

La influencia de la regulación sobre la estructura de capital de las empresas

EDUARDO JOSÉ MENÉNDEZ ALONSO*

En este trabajo se analizan los factores condicionantes de la estructura de capital en las empresas reguladas. Inicialmente, se realiza una exposición sintética de la complejidad del proceso regulatorio orientado a la determinación del precio y del rendimiento sobre la inversión realizada por este tipo de empresas así como su posible incidencia sobre la decisión de financiación. Posteriormente, se pretende explicar el alto nivel de endeudamiento observado en las empresas reguladas a partir del análisis de las aportaciones de las distintas teorías financieras. La hipótesis fiscal, la teoría informativa o el análisis contractual de la teoría de la agencia, con especial referencia en este último caso al conflicto de intereses entre los accionistas y el regulador, constituyen el nudo argumental de este trabajo.

Palabras clave: financiación de la empresa, estructura del capital, teoría de la información.

Clasificación JEL: L51.



COLABORACIONES

1. Introducción

La preocupación por el conocimiento de los factores condicionantes de la decisión de financiación en las empresas ha generado una constante investigación desde la publicación en 1958 de la denominada proposición de irrelevancia enunciada por Modigliani y Miller (1). En este artículo se estudia, desde un punto de vista teórico, la estructura de capital en las empresas reguladas, con objeto de analizar en qué medida las distintas aportaciones teóricas contribuyen a explicar el alto nivel de endeudamiento observado en este tipo de empresas.

* Profesor asociado. Departamento de Administración de Empresas y Contabilidad. Área de Economía Financiera. Universidad de Oviedo.

(1) Una amplia revisión de las distintas teorías explicativas acerca de la estructura de capital desarrolladas desde 1958 puede analizarse en HARRIS y RAVIV (1991).

2. La complejidad del proceso regulatorio

El valor de mercado de las empresas sometidas a altos grados de regulación no depende exclusivamente de las condiciones de la demanda, el nivel de producción o de la evolución del precio de los factores productivos empleados, sino también de las decisiones adoptadas por una agencia reguladora con el propósito de ofrecer a los accionistas una remuneración ajustada al nivel de riesgo al que están expuestos. El principio legal generalmente aceptado considera que tal rentabilidad debe ser equivalente a la que obtendrían en otras empresas expuestas a un nivel de riesgo similar y apropiada para asegurar la confianza en la integridad financiera de la empresa con objeto de mantener su capacidad para atraer nuevos recursos necesarios para el desempeño de sus

funciones públicas (2). El procedimiento regulatorio encaminado a la determinación de la tasa de rendimiento *justa y razonable* sobre la inversión efectuada por la empresa regulada pretende equilibrar los intereses legítimos de los inversores con el derecho de los consumidores a un servicio de una calidad dada a un coste razonable.

El rendimiento sobre la inversión debe ser fijado de forma tal que el nivel de ingresos obtenido permita a la empresa regulada cubrir todos los costes ocasionados por la actividad desarrollada, incluyendo amortizaciones e impuestos, y remunerar adecuadamente a los distintos aportantes de fondos. El procedimiento regulatorio presenta múltiples áreas de conflicto, entre las que cabe destacar (3):

— La fijación de la tasa de rendimiento sobre las fuentes de financiación empleadas por la empresa, siendo tal aspecto más problemático en el caso de los fondos propios.

— La proporción existente entre los fondos propios y ajenos empleada por el regulador para determinar tanto la tasa media de rendimiento sobre la inversión realizada por la empresa como el nivel de ingresos necesarios para cumplir los objetivos previstos en el procedimiento regulatorio.

— La determinación de la base de la inversión a la que se aplicará la anterior tasa, lo que genera divergencias sobre las rúbricas a incluir en tal base, el período de referencia a considerar o el método de valoración a emplear basado en criterios contables o de mercado.

— La estimación del nivel de costes operativos que serán considerados para calcular el nivel de ingresos a percibir por la empresa. La posible revisión de ciertas partidas de costes constituye otra fuente potencial de discrepancias entre empresa y regulador.

Los anteriores aspectos, ilustrativos de los potenciales conflictos entre la comisión regulado-

ra y la empresa regulada, no agotan, sin embargo, la complejidad del procedimiento regulatorio. Por ejemplo, la determinación de la base de la inversión atendiendo a valores de mercado podría generar problemas de circularidad, puesto que el valor de mercado de la empresa está condicionado por la corriente futura de ingresos, la cual a su vez depende de la tasa de rendimiento fijada por la comisión reguladora. La comparación con sectores o empresas expuestas a niveles de riesgo equivalente conduce a un problema similar, al presentar el nivel de riesgo al que está expuesta la empresa regulada un carácter parcialmente endógeno, al depender, en cierta medida, del resultado del procedimiento regulatorio, puesto que la capacidad del regulador para distribuir los costes y beneficios generados entre la empresa y los consumidores determina que el riesgo de inversión en las empresas reguladas no dependa exclusivamente de las incertidumbres del mercado (Brennan y Schwartz, 1982).

La regulación constituye un factor distorsionador de las decisiones empresariales, puesto que las empresas tienen incentivos para influir sobre el procedimiento regulador. Las empresas, tal como muestran Averch y Johnson (4) (1962), pueden alterar su decisión de inversión si los accionistas estiman que el precio fijado por el regulador está relacionado positivamente con el nivel de inversión, lo que generaría ineficiencias productivas por sobrecapitalización.

También, la decisión de financiación está afectada por el resultado del proceso regulatorio. El modelo desarrollado por Gordon (1967) muestra cómo el incentivo de las empresas sometidas a regulación a emitir deuda es anulado debido al interés del regulador en trasladar al consumidor los ahorros impositivos generados mediante una posterior reducción en el precio. Desde esta perspectiva, el comportamiento del regulador influye, por tanto, sobre la estructura de capital de las empresas, reduciendo el interés

(4) Si el regulador establece una tasa de rendimiento sobre la inversión superior al coste de capital, la empresa tiene un incentivo a utilizar de forma más intensiva el factor capital en detrimento del factor trabajo. Esta sobrecapitalización se produce cuando los accionistas anticipan una relación positiva entre el nivel de inversión y el precio fijado por el regulador. Esta distorsión se conoce con el nombre de *efecto Averch-Johnson*.

(2) *Bluefield Water Works & Investemenet Co. v. Public Service Commission of the State of West Virginia*, 262 US 679 (1923).

Federal Power Commission v. Hope Natural Gas Company, 320 US 591 (1949).

(3) Para un análisis de esta problemática, véase ROBICKEK (1978).



COLABORACIONES

por la emisión de deuda. Este planteamiento de Gordon resulta muy restrictivo, al considerar de forma implícita que el regulador es capaz de predecir el efecto sobre el valor de mercado de la empresa regulada de cualquier alteración en el precio fijado y, por tanto, está en condiciones de ajustar ese precio ante cambios operados en la estructura de capital de la empresa, de forma que las ventajas fiscales vinculadas con la emisión de deuda son transferidas a los consumidores (Taggart, 1981).

La divergencia existente entre el proceso de fijación de precios y la valoración realizada por los mercados financieros crea en las empresas una oportunidad para capturar beneficios adicionales alterando la estructura de capital. El establecimiento de la tasa de rendimiento sobre los recursos propios para una determinada estructura de capital puede inducir a las empresas a alterar posteriormente dicha estructura de forma que se reduzca el nivel de riesgo financiero al que están expuestos los accionistas, lo que introduce un sesgo hacia la financiación mediante recursos propios (5) (Meyer, 1976; Sherman, 1977).

3. La estructura de capital de las empresas reguladas

En este apartado se realizará una exposición sintética acerca de la influencia de la regulación sobre la estructura de capital de las empresas de acuerdo con las principales aportaciones teóricas con la finalidad de explicar el elevado nivel de endeudamiento observado en las empresas reguladas (6). En particular, se describen las aporta-

(5) SHERMAN (1977) considera que es probable que el regulador incurra en errores cuando estima el coste de los fondos propios, al fijarlo de forma independiente de la estructura de capital de la empresa. Por tanto, los cambios efectuados por la empresa en su estructura de capital no tienen incidencia sobre el rendimiento establecido por el regulador, a pesar de alterar el riesgo soportado por los accionistas. Bower, en su comentario al artículo de TAGGART (1981), afirma que el beneficio obtenido por la empresa con tal decisión estaría limitado en el tiempo y sería controlado por el regulador en posteriores procedimientos anticipando éste los cambios en la estructura de capital.

(6) El alto nivel de endeudamiento característico de la estructura de capital de las empresas reguladas ha sido observado empíricamente en diversos estudios. A título ilustrativo, podrían mencionarse, HAGERMAN y RATCHFORD (1978); FLATH y KNOEBER (1980); BRADLEY *et al.* (1984); SMITH y WATTS (1992); DASGUPTA y NANDA (1993).

ciones realizadas por la teoría fiscal, la teoría de señales y la teoría de la agencia.

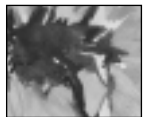
3.1. La teoría fiscal

Las empresas podrían recurrir a la emisión de deuda al disfrutar de un tratamiento fiscal ventajoso respecto a la financiación vía fondos propios debido al carácter deducible de los gastos financieros. Las teorías explicativas de la estructura de capital basadas en aspectos fiscales no contribuyen a explicar el alto nivel de endeudamiento de las empresas reguladas, al predecir que aquellas empresas que generan sustanciales gastos fiscalmente deducibles de carácter no financiero tienen un menor incentivo a emitir deuda. Este es el caso de las empresas reguladas al ser intensivas en capital. De acuerdo con este análisis, la teoría fiscal no contribuye a explicar el alto nivel de endeudamiento observado en las empresas reguladas.

3.2. La teoría informativa o de señales

Según la teoría de señales, en un contexto caracterizado por la existencia de información asimétrica, las empresas pueden recurrir a la emisión de deuda como *señal* indicativa del valor de sus activos y de sus oportunidades de inversión. Las empresas de alta calidad tienen un fuerte incentivo para diseñar un mecanismo que transmita al mercado su verdadero valor, de forma que resulte difícil y costosa su imitación por las empresas que presentan activos de menor calidad. La emisión de deuda podría constituir un mecanismo efectivo de transmisión de información al mercado, al ser una señal creíble puesto que los directivos serán penalizados si la empresa quiebra y costosa de imitar ya que las empresas de menor calidad disponen de una menor capacidad para asumir los compromisos financieros asociados con la emisión de deuda. De esta forma, el valor de las empresas aumenta con el nivel de endeudamiento, al mejorar la percepción del mercado de capitales sobre la calidad de los activos empresariales (7).

(7) La utilización de la deuda como mecanismo de transmisión de información tiene su origen en ROSS (1977).



COLABORACIONES

Desde este análisis, la teoría de señales tampoco explicaría la utilización intensiva de la deuda en las empresas reguladas. De acuerdo con esta teoría, aquellas empresas que presenten una menor asimetría de información entre los directivos y el mercado de capitales, tal como sucede con las reguladas, tendrán un menor nivel de endeudamiento, al ser menos necesaria la emisión de deuda como mecanismo de transmisión de información acerca de la calidad de los activos y proyectos empresariales.

3.3. *La teoría financiera de la agencia*

Las aportaciones de la teoría de la agencia al conocimiento de la estructura de capital de las empresas permite explicar el empleo de la deuda como mecanismo de financiación con anterioridad a la aparición de las ventajas fiscales vinculadas con el carácter deducible de los gastos financieros (Jensen y Meckling, 1976). Esta teoría concibe la empresa como un nexo de relaciones contractuales entre distintos agentes económicos cuyo análisis resulta relevante para la determinación de la estructura de capital de las empresas. En particular, esta teoría centra su estudio en las relaciones accionistas-directivos, accionistas-acreedores y, en el caso de las empresas reguladas, en la relación accionistas-regulador.



COLABORACIONES

a) La relación accionistas-directivos

Los mercados de capitales ejercen una mayor disciplina que los mercados de productos y factores debido a que éstos son de eficacia limitada en nuevas actividades económicas, en aquellas actividades con presencia de rentas económicas o cuasi-rentas o en aquellas generadoras de recursos que exceden de las necesidades de financiación de todos los proyectos generadores de riqueza, con la consiguiente aparición de conflictos de intereses entre los accionistas y los directivos de la empresas. De acuerdo con esta función de control, la emisión de deuda reduce el nivel de recursos productivos disponibles bajo el control discrecional de los directivos, siendo, por tanto, un potencial determinante de la estructura de capital de las empresas. El temor a incurrir en

algún incumplimiento derivado de la emisión de deuda constituye un mecanismo efectivo que conduce a una utilización más eficiente de los recursos disponibles (Jensen, 1986).

De acuerdo con este planteamiento, al estar los directivos sometidos a un mayor control por parte de la agencia reguladora, se reduce la necesidad de emplear la deuda como mecanismo de control de la discrecionalidad directiva por lo que, al menos desde esta perspectiva, es razonable pensar que la empresa regulada presentará un menor nivel de endeudamiento, al ser menores los beneficios asociados a la financiación con deuda (8) (Jensen, 1986).

b) La relación accionistas-acreedores

La aportación de Jensen y Meckling (1976) contribuye a explicar, desde la óptica de la teoría de la agencia, el mayor endeudamiento de las empresas sometidas a altos grados de regulación. La regulación reduce la discrecionalidad de la empresa en la adopción de la política de inversiones. Esta circunstancia limita, por tanto, el problema de sustitución de activos, materializado en el incentivo de los accionistas a realizar proyectos que incrementen de forma significativa la varianza en el valor de la empresa, aunque tal decisión reduzca su valor medio, lo que explica un empleo más intensivo de la financiación mediante deuda en las empresas reguladas.

c) La relación accionistas-regulador

Para las empresas sometidas a altos grados de regulación, la decisión relativa a la financiación de sus inversiones presenta una dimensión adicional en la medida en que el precio percibido por la venta de sus productos está determinado por un agencia reguladora que pretende asegurar a las empresas un rendimiento adecuado a tales inver-

(8) La hipótesis de control desarrollada por JENSEN (1986) resalta la función de control desarrollada por la deuda, al reducir los costes de agencia de la relación entre los accionistas y los directivos, limitando el grado de discrecionalidad de éstos en la utilización de los fondos disponibles. Esta hipótesis constituye, por tanto, un factor explicativo del recurso de la empresa a la financiación mediante deuda.

siones. Si el mecanismo empleado en la fijación de precios está, en cierto modo, condicionado por la estructura de capital de las empresas, éstas podrían influir sobre tal decisión adoptando una estructura compatible con tal propósito. A la posibilidad de que las empresas sometidas a regulación recurran al empleo de su estructura de capital para alterar el comportamiento del regulador se denomina *efecto precio* de la estructura de capital.

El incentivo de la empresa a emplear estratégicamente su estructura de capital con el propósito de influir sobre el comportamiento del regulador dependerá, entre otros factores, de la posibilidad de recurrir a otros métodos alternativos de influencia sobre sus decisiones, de la intensidad de tal regulación y de la existencia de retrasos o incertidumbres en la respuesta del regulador ante los cambios realizados por la empresa en su estructura de capital (Taggart, 1981).

En cuanto a la existencia de medidas alternativas, es preciso mencionar que la influencia sobre el comportamiento del regulador podría ejercerse a través de la política de dividendos (Myers, 1984). Las empresas reguladas pueden recurrir a la política de dividendos con el propósito de mejorar su posición negociadora frente a la comisión reguladora y a los consumidores. El proceso regulatorio crea en las empresas un incentivo a incrementar su tasa de distribución de resultados con el propósito de recurrir con mayor frecuencia a los mercados de capitales, lo que disciplina a los reguladores y restringe su capacidad para reducir la tasa de rendimiento sobre la inversión previamente fijada. De esta forma, la necesidad añadida en las empresas altamente reguladas de controlar el comportamiento del regulador podría asignar a la política de dividendos un papel esencial como instrumento de disciplina regulatoria (Smith, 1986; Barclay y Smith, 1995a, b).

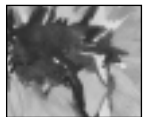
La alta tasa de distribución de resultados en las empresas reguladas podría, parcialmente, ser explicada como un mecanismo encaminado al control de la actuación de los reguladores. Si el regulador fija una tasa de rendimiento inferior a la que los accionistas consideran ajustada al nivel de riesgo que asumen, el mercado de capitales reflejará tal circunstancia a través de una dificul-

tad creciente en la captación de nuevos recursos financieros. La valoración asignada por ciertas instituciones financieras a la actividad desarrollada por la comisión reguladora se verá negativamente afectada, de forma análoga a lo que sucede con las emisiones de renta fija tras una reducción de la calificación crediticia de las entidades emisoras, lo que conducirá a un incremento en el coste de capital de la empresa y a una mayor dificultad de acceso al mercado de capitales, lo que, junto con sus posibles repercusiones sobre la continuidad en la prestación del servicio ofrecido, inducirá al regulador a adoptar decisiones encaminadas a preservar la integridad financiera de la empresa (Hansen *et al.* 1994).

En el modelo desarrollado por Taggart (1981), el temor del regulador a la aparición de problemas financieros en las empresas reguladas con la consiguiente inestabilidad en el suministro de servicios esenciales permite a éstas utilizar su estructura de capital como mecanismo de influencia sobre el precio fijado. De esta forma, si el comportamiento del regulador es tal que revisará al alza el precio establecido si la empresa no alcanza un umbral mínimo en la cobertura de intereses con sus resultados operativos, la empresa tendría incentivos para incrementar su nivel de endeudamiento, al ampliar el rango de situaciones en las que el regulador se verá obligado a realizar una revisión del precio favorable a los accionistas. De esta forma, la regulación crea un incentivo a incrementar el nivel de endeudamiento de las empresas, dado su efecto positivo sobre el precio y la tasa de rendimiento sobre la inversión fijada por el organismo regulador.

En el modelo desarrollado por Dasgupta y Nanda (1993) se muestra cómo las empresas ubicadas en entornos regulados pueden mejorar su poder de negociación e inducir al regulador a fijar un precio más elevado por sus productos, seleccionando un mayor nivel de endeudamiento (9). De este modo, las empresas al seleccionar su nivel de endeudamiento evalúan las ventajas estratégicas de la emisión de deuda con los costes vinculados a una mayor probabilidad de insolven-

(9) Estos autores emplean el término *brinkmanship* para hacer referencia al comportamiento adoptado por la empresa regulada.



COLABORACIONES

cia. De acuerdo con esta perspectiva, la decisión sobre la estructura de capital de la empresa refleja el intento de ésta de incrementar su participación en el excedente generado en su relación con los consumidores (10). El anterior análisis permite establecer una hipotética relación entre la naturaleza del entorno regulatorio al que está sometida la empresa y su estructura de capital de forma tal que aquellas empresas que actúen en entornos más restrictivos presentarán un mayor nivel de endeudamiento al objeto de mejorar su posición negociadora e inducir al organismo regulador a la fijación de un precio más elevado (11).

La decisión de financiación adoptada por la empresa regulada podría ser explicada como un mecanismo encaminado a anticipar comportamientos oportunistas por parte del regulador asociados a la política de inversiones de la empresa y generados por la existencia de un compromiso limitado por parte del regulador respecto al establecimiento de una tasa de rendimiento estable sobre las inversiones realizadas por las empresas (Besanko y Spulber, 1992). La ausencia de un compromiso de esta naturaleza por parte del regulador conduce a una distribución asimétrica de los resultados generados por las inversiones efectuadas por las empresas, al asumir éstas las pérdidas derivadas de proyectos no rentables y percibir tan sólo parcialmente los ahorros generados debido a una posterior reducción en la tasa de rendimiento sobre las inversiones. Este tipo de comportamientos oportunistas por parte del regulador, con repercusiones distributivas, conduce a las empresas a reducir su inversión a niveles inferiores al socialmente deseable. Esta falta de compromiso

por parte del regulador en materia de rendimiento sobre la inversión incentiva la emisión de deuda por las empresas con el propósito de reducir el riesgo de adopción por éste de comportamientos oportunistas tales como la reducción del precio fijado ante la realización por la empresa de inversiones encaminadas a la reducción de costes (Spiegel y Spulber, 1994).

Permitiendo la emisión de deuda por la empresa, el organismo regulador establece un contrato implícito con ésta por el que restringe el riesgo de adoptar comportamientos oportunistas, al tener el regulador menos incentivos a reducir el precio establecido tras la realización de inversiones reductoras de costes por parte de la empresa sometida a regulación. Este enfoque sugiere que el regulador permitirá a la empresa la emisión de deuda adicional sólo si ésta se compromete *ex-ante* a incrementar el nivel de inversión de forma tal que los beneficios derivados de la mejora en la política de inversiones superen los costes estimados de quiebra. De esta forma, la deuda es concebida como un sustitutivo imperfecto ante la ausencia de un compromiso estable por parte de la agencia reguladora (12).

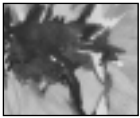
De acuerdo con esta función, la deuda podría reducir el problema de distorsión de incentivos a la inversión en contextos altamente regulados, sin implicar un consumo innecesario de recursos, situación que se produciría si la empresa recurriera a realizar inversiones o gastos orientados exclusivamente a influir sobre las decisiones del regulador en materia de precios (13) (Spiegel, 1996).

(12) Es necesario mencionar que el regulador podría, al menos de forma implícita, comprometerse *ex-ante*. La existencia de un período de diferimiento entre la decisión de inversión de la empresa y la revisión del precio regulado protege, al menos a corto plazo, a la empresa de este riesgo de oportunismo por parte del regulador. La inclusión en la comisión encargada de la fijación de precios de personas vinculadas con los intereses de la empresa también podría reducir este riesgo. La propia naturaleza iterativa del proceso regulatorio podría crear en el regulador un interés en desarrollar una reputación que favorezca la inversión en las empresas reguladas. En cualquier caso, debido al carácter imperfecto de estos mecanismos, es posible que persista la preocupación de la empresa por el riesgo de adopción de comportamientos oportunistas por parte del regulador.

(13) SPIEGEL (1996) desarrolla un modelo teórico en el que la tendencia de las empresas a adoptar decisiones tecnológicas subóptimas inducida por el comportamiento oportunista del regulador se elimina emitiendo deuda, al restringir la discrecionalidad del regulador en la fijación de los precios. SPIEGEL Y SPULBER

(10) Las repercusiones estratégicas derivadas de la emisión de deuda han sido analizadas en diversos contextos. El recurso de la empresa a la emisión de deuda con el propósito de mejorar su capacidad de negociación frente a sus trabajadores o la utilización de la deuda como mecanismo defensivo ante una posible toma de control hostil constituyen ejemplos recientes de esta concepción estratégica de la deuda.

(11) La contrastación de la hipótesis anterior plantea el problema de seleccionar aquella variable que mejor describa la naturaleza del entorno regulatorio al que está sometida la empresa. DASGUPTA y NANDA (1993) emplean las siguientes variables: el porcentaje de demócratas en el órgano de representación de cada Estado, una variable *dummy* según la forma de designación de los miembros que integran la agencia reguladora y dos variables *dummy* según la calificación asignada por la agencia *Duff & Phelps* a la comisión reguladora de cada Estado.



COLABORACIONES

CUADRO 1
INFLUENCIA DE LA REGULACION SOBRE LA ESTRUCTURA
DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS, SEGUN LAS DISTINTAS
TEORIAS EXPLICATIVAS EXPUESTAS

Teoría	Explicación
TEORIA FISCAL	Las empresas reguladas no recurrirán al endeudamiento por razones fiscales. Al ser intensivas en capital, generan sustanciales gastos fiscalmente deducibles de carácter no financiero que desincentivan la emisión de deuda por motivaciones fiscales.
TEORIA DE SEÑALES	La regulación reduce el grado de asimetría de información entre la empresa y el mercado acerca del valor de sus activos y de sus oportunidades de inversión. Esta circunstancia reduce la necesidad de recurrir a la emisión de deuda para transmitir información sobre la calidad de los activos empresariales.
TEORIA DE LA AGENCIA Relación accionistas-directivos	El control ejercido por la agencia reguladora sobre la actividad directiva reduce el interés de la deuda como mecanismo disciplinario.
Relación accionistas-acreedores	La regulación limita el riesgo de sustitución de activos, lo que facilita una utilización más intensiva de la financiación mediante deuda.
Relación accionistas-regulador	Las empresas reguladas recurren a la emisión de deuda para mejorar su posición negociadora e influir sobre el precio fijado por el regulador. La deuda también desarrolla una función de reducción del riesgo de comportamientos oportunistas por el regulador cuando no existe un compromiso explícito y estable sobre el rendimiento fijado a las inversiones realizadas por la empresa regulada.

4. Conclusión

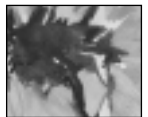
En definitiva, el análisis contractual desarrollado por la teoría de la agencia contribuye a explicar en mayor medida que otras aportaciones teóricas el elevado nivel de endeudamiento observado en las empresas reguladas. La regulación reduce el riesgo de exposición de los acreedores a comportamientos oportunistas por parte de los accionistas. El mayor control inducido por la regulación sobre la política de inversión empresarial atenúa el riesgo de sustitución de activos, permitiendo un mayor aprovechamiento de las ventajas fiscales asociadas a la emisión de deuda.

(1997) desarrollan un modelo de dos audiencias en el que el diseño de la estructura de capital está influido por incentivos contrapuestos. Por un lado, la empresa regulada está interesada en transmitir al mercado de capitales información creíble sobre su estructura de costes con objeto de estimular su valor de mercado (efecto precio). Por otro lado, tiene interés en comunicar al regulador que opera con costes elevados en la medida en que el precio que éste establece depende del nivel de costes (efecto coste).

El conflicto de intereses originado entre los accionistas y el regulador también contribuye a explicar la estructura de capital observada en este tipo de empresas. La tendencia de las empresas reguladas a utilizar su estructura de capital con el propósito de influir sobre el precio o rendimiento sobre la inversión establecido por el regulador, reduciendo su grado de discrecionalidad en tal decisión es consistente con la evidencia empírica observada acerca de la estructura de capital en estas empresas. El Cuadro 1 sintetiza las aportaciones teóricas acerca de la influencia de la regulación sobre la estructura de capital de las empresas.

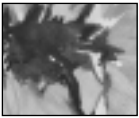
Bibliografía

1. AVERCH, H. y JOHNSON, L. (1962): «Behaviour of the Firm under Regulatory Constraint», *American Economic Review*, volumen 52, número 5, páginas 1052-1069.
2. BARCLAY, M. J. y SMITH, C. W. (1995a): «The Maturity Structure of Corporate Debt», *The Journal of Finance*, volumen L, número 2, junio, páginas 609-631.
3. BARCLAY, M. J. y SMITH, C. W. (1995b): «The Priority Structure of Corporate Liabilities», *The Journal of Finance*, volumen L, número 3, julio, páginas 899-917.
4. BESANKO, D. y SPULBER, D. F. (1992): «Sequential-Equilibrium Investment by Regulated Firms», *RAND Journal of Economics*, volumen 23, número 2, páginas 153-170.
5. BRADLEY, M.; JARRELL, G. A. y KIM, E. H. (1984): «On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence», *The Journal of Finance*, volumen 39, número 3, páginas 857-880.
6. BRENNAN, M. J. y SCHWARTZ, E. S. (1982): «Consistent Regulatory Policy under Uncertainty», *Bell Journal of Economics*, volumen 13, páginas 506-521.
7. DASGUPTA, S. y NANDA, V. (1993). «Bargaining and Brinkmanship. Capital Structure Choice by Regulated Firms», *International Journal of Industrial Organization*, volumen 11, páginas 475-497.
8. FLATH, D. y KNOEBER, C. R. (1980): «Taxes, Failure Costs, and Optimal Capital Structure: An Empirical Test», *The Journal of Finance*, volumen 35, número 1, páginas 99-117.
9. GORDON, M. J. (1967): «Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-57: A Comment», *American Economic Review*, volumen 57, número 5, páginas 1267-1277.
10. HAGERMAN, R. L. y RATCHFORD, B. T. (1978): «Some Determinants of Allowed Rates of Return on Equity to Electric Utilities», *The Bell Journal of Economics*, páginas 46-55.



COLABORACIONES

11. HANSEN, R. S.; KUMAR, R. y SHOME, D. K. (1994): «Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence from the Regulated Electric Utility Industry», *Financial Management*, primavera, páginas 16-22.
12. HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991): «The Theory of Capital Structure», *The Journal of Finance*, volumen XLVI, número 1, marzo, páginas 297-355.
13. JENSEN, M. C. (1986): «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers», *American Economic Review*, número 76, páginas 323-329.
14. JENSEN, M. C. y MECKLING, W. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, número 3, páginas 305-360.
15. MEYER, R. A. (1976): «Capital Structure and the Behavior of the Regulated Firm under Uncertainty», *Southern Economic Journal*, volumen 42, número 4, páginas 600-609.
16. MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958): «The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, volumen 48, páginas 261-297.
17. MYERS, S. C. (1984): «The Capital Structure Puzzle», *The Journal of Finance*, volumen XXXIX, número 3, julio, páginas 575-592.
18. ROBICHEK, A. A. (1978): «Regulation and Modern Finance Theory», *The Journal of Finance*, volumen 33, número 3, páginas 693-705.
19. ROSS, S. A. (1977): «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach», *The Bell Journal of Economics*, páginas 23-40.
20. SHERMAN, R. (1977): «Financial Aspects of Rate-of-Return Regulation», *Southern Economic Journal*, volumen 44, número 2, páginas 240-248.
21. SMITH, C. W. Jr. (1986): «Investment Banking and the Capital Acquisition Process», *Journal of Financial Economics*, enero/febrero, páginas 3-29.
22. SMITH, C. W. y WATTS, R. L. (1992): «The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies», *Journal of Financial Economics*, número 32, páginas 263-292.
23. SPIEGEL, Y. (1996): «The Choice of Technology and Capital Structure under Rate Regulation», *International Journal of Industrial Organization*, número 15, páginas 191-216.
24. SPIEGEL, Y.; SPULBER, D. F. (1994). «The Capital Structure of a Regulated Firm», *RAND Journal of Economics*, volumen 25, número 3, páginas 424-440.
25. SPIEGEL, Y. y SPULBER, D. F. (1997): «Capital Structure with Countervailing Incentives», *RAND Journal of Economics*, volumen 28, número 1, primavera, páginas 1-24.
26. TAGGART, R. A. (1981): «Rate-of-Return Regulation and Utility Capital Structure Decisions», *The Journal of Finance*, volumen 36, páginas 383-393.



COLABORACIONES