

# ESTRUCTURA DEL CAPITAL: RELEVAMIENTO DE LA LITERATURA Y DESARROLLO RECIENTE EN EL ÁREA

**Fábio Chaves Nobre - Valéria Rueda Elias Spers - Adail José Sousa -  
José Francisco Calil - Elisabete Stradiotto Siqueira - Liana Holanda  
Nepomuceno Nobre \***

**RESUMEN:** El objetivo de este trabajo es investigar los estudios acerca del tema “Estructura del capital” en el terreno de la administración, de la economía y de las ciencias sociales aplicadas y también conocer otros términos relacionados con este tema. Para lograr este objetivo se llevó a cabo un relevamiento en el banco de datos de la base Scopus, por medio de las palabras clave, alcanzando al resumen y al título de publicaciones que involucran a la Estructura del capital. Se comprobó que la palabra “Valoración” no se relacionó con el tema y que Finanzas comportamentales, Riesgo moral, Heterogeneidad y Homogeneidad de la deuda no se hicieron presentes en los mapas de conocimiento construidos en el artículo.

**Palabras llave:** Estructura del capital; valoración; endeudamiento.

**ABSTRACT:** *Capital Structure: Survey of Literature and Recent Development*

The objective of this research is to investigate the studies about the term “Capital Structure” in the field of Administration, Economics and Social Sciences, as well as to know what other terms are related to this topic. To meet the goal, we carried out a survey of the Scopus database by keywords, abstract and title of publications involving Capital Structure. It was found that the term “Valuation” showed no relationship with the subject and Behavioural Finance, Moral Hazard, Heterogeneity and Homogeneity debt were not evidenced in knowledge maps built in the article.

**Key Words:** capital structure - valuation - debt.

## 1.- Introducción

La elección entre la utilización de capital de un tercero o de capital propio es aún un tema muy discutido en el ámbito de las finanzas y está lejos de agotarse. En el medio académico esta decisión se conoce como elección de la estructura de capital e

---

\* Fábio Chaves Nobre es Profesor de la Universidad Federal Rural del Semiárido y Máster en Economía. E-mail: fabio.nobre@ufersa.edu.br

Valéria Rueda Elias Spers es Profesora de la Universidad Metodista de Piracicaba y Doctora en Ciencias Sociales. E-mail: vrueda@unimep.br

Adail José Sousa es Profesor de la Universidad Federal de Mato Grosso y Máster en Contabilidad. E-mail: ajsousabr@uol.com.br

José Francisco Calil es Profesor de la Universidad Metodista de Piracicaba y Doctor en Administración. E-mail: jfcalil@unimep.br

Elisabete Stradiotto Siqueira es Profesora de la Universidad Federal Rural del Semiárido y Doctora en Ciencias Sociales. E-mail: betebop@ufersa.edu.br

Liana Holanda Nepomuceno Nobre es Profesora de la Universidad Federal Rural del Semiárido y Doctora en Administración. E-mail: liananobre@ufersa.edu.br

influye en las tres áreas de toma de decisiones corporativas: inversiones, financiación y dividendos. Las discusiones acerca de la estructura de capital se iniciaron con Durand en 1952; no obstante, en 1958, Modigliani y Miller propusieron una reformulación en la comprensión del tema, al afirmar la irrelevancia de la estructura de capital.

En la actualidad, existen dos corrientes en el debate teórico y empírico. La primera, teoría tradicional, propone una estructura óptima del capital que esté mitigada por los costos y que, de esa forma, impacte en el valor de la empresa. La segunda corriente se conoce como la teoría de la jerarquía de las fuentes, según la cual el agente económico establece un orden para la selección de los recursos, cuya elección se establece entre recursos propios internos, endeudamiento y emisión de acciones.

A lo largo de los últimos años la estructura de capital se ha aplicado con frecuencia en la evaluación de empresas, en las negociaciones de compra y venta, en los procesos de incorporación, separación, fusión, en las privatizaciones de empresas estatales y también en las inversiones en el mercado de capitales. Este hecho se debe a la globalización, que abrió nuevos mercados y, en consecuencia, generó una gran cantidad de competidores, lo que hace que el mercado sea fuertemente disputado. En este nuevo escenario, estas operaciones se convierten en estrategias competitivas, que son utilizadas por las empresas para enfrentar al mercado que se vislumbra en este inicio del siglo. Crece, de esta manera, la necesidad de determinar el valor real de una empresa.

Son variadas las técnicas de evaluación del valor de una empresa; en cualquier caso, la estructura de deuda tiene impacto sobre ese valor. En general, la literatura muestra la dinámica del endeudamiento, en forma más directa sobre la estructura óptima entre el capital de un tercero y el capital propio, en su relación con el costo medio ponderado del capital. Colla, Ippolito y Li (2011), Demarzo y Fishman (2007) y Rauh y Sufi (2010) muestran que, al decidir endeudarse, las empresas optan por fuentes únicas de capital, y su influencia que tiene sobre el valor de la empresa. En este terreno, el objetivo de esta investigación es un relevamiento bibliométrico acerca del concepto “Estructura de capital” en el campo de la administración, la economía y las ciencias sociales aplicadas.

## **2.- Marco teórico**

### **2.1 Creación de valor para el accionista**

Las finanzas y las estrategias corporativas se encuentran en forma exhaustiva en la literatura de las dos últimas décadas. De este modo, los agentes de los mercados financieros están cada vez más vinculados en las operaciones empresariales por medio de adquisiciones apalancadas (LBO) y adquisiciones hostiles, entre otras. Al mismo tiempo, los CEO (*Chief Executive Officers*) han hecho que sus empresas se tornen agentes cada vez más activos en los mercados financieros, por medio de fusiones y adquisiciones, reestructuraciones, LBO (*leveraged buyout*) y recompras de acciones, entre otros.

Esta nueva realidad es un desafío para los administradores de empresas, pues pone en evidencia la necesidad de gerenciar el valor y cómo ésta es creado por sus estrategias en los niveles corporativos y de negocios para el accionista. Los principales fac-

tores que cumplen un papel en el aumento de valor para el accionista son, de acuerdo con Copeland, Koller y Murrin (2001, p. 4):

- El surgimiento de un mercado activo por el control accionario de las empresas en los años 80, en especial en Estados Unidos;
- El crecimiento de la importancia de la remuneración basada en acciones de los principales ejecutivos de las empresas de Estados Unidos y de Europa;
- El crecimiento de las participaciones accionarias que componen parte de los activos personales, después del fuerte desempeño de los mercados de acciones de Estados Unidos y de Europa desde 1982;
- El creciente reconocimiento de que muchos sistemas de seguridad social, tanto en Estados Unidos como en Europa o en Japón, están en el sendero de la insolvencia.

Se puede percibir que los factores arriba señalados contribuyeron a la expansión del hábito de las inversiones en acciones. Desde luego que la madurez de estos inversores trajo consigo exigencias de mejores resultados. El aumento de las inversiones transnacionales lleva a creer que la tendencia es justamente la de buscar técnicas para maximizar los valores accionarios. Otro aspecto que apunta hacia la maximización de los valores accionarios son las opciones de compra de acciones, que se convierten en importantes elementos de la remuneración de los ejecutivos. A medida que la competencia por el talento ejecutivo se globaliza, parece probable que el uso de opciones de compra se vuelva cada vez más popular en las economías abiertas. Esta nueva realidad constituye un desafío para los administradores de empresas: la necesidad de gerenciar el valor y de concentrarse más que nunca en el valor que se está creando por sus estrategias en el nivel corporativo de los negocios.

En Estados Unidos está más difundida la cultura de administrar con la mira en la generación de valor por la concurrencia de todos los factores citados, que influyen en la generación de valor para el accionista. Es en este país donde está más difundido el hábito de invertir en acciones. Esta circunstancia, que ha hecho que los inversores se interesen en empresas cuya administración se vuelque hacia el valor, comienza a volverse una exigencia en regiones menos desarrolladas en el terreno del mercado de capitales como Brasil. De acuerdo con Müller y Teló (2003), la administración del valor ha tomado gran impulso con la llegada de la globalización, aunque el concepto de evaluación de la empresa es bastante antiguo y tiene sus raíces intelectuales en el método de presupuesto de capital por el valor presente en el abordaje de la evaluación desarrollada por los profesores Merton Miller y Franco Modigliani.

Adam Smith postuló que las empresas más productivas e innovadoras generarían los mayores retornos para sus accionistas y atraerían a los mejores trabajadores, que serían más productivos y elevarían aún más el retorno, es decir, un círculo virtuoso. Por otro lado, las empresas que destruyesen el valor tenderían a su muerte. Por lo tan-

to, las empresas que buscasen elevar sus ganancias por medio de malas condiciones de trabajo, salarios bajos y negación de beneficios tendrían dificultades para atraer y mantener a empleados de alta calificación, de modo que con la mayor movilidad y mejor educación de los trabajadores, su rotación en las empresas de este tipo es elevada, lo que las hace menos lucrativas.

Los registros empíricos le dan sustento a la conclusión de que la creación de riqueza para el accionista no se da en desmedro de las demás partes interesadas; es decir, las empresas con mayor productividad del trabajo cuentan con mayores chances de crear más valor que las que presentan baja productividad. La relevancia de valorizar una empresa se relaciona en forma directa con la toma de decisiones que realiza el cuerpo ejecutivo, en relación con los proyectos que emprende, cómo los financia y qué política de dividendos aplica. Estos son los factores que le agregan valor al negocio, y en este contexto el valor de la empresa se ha convertido en un objetivo común para las organizaciones. De acuerdo con Stewart (2005), los recursos escasos hacen que las organizaciones hagan un uso más racional de éstos y busquen a los más productivos. Por este motivo, el EVA (*Economic Value Added*) es el cálculo que mide el retorno sobre el capital de la empresa descontando el costo del capital. Siguiendo a Stewart (2005), el EVA mide el desempeño, es decir, muestra el lucro económico de un negocio y, de esta manera, si el negocio está generando valor económico por encima del costo de capital.

## 2.2 Endeudamiento

La evolución del estudio de la estructura del capital se puede observar a partir de dos tesis, la tradicional y la teoría de Modigliani y Miller, que polarizan la discusión teórica acerca de su relevancia, por representar un papel central en la teoría de las finanzas y por su importancia en relación con las decisiones relativas a la permanencia de las organizaciones. Son notables las divergencias de opiniones generadas con respecto a la existencia o no existencia de una estructura óptima de capital, es decir, sobre cuál es la composición de las fuentes de financiación que genera una reducción al valor mínimo de su costo total. De acuerdo con Assaf Neto (2005) la maximización del valor de una empresa se produce por la estructura mínima de costos, que de esta manera impacta en forma positiva en la riqueza de sus propietarios. A continuación presentamos las dos grandes líneas de pensamiento en relación con la estructura de capital: la tradicional (teoría convencional) de Durand, de 1952, o la teoría más moderna propuesta por Franco Modigliani y Merton H. Miller, en 1958, conocida como M&M.

A partir de sus contribuciones iniciales, en 1952, David Durand, representante de la llamada Escuela Tradicional, defiende la existencia de una estructura óptima de capital que lleva a la maximización del valor de la empresa, es decir, busca establecer la relación entre el grado de endeudamiento de la empresa con su valor de mercado. De acuerdo con esta teoría, Brito, Corrar y Batistella (2007, p. 10), destacan que “[...] el costo de capital de terceros se mantiene estable hasta un determinado nivel de endeudamiento, a partir del cual se eleva debido al aumento del riesgo de quiebra”. En esta misma línea de razonamiento, Assaf Neto (2005), afirma que para que una empresa llegue al punto de alcanzar su estructura de capital óptima, debe endeudarse hasta el

punto en que su *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) alcance su mínimo nivel. Esta búsqueda del endeudamiento se debe a que el costo del capital de terceros es inferior al costo del capital propio.

Sirihal y Melo (1999, p. 4) señalan que “la estructura óptima de capital se alcanza en función al hecho de que, hasta un determinado límite, el endeudamiento propiciaría una ganancia de valor para las empresas y, después de ese límite, la situación se invertiría”. Las causas de estas ganancias y pérdidas se asocian al endeudamiento. De este modo, la teoría tradicional plantea la idea de que, cuando se determina la estructura de capital y su respectivo riesgo, es perfectamente posible calcular el WACC. En aquella época, los tradicionalistas no disponían de un instrumento analítico adecuado para el estudio del binomio riesgo y retorno, pero ya existía la idea de que las empresas de mayor riesgo requerían de un mayor retorno. Para Famá y Grava (2000, p. 28), “ante la falta de otra forma de evaluar la relación riesgo-retorno, la percepción era que la reacción de los mercados al riesgo era, en principio, pequeña, pero se intensificaba acentuadamente cuando el riesgo de insolvencia se hacía más evidente”. Por esta causa, los negocios vistos como más arriesgados seducían a los inversores, pues les ofrecían retornos más atractivos y, con un análisis poco riguroso, acababan aceptándolos.

Es así que el abordaje tradicional supone la dependencia entre el costo de capital y la estructura financiera de la empresa, y es criticado porque el riesgo del capital propio casi no existe en niveles más bajos de endeudamiento, además de presumir la existencia de una estructura óptima de capital. En contraposición a la teoría tradicional y con un conjunto de presupuestos bastante restrictivos, para la teoría M&M el costo de capital de la empresa es el mismo a cualquier nivel de endeudamiento. De esta manera, Brito, Corrar y Batistella (2007, p.10) señalan que “el valor de una empresa no se da en función de la forma en que ésta se financie, sino de los flujos de caja que genera y de su riesgo”. Estos flujos, en una empresa que no presentase aumento, deberían ser dados por el resultado operativo luego de la tributación. De este modo, todos los flujos generados en esa empresa estarían reservados a los accionistas. Estas empresas que se financian sólo con su capital propio se llaman empresas no apalancadas.

PROPOSICIONES DE M&M		
PROPOSICIÓN I	PROPOSICIÓN II	PROPOSICIÓN III
La proporción de capital de terceros en relación con el capital propio utilizado por una empresa es completamente irrelevante para la determinación de su valor de mercado. Así, el valor de la empresa apalancada es igual al de la empresa no apalancada.	Cualquier aumento en el apalancamiento financiero por medio de un mayor endeudamiento se traduce en un riesgo mayor para los accionistas de la empresa y, en consecuencia, en un aumento del costo del capital propio.	El costo marginal del capital para una empresa es igual al costo medio del capital. Este es igual a la tasa de capitalización para una empresa no apalancada de la clase a la cual pertenece.

**Cuadro 1:** Proposiciones de Modigliani y Miller

**Fuente:** Adaptado de Famá; Barros y Silveira (2001), Ross; Westerfield y Jaffe (2007) y Zani (2005) *apud* Cruz *et al.* (2008).

Por su parte, las empresas cuyos financiamientos se componen de capital propio y de capital de terceros se llaman empresas apalancadas. En este tipo de empresas, los flujos que generan se distribuyen tanto a los accionistas como a los acreedores. De esta manera, el valor de la empresa se obtiene del resultado operativo, dividido por el costo de capital propio, más el beneficio fiscal de los intereses debidos a los acreedores descontados a una tasa libre de riesgo. “Por esta definición, cuando la tributación sobre los rendimientos de la empresa fuera igual a cero, el valor de la empresa apalancada es exactamente igual al valor de la empresa no apalancada” (Perobelli y Famá, 2006, p. 2). Tal descubrimiento fue el propulsor de la Proposición I, según el Cuadro 1. Por lo tanto, los hallazgos de M&M denotaron una relevancia grandiosa en la teoría de las finanzas, que se basó en el trazado de los tres presupuestos básicos que se conocen como proposiciones I, II y III (Cuadro 1).

### 2.3 Estructura de la deuda (homogeneidad vs. heterogeneidad)

La primera vertiente que discute la estructura de la deuda explica la obtención de las fuentes de deuda a partir de las características de las empresas tomadoras de los recursos. Los modelos teóricos que representan esta vertiente son:

- a) Modelo basado en la asimetría de informaciones;
- b) Modelo basado en el riesgo moral y
- c) Modelo de eficiencia en el proceso de liquidación.

Estos modelos prevén que las estructuras de deudas empresariales se muestren dirigidas a una única fuente de deuda y que estén ligadas a las características de la empresa tomadora de recursos. De esta manera, al ser vista como homogénea en su estructura de deuda, la fuente única de endeudamiento es parte representativa de la estructura de deuda de la empresa. Colla, Ippolito y Li (2011) lo corroboran con el modelo de homogeneidad de la deuda; con sus hallazgos identificaron que el 70% del endeudamiento pertenece a una única fuente de deuda, y que este hecho se confirma a lo largo del tiempo. En esta investigación analizaron a 3.332 empresas norteamericanas.

En contraposición al modelo presentado, Demarzo y Fishman (2007) y Rauh y Sufi (2010), muestran que hay modelos que muestran una composición del capital de terceros diversos, es decir, que existe heterogeneidad en la estructura de la deuda. En los hallazgos de Rauh y Sufi (2010) se identificaron siete categorías de deuda y también que en tres cuartas partes de ellas se utilizaban en forma simultánea dos o más tipos de deuda. La investigación muestra también que las empresas que presentan estas características tienen un *rating* más bajo. Los autores referidos analizaron, en el período que va de 1996 a 2006, 305 empresas norteamericanas de capital abierto y fueron los primeros en establecer categorías de deuda y en reconocer las diferencias entre los instrumentos de deuda en el mercado de crédito norteamericano. De esta manera perfeccionaron la forma de analizar la estructura de deuda de las empresas. Los modelos que prevén el endeudamiento “en espejo”, como Diamond (1993) y Park (2000), corroboran los hallazgos de la investigación y de esta manera se demostró

que el modelo es consistente. Para Colla, Ippolito y Li (2011) la heterogeneidad de la deuda se verifica mejor en las empresas con mejor clasificación de riesgo.

### 3.- Procedimiento metodológico

El contexto a lo largo del tiempo acerca de la Estructura del capital óptima está lejos de saturarse, así como la relación de esta teoría con el valor de la empresa; estos hechos confirmaron la elección del objeto de la investigación. Por esta causa, la contribución de esta investigación es relevante, considerando que describe y analiza los principales aportes al tema en el área de estudio. De esta manera, amplía las reflexiones acerca de las tendencias en este asunto y contribuye al avance científico. La técnica utilizada en esta investigación es la bibliometría, para poner en evidencia las lagunas existentes en los estudios acerca de la estructura del capital.

Fonseca (1986) afirma que la bibliometría es una técnica cuantitativa y estadística de medición de los índices de producción y diseminación del conocimiento científico que se desarrolla, en principio, a partir de tres leyes empíricas acerca de los estudios de comportamiento en la literatura (Cuadro 2).

Autor	Leyes	Descripción
Lotka (1926)	Método de medición de la productividad	Un pequeño número de autores produjeron una larga lista de literatura científica. (Ley de los cuadros inversos)
Bradford (1934)	Ley de dispersión del conocimiento científico	La ley consiste en analizar periódicos y comprobar que existe siempre un núcleo menor de periódicos con relaciones próximas al asunto y un núcleo mayor de periódicos con relaciones estrechas. Se concluye que el número de periódicos en cada zona aumenta en la medida en que la productividad disminuye.
Zipf (1949)	Modelo de distribución y frecuencia de palabras en un texto	La ley describe la relación entre palabras en un texto grande y orden de la serie de las palabras. El autor elaboró una correlación entre la frecuencia del uso de palabras con el número de palabras diferentes y llegó a la conclusión de que un número pequeño de palabras se usa en forma constante.

**Cuadro 2** – Leyes de la bibliometría

Fuente: ARAÚJO, C.A. (2006)

Para Tague-Sutcliffe (1992) el marco inicial de los estudios bibliométricos comienza con esas tres leyes y les sigue la aparición de varios estudios acerca de los diferentes enfoques bibliométricos que ora criticaban, ora confirmaban las tres leyes, más el surgimiento de nuevas ideas acerca del asunto. Para Vanti (2002), Leite Filho, Paulo Jr. y Siqueira (2007), la utilización del método bibliométrico como herramienta estadística está justificada para el desarrollo de investigaciones en diversos asuntos. De este modo, en esta investigación la ley que fundamenta al presente estudio es la de Zipf, que verifica la aparición de palabras en un texto.

La investigación se llevó a cabo en principio en la base de datos *Scopus*, debido a su importancia y a la disponibilidad de su banco de datos; después los datos fue-

ron insertados en el *software VOSviewer*. Este programa tiene por finalidad realizar una investigación bibliométrica estableciendo redes entre autores o entre las palabras (términos) más usadas en los textos; es decir, el programa trabaja en la formación de *clusters*. Vale destacar que el programa es libre para cualquier usuario que quiera emplearlo.

A continuación se describen las fases de investigación de este estudio.

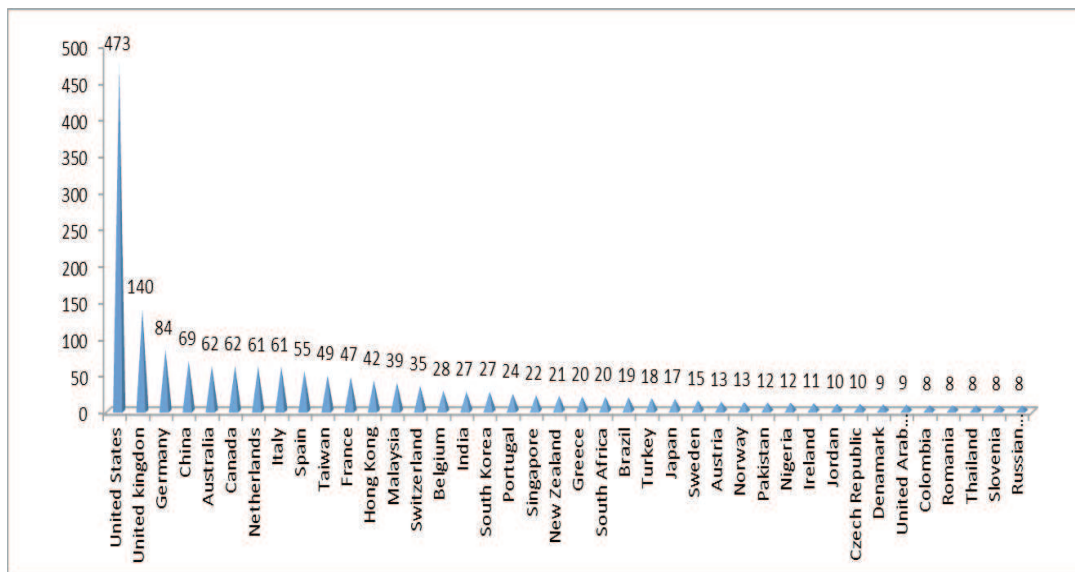
La investigación se inició con la búsqueda de la expresión “Estructura del capital” en la base de datos *Scopus*, que posee una vasta base de datos de resúmenes y citas. Para comenzar, se buscó en las palabras clave, resúmenes, artículos y títulos de las publicaciones que comprendieran la expresión citada. Al digitar la expresión “Estructura del capital”, el banco de datos *Scopus* hizo una búsqueda de los textos y ofreció en principio 2.188 artículos. Como el *software VOSviewer* sólo acepta hasta 2000 artículos y hace necesario especificar más, se escogió el período de 2005 a 2015, para el que se seleccionaron 1.635 artículos. El ajuste final para la selección de los artículos fue la determinación de las áreas de mayor concentración de esos estudios, que resultaron ser: economía, econometría y finanzas, negocios, gestión y contabilidad y ciencias sociales. De esta manera la cantidad de artículos seleccionados fue de 1.451 para el análisis en esta investigación.

Los resultados de la búsqueda de 1.451 artículos se exportaron en formato “.ris” para el *software VOSviewer*. El proceso de análisis de este programa demanda la elección de parámetros de corte, donde se analizaron 283 términos para la investigación. El paso siguiente fue la generación de gráficos de redes de términos, luego el gráfico de densidad y, para finalizar, el gráfico de *cluster*. De esta manera se puede caracterizar a la muestra como no probabilística, intencional y por conveniencia.

#### **4.- Análisis de resultados**

La Figura 1 muestra las publicaciones por país/territorio y pone en evidencia que las investigaciones acerca de la estructura de capital son lideradas por los Estados Unidos (473), seguido por Inglaterra (140), Alemania (84), China (69), Australia (62) y Canadá (62). Brasil (19) está en el puesto N° 23 en cantidad de publicaciones en esta área en el período analizado. Oliveira (2014) señala que la relación entre las universidades y las empresas es estrecha y de confianza en los EEUU, pues esa relación proporciona los avances tecnológicos y el desarrollo económico. Ante este hecho, el acceso a las informaciones hace posible una mayor producción de calidad en relación con los otros países.

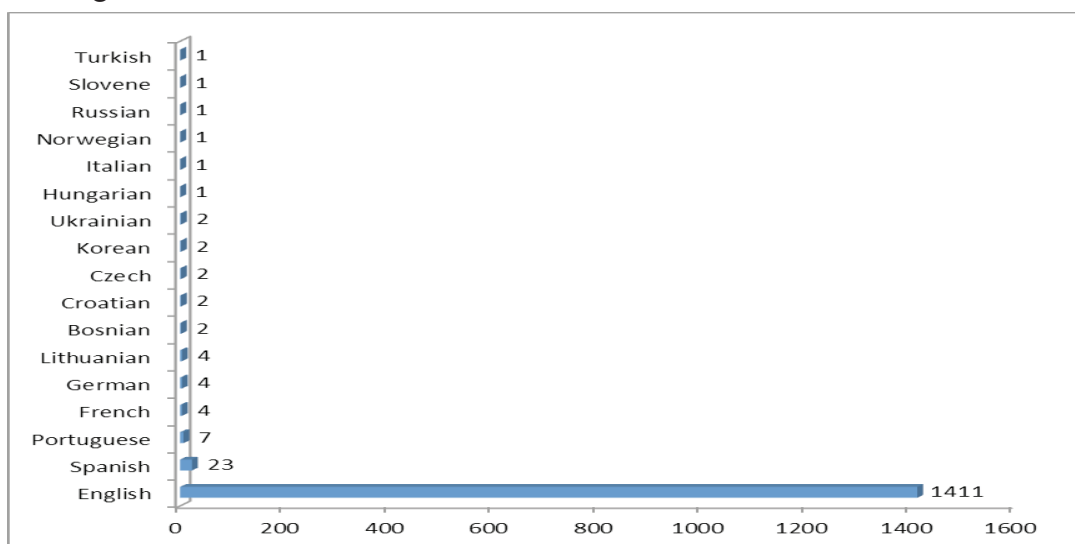




**Figura 1** – Cantidad de publicaciones por país

Fuente: *Scopus* 2015

El idioma que más se utiliza para la publicación en esta área es el inglés y, de acuerdo con la Figura 2, con una elevada producción de artículos (1.411). Aunque los idiomas español y portugués aparecen, respectivamente, en 2<sup>do</sup> y 3<sup>er</sup> lugar, están muy distantes de EEUU. Teniendo en cuenta que las publicaciones internacionales se llevan a cabo en idioma inglés, no es posible afirmar que la producción sea sólo de investigadores norteamericanos.

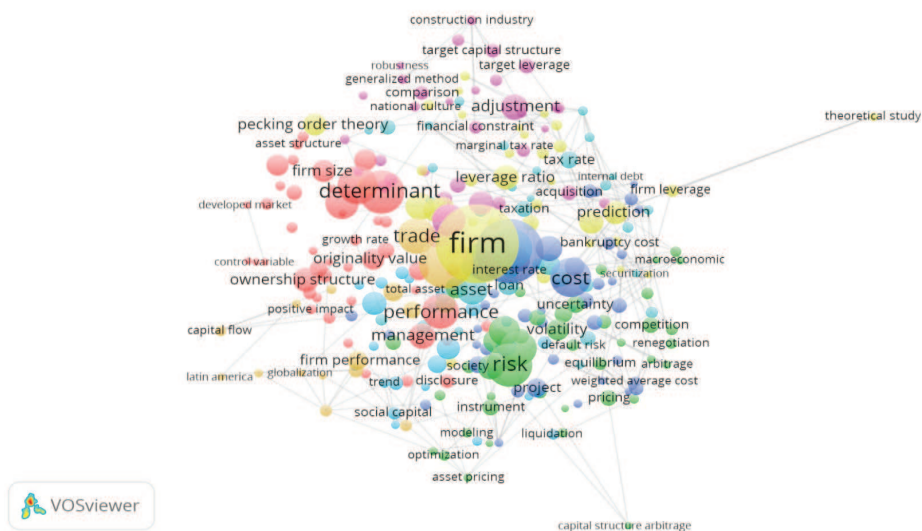


**Figura 2:** Publicación por idioma

Fuente: *Scopus*

Después de generar los datos en el programa *VOSviewer* se hizo evidente que cuatro términos no tenían ninguna relación con el grupo de palabras que más aparecían; ellos son: evaluación de riesgo, concesión de crédito, empresas industriales e inversión industrial. Cabe destacar que el grupo de palabras recurrentes se vincula con el término “firm”.

La Figura 3 y la Figura 4 muestran que los términos destacados durante el período de 2005 a 2015 son: empresa, comercio, predicción, determinantes, actuación, riesgo, retorno, valor, gestión, mercado de capitales, regulación, activo, tamaño de la empresa, estructura de los activos, teoría del *Pecking Order*, ajuste, estructura del capital objetivo, grado de apalancamiento, adquisición, valoración, revelación, volatilidad, costo ponderado del capital, tasa de crecimiento, valor original, modelaje, optimización, liquidación, inseguridad, costo de la falencia, macroeconomía, tributación, capital propio, cultura nacional, riesgo moral, selección adversa, señales, privatización, beneficio fiscal, decisión de inversión y tantos más.



**Figura 3:** Redes de términos o expresiones relevantes

**Fuente:** Datos de la propia investigación

La Figura 4 pone en evidencia que el término “valoración” no se relaciona de ninguna manera con “estructura de capital” ni con ningún término que comprenda tal teoría; este hecho se puede corroborar con la primera proposición de Modigliani y Miller (1958) acerca de la irrelevancia de la estructura de la deuda para el valor de la empresa. La expresión “valor” se relaciona con los términos “costo” y “retorno” y con eso corroboran la teoría tradicional de finanzas.







irrelevante, y va a enfrentarse con lo desarrollado por Durand (1952), quien afirma lo contrario. Harris y Raviv (1991) afirman que los modelos que se basan en costos de agencia verifican que existe un nivel de endeudamiento que maximiza el valor de la firma, basado en la reducción de los conflictos de intereses entre los agentes económicos. Sin embargo, el término “agencia” o “teoría de la agencia” no aparece en la investigación, aunque términos correlativos y que forman parte de la citada teoría formaron parte del presente estudio.

En esta investigación no aparecen en la base de datos *Scopus* en el período mencionado los siguientes términos: riesgo moral, heterogeneidad y homogeneidad de las deudas, finanzas comportamentales. Esto puede significar que estos estudios se muestran aún primarios. Otro término que no aparece se refiere a estudios acerca de pequeñas y medianas empresas, debido a que existen varias especificidades de este objeto de investigación, lo que abre varias posibilidades de estudio en este nicho.

## 5.- Consideraciones finales

Desde hace cerca de 57 años se discute en el medio académico la estructura de capital; sin embargo es un tema muy controvertido en finanzas y esto lleva a creer que no fue explorado en su totalidad. Vale destacar que la limitación de esta investigación se encuentra en la utilización de la base *Scopus*, porque fue la única utilizada, y de este modo algunas faltas de relaciones entre los términos encontrados se pueden justificar por el hecho de que la base de datos escogida no alcanza a la totalidad.

No obstante, la contribución de este estudio consiste en identificar las áreas y tendencias de investigación en estructura del capital. Este estudio mostró que Estados Unidos lidera la cantidad de publicaciones en el período analizado y que tal vez el motivo sea la mayor interacción entre universidades y empresas (Oliveira, 2014). Se constató que la mayor parte de las publicaciones se realiza en idioma inglés, que es bien aceptado en el mundo académico.

Se comprobó que los términos “valoración” y “estructura de capital” se encuentran en diferentes *clusters*. Esto se puede reforzar con la proposición I de Modigliani y Miller (1958) acerca de la irrelevancia de la estructura de capital. Otro punto importante que surge de la investigación es respecto a algunas lagunas en los estudios dirigidos hacia algunas áreas y temas (finanzas comportamentales, riesgo moral, heterogeneidad y homogeneidad de las deudas).

En el período analizado el término “valoración” no apareció vinculado al término “estructura del capital”; no obstante, algunos términos vinculados con la teoría de la evaluación de empresas presentan relaciones con la teoría del endeudamiento. Es importante destacar algunas limitaciones de esta investigación. La base de datos *Scopus* solamente puede generar información para el banco de datos en el formato en que el programa *VOSviewer* lo pueda leer; de esta manera, algunos artículos que no se encuentran en este estudio no tuvieron la posibilidad de ser analizados, y así pueden haber causado distorsiones en los hallazgos de esta investigación.

*Recibido: 15/03/16. Aceptado: 07/05/16.*

## BIBLIOGRAFÍA

- Araújo, C.A. “Bibliometria: evolução histórica e questões atuais” em *Revista Em Questão*, Porto Alegre, 2006, Vol. 12(1), pp. 11-32.
- Assaf Neto, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo, Atlas, 2005, 2 ed.
- Batista, A.F.; Siqueira, B. de S.; Novaes, J.F.; Figueiredo, D. de M. 2005. Estrutura de Capital: Uma estratégia para o endividamento ideal ou possível. Anais do XXV Encontro Nacional de engenharia de produção – Porto Alegre, Rio Grande do Sul (Brasil).
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J. y Batistella, F. D. “Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil” em *Contabilidade & Finanças*. São Paulo. Usp, 2007, n. 43, pp. 9-19.
- Colla, P.; Ippolito, F.; Li, K. “Debt Structure and Debt Specialization. Working Paper”. In *University of British, Columbia*, 2012.
- Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. “Avaliação de Empresas” em *Valuation*- São Paulo, Editora Makron Books, 2001, 3º Edição.
- Cruz, A. P. C. D., Mendes, R. D. C., Espejo, M. M. D. S. B., & Dameda, A. D. N. “Alavancagem financeira e rentabilidade: uma discussão sobre o comportamento de empresas do Sul do Brasil à luz das teorias financeiras”. 2008.
- Demarzo, P.; Fishman, M. “Optimal Long-term financial contracting”. In *The Review of Financial Studies*, 2007. vol. 20, pp. 2079-2128.
- Diamond, D. W. “Seniority and maturity of debt contracts”. *Journal of Financial Economics*. 1993, Vol.33, pp. 341-368.
- Durand, D. “Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement”. In: *Conference on Research on Business Finance*. New York, National Bureau of Economic Research, 1952.
- Famá, R.; Grava, J. W. “Teoria da estrutura de capital: As discussões persistem”. *Caderno de pesquisa em Administração*. São Paulo, 2000, Vol.1 (11).
- Fonseca, E. N. da (Org). *Bibliometria: Teoria e prática*. São Paulo, Cultrix, Ed. Da USP, 1986.
- Gil, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo, Atlas, 2010, 5ª ed.
- Harris, M., & Raviv, A. “The theory of capital structure”. *The Journal of Finance*, 1991, Vol. 46(1), pp. 297-355.
- Leite Filho, G. A.; Paulo J. R.; Siqueira, R. L. “Revista Contabilidade & Finanças USP: uma análise bibliométrica de 1999 a 2006”. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, São Paulo./SP, EAC FEA-USP, 2007.
- Modigliani, F.; Miller, M. H. “The Cost of Capital, Corporations Finance and the Theory of Investment”. In *American Economic Review*, 1958. July, pp. 261-297.
- Müller, A.N.; Teló, A.R. “Modelos de avaliações de empresas”. Ver. FAE, Curitiba, 2003, Vol. 6(2), pp. 97-112.
- Oliveira, J. M. “Empreendedorismo e transferência tecnológica na academia Norte-americana”. *Radar Tecnologia, Produção e Comércio Exterior*. 2014, nº 36, pp. 69-79.
- Park, C. “Monitoring and structure of debt contracts”. In *The Journal of Finance*, 2000, Vol..55, pp. 2157-2195.
- Perobelli, F. F.C.; Famá, R. “Fatores determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto no Brasil”. *IEP- Instituto de Engenharia de produção e Gestão*. São Paulo, 2006.
- Rauh, J. D.; Sufi, A. “Capital structure and debt structure. Workingpaper”. In *NorthwesternUniversity*, Chicago, 2010.
- Sirihal, A. B.; Melo, A. A. de O. “Estrutura de capital: benefícios e contra-benefícios fiscais do endividamento. Associação Nacional de Pós- Graduação e Pesquisa em Administração” Em *Anpand*. Rio de Janeiro, 1999.

- Sobel, M.E. "Asymptotic intervals for indirect effects in structural equations models". In: Leinhardt, S. (Ed.). *Sociological methodology*. San Francisco, Jossey-Bass, 1982, pp. 290-312.
- Stewart, G. B. *Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas*. Porto Alegre, Bookman, 2005.
- Tague-Sutcliffe, J. "Introduction to informetrics". In *Information processing & management*, Oxford, 1992, Vol. 28(1), pp. 1-3.
- Vanti, N.A.P. "Da bibliometria à webometria: uma exploração conceitual dos mecanismos utilizados para medir o registro da informação e a difusão do conhecimento". *Ciência da Informação*, Brasília, 2002, Vol. 31(2), pp. 52-62.