa ideación, la consiguiente estimación y el cálculo.

Hay una constatación empírica: la mayoría de las empresas no tienen una vida útil prolongada ni generan buenos rendimientos para los accionistas durante su existencia.[4] No obstante, las formas en que se aplica el criterio de valuación (por ejemplo, el flujo de fondos actualizado FFA o múltiplos) por lo general suponen que una empresa existirá indefinidamente. Esto surge tanto de los modelos simples de cálculo de valor como de aquellos que introducen supuestos más específicos acerca de un valor de continuación, el cual busca representar el valor posterior al período de pronóstico explícito.[5] Es bastante frecuente que ese valor suponga resultados del negocio que son una simple extrapolación. Puede ser difícil justificar este supuesto si con él se introduce una creación de valor por estimar que la rentabilidad en ese extenso lapso será mayor que el costo de capital.[6]

La vida de la empresa como inversión se puede considerar en una secuencia. La empresa se origina como privada (desde la constitución que realizan sus fundadores), nace como objeto de inversión pública si sus acciones comienzan a cotizar en bolsa y muere como tal objeto cuando las acciones dejan de cotizar.

Una empresa puede desaparecer por una buena razón, como ser adquirida, o por una mala, como la quiebra. En los Estados Unidos, aproximadamente la mitad de las empresas que han cotizado en el último siglo lo hicieron durante diez años o menos.

En relación con la cantidad de empresas que cotizan sus acciones se ha estudiado la denominada brecha de cotización (*listing gap*), la diferencia entre la cantidad de empresas cotizadas y una estimación de la cantidad que deberían cotizar, considerando el tamaño de la población y la economía, así como las cotizaciones en otros países. En los Estados Unidos esta brecha se estima que es entre 5.800 y 12.200 empresas.[7]

En la secuencia de vida, el tiempo en que la empresa permanece privada varía mucho entre empresas. Si este tiempo es mayor, una consecuencia es que la creación de riqueza se desplace de los mercados públicos de acciones a las transacciones privadas. Como no todos los inversores tienen acceso a los mercados privados, esto influye en las características de las carteras que pueden considerarse.

> El efecto de la creación de riqueza hasta y desde la entrada en cotización pública se puede ejemplificar con Amazon y Meta.
>
> Amazon salió a Bolsa en 1997, tres años después de su formación. En ese momento su capitalización de mercado fue 749 millones de dólares, que puede considerarse la

[4] Michael J. Mauboussin & Dan Callahan, *Birth, death, and wealth creation: Why investors need to understand corporate demographics*, Morgan Stanley/Counterpoint Global, 2023.

[5] Tim Koller, Marc Goedhardt & David Wessels, *Valuation*, op. cit, págs. 285-303.

[6] Algunas perspectivas sobre el tema pueden verse en Lucio Cassia, Andrea Plati & Silvio Vismara, *Equity valuation using DCF: A theoretical analysis of the long-term hypothesis*. Investment Management and Financial Innovations, 2007, 4 (1): 91-107. También Morris G. Danielson & Jean L. Heck, *The perpetual growth model and the cost of computational efficiency: Rounding errors or wild distortions?* Financial Services Review, 2014, 23 (2): 189-206.

[7] Craig Doidge, G. Andrew Karolyi & René M. Stulz, *The U.S. listing gap*, Journal of Financial Economics, 2017, 123 (3): 464-487. Y Gabriele Lattanzio, William L. Megginson & Ali Sanati, *Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation?* Journal of Financial Markets, 2023, 65: art 100836.

inversión que realizan los accionistas. Hasta diciembre 2025 la creación de riqueza fue 2,27 billones de dólares. Prácticamente toda su creación de riqueza se produjo cuando era una empresa con cotización pública.

La que ahora se denomina Meta Platforms entró en cotización pública en 2012, ocho años después de su formación como sociedad (hasta 2021 la denominación fue Facebook). En ese momento el valor del capital era 133 mil millones de dólares. Es decir, hasta ese momento la riqueza creada fue para los accionistas fundadores. Hasta diciembre 2025 la creación de riqueza fue 1,39 billones de dólares. Una décima parte de esa creación de riqueza se produjo cuando era una empresa fuera de cotización pública.

3. Los estudios de Bessembinder sobre la creación de riqueza

Hendrik Bessembinder, profesor de finanzas en la Universidad Estatal de Arizona, ha documentado en varios estudios un patrón de creación de riqueza para los accionistas en los mercados de acciones. Analizando las empresas que han cotizado en Estados Unidos en los últimos 100 años y en los mercados de acciones de países desarrollados y emergentes durante las últimas décadas, más de la mitad no han creado riqueza para los accionistas. Y en torno a 4% del total de esas empresas han creado 90 % de la riqueza neta para los accionistas.

El estudio inicial sobre el tema se refiere al período 1926-2016 en los Estados Unidos [8] y en 2026 se difundió el análisis en el período 1926-2025.[9] En 2023 se publicó un estudio de alcance global para el período 1990-2020.[10]

3.1 Medida de creación de riqueza para los accionistas

La creación de riqueza para los accionistas (SWC, *shareholder wealth creation*) se basa en el flujo de efectivo hacia (en el caso de dividendos o recompra de acciones) o desde (en el caso de emisión de acciones) los accionistas de una empresa en su conjunto durante el tiempo en las acciones cotizaron en bolsa.

Es importante acotar que "los dividendos y la recompra de acciones no se reinvierten (ni pueden reinvertirse) en la empresa mediante transacciones en el mercado secundario, ya que cada transacción en este mercado implica tanto una compra como una venta por parte de los accionistas".[11]

La medida de SWC se realiza en comparación con una cartera de letras del Tesoro (a un mes), considerando el flujo de efectivo mensual hacia o desde los accionistas en su conjunto.

---

[8] Hendrik Bessembinder, *Do stocks outperform treasury bills?* Journal of Financial Economics, 2018, 129 (3): 440-445.

[9] Hendrik Bessembinder, *One hundred years in the U.S. stock markets*, Working paper, 2026.

[10] Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi & K. C. John Wei, *Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks*, Financial Analysts Journal, 2023, 79 (3): 33-63.

[11] Hendrik Bessembinder, *Wealth creation in the U.S. public stock markets 1926 to 2019*, Journal of Investing, 2021, 30 (3): 47-61.

El cálculo refleja la diferencia de rendimiento por encima de las letras del Tesoro. La SWC es el aumento (o disminución) de la riqueza de los accionistas, medido al final del período de la muestra, que es atribuible a que los inversores mantienen acciones en lugar de letras del Tesoro.[12]

El flujo de efectivo mensual se expresa en valor equivalente al final del período considerado, capitalizando con la tasa de rendimiento de los títulos del Tesoro.

Específicamente, el cálculo que emplea Bessembinder responde al siguiente razonamiento.

a) La riqueza de un inversor durante un horizonte de inversión de T períodos evoluciona según la elección en cada período entre un título sin riesgo (con un rendimiento $R_{f,t}$) y una inversión en acciones con una rentabilidad R_t, que se forma con un componente de ganancia de capital ($R_{c,t}$) y un componente de dividendo ($R_{d,t}$).

b) Los dividendos se devuelven a la cuenta de bonos del inversor. Además, el inversor tiene un flujo F_t por recompra de acciones que realiza la empresa (que se agrega a su cartera de bonos) y por suscripción de acciones (que se detrae de esa cartera). Se considera que en el momento inicial la inversión es el valor del capital en el mercado (valor inicial de cotización).[13]

Entonces, la posición en títulos sin riesgo (B_t) tiene un valor periódico según la inversión al comienzo, los intereses en el período, los dividendos y los aportes o recuperaciones de la posición en acciones:

$$B_t = B_{t-1}(1 + R_{f,t}) + I_{t-1} R_{d,t} - F_t \qquad \textit{Ecuación 1}$$

c) El valor de la posición del inversor en acciones (I_t) evoluciona según la ganancia del capital (por el cambio de precio) y los aportes y recuperaciones ya mencionados:

$$I_t = I_{t-1} (1 + R_{c,t}) + F_t \qquad \textit{Ecuación 2}$$

La riqueza total del inversor en el momento t (W_t) se puede expresar como:

$$W_t = B_t + I_t = B_{t-1} (1 + R_{f,t}) + I_{t-1} (1 + R_t)$$

y puede expresarse:

$$W_t - W_{t-1}(1 + R_{f,t}) = I_{t-1} (R_t - R_{f,t}) \qquad \textit{Ecuación 3}$$

En la ecuación 3 se eliminan F_t y $R_{d,t}$ ya que los dividendos, las recompras y las suscripciones influyen indirectamente, a través de su efecto en la magnitud de la inversión neta del período siguiente (I_t).

Entonces, la ecuación 3 indica que la riqueza del inversor en el momento t, por encima de la que habría obtenido al invertir sólo en títulos sin riesgo, es la inversión en acciones al comienzo del período t multiplicado por el rendimiento excedente de la acción.

---

[12] Hendrik Bessembinder, *Shareholder wealth enhancement 1926-2022*, Working paper, 2023.

[13] Considerando un plazo largo (período 1975-2020) se ha determinado que la relación entre el precio inicial de cotización y el desempeño en términos de rentabilidad y riqueza para el accionista es, en promedio, levemente mayor que 1. Puede verse Sanjeev Bhojraj, Ashish Ochani & Shiva Rajgopal, *Firms' stock prices, stock returns, and remaining lifetime earnings*. Management Science, 2025, 72 (8): 6925-6947.

d) Al aplicar la ecuación 3 de modo reiterado se obtiene la diferencia de riqueza final del inversor por encima de la inversión alternativa en títulos sin riesgo. Esa diferencia se considera una medida de la creación de riqueza para los accionistas:

$$W_T - W_0\,FV_{0,T} = I_0\left(R_1 - R_{f,1}\right)FV_{1,T} + I_1\left(R_2 - R_{f,2}\right)FV_{2,T} + \cdots + I_{T-2}\left(R_{T-1} - R_{f,T-1}\right)FV_{T-1,T} + I_{T-1}\left(R_T - R_{f,T}\right) \qquad \textit{Ecuación 4}$$

En la ecuación 4 la expresión $FV_{t,T}$ es un factor de acumulación de las tasas de títulos del Tesoro a un mes ($R_{f,t}$), entre el momento t y el momento T:

$$FV_{t,T} = \left(1 + R_{f,t+1}\right)\left(1 + R_{f,t+2}\right)\left(1 + R_{f,t+3}\right) \ldots \left(1 + R_{f,T}\right)$$

La ecuación 4 muestra que la creación de riqueza para los accionistas se puede calcular

(i) multiplicando el rendimiento excedente de la empresa ($R_t - R_{f,t}$) por su capitalización bursátil al inicio de cada período, es decir, el rendimiento excedente en dólares, y

(ii) calculando la suma de los valores futuros (utilizando la tasa de los bonos del Tesoro para capitalizar hacia adelante, $FV_{t,T}$) de estos rendimientos excedentes en dólares.

Al realizar la capitalización con $FV_{t,T}$ no es necesario hacer un ajuste por inflación, porque el resultado final es un importe en dólares en el momento T.

La medida de creación de riqueza puede calcularse de forma equivalente como el *valor futuro neto* de todos los flujos de efectivo hacia o desde los accionistas en conjunto, incluyendo sus inversiones de capital iniciales, dividendos, recompras de acciones, emisiones secundarias de acciones y la capitalización de mercado de las empresas al final del período de muestra.[14]

Bessembinder emplea la ecuación 4 para cada acción, con lo que obtiene la creación de riqueza para los inversores de cada acción en su conjunto. El cálculo se realiza desde el primer rendimiento mensual disponible. Por tanto, no se incluye la riqueza generada antes de la aparición de la acción en las transacciones del mercado.

"A diferencia de la capitalización de mercado, el resultado de la creación de riqueza para los accionistas (SWC) no debe interpretarse literalmente como la posición financiera de los inversores al final del período de la muestra. El incremento de la riqueza para cada acción y cada mes se capitaliza hasta el final del período considerado, de modo que la riqueza generada en diferentes momentos es comparable y puede sumarse. En la práctica, parte de la riqueza incrementada se habrá reinvertido previamente en otras inversiones o en bienes."

La SWC no mide eficiencia o calidad de la gestión y de la estrategia de las empresas. "Como depende tanto de los flujos de efectivo realizados como de las valoraciones en el mercado, la SWC puede verse afectada por perturbaciones macroeconómicas, tecnológicas o sociales, así como por cambios en el optimismo o el pesimismo de los inversores."

Para el conjunto de empresas, la SWC es similar a un rendimiento ponderado por valor, en el sentido de que las empresas grandes tienen un peso mayor en el cálculo que las pequeñas. Sin embargo, "los resultados de la SWC difieren de los rendimientos de mercado ponderados por valor no solo porque se expresan en dólares en lugar de porcentajes, sino también porque

[14] Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi & K.C. John Wei, *How should investors' long-term returns be measured?* Financial Analysts Journal, 2025, 81 (1): 33-62.

consideran explícitamente las emisiones y recompras de acciones, y el hecho de que los dividendos no se reinvierten (en su conjunto) en el mercado bursátil".

3.2 Base de datos de CRSP

Bessembinder realiza sus estudios del rendimiento y la creación de riqueza de largo plazo con la información contenida en la base de Center for Research in Security Prices (CRSP, Centro de investigación de precios de títulos). Este Centro se constituyó a principios de los años 1960 en la Universidad de Chicago con el apoyo de Merrill Lynch. Lawrence Fischer y James Lorie se plantearon formar una base de datos sobre la rentabilidad de las acciones en Estados Unidos.

En 1960, los inversores estaban a sólo una generación de distancia de la gran crisis de los años 1930. "Muchos conservaban recuerdos personales del colapso bursátil de 1929, y muchos más procedían de familias afectadas por sus consecuencias. La desconfianza hacia las acciones era generalizada."[15] El interés en el análisis de la rentabilidad a largo plazo, por tanto, era para disponer de argumentos que justificaran la inversión en acciones.

Se considera el inicio de la serie en 1926 por disponibilidad de información en ese momento (por ejemplo, el índice diario de Standard Statistics, que después será Standard & Poor's).

Fisher y Lorie tardaron tres años y medio y emplearon kilómetros de cinta magnética para recopilar datos. Los primeros resultados se publicaron en el Journal of Business en 1964: *Rates of return on investment in common stocks*, referidos al período de 35 años entre 1926 y 1960. Se determinó una rentabilidad total de las acciones que habían cotizado en NYSE de 9 % anual.

Fisher y Lorie publican otros estudios con datos actualizados en 1968 y 1970. Unos años después, en 1976, se publica el primer estudio de Ibbotson y Sinquefield sobre el rendimiento de la cartera de mercado y el adicional por riesgo.[16] Al estar basado en los datos de CRSP, la fecha de 1926 quedó durante muchos años como el inicio del período de medición base de las estimaciones anuales realizadas para uso de inversores, analistas y valuadores.

Ibbotson Associates se constituye en 1977 como servicio de información. Es adquirida en 2006 por Morningstar, un proveedor de análisis de inversiones. Veinte años después, en 2026, Morningstar adquiere el CRSP y los índices de mercado que el centro elabora. Estos son la base de una variedad de fondos de inversión y ETF, que desde ese momento comienzan a denominarse Morningstar.

4. Resultados sobre la creación de riqueza para los accionistas en plazos largos

4.1 Empresas de Estados Unidos

En la tabla 1 se muestran los resultados del estudio de creación de riqueza en los mercados de Estados Unidos en los cien años considerados, 1926 a 2025.

---

[15] Dan Lefkovitz, *Why most stocks aren't worth owning*. En sitio morningstar.com, Jun 17, 2026.

[16] Roger G. Ibbotson & Rex A. Sinquefield, *Stocks, bonds, bills, and inflation: Year-by-year historical returns (1926-1974)*. Journal of Business, 1976, 49 (1): 11-47.

Tabla 1: Creación de riqueza para accionistas SWC en los mercados de Estados Unidos (1926-2025)

	1926 a 2025	
Empresas emisoras de las acciones	29.081	
Creación de riqueza (billones US dólares)		
		% SWC neta
Creación bruta	101,63	111,7%
Creación neta	90,96	100,0%
Destrucción de riqueza	10,67	11,7%
Primeras 5 empresas	19,46	21,4%
Primeras 30 empresas	39,72	43,7%
Resto de empresas que crearon riqueza neta	51,24	56,3%
		% empre-sas
Empresas que crearon riqueza	11.884	40,9%
Empresas que totalizan la creación neta	1.082	3,7%
Las demás empresas que crearon riqueza	10.802	37,1%
Empresas que destruyeron riqueza	17.197	59,1%

Fuente: Basado en Bessembinder (2026)

La creación de riqueza bruta es la suma de la creación de riqueza de todas las acciones con resultado positivo. La creación de riqueza neta es la suma de la creación de riqueza de todas las acciones del mercado.

En el período 1926-2025, 11.884 empresas crearon 101,63 billones de dólares de riqueza. Y 17.197 empresas destruyeron riqueza por 10,67 billones de dólares. Entonces, la riqueza neta creada fue 90,96 billones de dólares, que representa lo que obtuvieron los inversores en los mercados de acciones.

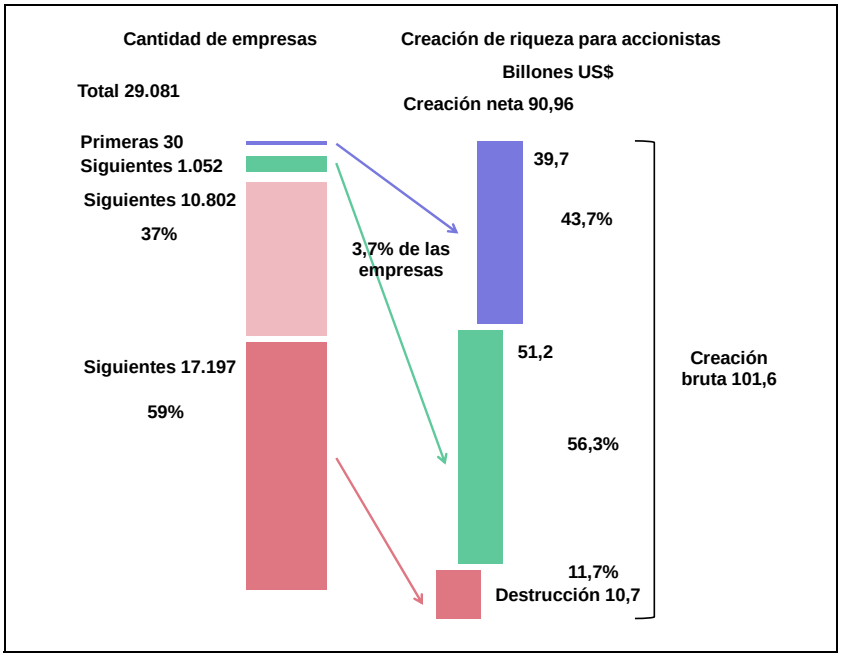
Ordenando las empresas por creación de riqueza en forma descendente, se observa que las primeras 1.082 empresas (3,7 % del total) cubren el total de la creación neta de riqueza. Las restantes 10.802 empresas que crearon riqueza lo hicieron por un monto total (10,67 billones de dólares) que fue compensado por las empresas que destruyeron riqueza. Estas fueron casi 60% de todas las empresas cuyas acciones en algún período fueron transadas en los mercados.

En la ilustración 1 se presenta esta composición en forma gráfica.

Bessembinder explica: “Es inevitable que la creación de riqueza en el mercado bursátil se concentre, debido a diferencias de tamaño de las empresas y a resultados aleatorios que sólo se observan a posteriori. Sin embargo, tanto el grado de concentración en la generación total de riqueza bursátil desde 1926 como la medida en que las empresas con mejor desempeño explican un porcentaje creciente de la SWC en los últimos años son notables y requieren un estudio más profundo.”[17]

[17] Hendrik Bessembinder, *Wealth creation in the U.S. public stock markets 1926 to 2019*, Journal of Investing, 2021, pág. 52.

Ilustración 1: Creación de riqueza para accionistas Estados Unidos 1926-2025



Esta concentración se origina en la asimetría positiva de la distribución de los rendimientos a largo plazo. En esta distribución, la mayoría de los resultados individuales son inferiores al resultado promedio, ya que existen unos pocos casos de resultados muy grandes que influyen en el promedio y lo distancian de la mediana.

En la tabla 2 se resume la misma información que en la tabla 1 en los otros períodos que Bessembinder ha analizado y con los cuales se puede evaluar cuánto aumenta la concentración de la creación de riqueza y cuál es el efecto del reciente auge de empresas tecnológicas. En la ilustración 2 se presenta resumida esa información de creación y destrucción de riqueza.

Se observa en la tabla 2 que la proporción que representan las cinco empresas con mayor creación de riqueza aumenta en los períodos considerados. En la medición de noventa años hasta 2016 la proporción en la creación neta de riqueza es 10,1 % y en la medición hasta 2025 (100 años) es casi el doble, 21,4 %.

Sin embargo, la cantidad de empresas que han creado el total de riqueza neta se mantiene entre 1.100 y 1.200 en los períodos considerados. La concentración se produce principalmente en el extremo superior de la creación de riqueza. La tabla 3 muestra las cinco empresas con mayor creación de riqueza para accionistas en cada período. Se observa que la SWC pasa de 3,5 billones de dólares en el período hasta 2016 a 19,5 billones de dólares en el período con nueve años más, hasta 2025.

En el lapso entre 2016 y 2025, en el ordenamiento por SWC, las grandes firmas tecnológicas han desplazado hacia abajo a las de otros sectores. La SWC más que se duplica en los últimos tres años.

Tabla 2: Creación de riqueza para accionistas SWC en Estados Unidos en períodos desde 1926 hasta 2016, 2019 y 2022

	1926 a 2022		*1926 a 2019*		*1926 a 2016*	
Empresas emisoras de las acciones	28.114		26.168		25.332	
Creación de riqueza (billones US dólares)						
		% SWC neta		*% SWC neta*		*% SWC neta*
Creación bruta	64,23	116,5%	54,25	114,5%	40,84	117,3%
Creación neta	55,11	100,0%	47,39	100,0%	34,82	100,0%
Destrucción de riqueza	9,12	16,5%	6,86	14,5%	6,02	17,3%
Primeras 5 empresas	7,76	14,1%	5,63	11,9%	3,51	10,1%
Primeras 30 empresas	19,24	34,9%	15,15	32,0%	13,68	39,3%
Resto de empresas que crearon riqueza neta	35,87	65,1%	32,24	68,0%	21,14	60,7%
		% empre-sas		*% empre-sas*		*% empre-sas*
Empresas que crearon riqueza	11.633	41,4%	11.036	42,2%	10.671	42,1%
Empresas que totalizan la creación neta	1.094	3,9%	1.173	4,5%	1.092	4,3%
Las demás empresas que crearon riqueza	10.539	37,5%	9.863	37,7%	9.579	37,8%
Empresas que destruyeron riqueza	16.481	58,6%	15.132	57,8%	14.661	57,9%

Fuente: Basado en Bessembinder (2018, 2020, 2023)

Ilustración 2: Creación de riqueza para accionistas Estados Unidos desde 1926 hasta 2016, 2019, 2022 y 2025 (en billones USD)

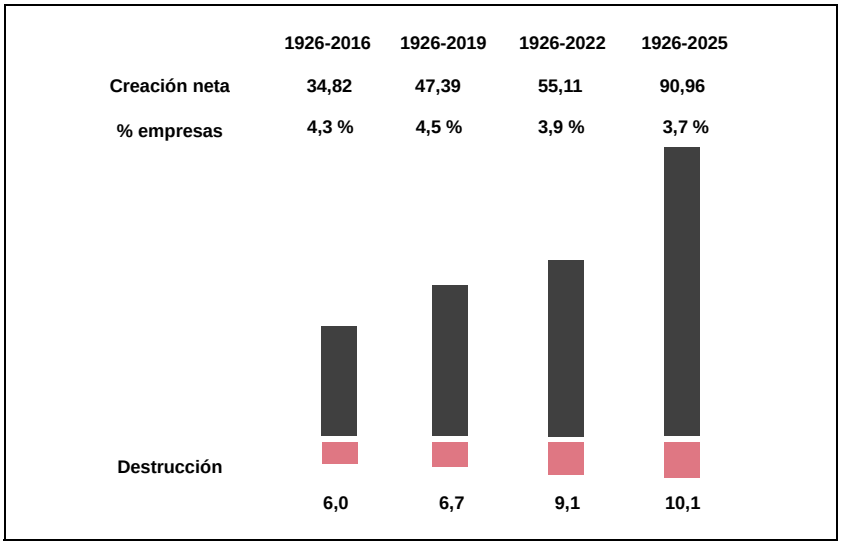


Tabla 3: Las cinco empresas con mayor creación de riqueza para accionistas SWC en Estados Unidos
(miles de millones US$ y % sobre creación de riqueza neta)

1926 a 2025		*1926 a 2022*		*1926 a 2019*		*1926 a 2016*	
Apple	5.019	Apple	2.681	Apple	1.644	Exxon Mobil	1.002
Nvidia	4.575	Microsoft	2.094	Microsoft	1.412	Apple	746
Microsoft	4.027	Exxon Mobil	1.217	Exxon Mobil	988	Microsoft	630
Alphabet	3.571	Alphabet	1.004	Amazon	865	General Electric	608
Amazon	2.269	Amazon	764	Alphabet	718	IBM	520
SWC	19.461		7.760		5.627		3.506
% SWC neta	21,4%		14,1%		11,9%		10,1%

Fuente: Basado en Bessembinder (2018, 2020, 2023, 2026)

En un estudio complementario,[18] Bessembinder analizó los sectores sobre y subrepresentados en la lista de creadores de riqueza para los accionistas. Aunque las empresas con mayor creación de riqueza son del sector de tecnología de la información, en conjunto el sector está subrepresentado entre todas las que han creado riqueza. Y los sectores de salud y energía están sobrerrepresentados. Destacó que los sectores con mucha variabilidad en el rendimiento del capital invertido tienden a tener empresas tanto en los grupos de mayor creación de riqueza como en los que no crean o destruyen riqueza.

4.2 Empresas de mercados desarrollados y emergentes

En el estudio de Bessembinder, Chen, Choi y Wei se analiza la rentabilidad y la creación de riqueza para los accionistas en 42 mercados en el período 1990-2020.[19] Se consideran las empresas cuyas acciones cotizaban en enero de 1990 o en la primera fecha en que se dispone de datos de rentabilidad mensual para cada acción, así como las que entraron en cotización en ese período. Se dispone de datos desde enero de 1990 para la mayoría de los mercados, pero los datos más antiguos corresponden a 1991 para China, 1993 para Brasil, Nigeria y Polonia, 1994 para Israel, 1995 para Rusia, 2000 para Arabia Saudita y 2001 para los Emiratos Árabes Unidos.

En total se incluyen 63.785 empresas en veintiséis economías desarrolladas y dieciséis en desarrollo, y se emplean 8,37 millones de observaciones mensuales.

> El estudio se refiere a los mercados de acciones de Estados Unidos, Canadá, Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia, Suiza, Australia, Corea del Sur,

[18] Hendrik Bessembinder, *Extreme stock market performers, part II: Do technology stocks dominate?* Working paper, 2020.

[19] Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi & K. C. John Wei, *Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks*, Financial Analysts Journal, 2023, 79 (3): 33-63.

Hong Kong, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Singapur, Taiwan, que se consideran como economías desarrolladas. Y de Arabia Saudita, Argentina, Brasil, China, Colombia, Emiratos Arabes Unidos, India, Indonesia, Malasia, México, Nigeria, Polonia, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía como economías en desarrollo o con mercados emergentes.

En las tablas 4 y 5 se muestran los resultados para los mercados globales, en el período de treinta años 1990 a 2020. Se observa que la proporción de empresas que destruyen riqueza es similar a la de Estados Unidos (tabla 1) pero que esa destrucción es de una magnitud mucho mayor (casi 30 % de la creación neta).

Tabla 4: Creación de riqueza en mercados globales

	Global 1990 a 2020	
Empresas emisoras de las acciones	63.785	
Creación de riqueza (billones de US dólares)		*% SWC neta*
Creación de riqueza - Bruta	97,75	129,2%
Creación de riqueza - Neta	75,66	100%
Destrucción de riqueza	22,09	29,2%
		% empresas
Empresas que crearon riqueza	26.967	42,3%
Empresas que totalizan la creación neta	1.526	2,4%
Las demás empresas que crearon riqueza	25.441	39,9%
Empresas que destruyeron riqueza	36.818	57,7%

Fuente: Basado en Bessembinder *et al* (2023)

Tabla 5: Creación de riqueza en mercados desarrollados y emergentes 1990-2020

	Global sin EEUU		*EEUU*		*Otros desarrollados*		*Emergentes*	
Empresas emisoras de las acciones	46.221		17.564		31.361		14.860	
Creación de riqueza (billones de US dólares)								
Creación de riqueza - Bruta	47,19	153,6%	50,56	112,5%	34,37	153,7%	12,86	153,7%
Creación de riqueza - Neta	30,73	100%	44,93	100%	22,36	100%	8,37	100%
Destrucción de riqueza	16,46	53,6%	5,63	12,5%	12,01	53,7%	4,49	53,7%

Fuente: Basado en Bessembinder *et al* (2023)

Esto se debe a que en el resto de los mercados desarrollados (sin EEUU) y los mercados emergentes la destrucción de riqueza representa más de 50 % de la creación neta. Es decir, hay muchas empresas a las que les va muy mal (al menos, en términos de creación de riqueza para los accionistas).

Sobre los resultados, Bessembinder *et al* explican:

> La creación de riqueza en el mercado bursátil está altamente concentrada; solo cinco empresas (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet y Tencent) representan el 10,3 % de los 75,66 billones de dólares estadounidenses de creación neta de riqueza en el mercado bursátil global en nuestra muestra. El 0,25% de las empresas con mejor desempeño representó la mitad de la creación de riqueza neta global, y el 2,39% de las empresas con mejor desempeño representó la totalidad de la creación de riqueza neta global. La concentración de la creación de riqueza en un número relativamente pequeño de empresas se atribuye a varias explicaciones, potencialmente interrelacionadas, incluyendo la variación transversal en el tamaño de las empresas, la variación en el número de meses que las acciones están presentes en la base de datos, la asimetría positiva mencionada anteriormente en los rendimientos compuestos, así como resultados puramente aleatorios.

En la tabla 6 puede verse que la concentración de la creación de riqueza neta en el resto de los países desarrollados y en los emergentes es mucho mayor que en los Estados Unidos. Considerando las empresas ordenadas en forma descendente por creación de riqueza, el 1 % superior representa 70 % de la creación neta de riqueza en Estados Unidos (174 empresas). En cambio, en el resto de los mercados desarrollados el 1% (315 empresas) representa 92 % de la creación neta y en los mercados emergentes representa más de 82 % (149 empresas).

Tabla 6: Creación de riqueza en mercados desarrollados y emergentes 1990-2020 – Proporción de creación bruta y neta de 1 % de las empresas

	Cantidad de empresas	*% creación bruta*	*% creación neta*
Global	638	62,26 %	80,44 %
Global sin Estados Unidos	464	58,68 %	90,10 %
Estados Unidos	174	62,43 %	70,19 %
Otros mercados desarrollados	315	59,82 %	91,95 %
Mercados emergentes	149	53,82 %	82,71 %

Fuente: Basado en Bessembinder *et al* (2023)

Se observa que las características de la creación de riqueza para accionistas se mantienen en diferentes períodos y en distintos mercados: una asimetría positiva de rendimientos de largo plazo, con rendimiento medio positivo y mediana de rendimiento negativa. Hay empresas con rendimiento extremadamente grande; estas elevadas rentabilidades (de una cantidad relativamente pequeña de acciones) hacen que una estrategia de comprar y mantener produzca una rentabilidad media positiva. Y, por la otra parte, la rentabilidad de la mayoría de las acciones es cercana o inferior a la de los bonos del Tesoro.

Como señala Bessembinder, "es inevitable que la SWC medida a largo plazo se concentre en pocas empresas debido a las diferencias en el tamaño inicial, al número de meses que la empresa está en cotización pública y a resultados de rentabilidad puramente aleatorios que solo se observan a posteriori".[20]

Por esto, los rendimientos (que se distribuyen con forma normal en períodos cortos) cuando se acumulan en forma compuesta en períodos largos generan un resultado con distribución asimétrica.

Además de este fenómeno, estudios de simulación sobre la riqueza final a partir de variables iniciales con distribución gaussiana muestran el impacto que tienen la suerte y el talento en la desigualdad de los resultados finales.[21] Se observa en ellos la importancia del impacto de los efectos aleatorios (que se pueden rotular como *suerte*, es decir, fortuna e infortunio). Sobre esto, Pluchino *et al*. señalan: "aún un gran talento se vuelve inútil ante la furia del infortunio" (*even a great talent becomes useless against the fury of misfortune*).

5. Consecuencias para los inversores

5.1 Selección de cartera y diversificación

En el enfoque de inversión suelen considerarse las posturas extremas: una cartera relativamente reducida en variedad frente a la tenencia pasiva de una cartera muy diversificada. Si se considera que el desempeño observado en plazos largos (como en los estudios de Bessembinder) puede reflejar características estructurales del mercado, "la riqueza generada por la inversión en Bolsa es atribuible en gran medida a resultados extremadamente positivos de un número relativamente pequeño de acciones".[22]

Se puede entender que "un inversor con horizonte temporal largo y una ventaja comparativa para identificar a priori las acciones que generarán altos rendimientos en ese horizonte" potencialmente obtendría una ganancia grande. Pero la pregunta es qué inversor tiene esa ventaja comparativa (si es que hay alguno).

En horizontes largos hay una marcada asimetría positiva en la distribución de los rendimientos de las acciones individuales. Esto manifiesta el hecho de que la mayoría de las acciones individuales tienen una prima (por encima de las letras del Tesoro) que es negativa, mientras que el mercado en conjunto tiene un rendimiento que implica una prima positiva. Hay que destacar que en mercados con esta característica, la gran mayoría de los resultados individuales pueden ser inferiores a la media.

Farago y Hjalmarsson explican analíticamente que la volatilidad de los rendimientos a corto plazo es un determinante de la asimetría del rendimiento a largo plazo (ya que la capitalización

---

[20] Hendrik Bessembinder, *Wealth creation in the US public stock markets 1926-2019*. The Journal of Investing, 2021, pág. 59.

[21] Puede verse Alessandro Pluchino, Alessio Emanuele Biondo & Andrea Rapisarda, *Talent versus luck: The role of randomness in success and failure*. Advances in Complex Systems, 2018, 21 (3-4): art 1850014.

[22] Hendrik Bessembinder, Te-Feng Chen, Goeun Choi & K. C. John Wei, *Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks*, Financial Analysts Journal, 2023, pág. 34.

de rendimiento conduce a rendimientos a largo plazo con asimetría positiva).[23] Sin embargo, además de este origen puramente aleatorio, "¿en qué medida se deben los resultados a explicaciones económicas más fundamentales, como una mayor concentración dentro de las industrias, un cambio hacia resultados en los que el ganador se lo lleva todo o la creciente aparición de empresas disruptivas o transformadoras?"[24]

Las carteras de gestión activa tienden a estar concentradas. Entonces, la concentración que existe en la rentabilidad de las acciones puede explicar por qué las estrategias de cartera activa suelen tener un rendimiento inferior al de los índices de referencia del mercado, que se construyen como rendimientos promedio de los valores disponibles para la inversión.

5.2 Temporalidad en la creación de riqueza

Es importante señalar que la evidencia de creación de riqueza para los accionistas se refiere a lo ocurrido durante el período del estudio. En casos de empresas que han existido durante mucho tiempo, la medida de creación de riqueza puede mostrar lo ocurrido en décadas pasadas, alejadas del momento final del estudio.

En Estados Unidos, empresas como ExxonMobil, IBM, General Electric y General Motors se encuentran muy arriba en el listado de creación de riqueza por lo ocurrido hace bastante tiempo, o bien por los dividendos que han distribuido durante esa larga vida. Esta ubicación no necesariamente significa que en el tramo final del período estén creando riqueza de modo destacado.

La medida de creación de riqueza implica que la inversión se mantiene en el tiempo (lo cual es correcto para la perspectiva de todos los accionistas). Pero desde el punto de vista de muchos inversores individualmente esta conducta puede ser difícil de sostener, ya que existen períodos prolongados durante los cuales la acción tiene un rendimiento muy malo.

Consideremos algunas de las empresas que están entre los mayores creadores de riqueza en Estados Unidos (tabla 3). Microsoft ha tenido extensos períodos de bajo rendimiento (por ejemplo, durante más de nueve años, entre inicios de 2000 y de 2009, su rendimiento total fue negativo en 69 %. Y el precio de las acciones de Amazon cayó 91 % entre febrero 2000 y septiembre 2001.

Apple ha tenido períodos de grandes caídas de precio desde que inició su cotización, en 1981. Durante más de dos años, entre mayo de 1983 y agosto de 1985 el precio cayó 74 %. También cayó en el período febrero 1993 - diciembre 1997, en este caso 80 %. Y cayó 79 % entre marzo de 2000 y marzo de 2003.

---

[23] Adam Farago & Erik Hjalmarsson, *Long-horizon stock returns are positively skewed*. Review of Finance, 2023, 27 (2): 495-538.

En un conjunto de estudios experimentales referidos al crecimiento compuesto con shocks aleatorios, Ensthaler *et al* observan que los decisores tienden a no considerar el crecimiento no lineal y a subestimar el nivel de la asimetría del proceso (ellos señalan que la asimetría parece que está "oculta"). Ludwig Ensthaler, Olga Nottmeyer, Georg Weizsäcker & Christian Zankiewicz, *Hidden skewness: On the difficulty of multiplicative compounding under random shocks*. Management Science, 2018, 64 (4): 1693-1707.

[24] Hendrik Bessembinder, *Shareholder wealth enhancement 1926-2022*, Working paper, 2023.

Por esto, Bessembinder titula uno de sus estudios detallados “Esperen algunas caídas”, donde analiza las principales caídas por década.[25]

5.3 ¿Indicadores fundamentales del potencial de creación de riqueza?

En un estudio detallado, Bessembinder analiza algunas medidas de desempeño para evaluar su consistencia con la creación de riqueza para los accionistas.

Considera las empresas con mayor creación de riqueza en cada década del extenso período analizado, en comparación con las otras en la respectiva década. Evalúa características basadas en datos contables y en datos de mercado. Aclara que “si bien este análisis no permite identificar características predictivas, ayuda a reconocer aquellos rasgos medibles objetivamente que predominan −en mayor o menor medida− en empresas con un desempeño bursátil excepcionalmente sólido o débil”.[26]

Así determina que las empresas con mejor desempeño en cada década se caracterizan por:

a) Crecimiento de activo y ventas. Un crecimiento de activos y de ventas mucho mayor. La tasa media de crecimiento anual de los activos para las empresas de mayor rentabilidad para el accionista fue de 88,7 % y el crecimiento medio anual de las ventas fue de 95,3 %.

Gran parte del crecimiento de los activos se financió mediante nuevas emisiones de capital, ya que el crecimiento de los activos excluyendo dichas emisiones promedió una cifra más modesta (aunque todavía rápida) del 24,1 % anual.

Las adquisiciones no fueron un factor determinante en el crecimiento de los activos, dado que el *crecimiento orgánico* (que excluye los activos obtenidos mediante adquisiciones) fue casi tan rápido como el crecimiento total de los activos.

Se observa que todos los componentes de los activos totales aumentaron más en este grupo de empresas, en comparación con las demás.

b) Desembolso en investigación y desarrollo (R&D). Se observa que el coeficiente medio sobre activos en las empresas con mejor desempeño para el accionista fue 5,2 %, frente a 3,7 % de las demás empresas.

c) Endeudamiento y relación valor de mercado/valor contable. Las empresas con mejor desempeño tienen un coeficiente de deuda sobre activos de 0,47, en comparación con 0,53 de las demás. Y la relación valor de mercado a valor contable (M/B) al final de la década respectiva fue 9,7, frente a 3,2 de las demás.

d) Comportamiento de precio y rentabilidad. Incluso dentro de la década de alto desempeño, las empresas tienen caídas significativas de precio (*drawdowns*), en promedio

[25] Hendrik Bessembinder, *Extreme stock market performers, part I: Expect some drawdowns*. Working paper, 2020.

[26] Hendrik Bessembinder, *Extreme stock market performers, part III: What are their observable characteristics?* Working paper, 2020.

50,2 %. La volatilidad de los rendimientos (en torno a 17,5 %) no tiene diferencia entre las empresas con mejor desempeño y las demás. Lo mismo ocurre con la asimetría de los rendimientos mensuales (en torno a 0,85).

"Esto implica que ni siquiera las inversiones bursátiles más exitosas a largo plazo tienden a ofrecer rendimientos estables o regulares". Y que los rendimientos más altos de las empresas con mejor desempeño tienden a distribuirse aleatoriamente a lo largo de la década, en lugar de concentrarse en unos pocos rendimientos mensuales excepcionalmente altos.

El análisis de estas características, así como el recorrido del desempeño de una empresa en rentabilidad y creación de riqueza, *puede ayudar* a anticipar las perspectivas mejores y peores para la creación de riqueza en los períodos futuros.[27] Sin embargo, las diferencias en los indicadores considerados, así como los diversos períodos y condiciones en que se observan, posiblemente no ayude a formular predicciones significativas.

6. Comentarios finales

Hay dos enfoques de inversión que enfrentan de modo diferente la asimetría en los rendimientos y la creación de riqueza de las acciones cotizadas con las que se forman carteras.

Un enfoque es buscar una amplia diversificación, como es el caso de los fondos indexado por una aproximación a la cartera del mercado de acciones. Si en el futuro en el mercado habrá (como en el pasado) una mezcla desigual de creadores de riqueza y de perdedores en ese juego, el desempeño destacado de los primeros compensará con creces el desempeño deficiente de los demás.

Otro enfoque es formar y gestionar una cartera para incorporar a los creadores de riqueza y evitar a los que no crean o destruyen riqueza. Bessembinder ha indagado en la evidencia de largo plazo algunas características financieras de los creadores de riqueza. Sus afirmaciones no presentan hechos nuevos, sino que fundan en evidencia amplia algo ya conocido: características como la intensidad de la inversión, el crecimiento de ventas o el bajo endeudamiento pueden indicar un potencial de creación de riqueza para los accionistas, pero también eso puede no manifestarse. Entonces, es difícil no sólo identificar el indicador relevante para el futuro, sino también el efecto que tendrá en la creación de riqueza.

Esta selección de acciones depende del talento del gestor. También de su suerte. Y, además, de su carácter para enfrentar los períodos de pobre desempeño. La evidencia muestra que muchos de los principales creadores de riqueza tuvieron períodos de muy mal desempeño financiero. Lo que pasó después señala que se recuperaron con creces, pero en ese momento había que estar muy seguro de que eso ocurriría para mantener la inversión durante esa travesía en el desierto.

A esto se agrega que las carteras más concentradas están más expuestas a la asimetría cuando no se reequilibran con frecuencia.

---

[27] Hendrik Bessembinder, *Extreme stock market performers, part IV: Can observable characteristics forecast outcomes?* Working paper, 2020.

La conciencia de que la mayoría de las empresas disponibles para inversión en bolsa están en el límite de la creación de riqueza no es un detalle menor y puede ser un hecho contrario a la intuición simple. Después de todo, esas son las empresas que han entrado en cotización, es decir, que han pasado varios filtros de evaluación. La creación de riqueza en el mercado de acciones es un resultado difícil de obtener; al menos, mucho más de lo que parece cuando se hacen cálculos de valor para decisiones empresariales o para selección de acciones de la cartera de inversión.

REFERENCIAS

Bessembinder, H. (2018). *Do stocks outperform treasury bills?* Journal of Financial Economics, 129 (3): 440-445

Bessembinder, H. (2020a). *Extreme stock market performers, part I: Expect some drawdowns*. Working paper

Bessembinder, H. (2020b). *Extreme stock market performers, part II: Do technology stocks dominate?* Working paper

Bessembinder, H. (2020c). *Extreme stock market performers, part III: What are their observable characteristics?* Working paper

Bessembinder, H. (2020d). *Extreme stock market performers, part IV: Can observable characteristics forecast outcomes?* Working paper

Bessembinder, H. (2021) *Wealth creation in the U.S. public stock markets 1926 to 2019*, Journal of Investing, 30 (3): 47-61

Bessembinder, H. (2023). *Shareholder wealth enhancement 1926-2022*, Working paper

Bessembinder, H. (2026). *One hundred years in the U.S. stock markets*, Working paper

Bessembinder, H., Chen, T-F., Choi, G. & Wei, K. C. J. (2023). *Long-term shareholder returns: Evidence from 64,000 global stocks*, Financial Analysts Journal, 79 (3): 33-63

Bessembinder, H., Chen, T-F., Choi, G. & Wei, K. C. J. (2025). *How should investors' long-term returns be measured?* Financial Analysts Journal, 2025, 81 (1): 33-62

Bhojraj, S., Ochani, A. & Rajgopal, S. (2025). *Firms' stock prices, stock returns, and remaining lifetime earnings*. Management Science, 72 (8): 6925-6947

Cassia, L., Plati, A. & Vismara, S. (2007). *Equity valuation using DCF: A theoretical analysis of the long-term hypothesis*. Investment Management and Financial Innovations, 4 (1): 91-107

Danielson, M.G. & Heck, J.L. (2014). *The perpetual growth model and the cost of computational efficiency: Rounding errors or wild distortions?* Financial Services Review, 23 (2): 189-206

Doidge, C., Karolyi, G.A. & Stulz, R.M. (2017). *The U.S. listing gap*, Journal of Financial Economics, 123 (3): 464-487

Ensthaler, L., Nottmeyer, O., Weizsäcker, G. & Zankiewicz, C. (2018(. *Hidden skewness: On the difficulty of multiplicative compounding under random shocks*. Management Science, 64 (4): 1693-1707

Farago, A. & Hjalmarsson, E. (2023). *Long-horizon stock returns are positively skewed*. Review of Finance, 27 (2): 495-538

Fornero, R.A. (2021). *El interés en los interesados: Capitalismo de stakeholders y el "objetivo financiero de la empresa"*, Disertaciones 41 Jornadas de Administración Financiera, SADAF, págs. 207-247

Ibbotson, R.G. & Sinquefield, R.A. (1976). *Stocks, bonds, bills, and inflation: Year-by-year historical returns (1926-1974)*. Journal of Business, 49 (1): 11-47

Koller, T., Goedhardt, M. & Wessels, D. (2025). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*, 8th ed. Wiley

Lattanzio, G., Megginson, W.L. & Sanati, A. (2023). *Dissecting the listing gap: Mergers, private equity, or regulation?* Journal of Financial Markets, 65: art 100836

Lefkovitz, D. (2026). *Why most stocks aren't worth owning*. En sitio morningstar.com, Jun 17, 2026

Lev, B. & Gu, F. (2024). *The M&A failure trap: Why most mergers and acquisitions fail and how the few succeed*, Wiley. Hay traducción en español con el título *La trampa del fracaso de las fusiones y adquisiciones: Por qué fracasa la mayoría de las fusiones y adquisiciones y cómo tan pocas tienen éxito*, disponible en sitio web academia.edu

Mauboussin, M.J. & Callahan, D. (2023) *Birth, death, and wealth creation: Why investors need to understand corporate demographics*, Morgan Stanley/Counterpoint Global

Pluchino, A., Biondo, A.E. & Rapisarda, A. (2018). *Talent versus luck: The role of randomness in success and failure*. Advances in Complex Systems, 21 (3-4): art 1850014