

HISTORIA DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE COMPAÑÍAS

HISTORY OF COMPANY VALUATION METHODS

Msc. Hellen Claudia Téllez Porcel

hellentellezporcel@hotmail.com

Universidad Mayor, Real de San Francisco Xavier de Chuquisaca

Recibido: septiembre 08, 2020

Aceptado: octubre 18, 2020

DOI: <https://doi.org/10.38147/invneg.v13i22.105>

RESUMEN

Este artículo trata de los intentos en la historia de valorar una compañía o valorar capitales desde el desarrollo de los mercados de acciones en el siglo XIX, hasta los últimos años del siglo XX. Periodo en el que se destacan dos hechos históricos que se constituyeron en catalizadores para el desarrollo de las técnicas de valuación de compañías. Se presenta una relación histórica del por qué los inversionistas emplearon en determinado tiempo una u otra técnica, así se comienza con el análisis del rendimiento de dividendos que por la poca información disponible para su empleo no fue útil para enfrentar la Burbuja de los Mares del Sur, que como consecuencia hizo a los inversionistas más precavidos por lo que empezaron a emplear el valor libro para determinar la tenencia de activos de las compañías para respaldar sus paquetes accionarios. Por otra parte, el valor intrínseco fue discutido desde principios del surgimiento de los mercados de valores, sin embargo, se volvió a tocar con más fuerza después de la Burbuja de los mares del Sur y del crack de 1929. Finalmente, el método de flujos descontados se empezó a usar en 1960, pero no fue hasta la Burbuja Tecnológica de finales del siglo XX que cobró importancia como método para valorar compañías y realizar comparaciones de inversiones.

ABSTRACT

This article refers to attempts in history to value a company or to value capitals, from the development of the stock markets in the 19th century, until the last years of the 20th century. Period in which two historical events took place and became the catalysts for the development of company valuation techniques. A historical relationship is presented to know why investors used one or another technique at a certain time, beginning with the analysis of the dividend yield that due to the little information available for its use was not useful to face the South Sea Bubble, which as a consequence made investors more cautious so they began to use the book value to determine the holdings of companies' assets to back their share packages. On the other hand, the intrinsic value was discussed since the beginning of the emergence of the stock markets, however it was played with more force after the South Sea Bubble and the crash of 1929. Finally, the discounted cash flow method began to be used in 1960, but it was not until the Technology Bubble of the late twentieth century that it gained importance as a method to value companies and make investment comparisons.

INTRODUCCIÓN

La metodología de la valoración de empresas comenzó como muchos otros métodos teorías y procesos de las ciencias económicas durante la revolución industrial, por la necesidad de conocer el valor real de una empresa para operaciones como fusiones, compra-venta de empresas, cotizaciones empresariales en la bolsa y otros. Aunque no es posible establecer una fecha en la que se pueda situar el comienzo de la teoría que fundamenta la valoración de empresas pueden citarse acontecimientos que marcan su evolución.

En principio no existe un acuerdo sobre un punto en la línea del tiempo que indique con exactitud cuándo se estableció la primera empresa o servicio de valoración, se conoce que a mediados de 1800 cuando el periodo conocido como Revolución Industrial dio paso al crecimiento de las ciudades por la inmigración, cuando las grandes empresas comenzaron a establecerse, la tecnología avanzaba en las comunicaciones, lo que como consecuencia directa influyó en la expansión del comercio, el paso definitivo en ese periodo fue la introducción de la máquina de vapor de James Watt en las distintas industrias, pues significó un aumento espectacular de la capacidad de producción, lo que a su vez supuso que los primeros teóricos de la administración implementaran la administración científica que incrementó la productividad al propiciar que los trabajadores realizaran tareas más uniformes, de esa manera se dio el establecimiento de una multiplicidad de compañías, que debían comprarse y venderse. Así los contadores y actuarios fueron convocados a estudiar los documentos financieros para determinar con precisión el valor de las mismas.

También era necesario establecer reglamentaciones y control de los gobiernos a las empresas en este periodo, en ese contexto puede citarse a la legislatura de Massachusetts, que aprobó una ley en 1858 que requería que un comisionado calculara las reservas potenciales para las pólizas de seguro de todas las compañías en el estado que requerían licencia, con el propósito de asegurarse de que estuvieran debidamente cubiertas si fuera el caso. La metodología original utilizada fue el Método de Reserva Premium de Nivel Neto y la experiencia combinada de las compañías, que se basaba en las Tablas de Mortalidad Británicas de 1843 y una tasa de interés promedio de 4%. Desde ese momento, la metodología básica no ha cambiado, solo qué entradas, factores de riesgo y rango de información se utilizan para calcular la valoración final de la compañía en función de sus circunstancias exactas.

Más tarde, con la formación del Servicio de Impuestos Internos (Internal Revenue Service) que requirió una mejor contabilidad fiscal y dado que en la década de 1920 se dio la Ley Seca en los EE.UU, que consecuentemente derivó en las exenciones de impuestos y las compensaciones pagadas a las principales cervecerías y negocios similares por el gobierno de los EE. UU, se crearon las circunstancias adecuadas para que se formara otro punto de vista. Este concepto revolucionario era que una empresa realmente valía mucho más que simplemente sus activos menos sus pasivos o solo su patrimonio, los principales cálculos empleados hasta ese momento. Este desarrollo trajo consigo nuevos conceptos que incluyen el valor de las ganancias futuras y la buena voluntad en el cálculo de la valoración de la empresa.

MÉTODOS

Este estudio es preponderantemente de carácter narrativo, el tema general era ubicar en la historia los principales métodos de valuación acciones o de compañías, los subtemas que surgieron de la primera inmersión en campo fueron: los contextos financieros que impulsaron nuevas técnicas de valoración y que permitieron observar las insuficiencias de las técnicas existentes, y los acontecimientos que desembocaron en la creación de las técnicas de valuación.

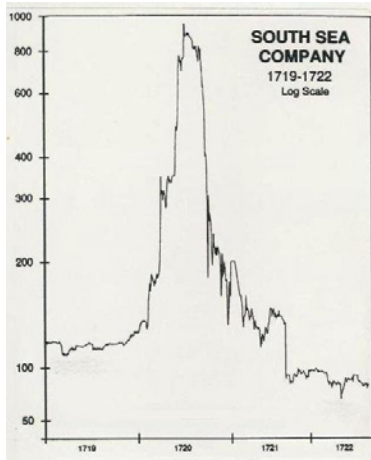
El material empírico consiste en una variedad de libros británicos y americanos, panfletos y periódicos del siglo diecinueve y el siglo veinte e investigaciones de los primeros brokers, artículos y videos en la web sobre acontecimientos financieros en la historia, en especial La Burbuja de los Mares del Sur y El Crack de 1929 o Jueves Negro.

RESULTADOS

Mientras los mercados de capitales se desarrollaban los métodos de valuación de acciones cambiaban. La historia de la valuación de acciones puede describirse, desde sus tempranos orígenes durante la Burbuja de los Mares del Sur, hasta el apogeo de las nuevas emisiones de activos financieros en el siglo XIX y el auge del mercado de valores de las décadas de 1920 y 1950. Observemos en primer lugar el contexto de esos dos acontecimientos.

BURBUJA DE LOS MARES DEL SUR

Se conoce como Burbuja de los mares del Sur a una burbuja especulativa que ocurrió en el Reino Unido a principios del siglo XVIII, y que condujo al llamado crack de 1720. Este acontecimiento se constituye junto a la crisis del tulipán de 1637 en uno de los primeros cracks económicos de la historia.



En 1711, el ministro de Hacienda, Robert Harley, creó una empresa denominada South Sea Company (Compañía de los Mares del Sur) para lograr una nueva vía de financiación que aportara liquidez al endeudado Gobierno de Londres y evitase su excesiva dependencia de los créditos, que concedía de manera exclusiva el Banco de Inglaterra. La nueva sociedad, que tenía como objetivo gestionar en un régimen de monopolio los beneficios del comercio con Sudamérica, logró en poco tiempo que sus valores pasaran a cotizarse a diez veces su importe o su valor nominal lo que significa que su valor se incrementó hasta en un 900% , pero los políticos no tuvieron en cuenta los continuos enfrentamientos con la Armada española en las rutas transatlánticas y que los accionistas comenzaran a vender sus títulos, de forma masiva, para lograr un beneficio inmediato; como consecuencia, el Estado tuvo que intervenir para evitar la especulación en ésta y otras empresas similares que surgieron como verdaderas “burbujas” que ofrecían copiosos negocios en el extranjero sin someterse a ningún tipo de control. El 9 de junio de 1720, el Parlamento de Westminster tuvo que aprobar la Bubble Act para hacer frente a la gestión de esta crisis, obligando a que todas las compañías tuvieran que disponer de una autorización mediante una carta otorgada por el poder legislativo; incluyendo a la Compañía de los Mares del Sur que, aun así, logró subsistir más de un siglo hasta que se disolvió finalmente en 1850.

JUEVES NEGRO CRACK DE 1929

En los felices años veinte, la economía estadounidense estaba asentada en la especulación. Ya en el año 1929 la situación llegó a ser insostenible y el llamado octubre negro marcó un antes y un después al producirse un monstruoso desplome de la bolsa. El crack supuso el inicio de una larga etapa de depresión económica en Estados Unidos, que alcanzó su peor momento en 1933.

Entre 1926 y 1929 se produjo un desfase cada vez más pronunciado entre la economía real y la actividad bursátil. Esta fue la principal causa que provocó el desplome de la economía estadounidense. Los pequeños inversores quedaron arruinados y tuvieron que vender sus bonos con enormes pérdidas, al cundir el pánico, los gran-

des inversores se encontraron también en dificultades. El pánico fue absoluto: en pocas horas, dieciséis millones y medio de acciones se vendieron con pérdidas a un promedio del 40 por ciento. En noviembre, cuando se calmaron un poco los ánimos, las cotizaciones habían descendido a la mitad desde el comienzo de la crisis económica de 1929. Más de 50.000 millones de dólares se desvanecieron como el humo, con lo que quedó en evidencia la inseguridad y fragilidad de los sistemas financieros. El desarrollo de esta crisis tuvo la siguiente evolución:



Todo comenzó con el cierre de los mercados europeos y el descenso de los precios agrarios. El Gobierno y los bancos trataron de contrarrestarlo ofreciendo un importante volumen de créditos. Estas medidas dieron lugar a una gran abundancia de capitales a corto plazo y a la especulación, especialmente entre 1926 y 1929. Para mayor desgracia, las autoridades monetarias no actuaron a tiempo para poner freno a la especulación.

Al comenzar octubre de 1929 se produjeron tendencias al alza de la inversión. El 24 de octubre se desató el pánico, la venta de acciones se disparó y el 29 de octubre volvió a ocurrir lo mismo. El problema era que la demanda de acciones era prácticamente nula.

Una de las primeras consecuencias del desplome de la bolsa fue el hundimiento del sistema financiero. Entre 1929 y 1932, hasta 5.096 bancos se declararon en suspensión de pagos. El derrumbe de la banca arrastró a la quiebra a muchas empresas de tipo comercial e industrial, al tiempo que se acumulaban los stocks de mercancías, lo que conllevaba una importante reducción de los precios. Esta caída de los precios afectó especialmente al sector agrario, los precios agrícolas cayeron por encima del coste de la vida, lo que llevó a la ruina de la población dedicada a la agricultura.

El descenso de la actividad económica provocó un aumento desbocado del desempleo. Los prósperos años veinte dieron lugar a unos años treinta marcados por el empobrecimiento de la sociedad estadounidense.

Observemos a continuación como los métodos de valua-

ción de empresas evolucionaron en los contextos antes descritos.

RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

Se puede ver el avance de la técnica de rentabilidad por dividendo al observar el comportamiento de los protagonistas en las bolsas de valores en el siglo XVIII, por una parte, los especuladores basaban sus decisiones de inversión en la primera impresión en lugar de buscar información sólida. Los inversionistas, por otro lado, tenían desde prospectos o cuentas, o bien el detalle de los pagos e dividendos de las compañías, de manera que podían estimar los dividendos por acción, que se encontraba en el prospecto o cuentas como un porcentaje del valor nominal y calcular, o realizar, alguna estimación de la medida en que el dividendo fue cubierto por las ganancias.

Los panfletos de la época en especial en los tiempos en los que ocurrió la Burbuja del Mar del Sur, revelan una comprensión relativamente sofisticada de las técnicas valoración de acciones basadas en dividendos. Las acciones en ese momento se valoraban en términos de la rentabilidad por dividendo, no por referencia a su valor nominal, sino como porcentaje de su precio de mercado.

“El principio fundamental sobre el cual se construye toda la ciencia del trabajo accionario, a saber, que el beneficio de un dividendo siempre se debe estimar de acuerdo con la tasa que tiene tomando en cuenta el precio de las acciones, porque se supone que el comprador debe comparar esa tasa con las ganancias que podría obtener del dinero, si se empleara de otra manera”. (Panfleto de 1720, citado en Harrison, 2001: 272)

Como se ve se hace mención al costo de oportunidad en la medición del rendimiento de los dividendos, lo que puede explicarse por la amplia gama de precios de los bonos cotizados por las acciones del South Sea Company durante cortos periodos.

Hasta la década de 1920, el rendimiento de dividendos era una métrica de valoración clave para todos inversores que compraban acciones. Esto vino de comparar las acciones con los bonos, en términos de ingresos, y ver las ganancias simplemente como información de respaldo para los dividendos. Continuemos con el valor libro una medida de la seguridad del capital de un bono o una acción.

VALOR DE LIBRO

Este método se apoyó en el crecimiento de la aversión al riesgo de los inversionistas por acontecimientos como la Burbuja de los Mares del Sur, tanto los inversores en acciones británicos como los estadounidenses estaban preocupados no solo por los ingresos de los dividendos sino también por la seguridad del capital, que se consideraba proporcionaba un respaldo para los valores de mercado.

Acerca de la aversión al riesgo del inversor, y antes de que el concepto de responsabilidad limitada se generalice Ward escribió: “Muchas personas prefieren la seguridad del capital a un gran rendimiento anual de su inversión” (Ward, 1852: 1). Graham y Dodd, después del colapso del mercado de valores de 1929 escribieron: “El inversor típico está preocupado en primer lugar por la seguridad del capital y en segundo lugar de la continuidad de los ingresos” (Graham y Dodd, 1934: 52). Le Maistre, el más optimista analista a mediados de la década de 1920, comentó: “el valor de una empresa en funcionamiento depende de su capacidad de pago de dividendos en lugar del valor en libros de sus activos” (Le Maistre, 1926).

Los balances generales cobraron especial atención en Gran Bretaña, se pueden citar varias razones para esto. Primero, desde la década de 1840 en adelante, una gran cantidad de artículos y libros tocaron el tema de las inversiones ferroviarias, que incluían análisis detallados de balances generales, como, por ejemplo, el Tratado de Ward sobre inversiones (Ward, 1852: 172). Se discutió en varios tratados cuánto debían depreciarse los activos, como el tratado de Samuel Laing “On Deterioration of Railway Plant and on the Policy of Establishing a Reserve Fund” (El deterioro de una Planta Ferroviaria, políticas para establecer un Fondo de Reserva) (Baskin y Moranti, 1997: 144). En segundo lugar, en Gran Bretaña, el estado de pérdidas y ganancias proporcionó información financiera limitada, debido a que solamente se exigió que se divulgaran los pagos de dividendos a inversores y las transferencias de reservas hasta después de la Segunda Guerra Mundial. La cifra de ganancias generalmente se estableció después de impuestos (no revelados), depreciación y no se proporcionaron otros gastos y una cifra de ventas. El balance, por otro lado, dio alguna estimación del valor de una empresa en términos de activos fijos y existencias.

VALOR INTRÍNSECO

Hubo pocos intentos en los primeros años de los mercados financieros, para estimar valores intrínsecos o valores razonables, es decir, el verdadero valor de una acción, independientemente de su precio de mercado. Los intentos que se hicieron tendían a coincidir con el auge y la caída del mercado de valores.

El concepto de valor razonable es de particular relevancia durante las burbujas del mercado de valores, cuando las técnicas de valoración tradicionales dan valores muy diferentes de los precios de mercado. En un auge del mercado de valores, el precio de la acción se vuelve mucho mayor que el subyacente valor libro y el rendimiento de dividendos cae muy por debajo del rendimiento de los bonos del gobierno.

Los inversores se ven obligados a preguntarse si el precio de las acciones en constante aumento refleja el valor razonable o ha sido superado por el entusiasmo del mercado.

Una mención temprana del valor “intrínseco” ocurrió durante el auge del mercado de renta variable, de las acciones de South Sea Bubble, cuando los panfletos aplicaron múltiples conocidos como años de compra a pronósticos de ingresos por acción.

En determinado momento, se depositó una gran confianza en el “valor libro”, o en la valoración de los activos reflejados en los libros de una corporación, como una medida del valor intrínseco (Dowrie y Fuller, 1950: 268). Graham y Dodd (1934: 17) se refieren a este enfoque como equiparar el valor intrínseco a los activos netos de una empresa, a un precio razonable. Por la década de 1920, un enfoque alternativo, favorecido por los inversores británicos, era utilizar dividendos rendimientos como referencia de valor razonable.

MÉTODO DE FLUJOS DESCANTADOS

La adopción del método de flujos descontados (DCF) a principios del siglo XIX fue el resultado de una combinación de factores. Mencionemos en primer lugar, la existencia de escuelas formales en matemáticas aplicadas en Newcastle. A quienes se agregó el clima general de las empresas de minería, en el cual los pronósticos, los costos y beneficios incrementales de las oportunidades de inversión fueron estudiadas por analistas, cuya práctica de trabajar juntos en comisiones resultó en la difusión de conocimientos e ideas, un analista en particular destaca, John Buddle, Jr., quien aseguró que el DCF ganaría popularidad.

El concepto de que el valor intrínseco de una acción es el valor presente de todos los dividendos futuros surgió por primera vez a mediados del siglo XIX. Había dos tesis separadas, la de actuarios, ingenieros y tasadores de tierras, que desarrollaron tablas de descuentos para valorar acciones o activos de acuerdo con fórmulas matemáticas; y la de los economistas y académicos que se enfocaron en las tasas de interés y costo de oportunidad de los fondos. En el Reino Unido, Armstrong, un ingeniero de minas, utilizó el flujo de caja descontado para valorar arrendamientos de minas Todhunter (1901)

La aplicación del flujo de caja descontado para la valoración adquirió impulso en los Estados Unidos inmediatamente antes de la Segunda Guerra Mundial. Preinreich (1938) desarrolló un modelo en el que se esperaba que las ganancias crecieran durante un período finito expandiendo la base de capital. Argumentó que solo las técnicas de flujo de efectivo con descuento valoraban el crecimiento de las empresas de correctamente. Williams, muy popularizado por el modelo de valoración de dividendos, escribió su doctorado sobre este tema mientras estaba en la Universidad de Harvard; la tesis fue publicada como *The Theory of Investment Value* en 1938. En el prefacio, definió el valor de inversión (su equivalente del valor intrínseco) como el valor presente de dividendos futuros”. En el libro, proporcionó a los posibles inversores ‘presupuestos algebraicos’ utilizando estimaciones sobre el crecimiento futuro, las ganancias

y la estructura de capital de una empresa.

DISCUSIÓN

Podría decirse que existen dos escenarios fundamentales en la evolución y el surgimiento de los métodos de valoración el Reino Unido y Estados Unidos, y acontecimientos que fueron el detonante para la creatividad y el aporte de nuevas herramientas de valuación de activos financieros.

Realizando una comparación en este tema en el Reino Unido y los Estados Unidos, se puede observar la relativamente lenta adopción en los mercados del Reino Unido de las pioneras técnicas de los Estados Unidos como la ratio precio de la acción (Price Earnings Ratio), el concepto de valor versus el crecimiento accionario, y el uso del valor intrínseco para determinar si las acciones eran baratas o costosas. Otro aspecto interesante respecto a este tema es la relativamente lenta introducción del modelo de flujos descontados como herramienta de valuación del capital y como este método se desarrolló en el análisis de las opciones de inversión de las minas de carbón de Tyneside Inglaterra.

Se ha publicado mucho material concerniente a la historia de los mercados financieros de Londres y de Wall Street como podemos encontrarlos en Cope (1978), Kynaston (1995) y Geisst (1999). También han sido descritos en detalle los ciclos de auge y crisis de los mercados accionarios en Bierman (1998) y Statman (2003). Sin embargo, no se han detallado de la misma manera a los inversionistas mismos y las metodologías que estos empleaban para realizar sus decisiones de inversión.

Medidas como el precio de los bonos, valor empresarial a EBITDA (Beneficio antes de Intereses e Impuestos) como la relación Precio flujo de Efectivo fueron introducidos en un intento de valorar nuevos esquemas en y con nuevas industrias.

Los métodos de valuación de acciones y por tanto de empresas tienen una larga y variada historia desde la Burbuja de los Mares del Sur a principios del siglo XIX, cuando conceptos como capitalización de dividendos, entradas y estimación del valor intrínseco estaban bien definidos, así como el énfasis de hoy en ganancias y flujos de caja descontados.

Las primeras técnicas de valoración de capital utilizadas fueron el rendimiento de dividendos y el valor en libros, reflejando la percepción temprana de los inversionistas de que las acciones eran cuasi-bonos, y que solo diferían de los bonos en la incertidumbre de su madurez y en el pago de dividendos. Este enfoque duró en ambos lados del Atlántico hasta el auge de Wall Street en la década de 1920, que tuvo una influencia fundamental en las actitudes de los inversores estadounidenses hacia las acciones. Obras de autores como Smith (1925) y Fisher (1930) explotaron el mito de que las acciones eran simplemente formas de bonos más riesgosas. En la década de 1920, época del Jueves Negro, había un

número suficiente de compañías con una vida suficientemente larga para concluir que las ganancias de las compañías sobrevivientes habían crecido en proporción al pago de sus dividendos. Esto significaba que las ganancias retenidas podrían reinvertirse para producir ganancias aún mayores en el futuro. En lo que atañía a los estadounidenses, el papel de la técnica de valuación a través del cálculo del rendimiento de dividendos en la valuación de acciones, había concluido.

Los británicos, excluyendo a economistas como Keynes (1926), reconociendo la importancia del trabajo de Smith aceptaron que se había fallado en valorar una compañía por los dividendos producidos por el capital según los principios de las técnicas de valuación. Había varias razones para ello, siendo la más importante la falta de credibilidad que podría darse a las cifras de ganancias de las empresas británicas antes de las reformas que vinieron con la Ley de Sociedades de 1948, y el sistema tributario británico que, hasta 1965, combinó los impuestos corporativos y personales, haciendo difícil estimar una cifra de ganancias relevante para todos los inversores, independiente de la tasa de impuestos sobre la renta personal. Las compañías estadounidenses, en particular los grandes conglomerados formados a finales del siglo XIX y principios del XX, veían las ganancias como un elemento clave para ser tomado en cuenta en el estado de resultados, no simplemente como un colchón de dividendos.

El auge de Wall Street en la década de 1920 y el consiguiente estancamiento que se extendió desde 1929 hasta principios de la década de 1950 también tuvo un efecto importante en las actitudes estadounidenses hacia valuación. En la década de 1920, Irving Fisher, respaldado por el análisis de Smith, fue un defensor de las acciones de crecimiento¹. Ningún precio era demasiado alto para adquirir una porción de acciones en crecimiento. En 1930, Graham y Dodd reintrodujeron el concepto de valor intrínseco, discutido por primera vez durante la burbuja del Mar del Sur a principios del siglo XVIII, argumentando que no era necesariamente lo mismo que el precio de mercado. Continuaron recomendando las virtudes, de acciones "valorizadas", cuyo valor intrínseco estaba por encima del de su precio mercado.

Los británicos conservaron su predilección por la técnica de rendimiento de dividendos, hasta la década de 1960. En la década de 1920 y 1930, el mercado de valores británico, más estable que el estadounidense, no experimentó el auge dramático y robusto de Wall Street, permitiendo que las técnicas de rendimiento de dividendos y el concepto de valor dominen en la valuación del patrimonio. Después de la Segunda Guerra Mundial, el mercado de valores de Londres no pudo recuperar su nivel de 1945 hasta 1958, un período durante el cual los precios de Wall Street se habían duplicado, sin embargo,

cuando el mercado de valores de Londres comenzó a crecer al mismo ritmo que Wall Street, creciendo un 60% entre 1957 y 1965 en comparación con Wall Street, se buscaron técnicas de valoración más apropiadas, que tomaron en cuenta las ganancias de capital, y los ingresos en cuenta. La separación de los impuestos corporativos de los impuestos personales en 1965 permitió a los inversores británicos cambiar más fácilmente a la razón Precio flujo de Efectivo (P / E) de dominio americano.

Los métodos de valoración de flujos de efectivo descontados, vieron su auge en el siglo XVIII y siglo XIX empleado para la inversión en tierras, solo se comenzó a aplicar a la valuación del patrimonio por economistas e inversores en los Estados Unidos en la década de 1930. Autores como Preinreich (1938) y Williams (1938) recomendaron este enfoque como un medio para determinar valores intrínsecos, particularmente de las existencias en crecimiento.

CONCLUSIONES

Durante la era industrial se tuvo una explosión de desarrollo de varias técnicas, teorías y metodologías para manejar de manera ordenada el gran auge productivo que se dio a causa de este hecho. En este artículo en especial se trata de la evolución y el surgimiento en determinado tiempo de diversas técnicas la valuación de compañías.

Se han descrito dos cracks financieros que influyeron sustancialmente en el pensamiento de los inversores, lo que provocó el desarrollo de los métodos de valuación de compañías. En un principio la técnica dominante fue el rendimiento de dividendos, que a consecuencia de la Burbuja de los mares del Sur fue cambiada por el valor libro, en respuesta a la necesidad de seguridad de los inversores. Luego se tiene al valor intrínseco que fue muy discutido durante dos cracks financieros el de 1720 y el de 1929, en este último periodo se manejó la ratio Precio-Rendimiento o P/E.

En un último periodo de implementación como técnica de decisión de inversiones se tiene al método de flujos descontados

REFERENCIAS

- Andersen, T.A. (1983-4) 'Some implications of the efficient capital market hypothesis', *Journal of Post Keynesian Economics*, VI: 281-94.
- Bauman, W. S. (1963) *Estimating the Present Value of Common Stocks by the Variable Rate Method*, Research Monograph 61, Michigan: Bureau of Business Research, Graduate School of Business Administration, University of Michigan.
- Beauchamp, C. (2003) 'Valuation and the politics of the telephone industry in Britain and the United States,

1 El mercado define como acción de crecimiento a las acciones que ofrecen retornos grandes en períodos cortos de tiempo y que, en consecuencia, su precio aumenta de manera pronunciada. Esto se debe a que registran un flujo de efectivo muy grande y a que poseen cierta ventaja competitiva sobre el resto de las acciones.

1880-1912', Working Paper, Cambridge University.

Carr, J.L. (1969) *Investment Economics*, London: Routledge & Kegan Paul.

Caudwell, F.W.H. (1930) *A Practical Guide to Investment*, London: Effingham- Wilson.

Clendenin, J.C. and Van Greave, M. (1954) 'Growth and common stock values', *The Journal of Finance*, 9(4): 365-76.

Cope, S.R. (1978) 'The Stock Exchange revisited: a new look at the market in securities in London in the eighteenth century', *Economica*, 45: 1-21.

Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Third Edition, New York: John Wiley & Sons.

Damadoran, A. (1996) *Investment Valuation*, New York: John Wiley & Sons Inc.

Davis, L. (1996) 'The capital markets and industrial concentration: the U.S. and U.K., a comparative study', *The Economic History Review*, Second Series, XIX(2): 255-72.

Dowrie, G. W. and Fuller, D. R. (1950) *Investments*, New York: John Wiley & Sons.

Durand, D. (1957) *Bank Stock Prices and the Bank Capital Problem*, New York: National Bureau of Economic Research.

Fisher, I. (1907) *The Rate of Interest*, New York: Macmillan.

Fisher, I. (1930) *The Stock Market Crash and After*, New York: Macmillan.

Geisst, C. R. (1999) *Wall Street*, New York: Oxford University Press.

Gordon, M. S. (1962) *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood, Illinois: Irwin.

Graham, B. and Dodd, D.L (1934) *Security Analysis*, New York: McGraw-Hill.

Guild, S. E. (1931) *Stock Growth and Discount Tables*, Boston: Financial Publishing Company.

Harris, J. (1736) *Lexicon Technicum: or an Universal English Dictionary of Arts and Sciences*, London: Private Printing.

Harrison, P. (2001) 'Rational equity valuation at the time of the South Sea Bubble', *History of Political Economy*, 33: 269-81.

Keynes, J. M. (1925) 'An American study of shares versus bonds as permanent investments: book review', *The Nation & The Athenaeum*, Supplement: 157-8.

Kynaston, D. (1995) *The City of London: Golden Years*, London: Chatto & Windus.

Lintner, J. (1965) 'Security prices, risk, and maximal gains from diversification' *Journal of Finance*, December: 587-615.

Locke, J. (1696) *Several Papers Relating to Money, Interest and Trade, etc.*, London: A & J Churchill. Reprinted (1987) Fairfield, NJ: A.M. Kelley.

Maltby, J. (1999) "'A sort of guide, philosopher and friend": the rise of the professional auditor in Britain', *Accounting, Business & Financial History*, 9(1): 29-