

La doctrina sobre gobierno corporativo y la Q de Tobin

The Doctrine About Corporate Governance and Tobin's Q

Susana Dávalos Torres*

RDP

Resumen

A partir del artículo de Robert Bartlett y Frank Partnoy sobre el empleo inapropiado de la q de Tobin como indicador en la valuación de las acciones en el mercado bursátil y su impacto en la doctrina y legislación en materia corporativa, este texto elabora una reflexión para sus implicaciones en el sistema jurídico mexicano.

PALABRAS CLAVE: sociedad anónima, gobierno corporativo, mercado de valores, q de Tobin, estudios cuantitativos, estudios cualitativos, historia.

Abstract

Based on the article by Robert Bartlett and Frank Partnoy on the misuse of Tobin's q as an indicator in the valuation of stocks in the stock market and its impact on corporate doctrine and legislation, this text elaborates a reflection for their implications in the Mexican legal system.

* Investigadora en el Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM.

SUSANA DÁVALOS TORRES

KEYWORDS: Corporation, Corporate Governance, Tobin Q, Quantitative Studies, Stock Market, Qualitative Studies, History.

Sumario:

- I. Introducción.
- II. Historia de la doctrina del gobierno corporativo y la “q de Tobin”.
- III. Argumentos históricos.
- IV. Argumentos técnicos.
- V. Replanteamiento de la q de Tobin en estudios sobre gobierno corporativo.
- VI. ¿Cuál es la importancia de este artículo de Bartlett y Partnoy en derecho corporativo, específicamente, derecho corporativo mexicano?
- VII. Conclusiones.
- VIII. Bibliografía.

I. Introducción

Durante más de una década, la literatura empírica norteamericana sobre gobierno corporativo ha empleado la q de Tobin para demostrar su correlación con el aumento del valor de las acciones.¹ De tal manera que hay más de 400 artículos publicados en revistas norteamericanas, incluidos los más citados en materia de derecho corporativo y derecho bursátil, así como cientos de artículos especializados en finanzas y economía, en las principales revistas de finanzas han empleado la q de Tobin como un indicador para determinar el valor de una sociedad anónima y su relación con el lugar en donde se constituye, los derechos fiduciarios, los consejos de administración escalonados y el gobierno corporativo, por mencionar algunos.² A partir de estos estudios se han tomado decisiones legislativas en cuanto a la regulación de las sociedades anónimas, específicamente en materia de gobierno corporativo. Es así que la Organización para la Co-

¹ Se explicará más adelante esto, a partir del artículo: *What Matters in Corporate Governance?* de Lucian Bebchuck, Alma Cohen y Allen Farrell.

² Datos obtenidos por Bartlett y Partnoy de una revisión exhaustiva en las tres revistas más citadas en materia de finanzas, a saber: *Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics* y *Review of Financial Studies*. Bartlett, Robert y Partnoy, Frank, “The Misuse of Tobin’s q”, *Vanderbilt Law Review*, vol. 73, núm. 2, 2020, p. 353.

peración y Desarrollo Económicos (OCDE) emitió por primera vez los *Principios de gobierno corporativo del G20 y de la OCDE* en 1999, siendo su última revisión en 2015 para extenderlos a países no miembros del G20, entre los cuales se encuentra México.³ De ahí la importancia de reseñar el artículo *The misuse of Tobin's Q* (El uso inapropiado de la q de Tobin) de Robert Bartlett y Frank Partnoy⁴ y señalar sus implicaciones para nuestro sistema jurídico en materia de derecho corporativo.

II. Historia del gobierno corporativo y la “q de Tobin”

De acuerdo con Bartlett y Partnoy la q de Tobin es un indicador poco confiable para determinar el valor de una sociedad anónima en relación con su estructura de gobierno corporativo, para lo cual desarrollaron dos clases de argumentos: 1) argumentos históricos y 2) argumentos técnicos.

1. Argumentos históricos

En esta parte, los autores hacen una revisión histórica sobre el origen de la q de Tobin, a partir del artículo escrito por James Tobin y William C. Brainard titulado *Pitfalls in Financial Model-Building*,⁵ en el cual concibieron a la q de Tobin como un indicador en política monetaria para determinar el valor de mercado de los activos de una sociedad anónima dividido por su valor de reemplazo, así como su desarrollo y su adopción por los estudios de Microeconomía, para transformarse en un indicador, que los autores llaman “la q simple”, es decir, es un indicador para determinar el valor de mercado de los activos de una sociedad anónima dividido por su valor en libros.⁶

Así, Bartlett y Partnoy dividen la historia de la q de Tobin en varias etapas.

³ Disponible en: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf> (fecha de consulta: 13 de noviembre de 2021).

⁴ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*

⁵ Brainard, William C. y Tobin, James, “Pitfalls in Financial Model-Building”, *Cowles Foundation Discussion Papers*, 1968, p. 477.

⁶ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, p. 358.

SUSANA DÁVALOS TORRES

A. 1968-1967: la visión macroeconómica clásica

Como ya fue mencionado, la q de Tobin tiene su origen en un artículo de los autores James Tobin y William C. Brainard en 1968, cuyo objetivo era examinar las fluctuaciones en la inversión, así concluyeron que: “el valor de mercado de las acciones, en relación con el costo de reemplazo de los activos tangibles, es el principal determinante de una inversión”,⁷ es decir, Tobin y Brainard observaron que la inversión en bienes físicos o tangibles se estimula o incrementa cuando el valor de mercado de las acciones —capital— aumenta más que lo que cuesta producirlo, y que la inversión en estos bienes disminuye cuando el valor de mercado del capital es menor que su costo de reemplazo. De ahí que estos autores propusieron comparar el rendimiento a valor de mercado del capital con los rendimientos reales de la inversión en bienes físicos o tangibles. En este momento, no obstante, Tobin y Brainard todavía no denominaban “ q ” a este indicador.

Al siguiente año, Tobin publicó “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”,⁸ en el que reiteró la relación valor de mercado de las acciones de una sociedad anónima y el valor de reemplazo de los bienes tangibles, con la finalidad de emplearlo en el modelo Inversión Ahorro-Liquidez Oferta Monetaria (conocido por sus siglas en inglés como IS-LM), o modelo de Hicks-Hansen, el cual postula que:

El equilibrio de mercado monetario implica que, dada una cantidad de dinero, el tipo de interés aumenta como una función de la producción. Cuando la producción aumenta, la demanda de dinero aumenta, pero, como hemos dicho, la oferta monetaria está dada. Por lo tanto, el tipo de interés debe aumentar hasta que los efectos contrarios, actuando sobre la demanda de dinero, se cancelen, la gente demandará más dinero debido a las mayores rentas y menos debido al aumento de los tipos de interés.⁹

⁷ Brainard, William C. y Tobin, James, *op. cit.*, 244, p. 9.

⁸ *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, num. 1, febrero, 1969, pp. 15-29.

⁹ Disponible en: <https://policonomics.com/es/is-lm/>.

Tobin propuso la inclusión de la variable q como un instrumento en la teoría de política monetaria, para describir cómo los mercados financieros afectan la inversión y la actividad económica.¹⁰

B. 1977-1984: primeras interpretaciones de las finanzas empíricas

Durante la crisis de los setenta, la academia se centró en buscar elementos diferentes a las tasas de interés que afectaran la inversión corporativa, tales como los impuestos. Fue así como la literatura en economía y finanzas retomó la q de Tobin. Hasta ese momento, se empleaban cálculos contables para valorar el rendimiento de una sociedad anónima, los cuales fueron cuestionados por sus limitaciones para reflejar las expectativas de ganancias futuras, además de ser sensibles a la inflación.¹¹

En 1981, Eric Lindenberg y Stephen Ross publicaron el artículo “Tobin’s q Ratio and Industrial Organization”,¹² en el cual los autores le dan un nuevo uso a la q de Tobin, pasando de su aplicación en la macroeconomía a la microeconomía para hacer el análisis de problemas de organización industrial. Lindenberg y Ross propusieron emplear la q de Tobin no solamente para determinar los niveles de inversión en una sociedad anónima, sino también su rentabilidad. Cabe destacar que, una aportación muy importante de Lindenberg y Ross fue que desarrollaron un procedimiento para calcular la q de Tobin, con base en una base de datos. A partir de entonces, la literatura comenzó a emplear la q de Tobin para determinar el rendimiento de las sociedades anónimas en lugar de cálculos contables.¹³

C. 1984-1992: la divergencia entre la macroeconomía y las finanzas empíricas

Durante los años ochenta, la q de Tobin ganó fuerza como la medida para determinar el desempeño de una sociedad anónima. Es en este mo-

¹⁰ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, pp. 364-366.

¹¹ *Ibidem*, p. 367.

¹² *The Journal of Business*, vol. 54, núm. 1, 1981, pp. 1-32.

¹³ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, pp. 367-369.

SUSANA DÁVALOS TORRES

mento en que el uso de la q de Tobin por la macroeconomía y la microeconomía se escindió.

En 1982, Fumio Hayashi escribió el artículo “Tobin’s Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation”, en cual busca relacionar la q de Tobin con la teoría neoclásica de la inversión.¹⁴ El texto propone un modelo de inversión en capital físico para maximizar las ganancias, tomando en cuenta los costos de instalación.¹⁵

En 1988, Randall Morck, Andrei Shleifer y Robert Vishny realizaron un estudio sobre la relación entre la existencia de administradores accionistas en una sociedad anónima y su valor.¹⁶ En el artículo analizaron 371 sociedades anónimas utilizando datos recabados a partir de 1980, en los que encontraron que existía correlación entre el aumento de la q de Tobin y la existencia de administradores accionistas. Los autores además asumieron que una q de Tobin alta estaba asociada con ganancias futuras esperadas. Para su estudio emplearon el archivo maestro Griliches R&D de 1980, elaborado por el *National Bureau of Economic Research*.¹⁷ Para los autores, el incremento de q de Tobin implicaba la presencia de bienes intangibles valiosos, además de capital físico, tales como el poder de mercado, reputación, propiedad intelectual y buena administración.¹⁸ Es en este momento en que la q de Tobin se convirtió en un indicador del efecto que tiene la administración en el valor de la sociedad anónima.¹⁹

Estos estudios tuvieron consecuencias en el concepto de la q de Tobin, pues a partir de entonces, para la Macroeconomía es un indicador de inversión, es decir, la q de Tobin es igual a la proporción entre el valor de mercado de las acciones del capital tangible y el valor de reemplazo de esas acciones. A esta concepción de la q de Tobin, los autores la denominaron la *Macro q* (o q macro). Por otro lado, para la microeconomía y las finanzas es un indicador del valor de la sociedad anónima, es decir, la q de Tobin es la proporción entre el valor de mercado de los títulos valor y el costo de re-

¹⁴ *Econometrica*, vol. 50, Issue 1, enero 1982, pp. 213-224.

¹⁵ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, p. 369.

¹⁶ Morck, Randall et al., “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis.” *Journal of Financial Economics*, vol. 20, núms. 1 y 2, 1988, pp. 293-315.

¹⁷ *Ibidem*, p. 296.

¹⁸ *Ibidem*, pp. 311-314.

¹⁹ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, p. 371.

emplazo de todos los bienes —tangibles e intangibles—, no sólo el capital físico. A esta concepción de la q de Tobin, Bartlett y Partnoy la denominan *Finance q* (q financiera).²⁰

D. 1994-presente: la adopción de la q simple
como una medida del valor de las sociedades anónimas

La consolidación de la q de Tobin como una relación entre el valor de mercado y el valor en libros de los bienes de la sociedad anónima, es decir, la q simple, se dio en los noventa, a partir de los trabajos de investigación empírica en materia de finanzas corporativas. Esta concepción fue rechazada por la microeconomía no sólo por cuestiones teóricas, sino por errores en la medición y falta de datos para emplearla, pero ampliamente aceptada por la microeconomía.

En 1994, Kee Chung y Stephen Pruitt propusieron una alternativa de calcular la q de Tobin basada en datos que podían obtenerse de bases de datos financieras y contables de fácil acceso al público.²¹ Chung y Pruitt propusieron la siguiente ecuación: $Approximate\ q = (MVE + PS + DEBT) / TA$, donde MVE es el resultado del precio de una acción y el número de acciones comunes; PS es el valor de liquidación de cualquier acción preferente; DEBT es el valor de las deudas de corto plazo, más el valor en libros de la deuda a largo plazo, y TA es el valor en libros de los bienes totales de la sociedad anónima. A esta propuesta los autores le denominaron *Approximate q* (o q aproximada). Con esta fórmula no es necesario calcular el valor de reemplazo de los bienes, sino que se asume que el valor de reemplazo de los inmuebles, equipo e inventario es igual al valor en libros. Además, se evita calcular el valor de mercado de la deuda, pues se obtiene de restar el valor en libros del valor de mercado de las acciones.²²

En 1994, por otro lado, Steven Perfect y Kenneth Wiles publicaron un estudio sobre cómo varían los resultados en diferentes estudios empíricos en materia de finanzas corporativas aplicando diferentes conceptos de la q de

²⁰ *Ibidem*, pp. 372 y 373.

²¹ Chung, Kee H. y Stephen W. Pruitt. "A Simple Approximation of Tobin's q." *Financial Management*, vol. 23, núm. 3, 1994, pp. 70-74.

²² Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, pp. 376-379.

SUSANA DÁVALOS TORRES

Tobin.²³ Perfect y Wiles llegaron a la conclusión de que la q de Tobin en sus diferentes modalidades implica errores de medición. No obstante, los estudios empíricos en materia de finanzas corporativas emplearon este artículo para justificar el empleo de la q de Tobin simple.²⁴ Así, por ejemplo, Robert Daines publicó un artículo sobre la relación entre el valor de una sociedad anónima y su incorporación en Delaware;²⁵ mientras que Steven Kaplan y Luigi Zingales escribieron un artículo sobre la sensibilidad de la sociedad anónima al flujo de efectivo, reexaminando un artículo previo de Fazzardi, Hubbard y Peterson, empleando una versión de la q simple.²⁶

Cabe destacar que, por otra parte, la literatura en materia de contabilidad no se concentró en la q de Tobin sino en cómo determinar el valor de las sociedad anónima conforme a su tamaño.²⁷ Así, un año antes de que Kaplan y Zingales publicaran el artículo mencionado, Mary Barth y Sanjay Kallapur publicaron un estudio sobre los efectos del sesgo que resulta de las diferencias en las regresiones cuando se emplea el valor de mercado de las acciones como una variable dependiente.²⁸ De esta manera, a diferencia de la literatura en finanzas, los estudios contables se han enfocado en desarrollar y refinar maneras de valorar conforme al tamaño de la sociedad anónima sin que figure la q de Tobin.²⁹

2. Argumentos técnicos

De acuerdo con Bartlett y Partnoy, el empleo de la q de Tobin también puede ser criticado metodológicamente, por las siguientes razones: a) los altos resultados que arroja la q de Tobin no significan necesariamente que

²³ Perfect, Steven B. y Wiles, Kenneth W., "Alternative Constructions of Tobin's q : An Empirical Comparison", *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, núms. 3-4, 1994, pp. 313-341.

²⁴ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, p. 378.

²⁵ Daines, Robert, "Does Delaware law improve firm value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 62, núm. 3, 2001, p. 525-558.

²⁶ Steven N., Kaplan y Zingales, Luigi, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, núm. 1, 1997, pp. 169-215.

²⁷ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, p. 381.

²⁸ Barth, Mary E. y Kallapur, Sanjay "The Effects of Cross Sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research", *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, núm. 2, septiembre 1996, pp. 527-567.

²⁹ Bartlett, Robert y Partnoy, Robert, *op. cit.*, p. 384.

la sociedad anónima es más valiosa, que los autores llaman “error de interpretación”; b) hay errores de medición en relación con la q simple de Tobin, que es la empleada por la literatura sobre finanzas corporativas, denominado por los autores como “errores de medición en la q simple” y c) la literatura sobre valuación de bienes ha destacado el problema del riesgo de emplear la proporción valor en libros entre valor de mercado, la q simple de Tobin, en los modelos para valorar bienes, pues existe evidencia que demuestra que las sociedad anónima con niveles altos en la q simple tienen más probabilidades de tener bajas ganancias futuras y viceversa. A este problema, los autores le han llamado “rendimientos en q, y en los valores de renta variable”.³⁰

A. *Error de interpretación*

El enunciado original de la q de Tobin es la siguiente: cuando la q es elevada, el valor de mercado de un bien —por ejemplo, un aparato— de la sociedad anónima es mayor a su costo de reemplazo. En términos sencillos, explican los autores, si la q de Tobin resulta elevada es porque los inversionistas perciben en el mercado que ese bien es mucho más valioso en la sociedad anónima que el costo de reemplazarlo. Por lo tanto, de ser cierta esta percepción, la sociedad anónima puede incrementar sus operaciones, invertir en sus aparatos y así continuamente hasta que el valor de mercado de los aparatos sea igual al costo de su reemplazo. Los autores observan, que esta formulación original de la q de Tobin no tiene que ver con que la sociedad anónima valga más o menos, sino que tiene que ver con la eficiencia de mantener o reemplazar un bien. Es por esta razón que existe literatura en la materia que postula que un nivel alto en la q de Tobin significa que la sociedad anónima no está maximizando el valor de sus bienes.³¹

B. *“Errores de medición en la q simple”*

La q de Tobin que se emplea en los estudios sobre finanzas corporativas es la q simple. Recordemos que este indicador, en la actualidad está deter-

³⁰ *Ibidem*, pp. 386 y ss.

³¹ *Ibidem*, pp. 390-394.

SUSANA DÁVALOS TORRES

minado por la relación de valor de mercado y el valor en libro de los bienes de una sociedad anónima. Originalmente, la q simple incluía otros datos que no se toman en cuenta, los cuales permitían determinar de manera más exacta el valor de reemplazo de los bienes de una sociedad anónima. Específicamente Perfect y Wiles, los creadores de la q simple, emplearon los reportes anuales de sociedad anónima a las que durante los años setenta se les exigía reportar las estimaciones de los costos de reemplazo de planta, equipo e inventarios, así como la depreciación y el costo de los bienes vendidos. Perfect y Wiles concluyeron que los resultados no son consistentes entre diferentes sociedades anónimas.³²

C. Rendimientos en q y en los valores de renta variable

Los textos sobre finanzas corporativas emplean la q de Tobin para determinar la relación que existe entre el gobierno corporativo y las ganancias que produce una sociedad anónima a lo largo de determinado periodo. Muchos de estos estudios tratan de demostrar que contar con un gobierno corporativo tiene efectos positivos en el valor a largo plazo de una sociedad anónima. Lo que estos estudios no toman en cuenta es que existe evidencia de que un resultado elevado en la q de Tobin está relacionado con rendimientos o ganancias bajas a corto plazo. Esto lo demuestran con un estudio empírico realizado por los autores con datos del *Center for Research in Security Prices* que incluye información de 1980 a 2009. Los autores obtuvieron que, en promedio, del conjunto de sociedad anónimas que obtuvieron pequeñas q , obtuvieron los mejores resultados en el siguiente periodo y viceversa.³³

Otro problema que implica la q simple es que el denominador que refleja el valor de reemplazo de los bienes de la sociedad anónima no es confiable, pues su cálculo es problemático. El valor en libros de los bienes no es necesariamente el valor justo del bien; por otro lado, hay bienes que no se encuentran en los registros contables por su complejidad pues se trata de bienes intangibles. A conclusiones similares llegaron Eugene Fama y Ke-

³² *Ibidem*, pp. 394-400.

³³ *Ibidem*, p. 400.

neth French, quienes en los noventa se enfocaron a estudiar la razón por la cual los rendimientos promedio de las acciones en los Estados Unidos se desviaban de las predicciones obtenidas del empleo del *Capital Asset Pricing Model* (CAMP).³⁴

III. Replanteamiento de la q de Tobin en estudios sobre gobierno corporativo

Bartlett y Partnoy, con base en sus hallazgos en la historia del empleo de la q de Tobin, replantearon el ya inmortalizado artículo *What Matters in Corporate Governance?*, escrito por Lucian Bebchuk, Alma Cohen y Allen Ferrell, publicado en 2009.³⁵ Recordemos que en este artículo Bebchuk y sus coautores postularon que la presencia de estatutos que permiten que los consejeros se perpetúen en el tiempo independientemente de su desempeño en una sociedad anónima —por ejemplo, ausencia de un consejo de administración, mayorías calificadas para fusiones o escisiones, liquidaciones cuantiosas por despido justificado, etcétera— está relacionado con el valor negativo de esas sociedades anónimas.

Los autores replicaron el estudio con base en la q de Tobin modificada encontrando una relación inversamente proporcional entre la perpetuación del consejo de administración y el valor de la sociedad anónima. Cabe destacar que, al haber obtenido resultados con diferencias significantes, los autores demuestran los problemas de validez de la metodología utilizada por Bebchuk, Cohen y Ferrell.

Con base en lo anterior, los autores concluyen que es necesario debatir la metodología que se ha venido empleando en la literatura sobre gobierno corporativo a partir del artículo de Bebchuk, Cohen y Ferrell, con la finalidad de buscar alternativas que no solamente den resultados confiables sino también válidos.

³⁴ *Ibidem*, pp. 402-404.

³⁵ Bebchuk, Lucian et al., *What Matters in Corporate Governance? The Review of Financial Studies*, vol. 22, núm. 2, febrero 2009, pp. 783-827.

SUSANA DÁVALOS TORRES

IV. ¿Cuál es la importancia de este artículo de Bartlett y Partnoy en derecho corporativo, específicamente, derecho corporativo mexicano?

La adopción de las reglas de gobierno corporativo en México es muy reciente. Desde la Ley del Mercado de Valores de 2005, se incorporaron en nuestro sistema jurídico reglas sobre transparencia, integración del consejo de administración, incorporación de directores independientes, deberes de diligencia y lealtad, límites a los montos de liquidación, etcétera. Estas disposiciones solamente son aplicables a los tipos de sociedades anónimas regulados por esta ley, específicamente, la Sociedad Anónima Bursátil.

No se han incorporado normas en esta materia a la Ley General de Sociedades Mercantiles, aunque cabe destacar que el Consejo Coordinador Empresarial en México emitió en 1999 el primer Código de Prácticas Corporativas, emitiendo la tercera versión revisada. Fue hasta 2015 que, por recomendación de la OCDE, México integró disposiciones similares en la Ley de Instituciones de Crédito, con la finalidad de imponer obligaciones similares a la banca múltiple. Por otra parte, hay evidencia de que la literatura latinoamericana sobre gobierno corporativo necesariamente cita el artículo de Bebchuk, Cohen y Ferrell como referencia, e incluso en un caso replica el estudio con base en la q de Tobin.³⁶ México no es la excepción y también se han replicado estudios similares para nuestro país. Por ejemplo, Martín Dávila y Karen Watkins realizaron un estudio en 2010 sobre la relación entre la rentabilidad de la sociedad anónima y el reemplazo de los presidentes en los consejos de administración, basados en la literatura que analizan Bartlett y Partnoy.³⁷ Antonio Macías y Francisco Roman elaboraron en 2014 un estudio sobre la adopción del Código de Mejores Prácticas

³⁶ Por ejemplo, Pinzón, José Víctor *et al.*, “Relación entre gobierno corporativo y desempeño Financiero: evidencia para las empresas colombianas durante el periodo de 2006 a 2013, *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, vol. XXVI, núm. 2, diciembre 2018, pp. 85-97, disponible en: <http://www.scielo.org.co/pdf/rfce/v26n2/0121-6805-rfce-26-02-85.pdf>.

³⁷ David, Martín y Watkins, Karen, “Gobierno corporativo y reemplazo de presidentes de los consejos de administración en México”, *Panorama Económico*, vol. 6, núm. 11, 2010, p. 32, disponible en: <http://www.panoramaeconomico.mx/ojs/index.php/PE/article/view/76>.

Corporativas en 107 sociedades anónimas y sus beneficios, también empleando la *q* de Tobin.³⁸

Es necesario considerar el artículo de Bartlett y Partnoy, pues a partir de la crisis financiera de 2008, especialistas europeos en materia financiera se han pronunciado en un sentido similar al de estos autores en cuanto a criticar el empleo de la *q* de Tobin como se ha hecho hasta el momento, pues ha resultado en la sobrevaloración de las acciones. Por ejemplo, en Reino Unido, Andrew Smithers ha planteado el empleo de lo que él llama la *equity q* (*q* accionaria), la cual no incluye los pasivos en valor en libros ni el CAPE —la relación precio/ganancias ajustadas cíclicamente— para demostrar cómo se han sobrevalorado las acciones cuando se aplica la *q* simple y, a partir de estos resultados, este autor ha elaborado propuestas alternativas de regulación del mercado de valores.³⁹

Por último, pero no menos importante, el texto de Bartlett y Partnoy demuestra un problema que supera el ámbito financiero y que, por falta de espacio no es posible discutir, pero que consiste en que los estudios empíricos que emplean métodos cuantitativos pueden establecer la correlación no así la causa, por lo que es necesario siempre complementarlos con estudios cualitativos.

V. Conclusiones

La *q* de Tobin es un indicador que se ha empleado en la última década por la literatura especializada en finanzas y en derecho corporativo para determinar el valor de una sociedad anónima en relación con su estructura de gobierno corporativo, de cuyas conclusiones se han adoptado reglas en materia corporativa. El más reciente artículo de Bartlett y Partnoy, hace una revisión histórica del origen de la *q* de Tobin en la macroeconomía para convertirse en un indicador empleado en microeconomía para medir el valor de una sociedad anónima, basado en la proporción entre el valor

³⁸ Macías, Antonio J. y Román, Francisco J., “Consecuencias Económicas de la Reforma de Gobierno Corporativo en un mercado de capitales emergente. Pruebas de México”, *El Trimestre Económico*, vol. 81, núm. 322, abril-junio de 2014.

³⁹ Smithers, Andrew, *Wall Street Revalued. Imperfect Markets and Inept Central Bankers*, United Kingdom, Wiley, 2009.

SUSANA DÁVALOS TORRES

de mercado y el valor en libros, dejando a un lado otros elementos importantes que determinan el valor de las acciones. Los autores llevan a cabo una réplica del inmortal estudio de Bebchuck *et al.* sobre la relación entre el valor de las acciones y el gobierno corporativo para corroborar las deficiencias de la q de Tobin como instrumento metodológico tal como se ha venido empleando hasta el momento. Los resultados de este estudio tanto para el análisis financiero como para la literatura en México en materia de gobierno corporativo son de especial relevancia, pues de alguna manera, tal como ha sucedido en Estados Unidos y muchas partes del mundo, parten de este indicador o de estudios que han empleado este indicador. Por otra parte, en general, es necesario considerar que los estudios cuantitativos deben ser complementados con estudios cualitativos.

VI. Bibliografía

- BARTH, Mary E. y KALLAPUR, Sanjay, "The Effects of Cross Sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research", *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, núm. 2, septiembre de 1996.
- BARTLETT, Robert y PARTNOY, Frank, "The Misuse of Tobin's q ", *Vanderbilt Law Review*, vol. 73, núm. 2, 2020.
- BEBCHUCK, Lucian *et al.*, "What Matters in Corporate Governance?", *The Review of Financial Studies*, vol. 22, núm. 2, febrero de 2009.
- BRAINARD, William C. y TOBIN, James, "Pitfalls in Financial Model-Building", *Cowles Foundation Discussion Papers*, 1968
- CHUNG, Kee H. y PRUITT, Stephen W., "A Simple Approximation of Tobin's q ", *Financial Management*, vol. 23, núm. 3, 1994.
- DAINES, Robert, "Does Delaware law improve firm value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 62, núm. 3, 2001.
- DAVID, Martín y WATKINS, Karen, "Gobierno corporativo y reemplazo de presidentes de los consejos de administración en México", *Panorama Económico*, vol. 6, núm. 11, 2010.
- HAYASHI, Fumio, "Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation", *Econometrica*, volume 50, Issue 1, enero de 1982.

- LINDENBERG, Eric y ROSS, Stephen, "Tobin's q Ratio and industrial Organization", *The Journal of Business*, vol. 54, núm. 1, 1981.
- MACÍAS, Antonio J. y ROMÁN, Francisco J., "Consecuencias Económicas de la Reforma de Gobierno Corporativo en un mercado de capitales emergente. Pruebas de México", *El Trimestre Económico*, vol. 81, núm. 322, abril-junio de 2014.
- MORCK, Randall et al., "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, núms. 1 y 2, 1988.
- PERFECT, Steven B. y WILES, Kenneth W., "Alternative Constructions of Tobin's q: An Empirical Comparison", *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, núms. 3-4, 1994.
- PINZÓN, José Víctor et al., "Relación entre gobierno corporativo y desempeño Financiero: evidencia para las empresas colombianas durante el periodo de 2006 a 2013", *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, vol. XXVI, núm. 2, diciembre 2018.
- STEVEN N., KAPLAN y ZINGALES, Luigi, "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, núm. 1, 1997.
- TOBIN, James, "A General Equilibrium Approach to monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, num. 1, febrero de 1969.