

Análisis de la producción científica en Economía Financiera: 1995-2006

Marc Correa i Domènech*, Josep García Blandón*, Ricardo Úbeda Sales*

Resumen: En el presente trabajo se analiza la evolución de la producción científica en economía financiera entre los años 1995 y 2006. Se ha concluido que la línea de investigación que más publicaciones ha recibido ha sido la estructura de capital de la empresa. A continuación se ha estudiado, para esta línea, y para el período analizado, los trabajos sobre los que se ha fundamentado la investigación actual, las aportaciones científicas más relevantes y las principales líneas de investigación que siguen abiertas.

Palabras clave: Producción científica, Economía financiera, Estructura de capital, Mercados financieros.

Analysis of scientific production in the Economics of Finance: 1995-2006

Abstract: *The present work analyzes the development of scientific production in the economics of finance between 1995 and 2006. Research in capital structure was identified as the most productive line during this period. The most significant contributions and seminal papers in this area are discussed, as are the main research lines that remain open.*

Keyword: *Scientific production, finance research trends, capital structure, financial markets.*

1. Introducción

La teoría financiera ha experimentado un importante desarrollo a la largo de la segunda mitad del siglo xx. Gómez-Bezares (2005) señala que una vez superada la «visión tradicional de las finanzas» representada por las obras de Dewing (1920) y Gerstenberg (1924), se produce el desarrollo del enfoque moderno de éstas desde los inicios de los 50, hasta mediados de la década de los 70, de la mano de autores como Markowitz (1952) con la teoría de carteras; Modigliani y Miller (1958, 1961, 1963) con las tesis sobre la irrelevancia y relevancia de la estructura de capital y la política de dividendos; Jensen y Meckling (1976) con sus

* Facultad de Economía IQS. Universitat Ramon Llull. Barcelona. Correo-e: marc.correa@iqs.edu.

Recibido: 27-6-08; 2.ª versión: 21-1-09.

aportaciones sobre la naturaleza de la empresa; Ross (1977) con la teoría de señales; Sharpe (1961, 1964), Lintner (1965) y Black (1972) con una versión del modelo CAPM; Black y Scholes (1973) con la teoría de las opciones; y Fama (1970) con la teoría de la eficiencia del mercado, entre otros.

A este primer período fundacional del enfoque moderno de la disciplina financiera, le sigue lo que Zingales (2000) denominó la época dorada de las finanzas, comprendida entre finales de los 70 y finales de los 80. Durante este período se investigan problemas no resueltos por las finanzas neoclásicas como la aplicación de criterios de valoración de inversiones diferentes del valor actual neto, la estructura de propiedad de la empresa, el valor de la liquidez, la existencia de problemas de información asimétrica a la hora de tomar decisiones de inversión y financiación, el gobierno de la empresa y las diferencias internacionales en la estructura financiera, entre otros (Azofra, 2005). Todo ello ha permitido entender las finanzas tal y como se conocen hoy en día.

2. Antecedentes

El presente trabajo trata de conjuntar dos líneas de investigación en economía financiera, aunando así los estudios bibliométricos con las llamadas agendas de investigación.

La evaluación de la producción científica ha recibido una singular atención en el campo de la economía, generalmente sobre la base de indicadores bibliométricos como indicadores de su calidad (García *et al.*, 1999). Así, cabe citar el trabajo pionero de Fustfeld (1956), seguido por otros de Niemi (1975), Davis y Papanek (1984), Hall (1987 y 1990), y más recientemente Borokhovich (1995), Dusansky y Vernon (1998), Kalaitzidakis (1999) y Tombazos (2005) para ilustrar el interés de esta disciplina en la evaluación de su propia producción.

Por otro lado y concretamente en el ámbito de las finanzas, aparece también la necesidad de ir estableciendo agendas de investigación con la finalidad de ir asentando los avances científicos que se producen en la disciplina y plantear futuros caminos a explorar. Así, en esta línea, aparecen los trabajos de Carleton (1978), Beranek (1981), Ramírez (1991), Herbert *et al.* (1996) y más actualmente Zingales (2000).

El objetivo de este trabajo es analizar las principales tendencias en la investigación dentro del ámbito de la economía financiera entre los años 1995 y 2006 para señalar cuáles son las principales líneas, en especial, dentro de las finanzas corporativas. Para ello, tras introducir y enmarcar el presente artículo en su línea de investigación se expone en la sección número tres la metodología utilizada, en la número cuatro se presentan los resultados de la evolución del número de publicaciones en los diferentes ámbitos de la economía financiera, en la número cinco se analiza la investigación realizada en la línea más estudiada durante este período, la estructura de capital de la empresa, para finalizar, en la sección número 6, con las conclusiones de este estudio.

El planteamiento del artículo huye de la descripción o análisis pormenorizado de los contenidos de los artículos y obras revisadas, para enfocarse en un ámbito descriptivo de la evolución y estado de las investigaciones en las áreas mencionadas. Ello es debido a que los autores se proponen crear un mapa o una guía para futuros investigadores en el campo de la economía financiera, más concretamente en la estructura de capital, que sirva como revisión y referencia al estado actual de las principales cuestiones en el área.

3. Metodología

Para analizar la evolución de la actividad científica dentro de la economía financiera se ha seguido el esquema siguiente: en primer lugar se han identificado las principales líneas de investigación en este ámbito; en segundo lugar se han determinado las palabras clave que permitirán encontrar los trabajos que conforman cada una de las líneas de investigación; en tercer lugar se ha registrado el volumen de producción científica de cada una de las líneas y en cuarto lugar se ha analizado la evolución de la producción científica por líneas entre 1995 y 2006.

Para identificar las principales líneas de investigación, se han analizado las preguntas no contestadas por parte de la teoría financiera, tal y como aparecen formuladas en el último capítulo de todas las ediciones del clásico manual de finanzas elaborado por Brealey y Myers (Gomez-Bezares, 1995). El valor fundamental de la obra de Brealey y Myers reside en ser el primer manual concebido para la enseñanza de las finanzas empresariales a partir de los resultados obtenidos en la investigación financiera (Azofra, 2005).

Tal y como se puede comprobar en la Tabla I, el inventario de preguntas pendientes de contestar se ha incrementado con el paso de los años, si bien algunas de las cuestiones se han ido respondiendo total o parcialmente.

A partir de las preguntas pendientes de contestar según la última versión del manual de Brealey, Myers y Allen (2006), se ha elaborado una estructura de líneas de investigación y se ha creado una relación de palabras clave asignadas a cada línea (Tabla II). La relación de palabras clave se ha construido a partir del análisis de los artículos relevantes que el propio manual presenta como bibliografía recomendada.

El número de publicaciones científicas que conforman cada una de las líneas de investigación se ha obtenido a partir de la base de datos Social Sciences Citation Index (SSCI) del Institute for Scientific Information (ISI). En este trabajo no se pretende cuantificar toda la producción científica del ámbito de la economía financiera, sino solamente aquella que tiene una difusión internacional y que aparece recogida en la base de datos del ISI.

Una vez obtenidos los artículos que conforman cada una de las líneas de investigación, se han depurado los resultados, descartando todos aquéllos que no estaban relacionados con el objeto de este estudio. Para ello se han analiza-

TABLA I
Preguntas pendientes de contestar en finanzas

Brealey y Myers (1988) 2.ª edición	Brealey y Myers (1993) 4.ª edición	Brealey y Myers (2000) 6.ª edición	Brealey, Myers y Allen (2006) 8.ª edición
¿Cómo se adoptan las principales decisiones financieras?			
¿Qué determina el valor actual y el riesgo de un proyecto?			
Rentabilidad y riesgo: ¿nos hemos olvidado algo?			
¿Hay excepciones importantes a la teoría de los mercados eficientes?			
¿Cómo se valoran las opciones complejas?			
¿Cómo podemos explicar los procedimientos de emisión de acciones ordinarias?	¿Cómo podemos explicar el éxito de los nuevos títulos y los nuevos mercados? ¹		
¿Cómo podemos explicar la estructura de capital de la empresa?	¿Cómo podemos explicar la estructura de capital de la empresa? ²		
¿Cómo podemos resolver la controversia de los dividendos?			
¿Cuál es el valor de la liquidez?			
¿Cómo podemos explicar las oleadas de fusiones?			
		¿Por qué el valor de algunas empresas es menor que la suma del valor de sus activos por separado?	
		¿Qué riesgos debería asumir una empresa?	
		¿Cómo se pueden explicar las diferencias internacionales en la arquitectura financiera?	

¹ Respecto a la versión de 1988, aquí la pregunta se modifica, pasando de emisión de «acciones ordinarias» a «nuevos títulos y nuevos mercados», haciendo referencia a la aparición de numerosas tipologías de títulos tales como opciones, futuros, bonos cupón cero, cupón variable, etc.

² A partir de la quinta edición del manual, los autores deciden traspasar la pregunta sobre la existencia de una teoría explicativa de la estructura de capital de la empresa a la sección «Qué es lo que sabemos: las siete ideas más importantes en finanzas». Ahí simplemente apuntan una serie de factores explicativos tales como el efecto fiscal de la deuda, el efecto disciplinante de la deuda y los problemas de la existencia de costes de quiebra, no presentando una respuesta clara a la pregunta que se había formulado en las ediciones anteriores del manual. Por este motivo se mantiene la pregunta en esta tabla, a pesar de que los autores del manual la pretenden dar por parcialmente contestada.

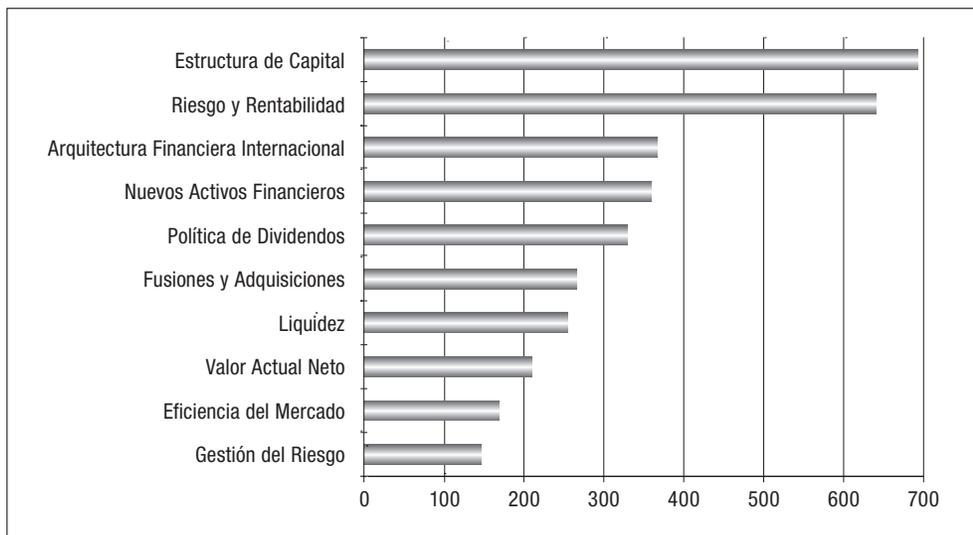
do los resultados, filtrándolos en primer lugar por los campos de la base de datos *subject category*; en segundo lugar por *source* y finalmente por *abstract*.

De acuerdo con Reyes, Guerrero y Moya (2006), la validez de la fuente utilizada (ISI) está ampliamente justificada en la literatura científica, tal y como lo demuestran los trabajos realizados por Martin y Irvine (1983); el Centro de Información y Documentación Científica (1986-1987); Bordons *et al.* (1996); Bordons y Gómez-Cardad (1997); Jiménez y Moya (2003); y Moya *et al.* (2005), entre otros.

A partir de las palabras clave que figuran en el Tabla II, se ha construido un gráfico donde se presenta el volumen de publicaciones que ha generado cada línea de investigación entre los años 1995 y 2006 (Figura 1), en el que aparece como línea más estudiada la Estructura de Capital de la Empresa.

FIGURA 1

Volumen de publicaciones por línea de investigación entre 1995-2006



Fuente: Elaboración propia (última actualización, abril 2007).

4. Evolución de las publicaciones en el ámbito de la economía financiera

Para clarificar el análisis de la evolución de la investigación, se han separado las líneas de investigación en dos bloques, atendiendo a la distinción entre finanzas corporativas y mercados financieros o, de acuerdo a la terminología de Miller (2000), a la distinción entre el enfoque micronormativo y macronormativo. Así, y de acuerdo con Azofra (2005), se utilizará la lista de *topics* que ofrece la

reciente edición del *Handbook of the Economics of Finance* (Constantinides, Harris y Stulz, 2003) para clasificar las diferentes líneas de investigación dentro de cada uno de los dos campos. De acuerdo con estos autores, los *topics* pertenecientes a las Finanzas corporativas y los Mercados financieros son los presentados en la Tabla III.

TABLA III
Finanzas corporativas versus Mercados financieros

Finanzas corporativas	Mercados financieros
Gobierno corporativo y control.	Arbitraje, precios-estado y teoría de carteras.
Agencia, información e inversión empresarial.	Teoría de la valoración intertemporal de activos.
Política de inversión de la empresa.	Derivados y valoración de renta fija.
Políticas de financiación.	Valoración de activos sobre la base del consumo.
Banca de inversión y emisión de títulos.	Prima de riesgo en retrospectiva.
Innovación financiera.	Anomalías y eficiencia del mercado.
Política de dividendos.	<i>Survey</i> de las finanzas behavioristas.
Intermediación financiera.	Microestructura y valoración de activos.
Microestructura de mercado.	¿Los activos financieros son valorados en términos globales o domésticos?
	Finanzas, optimización y el irreducible componente irracional del comportamiento humano.
	Test de los modelos multifactoriales de valoración, volatilidad y rendimiento de carteras.

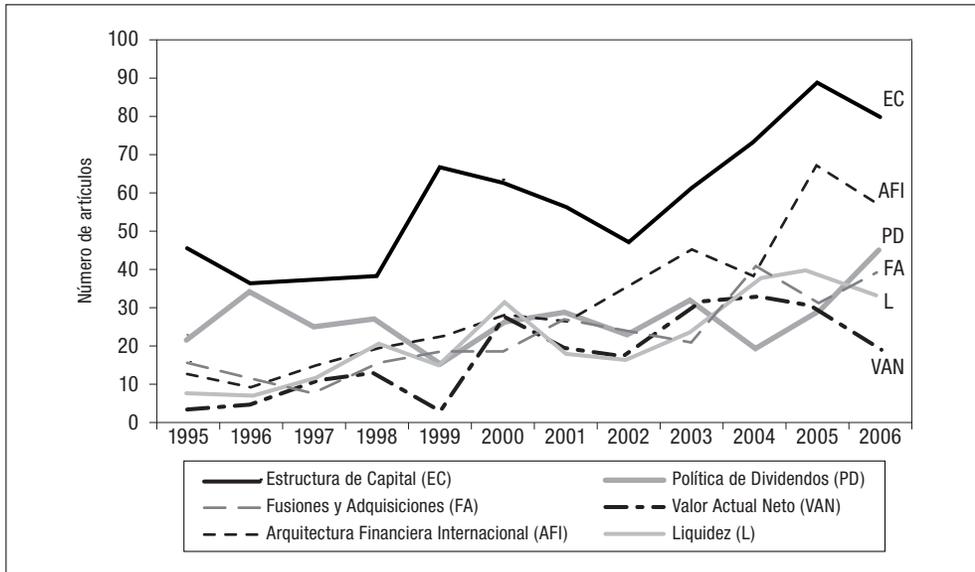
Fuente: Constantinides, Harris y Stulz (2003).

Atendiendo a esta clasificación, en la Figura 2 se presenta la evolución del número de publicaciones en el ámbito de las Finanzas Corporativas y en la Figura 3, la evolución en el ámbito de los Mercados Financieros.

Tal y como se puede apreciar en la Figura 2, la línea de investigación más destacada en cuanto a número de artículos publicados dentro de las Finanzas Corporativas, es la Estructura de Capital de la Empresa. En segundo lugar, el área de estudio que ha encontrado mayor acogida entre los investigadores es el referente a la Arquitectura Financiera Internacional, donde se incluye, entre otros aspectos, la investigación del Gobierno Corporativo. El creciente interés por parte de las empresas, los gobiernos y la opinión pública, ha hecho que esta línea de investigación adquiera relevancia, pasando por delante de la Política de Dividendos que ocupa el tercer lugar.

FIGURA 2

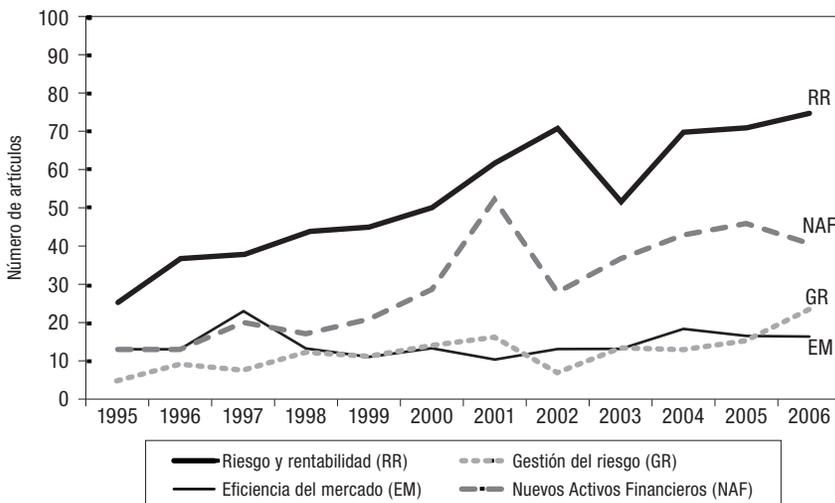
Evolución de artículos publicados en el área de Finanzas Corporativas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos ISI (última actualización, abril 2007).

FIGURA 3

Evolución de artículos publicados en el área de Mercados Financieros



Fuente: Elaboración propia a partir de datos ISI (última actualización, abril 2007).

Por lo que se refiere a los Mercados Financieros, cabe destacar el gran interés que despiertan las líneas de investigación agrupadas bajo el epígrafe de Riesgo y Rentabilidad, que recoge la investigación sobre valoración de activos, juntamente con aquellas agrupadas bajo el epígrafe de Nuevos Activos Financieros, que recoge las herramientas para la cobertura de riesgos, entre otros temas.

5. Resultados relativos a la estructura de capital de la empresa

Puesto que la línea de investigación más productiva durante el período estudiado ha sido la de la Estructura de Capital de la Empresa, a continuación se analizará más detalladamente la producción científica que se ha publicado dentro de este campo.

5.1. Los fundamentos de la investigación actual

En la Tabla IV se presentan los artículos más citados en los artículos analizados, es decir, los fundamentos sobre los que se ha construido la investigación del período estudiado. Así, se ha detallado el nombre de los autores, el título del artículo, y el número de veces que éste aparece citado en la bibliografía de los artículos analizados, así como el porcentaje de los artículos analizados que citan este artículo. La tabla está ordenada por el número de veces que un artículo ha sido citado.

Tal y como se puede observar en la Tabla IV, el artículo más citado es el trabajo seminal de Jensen y Meckling (1976) sobre la naturaleza de la empresa. En él se presentó el desarrollo de un modelo económico de separación entre la propiedad y el control fundamentado en la teoría de la agencia. Este hecho corrobora la idea presentada por Zingales (2000) de que la teoría, la investigación empírica, las aplicaciones prácticas y las recomendaciones normativas en materia de finanzas, están absolutamente condicionadas por el modelo de empresa subyacente al esquema de análisis generalmente aceptado.

En los cuatro artículos que siguen, se recogen las principales teorías acerca de la estructura de capital de la empresa. El trabajo de Myers y Majluf (1984) presentó la teoría de la jerarquización financiera que en los últimos años ha sido la teoría que ha tenido mayor resonancia entre el mundo académico. Myers (1977), como desarrollo del trabajo de Jensen y Meckling (1976), presentó un modelo basado en la teoría de la agencia, donde contemplaba la existencia de situaciones de infrainversión a partir de analizar los activos de las compañías, concretamente las oportunidades de crecimiento, como una opción *call*; encontrando una relación negativa entre el grado de endeudamiento y las oportunidades de crecimiento. Por su parte, Jensen (1986) presentó su tesis sobre el uso de la deuda y la política de dividendos como herramienta para controlar el nivel de *free cash*

flow de la compañía y, así, evitar situaciones de sobreinversión. Previamente a todos estos trabajos, Modigliani y Miller (1958) presentaron sus clásicas tesis sobre la irrelevancia de la estructura de capital de la empresa.

TABLA IV

Artículos sobre los que se fundamenta la investigación en la estructura de capital de la empresa

Autor	Año	Título	Número de veces citado (ISI)	% de artículos que citan este artículo
Jensen, M. y W. Meckling	1976	Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure	113	16,3
Myers, S. C. y N. Majluf	1984	Corporate investment decisions when firms have information that investors don't have	106	15,3
Myers, S. C.	1977	Determinants of Corporate Borrowing	101	14,6
Jensen, M.	1986	Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finances and Takeovers	88	12,7
Modigliani, F. y M. H. Miller	1958	The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment	79	11,4
Titman, S. y R. Wessels	1988	The determinants of capital structure choice	74	10,7
Harris, M. y A. Raviv	1991	The theory of capital structure	67	9,7
Rajan, R. G. y L. Zingales	1995	What do we know about capital structure? Some evidence from international data	67	9,7
Myers, S. C.	1984	The capital structure puzzle	56	8,1
Bradley, M., Jarrell, G. A. y E. H. Kim	1984	On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence	55	7,9
White, H.	1980	A heteroskedasticity-consistent covariance-matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity	43	6,2
Diamond, D. W.	1984	Financial intermediation and delegated monitoring	40	5,8
MacKie-Mason, J.	1990	Do taxes affect corporate financing decisions?	40	5,8
Stulz, R. M.	1990	Managerial discretion and optimal financing policies	40	5,8
Brander, J. A. y T. R. Lewis	1986	Oligopoly and financial structure: the limited liability effect	39	5,6

TABLA IV (continuación)

Autor	Año	Título	Número de veces citado (ISI)	% de artículos que citan este artículo
Rajan, R. G.	1992	Insiders and outsiders- The choice between informed and arms-length debt	38	5,5
Ross, S.	1977	The determination of financial structure: the incentive-signaling approach	38	5,5
Modigliani, F. y M. H. Miller	1963	Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction	36	5,2
Smith, C. W. y R. Watts	1992	The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies	34	4,9
DeAngelo, H. y R. Masulis	1980	Capital structure under corporate and personal taxation	33	4,8

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del ISI [última actualización en abril 2007]

5.2. Investigación más relevante

A pesar de que existen muchos modos de evaluar la relevancia de la investigación científica, uno de los índices bibliométricos más aceptados es el número de citas que ha recibido una determinada publicación (Bordons y Zulueta, 1999). Dentro del período estudiado, el 40% de las citas recibidas se pueden encontrar en veinte artículos. En la Tabla V se presenta la relación de los artículos más relevantes que se han publicado durante los años estudiados.

Destaca de manera significativa el trabajo de Rajan y Zingales (1995) en el que se aporta evidencia empírica acerca del alto grado de similitud entre los ratios de endeudamiento de las empresas de los países que forman el G-7, contrariamente a lo que previamente se creía, y abre dos líneas de investigación: por un lado, profundizar en la relación entre modelos teóricos y la especificación empírica de los mismos, tratando de identificar *proxies* que recojan mejor los efectos predichos por los modelos teóricos; por el otro, profundizar en un mayor conocimiento del efecto del marco institucional en la estructura de capital de las empresas.

5.3. Revistas más utilizadas

Las revistas científicas a las que más han recurrido los investigadores para publicar sus trabajos en el ámbito de la Estructura de Capital de Empresa aparecen reflejadas en la Tabla VI. Las diez revistas que aparecen en esta tabla recogen

TABLA V
Artículos más citados

Autor	Año	Título	Número de citas recibidas
Rajan, R. G. y L. Zingales	1995	What do we know about capital structure - some evidence from international data	200
Barclay, M. J. y C. W. Smith	1995	The maturity structure of corporate-debt	98
Leland, H. E. y K. B. Toft	1996	Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads	81
Berger, A. N. y G. F. Udell	1998	The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle	80
Graham, J. R.	1996	Debt and the marginal tax rate	78
La Porta, R., López de Salines, F., Shleifer, A. y R. W. Vishny	2000	Agency problems and dividend policies around the world	69
Chevalier, J. A.	1995	Capital structure and product-market competition - empirical-evidence from the supermarket industry	60
Lang, L. y E. Ofek	1996	Leverage, investment, and firm growth	58
Leland, H. E.	1998	Agency costs, risk management, and capital structure	58
Shyam-Sunder, L. y S. C. Myers	1999	Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure	57
Phillips, G. M.	1995	Increased debt and industry product markets - an empirical-analysis	54
Berger, P. G., Ofek, E. y D. L. Yermack	1997	Managerial entrenchment and capital structure decisions	54
Barclay, M. J. y C. W. Smith	1995	The priority structure of corporate-liabilities	46
Fama, E. F. y K. R. French	2002	Testing <i>trade-off</i> and pecking order predictions about dividends and debt	42
McConnell, J. J. y H. Servaes	1995	Equity ownership and the 2 faces of debt	42
Fama, E. F. y K. R. French	1998	Taxes, financing decisions, and firm value	34
Zingales, L.	1998	Survival of the fittest or the fattest? Exit and financing in the trucking industry	26

TABLA V (continuación)

Garvey, G. T. y G. Hanka	1999	Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage	25
Myers, S. C.	2001	Capital structure	20
Dasgupta, S. y S. Titman	1998	Pricing strategy and financial policy	15

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del ISI [última actualización en abril 2007].

cerca del 30% de los artículos publicados dentro de esta línea de investigación de acuerdo a los criterios anteriormente establecidos.

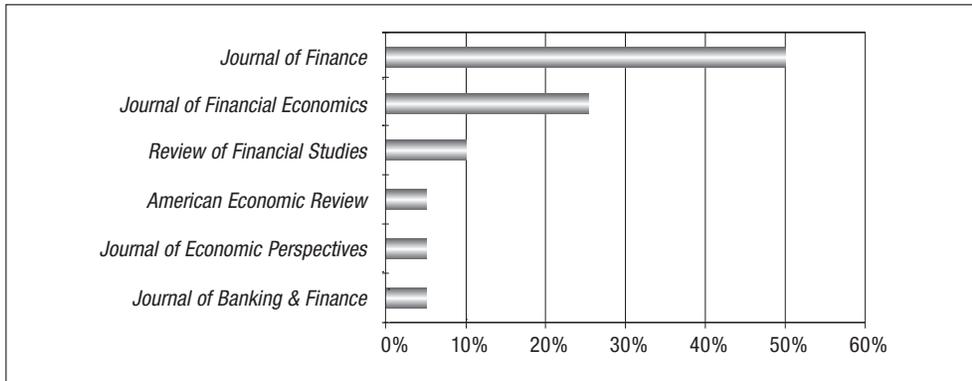
TABLA VI*Revistas más utilizadas*

Revista	Número de artículos publicados	Porcentaje de artículos publicados
<i>Journal of Financial Economics</i>	34	6,01
<i>Journal of Finance</i>	33	6,00
<i>Journal of Banking & Finance</i>	26	3,72
<i>Journal of International Economics</i>	20	2,87
<i>Financial Management</i>	17	2,44
<i>Journal of Corporate Finance</i>	14	2,01
<i>Review of Financial Studies</i>	14	2,01
<i>Journal of Development Economics</i>	12	1,72
<i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i>	12	1,72
<i>Applied Economics</i>	11	1,58

Entre las revistas donde más se ha publicado la investigación referente a la Estructura de Capital de la Empresa se encuentran *Journal of Financial Economics*, *Journal of Finance* y *Review of Financial Studies*. Estas revistas han sido identificadas por Ryan, Scapens y Theobald (2004) como las revistas más citadas dentro del ámbito de la Economía Financiera. Si se analiza donde se publican las investigaciones más relevantes en el campo de la Estructura de Capital de la Empresa, es decir, donde se publican los artículos presentados en la Tabla V, se confirmarán los resultados de estos autores, validándolos ahora para este campo específico de estudio (Figura 4).

FIGURA 4

Revistas donde se publica la investigación más relevante

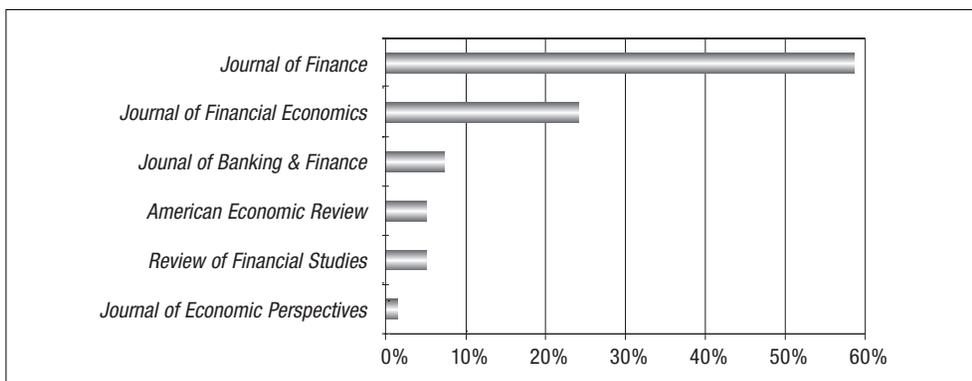


Fuente: Elaboración propia a partir de datos ISI (última actualización, abril 2007).

En la Figura 4 se puede observar cómo el 50% de los artículos más relevantes identificados en la Tabla V se han publicado en *Journal of Finance*. En la Figura 5 se presentan las revistas donde se han publicado los artículos más relevantes, esta vez ordenadas por el número de citas que han recibido los artículos ahí publicados. Como se puede apreciar, no existe ningún cambio en la ordenación de las revistas por lo que hace referencia a la parte alta de la tabla. Sin embargo, no ocurre así con las revistas que conforman la parte inferior. Si se atiende a esta clasificación, la preponderancia de *Journal of Finance* todavía es mayor.

FIGURA 5

Revistas que reciben más citas



Fuente: Elaboración propia a partir de datos ISI (última actualización, abril 2007).

5.4. Principales líneas de investigación referentes a la estructura de capital de la empresa

Los artículos presentados en la Tabla V recogen las aportaciones más significativas realizadas durante el período estudiado. A partir del análisis de su contenido y de las palabras clave asociadas a cada uno, tal como recoge la base de datos SSCI, se han esbozado las principales líneas de investigación en el área de la estructura de capital de la empresa.

Sin pertenecer específicamente a ninguna línea de investigación en concreto, sino presentándose casi como un artículo seminal, se encuentra el trabajo de Rajan y Zingales (1995) que, como se ha mencionado anteriormente, abre algunas de las líneas de investigación que posteriormente recogerán otros autores durante este mismo período.

Una primera línea de investigación está representada por los autores que estudian el fenómeno del *trade-off* en sus diferentes aspectos. Por un lado, Barclay y Smith (1995a); Barclay y Smith (1995b); Leland y Toft (1996); Graham (1996); Leland (1998), y Berger y Udell (1998) estudian la existencia de una estructura de capital óptima atendiendo a factores tales como el tipo de deuda a la que se recurre, la existencia de costes de quiebra, la presencia de impuestos o el momento del ciclo de crecimiento financiero. Dentro de esta línea de investigación, también se encuentra otro grupo de trabajos que estudian la relación entre el endeudamiento y aspectos relacionados con la teoría de la agencia, sin hacer énfasis en la existencia de un ratio de apalancamiento óptimo, sino más bien analizando la relación entre directivos y accionistas o la influencia del marco institucional en las decisiones financieras. Éste es el caso de los trabajos de Berger, Ofek y Yermanck (1997), y La Porta *et al.* (2000).

Una segunda línea de investigación la conforma el conjunto de artículos que analizan la influencia de las decisiones financieras, en especial la decisión de endeudamiento, respecto al objetivo financiero de la creación de valor, atendiendo a la presencia o ausencia de oportunidades de crecimiento, la política de dividendos o la estructura de propiedad. Los trabajos que forman parte de esta línea son los presentados por McConnell y Servaes (1995); Lang y Ofek (1996); y Fama y French (1998).

La tercera línea de investigación está integrada por una serie de trabajos que exploran un conjunto de factores explicativos de la estructura de capital en relación con la estrategia de la compañía o con los *stakeholders*, en lugar de centrarse en los factores clásicos antes citados. Estos trabajos se podrían englobar en una versión un tanto evolucionada de lo que Harris y Raviv (1991) denominaron «Teoría basada en consideraciones de organización industrial». Los trabajos que conformarían esta línea de investigación son los de Chevalier (1995); Phillips (1995); Dasgupta y Titman (1998); Zingales (1998); y Garvey y Hanka (1999).

La cuarta línea de investigación la conforman dos artículos que, por vías diferentes, confrontan las dos principales teorías explicativas de la Estructura de Capital de la Empresa, a saber, la teoría del *trade-off* y la teoría de la jerarquiza-

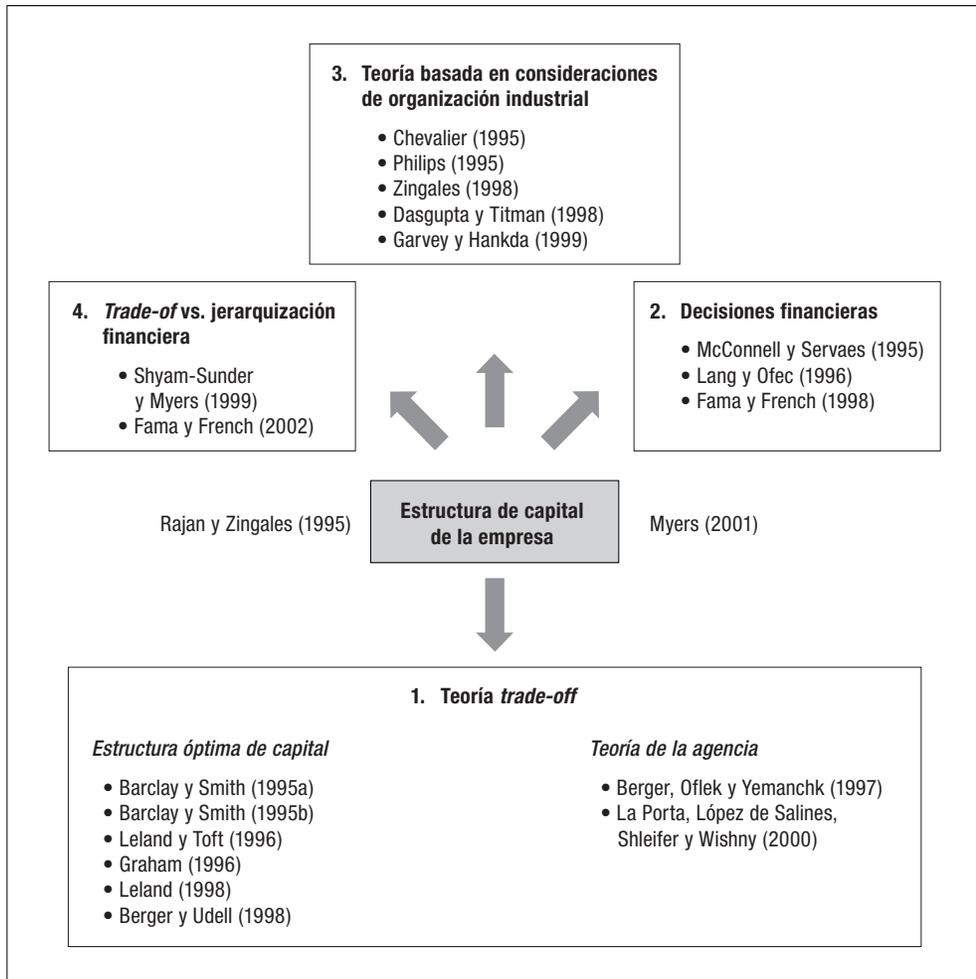
ción financiera. Estos son los trabajos de Shyam-Sunder y Myers (1999) y Fama y French (2002).

El trabajo de Myers (2001), presentado a la mitad del período estudiado, permitió realizar una síntesis de las principales corrientes y teorías explicativas que existían hasta el momento en cuanto a estructura de capital.

La Figura 6 recoge las líneas presentadas:

FIGURA 6

Recientes líneas de investigación en estructura de capital de la empresa



Fuente: Elaboración propia.

6. Conclusiones

La recopilación y estudio de la producción científica en el ámbito de las finanzas como medio que sirve para, entre otras finalidades, ubicar, orientar y desarrollar futuras investigaciones no es nuevo. Como muestra de ello valga recordar alguno de los trabajos citados en la sección segunda de este artículo. Del análisis de estos trabajos se desprende la necesidad de estudiar el período más reciente de la investigación financiera puesto que no ha sido cubierto todavía. Por este motivo el presente trabajo ofrece un estudio descriptivo en este ámbito durante el período 1995-2006, haciendo un énfasis especial en la Estructura de Capital de la Empresa.

De esta manera se ha demostrado, a partir de los resultados presentados y como conclusión última y más relevante, cómo la línea de investigación de la Estructura de Capital de la Empresa sigue abierta y ha sido la más fructífera durante el período 1995-2006 en cuanto a número de publicaciones se refiere.

Las conclusiones que se desprenden de esta investigación pueden clasificarse en dos grupos.

6.1. Conclusiones desde un punto de vista bibliométrico

En este tipo de conclusiones cabe cuantificar los principales hallazgos en términos de artículos, contribuciones y revistas, y es, realmente, el objetivo principal del artículo, servir como mapa o guía a futuras investigaciones. Señalando como principales aportaciones que:

Los principales artículos sobre los que se han basado los autores de este período para realizar sus investigaciones, ordenados por número de citas que han recibido, han sido los trabajos seminales de Jensen y Meckling (1976); Myers y Majluf (1984); Myers (1977); Jensen (1986); y Modigliani y Miller (1958).

Las principales contribuciones del período considerando en el número de citas recibidas han sido las realizadas por Rajan y Zingales (1995); Barclay y Smith (1995); Leland y Toft (1996); Berger y Udell (1998); y Graham (1996).

Las revistas donde más se ha publicado y donde se ha publicado la investigación más relevante, han sido *Journal of Finance* y *Journal of Financial Economics*.

6.2. Conclusiones desde un punto de vista conceptual

La investigación en el campo de las finanzas corporativas cuenta con una serie de preguntas que, con frecuencia, no son más que replanteamientos o derivaciones sobre una cuestión principal, la cual se puede formular en preguntas tales como: ¿existe una estructura de capital óptima? o ¿cómo decide la empresa su estructura de capital?.

El interés científico en el estudio de la Estructura de Capital de la Empresa reside en la enorme implicación que tiene esta decisión en el quehacer diario de las compañías. Por lo tanto es necesario conocer los diferentes enfoques y paradigmas sobre los cuales se puede llegar a abordar esta cuestión. Las preguntas sobre si las decisiones financieras se toman en base a comportamientos racionales del decisor y al uso de la información disponible o bien se deben a otros aspectos, la necesidad de conocer cuál es el efecto que ésta tiene sobre el objetivo de la función financiera, la creación de valor, o cuáles son los aspectos que influyen en la toma de esta decisión, son algunas de las preguntas que se han formulado y se han tratado de resolver durante este período.

Las investigaciones estudiadas han ido ahondando en estas cuestiones desde diferentes perspectivas, apreciándose progresivamente una ampliación de la visión desde la que se afronta. La evolución de la investigación en el periodo ha pasado desde aspectos más cuantitativos y microeconómicos a aspectos más cualitativos y estructurales.

Desde los inicios de la investigación se profundizó en cuestiones que podríamos clasificar bajo el paraguas de la teoría del *trade-off* entre deuda y capital, donde se establecieron las principales relaciones conceptuales y económicas entre ambas magnitudes. Ha sido durante el período estudiado que se ha descartado finalmente esta explicación como la dominante.

Posteriormente, viendo que las relaciones cuantitativas y marginales entre deuda y capital no mostraban los efectos de las decisiones financieras, si no que las medían una vez tomadas, se amplió el ámbito para incluir la relevancia de las decisiones financieras en la creación de valor por parte de la empresa, pasando de este modo a ampliar la visión de las investigaciones.

Dichas investigaciones dieron paso a un enfoque un tanto diferente, y era que en lugar de tomar las decisiones financieras como un hecho aislado, se buscó la relación de las mismas con factores del entorno, principalmente en el ámbito de la organización industrial y el marco institucional, analizando la influencia de los *stakeholders* en la misma.

Finalmente, la investigación se ha ido progresivamente enfocando en determinar qué teoría de las existentes explica mejor las decisiones de financiación de las compañías. Para ello profundizan en la relación entre modelos teóricos y la especificación empírica de los mismos, tratando de identificar patrones que recojan mejor los efectos predichos.

7. Bibliografía

- Azofra, V. (2005): Acerca de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas. *Cuadernos de Economía y Empresa*, vol. 24, 121-150.
- Barclay, M. J. y Smith C. W. (1995a): The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, vol. 50, 609-632.
- Barclay, M. J. y Smith C. W. (1995b): The priority structure of corporate liabilities. *Journal of Finance*, vol. 50, 899-915.

- Beranek, W. (1981): Research directions in finance. *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 21 (1) 6-24.
- Berger, P. G., Ofek, E. y Yermack, D. L. (1997): Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, vol. 52 (4), 1411-1438
- Berger, A. N. y Udell, G. F. (1998): The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking & Finance*, vol. 22 (6-8), 613-673.
- Black, F. (1972): Capital market equilibrium with restricted borrowing. *Journal of Business*, vol. 45 (3), 444-455.
- Black, F. y Scholes, M. (1973): The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, vol. 81 (3), 637-654.
- Bordons, M., Gómez, I., Fernández, M. T., Zulueta, M. A. y Méndez, Y. A. (1996): Local, domestic and international scientific collaboration in biomedical-research. *Scientometrics*, vol. 52, 365-377.
- Bordons, M. y Gómez-Caridad, I. (1997): La actividad científica española a través de indicadores bibliométricos en el período 1990-93. *Revista General de Información y Documentación*, vol. 7 (2), 69-86.
- Bordons, M. y Zulueta, M. A. (1999): Evaluación de la actividad científica a través de indicadores bibliométricos. *Revista Española de Cardiología*, vol. 52, 790-800.
- Borokhovich, K. A., Bricker, R. J. y Brunarski, K. R. (1995): Finance research productivity and influence. *Journal of Finance*, vol. 50, 1691-1717
- Bradley, M., Jarrell, G. A. y Kim, E. H. (1984): On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *Journal of Finance*, vol. 39, 857-880.
- Brander, J. A. y Lewis, T. R. (1986): Oligopoly and financial structure: the limited liability effect. *American Economic Review*, vol. 76, 956-970.
- Brealey, R. y Myers, S. (1988): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Madrid: McGraw-Hill.
- Brealey, R. y Myers, S. (1993): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Madrid: McGraw-Hill.
- Brealey, R. y Myers, S. (2000): *Principles of Corporate Finance*. Boston: McGraw-Hill.
- Brealey, R., Myers, S., y Allen, F. (2006): *Principios de Finanzas Corporativas*. Madrid: McGraw-Hill.
- Carleton, W. T. (1978): Agenda for more effective research in corporate finance. *Financial Management*, vol. 7 (4) 7-9.
- Centro de Información y Documentación Científica (1986-1987). La producción científica de la universidad española en ciencias sociales y humanidades. Instituto de Información y Documentación en Ciencias Sociales y Humanidades, Madrid.
- Chevalier, J. A. (1995): Capital structure and product market competition: an empirical study of supermarket LBOs. *American Economic Review*, vol. 85, 206-256.
- Constantinides, G. M., Harris, M. y Stulz, R. M. (2003): The Handbook of the Economics of Finance (vols. 1A y 1B): vol. 1A: Corporate Finance y vol. 1B: Financial Market and Asset Pricing, North-Holland, Elsevier.
- Dasgupta, S. y Titman, S. (1998): Pricing strategy and financial policy. *The Review of Financial Studies*. vol. 11, 705-737.

- Davis, P. y Papanek, G. F. (1984): Faculty ratings of major economics departments by citations. *American Economic Review*, vol. 74, 225-230.
- Deangelo, H. y Masulis, R. (1980): Capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, vol. 8, 3-29.
- Dewing, A. S. (1920): *The Financial Policy of Corporations*. Nueva York: Ronald Press.
- Diamond, D. W. (1984): Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Economic Studies*, vol. 51, vol. 3, 393-414.
- Dusansky, R. y Vernon. C. J. (1988): Rankings of U. S. economics departments . *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, 157-170.
- Fama, E. (1970): Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*. vol. 25 (2), 383-417.
- Fama, E. F., French, K. (1998): Taxes, financing decisions, and firm value. *Journal of Finance*, vol. 53 (3), 819-843.
- Fama, E. F., French, K. (2002): Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, vol. 15, 1-33.
- Fusfeld, D. R. (1956): The program of American Economic Association meeting. *American Economic Review*, vol. 46, 642-644.
- García Castrillo, P., Lafuente Félez, A., Montañés Bernal, A. y Sanz Gracias, F. (1999): Producción científica en economía según publicaciones en revistas internacionales: el caso de España. *Papeles de Economía Española*, vol. 81, 49-57.
- Garvey, G. T. y Hanka, G. (1999): Capital structure and corporate control: The effect of antitakeover statutes on firm leverage. *Journal of Finance*, vol. 54 (2), 519-546.
- Gerstenberg, C. W. (1924): *Financial Organization and Management of Business*, Nueva York: Prentice Hall.
- Gómez-Bezares, F. (1995): Panorama de la teoría financiera. *Boletín de Estudios Económicos*, vol. 50 (156), 411-448.
- Gómez-Bezares, F. (2005): Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, vol. 24, 105-120.
- Graham, J. R. (1996): Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, vol. 41 (1), 41-73.
- Hall, A. D. (1987): Worldwide ranking of research activity in econometrics: 1980-1985. *Econometric Theory*, vol. 3, 172-194.
- Hall, A. D. (1990): Worldwide ranking of research activity in econometrics: An update: 1980-1988. *Econometric Theory*, vol. 6, 1-16.
- Harris, M. y Raviv, A. (1991): The theory of capital structure. *Journal of Finance*, vol. 46, 297-355.
- Herbert, W. E. y Wallace, R. S. O. (1996): A Corporate View of Research Needs in Corporate Finance. *Accounting & Business Research*, vol. 26 (2) 107-124.
- Jensen, M. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finances and Takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, 323-329.
- Jensen, M. y Meckling, W. (1976): Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 5 (4), 305-360.

- Jiménez, E. y Moya, F. (2003): The evolution of research activity in Spain: The impact of the *National Commission for the Evaluation of Research Activity (CNEAD): Research Policy*, vol. 32,123-142.
- Kalaizidakis, P., Mamuneas, T. P. y Stengos, T. (1999): European economics: An analysis based on publications in the core journals. *European Economic Review*, vol. 43 (4-6), 1150-1168
- Lang L., Ofek E. y Stulz, R. M. (1996): Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, vol. 40 (1), p. 3-29.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (2000): Agency problems and dividends policy around de world. *Journal of Finance*, vol. 45(1), 1-33.
- Leland, H. E. (1998): Agency costs, risk management, and capital structure. *Journal of Finance*, vol. 53 (4), 1213-1243.
- Leland, H. E. y Toft, K. B. (1996): Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. *Journal of Finance*, vol. 51(3), 987-1019.
- Lintner, J. (1965): The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, vol. 47 (1), 13-37.
- Mackie-Mason, J. (1990): Do taxes affect corporate financing decisions?. *Journal of Finance*, vol. 45, 1471-1494.
- Markowitz, H. (1952): Portfolio selection. *Journal of Finance*, vol. 7(1), 77-91.
- Martin, B. R. e Irvine, J. (1983): Assessing basic research: some partial indicators of scientific progress in radio astronomy. *Research Policy*, vol. 12, 61-90.
- Mcconnell, J. J. y Servaes, H. (1995): Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, vol. 39, 131-157.
- Miller, M. H. (2000): The history of finance: an eyewitness account. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 15 (2), 8-14.
- Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, vol. 48, 261-297.
- Modigliani, F. y Miller, M. H. (1961): Dividend policy, growth and the valuation shares. *Journal of Business*, vol. 34, 411-433.
- Modigliani, F. y Miller, M. H. (1963): Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, vol. 53, 433-443.
- Moya, F., Chinchilla, Z., Corera, E., Gómez-Crisóstomo, M. R., Gómez-Molina, A., Muñoz, F. J. y Vargas, B. (2005) Indicadores Bibliométricos de la Actividad Científica Española. Madrid, Fecyt.
- Myers, S. C. (1977): Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, vol. 5 (2),147-175.
- Myers, S. C. (1984): The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, vol. 39, 575-592.
- Myers, S. C. (2001): Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15 (2), 81-102.
- Myers, S. C. y Majluf, N. (1984): Corporate investment decisions when firms have information that investors don't have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 187-221.
- Niemil, A. W. (1975): Journal publication performance during 1970-1974: the relative output of southern economics departments. *Sotubern Economic Journal*, vol. 42, 97-106.

- Phillips, G. M. (1995): Increased Debt And Industry Product Markets - An Empirical-Analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 37 (2),189-238.
- Rajan, R. G. (1992): Insiders and outsiders - the choice between informed and arms-length debt. *Journal of Finance*, vol. 47 (4), 1367-1400.
- Rajan, R. G. y Zingales, L. (1995): What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, vol. 50 (5), 1421-1460.
- Ramirez, G. G., Waldman, Da. y Lasser, D. J. (1991): Research needs in corporate-finance – perspective from financial managers. *Financial Management*, vol. 20 (2) 17-29.
- Reyes, M. J., Guerrero, V. P. y Moya, F. (2006): Proyección internacional de la investigación de Extremadura. *Revista Española de Documentación Científica*, vol. 24 (4), 525-550.
- Ross, S. (1977): The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics*, vol. 8 (1), 24-40.
- Ryan, B., Scapens, R. W. y Theobald, M. (2004): Metodología de la investigación en finanzas y contabilidad, Barcelona, Ediciones Deusto.
- Sharpe, W. F. (1961): Portfolio analysis based on a simplified model of the relationships among securities. Ph. D. dissertation, University of California at Los Angeles.
- Sharpe, W. F. (1964): Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, vol. 19 (3), 425-442.
- Shyam-Sunder L. y Myers, S. C. (1999): Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 51 (2), 219-244.
- Smith, C. W. y Watts, R. L. (1992): The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 263-292.
- Stulz, R. M. (1990.:Managerial discretion and optimal financing policies». *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 3-27.
- Titman, S. y Wessels, R. (1988): The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, vol. 43 (1),1-19.
- Tombazos, C. G. (2005): A revisionist perspective of European research in economics. *European Economic Review*, vol. 49 (2), 251-277.
- White, H. (1980): A heteroskedasticity-consistent covariance-matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica*, vol. 48 (4), 817-838.
- Zingales, L. (1998): Survival of the fittest or fattest: exit and financing in the trucking industry. *Journal of Finance*, vol. 53, 905-938.
- Zingales, L. (2000): In search of new foundations. *Journal of Finance*, vol. 55 (4), 1623-1654.