



UNIVERSIDAD DE LAS PALMAS DE GRAN CANARIA  
Facultad de Economía, Empresa y Turismo



## **MÁSTER EN BANCA Y FINANZAS**

### **Planificación fiscal y transparencia informativa en las empresas cotizadas españolas (2007-2013)**

Presentado por: Marina Elistratova Elistratova

Las Palmas de Gran Canaria, a 3 de diciembre de 2015



## ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>3</b>
<b>2. LA PLANIFICACIÓN FISCAL EMPRESARIAL .....</b>	<b>6</b>
<b>3. DETERMINANTES DE LA PLANIFICACIÓN FISCAL.....</b>	<b>10</b>
<b>4. COSTES DERIVADOS DE LA PLANIFICACIÓN FISCAL .....</b>	<b>14</b>
5.1. Muestra.....	17
5.2. Variables .....	17
5.3. Análisis descriptivo .....	21
5.4. Resultados .....	29
5.5. Análisis de sensibilidad.....	33
<b>6. CONCLUSIONES .....</b>	<b>36</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Promedio anual de <i>ETR</i> .....	22
Tabla 2. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones .....	24
Tabla 3. Rentabilidad de la empresa según <i>ETR</i> .....	25
Tabla 4. <i>ETR</i> medio según el crecimiento de la empresa .....	26
Tabla 5. <i>ETR</i> medio según el endeudamiento de la empresa .....	26
Tabla 6. <i>ETR</i> medio según el tamaño de la empresa .....	27
Tabla 7. <i>ETR</i> medio de las empresas por sector de actividad.....	28
Tabla 8. <i>ETR</i> medio por sector de actividad antes y durante la crisis .....	29
Tabla 9. Incidencia del <i>ETR</i> sobre la capacidad informativa del resultado neto.....	31
Tabla 10. Incidencia del <i>ETR</i> sobre capacidad informativa del resultado operativo neto .....	34



## 1. INTRODUCCIÓN

Escándalos como los casos Starbucks, Apple, Amazon o Google han aumentado el interés mediático por las estrategias de planificación fiscal de las grandes empresas. Estas grandes multinacionales se caracterizan por sus complicadas estructuras organizativas, así como por su habilidad para reducir al mínimo sus obligaciones fiscales. La atención sobre las prácticas fiscales seguidas por las grandes empresas se acentúa aún más en el panorama actual de crisis económica y financiera, contexto en el que los gobiernos de muchos países han visto sus presupuestos sustancialmente reducidos, lo que conlleva un impacto sustancial en el nivel de servicios públicos que estos pueden ofertar.

En este sentido, en el caso español, el informe de OXFAM Intermón (2015) revela que las empresas del IBEX35 han aumentado su presencia en los paraísos fiscales en un 44%, especialmente en Delaware (Estados Unidos), Holanda y Luxemburgo. Las estructuras corporativas de estas empresas responden a la existencia de complicadas redes y apenas un 10% de ellas informan de cuánto pagan fiscalmente y en qué países tributan de todos aquéllos en los que operan.

Los paraísos fiscales además de aplicar regímenes fiscales bajos o nulos, se caracterizan por proporcionar confidencialidad y con ello crear la opacidad entorno a la información sobre los capitales y el funcionamiento de las sociedades mercantiles en su territorio (Comité Económico y Social Europeo, 2012). A su vez, la opacidad hace que a los inversores les sea más difícil comprender y evaluar de forma correcta la información contable de la empresa (e.g., Bushman *et al.*, 2004; Desai y Dharmapala, 2006; Chen *et al.*, 2010; Balakrishnan *et al.*, 2012). Ciertamente es que en buena parte de las situaciones, las empresas adoptan elaboradas estrategias de planificación fiscal perfectamente legales en las que aprovechan los vacíos de la legislación internacional y estiran al máximo los límites de la ley para minimizar la cuantía impositiva a satisfacer.

Si bien es cierto que la planificación fiscal empresarial encaminada a reducir las obligaciones fiscales a través de prácticas fiscales agresivas proporciona a la empresa beneficios, no está exenta de costes. En este sentido, la literatura precedente viene agrupando tales costes en costes fiscales y costes no fiscales, incluyendo tradicionalmente entre estos últimos los costes políticos y los costes

derivados de la pérdida de reputación (e.g., Zimmerman, 1983; Rego, 2003; Desai *et al.*, 2007; Hanlon y Slemrod, 2009; Wilson, 2009; Graham *et al.*, 2014; Gallemore *et al.*, 2014). Junto a los costes anteriores derivados de la planificación fiscal, existe otro coste mucho menos considerado por parte de la literatura precedente, esto es, la disminución de la transparencia informativa que conllevan las estrategias de planificación fiscal (e.g., Balakrishnan *et al.*, 2012; Kubata *et al.*, 2013).

En este sentido, Bushman *et al.* (2004) identifican la transparencia informativa con el nivel de divulgación de la información específica por parte de la empresa cotizada a aquellos que son ajenos a la misma. Así, la transparencia conlleva efectos económicos reales por cuanto facilita la interpretación de la información financiera por los agentes del mercado, favoreciendo la adecuada toma de decisiones de inversión, permitiendo el reparto equitativo de la riqueza y disminuyendo, en consecuencia, la injusticia social. Todo ello pone de manifiesto que la disminución de la transparencia presenta un coste potencial de la planificación fiscal no solo para la empresa, sino también para el desarrollo económico y social de un país.

Así, en el presente trabajo pretendemos analizar el efecto de la planificación fiscal agresiva de la empresa sobre su transparencia informativa en un contexto institucional que no ha sido considerado por la literatura precedente como es el de Europa continental. En este sentido, el contexto español nos proporciona un interesante escenario para dicho análisis por varias razones. En primer lugar, las empresas españolas operan en un entorno de baja protección legal de los accionistas minoritarios (e.g., La Porta *et al.*, 1998; Santana-Martín *et al.*, 2007). En segundo lugar, se trata de un entorno donde la propiedad está fuertemente concentrada en manos de accionistas dominantes que suelen utilizar estructuras piramidales y participaciones recíprocas lo que agrava el efecto del atrincheramiento (e.g., Cuervo, 2002; Faccio y Lang, 2002; Santana-Martín y Aguiar-Díaz, 2006; Bona-Sánchez *et al.*, 2011). Todo ello incide fuertemente sobre la transparencia informativa de la empresa y proporciona oportunidades a los accionistas controladores para expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios (e.g., La Porta *et al.*, 2000; Fan y Wong, 2002; Santana-Martín *et al.*, 2007). Consecuentemente, los inversores no esperan alta transparencia por lo que la credibilidad de los resultados contables se reduce y con ello su capacidad informativa (e.g., Fan y Wong, 2002).

A partir de la utilización del Método Generalizado de los Momentos (MGM) desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998), nuestros resultados muestran que la planificación fiscal agresiva llevada a cabo por las empresas cotizadas españolas incide negativamente en la capacidad informativa de sus resultados contables. Nuestros resultados son consistentes con diversas explicaciones. En primer lugar, con el hecho de que los agentes del mercado perciban que la adopción de prácticas fiscales agresivas se muestra en consonancia con una estrategia empresarial de maximización de valor a largo plazo en la que a través de una mayor opacidad se intenta evitar el escrutinio derivado de la adopción de este tipo de prácticas así como las consecuencias negativas que pudieran derivarse. En segundo lugar, en un contexto donde los beneficios privados del control son elevados (Nenova, 2003) y la protección de los inversores muy deficiente (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1998, 2000; Bona-Sánchez *et al.*, 2011), los accionistas controladores tienen mayores incentivos para expropiar a los accionistas minoritarios a través de las operaciones encaminadas a la disminución de la presión fiscal (Chen *et al.*, 2010). Por tanto, cabe también la posibilidad de que los agentes del mercado perciban que la adopción de prácticas fiscales agresivas se encuentra en consonancia con la intención de los propietarios controladores de aumentar los *free cash flow* al objeto de facilitar la expropiación de la riqueza de los minoritarios. En esta situación, el mercado dotará de escasa credibilidad a los resultados contables de las empresas más agresivas fiscalmente, por cuanto considerará que dicha información sigue los intereses particulares del accionista controlador más que el reflejo fiel de las operaciones realizadas por la empresa.

Nuestro trabajo contribuye a la literatura precedente de varias maneras. En primer lugar, ampliando la literatura sobre las consecuencias de las prácticas fiscales agresivas. Hasta donde alcanza nuestro conocimiento, existen únicamente dos trabajos precedentes que analizan de forma explícita la interrelación entre planificación fiscal y transparencia informativa (Balakrishnan *et al.*, 2012; Kubata *et al.*, 2013). No obstante, tales trabajos se acometen en el contexto anglosajón y, por tanto, bajo un entorno institucional que difiere significativamente del de Europa continental, por lo que sus conclusiones resultan difícilmente extrapolables a un contexto en el que el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de

intereses entre accionistas controladores y propietarios minoritarios y el nivel de transparencia es menor (e.g., Cuervo, 2002; La Porta *et al.*, 1999; Santana-Martín *et al.*, 2007; Bona-Sánchez *et al.*, 2011). En este sentido, de acuerdo con el último informe sobre competitividad global (*World Economic Forum*, 2014), España ocupa el puesto número 81 sobre 144 en términos de transparencia informativa. Además, en el citado informe, se señala que la carga fiscal que soportan las empresas ocupa un cuarto lugar en relación con los factores más problemáticos para hacer negocios en el caso español, por lo que los incentivos a reducir la carga impositiva soportada por las empresas en el citado contexto podrían ser mayores. En segundo lugar, contribuimos a la literatura centrada en los determinantes de la credibilidad del resultado contable, identificando un nuevo inductor de la credibilidad otorgada por el mercado a la información contable, esto es, la realización por parte de la empresa de prácticas fiscales agresivas.

El resto de trabajo se estructura de la siguiente forma. En el primer apartado definimos los conceptos asociados a la planificación fiscal de la empresa. En el segundo apartado procedemos a la descripción de los determinantes de la agresividad fiscal. En el tercer apartado desarrollamos nuestras hipótesis y analizamos los costes de la agresividad fiscal de la empresa. En el apartado cuatro describimos los aspectos metodológicos que configuran nuestro estudio empírico y en el quinto apartado presentamos nuestros resultados empíricos. Finalmente, en el último apartado exponemos las conclusiones de nuestro trabajo.

## **2. LA PLANIFICACIÓN FISCAL EMPRESARIAL**

Las estrategias de planificación fiscal adoptadas por la empresa pueden ser variadas. Así, los conceptos de elusión fiscal, agresividad fiscal y evasión fiscal han sido utilizados por la literatura precedente para identificar distintas estrategias de planificación fiscal. Sin embargo, la literatura precedente no es rigurosa en el uso de dichos términos (Hanlon y Heitzman, 2010) y en algunos estudios se emplean de forma intercambiable (e.g., Desai *et al.*, 2007; Hanlon y Slemrod, 2009; Chen *et al.*, 2010). Ello conlleva la necesidad de clarificar dichos conceptos al objeto de delimitar adecuadamente el marco de referencia de nuestro trabajo.

Así, en la Figura 1 se representan esquemáticamente los conceptos relativos a la planificación fiscal corporativa. Como se puede observar en dicho esquema, las



estrategias utilizadas en la planificación fiscal pueden ser evaluadas en función de dos criterios, esto es, su legalidad y su grado de coherencia con los objetivos del sistema fiscal. El marco de la legalidad se extiende desde las actuaciones perfectamente legales, hasta las que se clasifican como claramente ilegales. En medio se sitúan un conjunto de prácticas cuya legalidad puede cuestionarse y que se encuentran dentro de la escala de grises.

En función del segundo criterio, las prácticas fiscales adoptadas por la empresa pueden mostrar coherencia total con los objetivos del sistema fiscal, situándose en el extremo opuesto aquéllas otras en las que existe un claro desacuerdo entre los objetivos de ambos (Lietz, 2013a). En este sentido, la cohesión no se refiere al cumplimiento de la literalidad de la norma sino al cumplimiento del verdadero espíritu de la misma en consonancia con los objetivos propuestos por el sistema fiscal. Ello podría conllevar que aunque algunas acciones de elusión fiscal pudieran ser totalmente legales puesto que cumplen la ley en el sentido literal, podrían considerarse como desventajosos para el sistema fiscal por alejarse del espíritu de la misma y de los objetivos perseguidos por el sistema fiscal (e.g., *European Commission*, 2012; Lietz, 2013a). En este sentido, el descubrimiento de las actuaciones contrarias al espíritu de la norma por parte de las autoridades fiscales puede acarrear un largo proceso de investigación y suponer futuras apelaciones judiciales (e.g., Hanlon y Slemrod, 2009; Harvey, 2014).

Por otro lado, la última línea del Esquema 1 recoge algunos ejemplos de las posibles actividades de planificación fiscal a las que la empresa puede recurrir para disminuir su presión fiscal, situadas en su correspondiente nivel de legalidad y coherencia, de forma que la amortización de un activo no corriente de acuerdo con tablas fiscales, se encajaría dentro de las actividades de planificación fiscal totalmente legales y en coherencia total con los objetivos del sistema fiscal, mientras que la creación de transacciones artificiales y sociedades instrumentales se clasificarían como actuaciones ilegales que contravienen el objetivo del sistema fiscal.

Finalmente, procedemos a la definición de los conceptos fiscales que aparecen en el esquema de referencia. De esta forma, la planificación fiscal es un concepto muy amplio que, como se puede observar en la Figura 1, puede representarse como una línea continua en la que las prácticas fiscales perfectamente legales que contribuyen

a maximizar los beneficios netos después de impuestos, se situarían en el extremo izquierdo de dicha línea. Cuanto más agresivas fuesen las estrategias fiscales adoptadas por la empresa, más a la derecha se situarían, colocándose la evasión fiscal en el extremo derecho de dicha línea (Hanlon y Heitzman, 2010).

De esta manera, la planificación fiscal se refiere a una aproximación más global a la estrategia fiscal de la corporación cuyo objetivo final consiste en la maximización de los beneficios netos de la empresa (Hanlon y Heitzman, 2010) Así, se trata de un proceso de toma de decisiones para el que se tienen en cuenta todas las partes, todos los impuestos y todos los costes (Scholes *et al.*, 2001). Puesto que se trata de una consideración integral que implica la evaluación de todos los costes y beneficios tanto fiscales como no fiscales, la actuación de las autoridades fiscales y otros grupos de interés incide en la determinación de la estrategia fiscal (e.g., Shackelford y Shevlin, 2001). De esta forma, al considerar dichos aspectos de forma global, la mera reducción de los impuestos puede que no sea la estrategia más ventajosa para la empresa (e.g., Shackelford y Shevlin, 2001; Lietz, 2013a).

Así, tal como puede apreciarse en la Figura 1, la elusión fiscal es el principal método de la planificación fiscal (e.g., Dyreng *et al.*, 2008; Hanlon y Heitzman, 2010; Wahab y Holland, 2012). En este sentido, se trata de un método cuyo objetivo principal es la reducción del pago de impuestos explícitos a través de las diversas transacciones, desde las perfectamente legales hasta las actividades clasificadas como auténtica evasión fiscal (e.g., Dyreng *et al.*, 2008; Hanlon y Heitzman, 2010; Graham *et al.*, 2014). Sin embargo, resulta destacable que algunas actuaciones encaminadas a bajar la presión fiscal de la empresa, a pesar de proporcionar considerable reducción de los impuestos, no pueden clasificarse como fiscalmente agresivas. Ciertas ventajas fiscales aplicadas a las inversiones en determinados activos se crean con fines sociales o económicos por lo que la utilización de dichas ventajas fiscales en ningún caso podría clasificarse como una práctica fiscal agresiva (e.g., Lietz, 2013a).

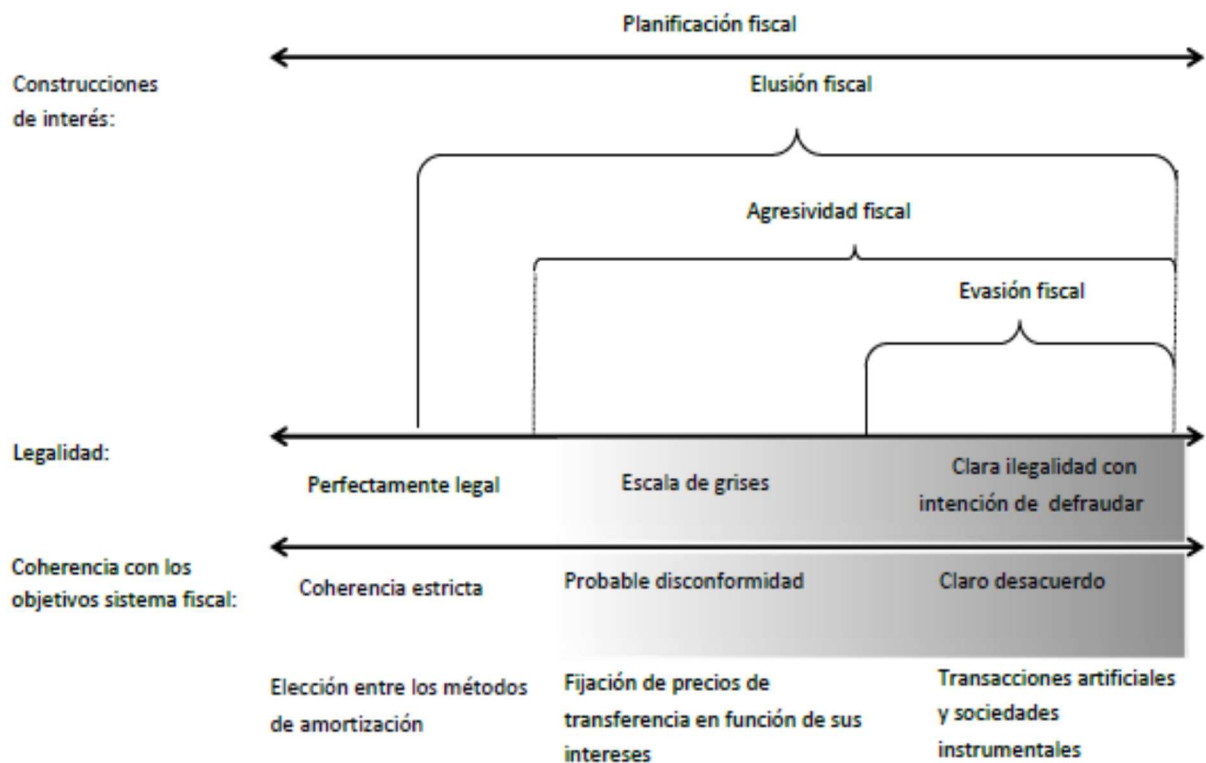
A este respecto, la cuestión verdaderamente relevante radica en identificar el punto en el que la planificación fiscal empresarial se convierte en planificación fiscal agresiva (Blouin, 2014). De acuerdo con la literatura precedente, la planificación fiscal se puede considerar como agresiva cuando la probabilidad de que las estrategias fiscales de la empresa sean aprobadas por las autoridades fiscales

competentes es inferior al 50% (Lietz, 2013a). Sin embargo, la dificultad reside en la capacidad de evaluar correctamente las leyes fiscales lo que exige su conocimiento exhaustivo. Por otra parte, la legislación en materia fiscal es excesivamente complicada y a menudo abierta a la interpretación alternativa (Slemrod, 2004). Por ello, el grado de la agresividad, en general, se determina por la opinión del observador, así se trata de un concepto más subjetivo, puesto que diferentes personas evaluarán de forma distinta las prácticas fiscales de la empresa (Hanlon y Heitzman, 2010).

Lo cierto es que no existe una definición generalmente aceptada de agresividad fiscal (e.g., Armstrong *et al.*, 2012; Balakrishnan *et al.*, 2012). Así, Frank *et al.* (2009) define la agresividad fiscal como la manipulación de la base imponible a través de estrategias de planificación fiscal que pueden o no ser consideradas como evasión fiscal. Mientras que según la Comisión Europea (2012) la planificación fiscal agresiva consiste en aprovechar los aspectos técnicos de un sistema fiscal o las discordancias entre dos o más sistemas fiscales con el fin de reducir la deuda tributaria. Esto es, aunque se trata de prácticas que se mueven en el marco de la legalidad vigente pueden ser contrarias al espíritu de la ley, por lo que pueden ser o no consideradas como evasión fiscal fraudulenta (e.g., Hanlon y Slemrod, 2009; Frank *et al.*, 2009).

Por último cabe destacar que el atributo clave que identifica la evasión fiscal es la ilegalidad de la práctica adoptada por la empresa (e.g., Slemrod y Yitzhaki, 2000; Slemrod, 2007). En este sentido, la diferencia de la agresividad fiscal ilegal de la evasión fiscal consiste en que esta última implica una clara intención de defraudar (e.g., Slemrod, 2007; Lietz, 2013a).

Figura 1. Planificación fiscal



Fuente: elaboración propia a partir de Lietz (2013).

De acuerdo con lo expuesto anteriormente, en el presente trabajo cuando definimos a las empresas fiscalmente más agresivas en su planificación fiscal nos referimos a su capacidad para la disminución de la presión fiscal en comparación con otras empresas. Por tanto, bajo el término de planificación fiscal se incluyen todas las estrategias de la empresa cuyo objetivo último es la maximización de los beneficios netos después de impuestos, incluyendo por tanto desde prácticas totalmente legales hasta estrategias más cuestionables que pueden traspasar o no la frontera de la legalidad.

### 3. DETERMINANTES DE LA PLANIFICACIÓN FISCAL

La literatura precedente ha evidenciado que ciertas características corporativas como el tamaño de la empresa, su nivel de endeudamiento, su grado de concentración de propiedad o incluso el sector económico de actividad al que pertenece la empresa son condicionantes directos de las prácticas fiscales adoptadas (e.g., Siegfried, 1972; DeAngelo y Masulis, 1980; Rego, 2003; Chen *et al.*, 2010; Amstrong *et al.*, 2012; Khurana y Moser, 2013; McGuire *et al.*, 2014).

En esta línea, los trabajos que analizan la relación existente entre la agresividad fiscal y tamaño empresarial no encuentran resultados concluyentes. Así, algunos estudios sostienen que las empresas de mayor tamaño son menos agresivas en su planificación fiscal debido a que una mayor visibilidad aumenta los costes políticos y el escrutinio público al que se somete la empresa (e.g., Zimmerman, 1983; Omer *et al.*, 1993; Rego, 2003). Contrariamente, otro cuerpo de trabajos señala que las empresas de mayor tamaño suelen ser más agresivas en su planificación fiscal ya que disponen de mayor capacidad para desarrollar estrategias fiscales sofisticadas, ejercer influencias políticas y utilizar estructuras multinacionales y economías de escala que propician la adaptación de este tipo de prácticas (e.g., Siegfried, 1972; Porcano, 1986; Kim y Limpaphayom, 1998). Frente a estos estudios, un último grupo de trabajos no encuentra relación estadísticamente significativa entre la agresividad fiscal y el tamaño de la empresa (e.g., Gupta y Newberry, 1997; Mills *et al.*, 1998; Liu y Cao, 2007). Ciertamente es que los distintos resultados obtenidos en los estudios anteriores pueden venir justificados por las diferentes muestras utilizadas, así como por las diferencias en los entornos económicos y políticos en los que se acometen, por el período en el que se realiza la investigación o por el modo de aproximar las prácticas fiscales agresivas (e.g., Rego, 2003; Kim y Limpaphayom, 1998).

La rentabilidad económica de la empresa ha sido tradicionalmente considerada como un potencial determinante de las prácticas fiscales agresivas seguidas por la empresa. En este sentido, diversos estudios encuentran una relación positiva entre la rentabilidad económica y la agresividad fiscal de la empresa. Mientras la existencia de un sistema impositivo de carácter progresivo podría contribuir a explicar la citada relación (e.g., Gupta y Newberry, 1997), algunos trabajos proporcionan evidencia de que las empresas más rentables poseen mayor habilidad e incentivos para la búsqueda del ahorro fiscal (e.g., Rego, 2003; Derashid y Zhang, 2003).

La relación existente entre la agresividad fiscal y el nivel de endeudamiento de la empresa no es concluyente (Rego, 2003). Así, un grupo de trabajos encuentra que las empresas más agresivas en su declaración fiscal muestran mayor nivel de endeudamiento (e.g., Harrington y Smith, 2012; Dyreng *et al.*, 2008; Rego y Wilson, 2012). Ello se debe a que, de acuerdo con la normativa fiscal, los intereses de la deuda son deducibles y un mayor nivel de endeudamiento forma parte de la

estrategia fiscal de la empresa. Así, la empresa elige reducir sus costes fiscales a través del endeudamiento aunque ello aumente los costes asociados con un mayor riesgo financiero (e.g., Harrington y Smith, 2012). Por el contrario, otros trabajos encuentran una relación negativa entre la agresividad fiscal y el nivel de endeudamiento de la empresa (e.g., MacKie-Mason, 1990; Graham *et al.*, 1998). La justificación a estos resultados radica en el hecho de que las empresas con una estructura de financiación basada en el capital propio tienen mayores incentivos para implementar prácticas fiscales agresivas, que compensen en parte la inexistencia de deducciones fiscales relativas a los intereses derivados de la presencia de deuda, incentivos que estarían ausentes en las empresas con mayor nivel de endeudamiento (e.g., DeAngelo y Masulis, 1980; MacKie-Mason, 1990; Trezevant, 1992).

El crecimiento de la empresa, medido como la relación existente entre el valor del mercado de las acciones y el valor contable del patrimonio neto, se ha considerado como otro posible determinante de la agresividad fiscal por la literatura precedente. En este sentido, el crecimiento de la empresa puede proporcionar oportunidades para implementar estrategias fiscales más agresivas (e.g., Phillips, 2003). Por otro lado, Minnick y Noga (2010) encuentra que las empresas que presentan mayor crecimiento son fiscalmente menos agresivas puesto que la planificación fiscal no consta entre sus asuntos principales.

El impacto de la concentración de propiedad en las prácticas fiscales agresivas es un aspecto menos estudiado en la literatura precedente (e.g., Monterrey-Mayoral y Sánchez-Segura, 2010; Hanlon y Heitzman, 2010). En este sentido Klassen (1997) encuentra una asociación positiva entre la concentración de propiedad en manos de los directivos y la agresividad fiscal. Ello se debe a que la concentración de propiedad ocasiona una mayor tendencia a maximizar la riqueza a largo plazo de la empresa, lo que podría incentivar la realización de prácticas fiscales agresivas. No obstante, tal como hemos señalado en párrafos precedentes, la planificación fiscal empresarial no sólo conlleva beneficios sino también costes. Así, Badertscher *et al.*, (2013) documentan que las prácticas de planificación fiscal de aquellas empresas con mayor concentración de propiedad son menos agresivas que las de empresas con estructuras de propiedad más dispersas debido a que la concentración de

propiedad conlleva una disminución de proyectos arriesgados como las prácticas fiscales agresivas.

En este sentido, las empresas familiares constituyen un caso especial de propiedad concentrada que presentan características claramente diferenciadas de las empresas no familiares (e.g., Monterrey-Mayoral y Sánchez-Segura, 2010). Ciertas evidencias empíricas muestran que, en comparación con las no familiares, las empresas familiares son fiscalmente más agresivas dado que la concentración de propiedad implica mayores incentivos para reducir los impuestos de la empresa (e.g., Jensen y Meckling, 1976). Sin embargo, hay que considerar que la planificación fiscal agresiva puede suponer mayores costes para las empresas familiares. Así, dado que la empresa familiar supone una inversión escasamente diversificada con un horizonte de inversión a largo plazo, ya que generalmente las empresas familiares suelen pasar de generación en generación (e.g., James, 1999; Monterrey-Mayoral y Sánchez-Segura, 2010), la importancia de la reputación y los costes asociados a la pérdida de la misma adquieren un protagonismo esencial en este tipo de empresas. Por ello, para la empresa familiar la planificación fiscal agresiva puede suponer altos costes reputacionales y políticos (e.g. Chen *et al.*, 2010). En este sentido, estudios más recientes muestran que las empresas familiares presentan niveles más bajos de agresividad fiscal en comparación con las empresas no familiares (e.g., Monterrey-Mayoral y Sánchez-Segura, 2010; Chen *et al.*, 2010; Landry *et al.*, 2013).

Por último, la literatura precedente ha encontrado ciertas evidencias empíricas de que las empresas que desarrollan su actividad en ciertos sectores económicos son fiscalmente más agresivas de las que lo hacen en otros sectores. Así, los estudios realizados en Estados Unidos muestran que el sector que presenta mayor agresividad en su planificación fiscal es el petrolero, mientras que las editoriales e imprentas registran declaraciones fiscales menos agresivas en comparación con el resto de sectores analizados (e.g., McIntyre y Nguyen, 2000; Dyreng *et al.*, 2008). Sin embargo, Zimmerman (2003) encuentra que las empresas adscritas al sector de *Petróleo y gas* presentan una relación negativa entre tamaño de la empresa y agresividad fiscal, siendo dicha relación más fuerte que la observada en las empresas de otros sectores. Ello podría indicar que las grandes empresas del sector de *Petróleo y gas* se enfrentan a mayores costes políticos y de escrutinio público.

Por su parte, los diferentes niveles de agresividad fiscal observadas entre las empresas en función del sector de su actividad pueden deberse a las políticas fiscales adoptadas por los gobiernos nacionales para promoción del desarrollo de ciertos sectores económicos (e.g., Derashid y Zhang, 2003) o debido a otros factores como una presión de los lobbies más fuerte (McIntyre y Nguyen, 2000). Paralelamente, algunos trabajos señalan que los sectores que presentan mayor inversión en inmovilizado (sector hotelero, eléctrico, etc.) tienen más oportunidades para implementar prácticas fiscales agresivas, como por ejemplo aprovecharse de las ventajas fiscales del leasing, acelerar la depreciación de inmovilizado, etc. (Mills *et al.*, 1998).

#### **4. COSTES DERIVADOS DE LA PLANIFICACIÓN FISCAL**

La literatura precedente divide los costes de planificación fiscal en dos grandes categorías, esto es, costes fiscales y costes no fiscales. Así, los costes fiscales aluden a todos los costes derivados de las posibles penalizaciones impuestas por las autoridades fiscales a este tipo de prácticas (e.g., Hanlon y Slemrod, 2009; Chen *et al.*, 2010; Kubata *et al.*, 2013; Lietz, 2013b). En este sentido, las leyes fiscales suelen ser ambiguas, por lo que en el proceso de planificación fiscal, las empresas pueden forzar demasiado la delgada línea que separa las acciones legales de las ilegales (Koester, 2011). Dado que la legalidad de la posición tomada por la empresa se determina a posteriori, puede que esta no se sostenga ante las autoridades fiscales. En tal caso la empresa deberá abonar los impuestos que ha dejado de pagar debido a la adopción de la estrategia fiscal agresiva más las sanciones e intereses asociados (e.g., Hanlon y Slemrod, 2009; Balakrishnan *et al.*, 2012).

Por otro lado, uno de los costes no fiscales en los que puede incurrir la empresa a consecuencia de la planificación fiscal agresiva son los costes políticos (e.g., Zimmerman, 1983; Chen *et al.*, 2010). Las corporaciones que declaran una tasa fiscal sospechosamente baja pueden llamar la atención de las autoridades fiscales que someterían a tales empresas a un mayor nivel de escrutinio (e.g., Chen *et al.*, 2010). Ello también aumentaría la probabilidad de que los reguladores eliminen los vacíos legales aprovechados hasta entonces por dichas empresas (e.g., Rego, 2003; Frischmann *et al.*, 2008). Además, si la empresa depende de contratos públicos, la planificación fiscal agresiva podría tener efecto negativo en la posible



contratación de la empresa o en la prolongación de contratos ya existentes (Zimmerman, 1983).

Igualmente, al hacerse públicas las estrategias fiscales agresivas, la empresa puede sufrir costes derivados de la pérdida de reputación. La sociedad puede pensar que una corporación fiscalmente agresiva no paga su contribución justa a la comunidad y, como consecuencia, mostrar su rechazo además de presionar a los reguladores para que endurezcan la normativa fiscal (Bower, 2014). Por otro lado, los inversores pueden sospechar que una empresa fiscalmente agresiva también es agresiva en otros aspectos del negocio, como por ejemplo en su declaración financiera. Como defensa, los inversores podrían protegerse a través del precio de las acciones de la empresa (Frank *et al.*, 2009). Graham *et al.*, (2014) documentan que a la hora de elegir sus estrategias fiscales, los directivos del 69% de las empresas estadounidenses consideran los aspectos reputacionales como “importantes” o “muy importantes”.

Por último, la planificación fiscal agresiva puede reducir la transparencia corporativa, debido al aumento de la complejidad organizativa de la empresa. En esta línea, Balakrishnan *et al.* (2012) documentan que ciertas estrategias fiscales pueden aumentar la complejidad organizativa y disminuir la transparencia financiera de la empresa, lo que dificulta la comprensión de las operaciones de la empresa por parte de los inversores y dificulta la comunicación entre agentes internos y los diferentes grupos de interés. Por ejemplo, si las empresas tratasen de disminuir sus obligaciones fiscales aprovechando las brechas legales producidas por las diferencias en las legislaciones fiscales de los diferentes países, podrían recurrir a la creación de complicadas estructuras para trasladar su beneficio a aquellas jurisdicciones donde la fiscalidad sea más ventajosa. Sin embargo, dichas estructuras podrían dificultar la comprensión de las operaciones de la empresa en el extranjero por parte de los inversores (*e.g.*, Bushman *et al.*, 2004; Balakrishnan *et al.*, 2012; Kubata *et al.*, 2013).

De acuerdo con lo expuesto, los estudios realizados en el entorno institucional anglosajón muestran una relación negativa entre la planificación fiscal agresiva y la capacidad informativa de los resultados contables (Kubata *et al.*, 2013). Sin embargo, dichos resultados no son extrapolables a un entorno institucional tan

distinto como es el de Europa continental. En este sentido, el contexto anglosajón se caracteriza por la presencia de estructuras de propiedad dispersas en las que el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre directivos y accionistas (e.g., Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983).

Contrariamente, en las empresas de Europa continental la propiedad suele estar altamente concentrada en manos de familias y bancos (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002) lo que desplaza el tradicional conflicto de agencia a la divergencia de intereses entre propietarios controladores y accionistas minoritarios (e.g., La Porta *et al.*, 2000; Cuervo, 2002; Faccio y Lang, 2002). Por tanto, aunque en un principio, la planificación fiscal puede ser deseable por parte de todos los accionistas puesto que proporciona un importante ahorro para la empresa, los accionistas controladores pueden utilizar el ahorro fiscal en su propio beneficio y a expensas de los intereses de accionistas minoritarios, lo que podría conllevar costes importantes para estos últimos.

En consecuencia, si los agentes del mercado perciben que la empresa presenta escasa o baja agresividad fiscal y, en consecuencia, que los accionistas controladores no emprenden la planificación fiscal con la intención de primar sus propios intereses, la agresividad fiscal no debería influir en la capacidad informativa de los resultados contables. No obstante, también cabría la posibilidad de que los agentes del mercado perciban una mayor agresividad fiscal empresarial que se muestre en consonancia con una estrategia de maximización de valor a largo plazo por lo que, en este caso, el mercado percibiría que tanto accionistas controladores como propietarios minoritarios, optarían por reducir los niveles de transparencia de la información para evitar el escrutinio derivado de la adopción de este tipo de prácticas, y las posibles consecuencias negativas que para la empresa pudieran derivarse. No obstante lo anterior, cabe también la posibilidad de que los agentes del mercado perciban que la adopción de prácticas fiscales agresivas se encuentra en consonancia con la intención de aumentar los *free cash flow*, al objeto de facilitar la expropiación de la riqueza de los minoritarios. En esta situación el mercado dotará de escasa credibilidad a los resultados contables de las empresas más agresivas fiscalmente, por cuanto considerará que dicha información sigue los intereses particulares del accionista controlador más que el reflejo fiel de las operaciones realizadas por la empresa.

De acuerdo con lo expuesto resulta evidente que en un contexto de deficiente protección de los inversores y propiedad concentrada con estructuras piramidales (e.g., La Porta *et al.*, 2000; Cuervo, 2002; Faccio y Lang, 2002; Bona-Sánchez *et al.*, 2011) cabe esperar una relación negativa entre la planificación fiscal agresiva y la transparencia informativa de los resultados contables, lo que nos lleva a la formulación de la hipótesis siguiente:

Hipótesis 1: *La planificación fiscal agresiva incide negativamente en la transparencia informativa de los resultados contables de la empresa.*

## **5. ANÁLISIS EMPÍRICO**

### **5.1. Muestra**

La muestra inicial comprende un panel de 94 empresas no financieras que cotizan en el mercado bursátil español al final del año 2013, incluidas en la base de datos OSIRIS (*Bureau van Dijk*). Para nuestro análisis de regresión hemos aplicado el método desarrollado por Hadi (1994) para la eliminación de *outliers*, que representan el 10,45% del total de la muestra. Como resultado, obtenemos un panel no balanceado de 557 observaciones empresas-año con una media de 6,6 observaciones para el período 2003-2013<sup>1</sup>.

### **5.2. Variables**

#### *Agresividad Fiscal*

De acuerdo con la literatura previa en el presente estudio utilizaremos como medida de la agresividad fiscal el tipo impositivo efectivo (*Effective Tax Rate, ETR*). Se trata de una medida que abarca todos los tipos de reducción de obligaciones fiscales de las empresas, tanto las perfectamente legales como aquellas otras que claramente son contrarias a la ley y que, por tanto, se consideran como verdadera evasión fiscal (Hanlon y Heitzman, 2010).

El cálculo del *ETR* se basa en la relación existente entre la cuantía del impuesto sobre beneficios y el resultado antes de impuestos (e.g., Zimmerman, 1983; Rego, 2003; Chen *et al.*, 2010; Monterrey-Mayoral y Sánchez- Segura, 2010; Balakrishnan *et al.*, 2012; Kubata *et al.*, 2013; McGuire *et al.*, 2014). El *ETR* se obtiene de la

---

<sup>1</sup>En el título del trabajo fin del título se consideró realizar el estudio en el período 2007-2013. No obstante, con el fin de mejorar el análisis econométrico se ha ampliado la muestra al período 2003-2013.

cuenta de pérdidas y ganancias y, según el análisis del Plesko (2003), presenta la mejor correlación con el tipo impositivo efectivo real obtenido de las declaraciones del impuesto. En este sentido, se trata de una medida contable que representa el *ETR* devengado (*GAAP\_ETR*):

$$GAAP\_ETR_{it} = \frac{\text{Impuesto sobre beneficios devengado}_{it}}{\text{Resultado antes de impuestos}_{it}}$$

Siguiendo a Kubata *et al.* (2013), existen diversas razones que justificarían la utilización del *GAAP\_ETR*. En primer término se trata de una magnitud de los estados contables y por tanto es divulgada a los inversores, encontrándose disponible a lo largo de un extenso período de tiempo. En segundo lugar, el *GAAP\_ETR* es utilizado por los usuarios de la información contable para comparar empresas tanto dentro de una misma jurisdicción como empresas de diferentes jurisdicciones. De otra parte, otros autores han puesto de manifiesto que el *GAAP\_ETR* está asociado significativamente con la retribución directiva (Armstrong *et al.*, 2012), por lo que podría reflejar la gestión directiva oportunista a través de la planificación fiscal. Tales autores señalan, además, que las empresas priorizan el *GAAP\_ETR* a la hora de elegir sus estrategias de planificación fiscal.

No obstante lo anterior, tal como señalan Dyreng *et al.* (2008) la utilización del *GAAP\_ETR* anual como proxy de agresividad fiscal debido a su volatilidad puede no reflejar adecuadamente el auténtico tipo impositivo efectivo a largo plazo. Consecuentemente, el uso de un tipo impositivo anual para examinar la planificación fiscal podría conducir a inferencias erróneas sobre el comportamiento a largo plazo de las empresas. Para solucionar este problema tales autores proponen la utilización de un *ETR* acumulado en el tiempo, que ha venido utilizándose en los trabajos más recientes (*e.g.*, Ayers *et al.*, 2009; Monterrey-Mayoral y Sánchez-Segura, 2010; Balakrishnan *et al.*, 2012; Kubata *et al.*, 2013).

De esta manera, con el fin de proporcionar una mayor robustez a los resultados, en el presente trabajo utilizaremos, como medida adicional del *ETR* anual, el *ETR* a largo plazo o acumulado. El período a considerar para realizar la acumulación del numerador y denominador de cada una de las magnitudes que definen el *ETR* varía

según los autores, habiéndose optado en nuestro caso por un horizonte de tres años (Balakrishnan *et al.*, 2012):

$$GAAP\_ETR\_CUM_{it} = \frac{\sum_{t-2}^t \text{Impuesto sobre beneficios devengado}_{it}}{\sum_{t-2}^t \text{Resultado antes de impuestos}_{it}}$$

Para los dos *proxys* utilizadas, para medir la agresividad fiscal, se aprecia que un mayor valor de la misma se asocia a un mayor *ETR*, y por tanto a una menor agresividad fiscal. Asimismo, un menor *ETR* supone una mayor agresividad fiscal.

#### *Medida de la capacidad informativa de los resultados contables*

Siguiendo la literatura previa (e.g., Teo y Wong, 1993; Imhoff y Lobo, 1992; Warfield *et al.*, 1995; Subramanyan y Wild, 1996; Fan y Wong, 2002; Gul y Wah, 2002; Yeo *et al.*, 2002; Francis *et al.*, 2005; Santana *et al.*, 2007; Bona-Sánchez *et al.*, 2013, 2014), la capacidad informativa de los resultados contables parte de la relación básica entre rentabilidad y resultados mostrada en la ecuación Ec.1.

$$CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \varepsilon_i, \quad [Ec.1]$$

Donde:

$CAR_{it}$  es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Esta variable es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil.<sup>2</sup>

$NI_{it}$  representa el resultado de la empresa deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año.

$\varepsilon_{it}$  es el término de error de la empresa  $i$  en el año  $t$

De esta manera, el coeficiente  $\chi_1$  de la ecuación Ec.1 recogería la incidencia de los resultados contables divulgados sobre la rentabilidad anormal de la empresa, por lo

<sup>2</sup> Para las empresas cotizadas, el último día para la presentación de las cuentas anuales es el 31 de marzo.

que puede ser utilizado como *proxy* de la credibilidad que el mercado otorga a dicha cuantía. Partiendo de tal relación básica, y en línea con los estudios citados, la incidencia de otras variables adicionales sobre la credibilidad de los resultados contables es considerada en el modelo interactuándolas con la variable relativa a los resultados ( $NI_{it}$ ), tal como se muestra en las ecuaciones Ec.2 y Ec.3:

$$CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \chi_2 GAAP\_ETR_{it} x NI_{it} + \chi_3 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \chi_4 LEV_{it} x NI_{it} + \chi_5 SIZE_{it} x NI_{it} + CRISIS_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \quad [EC.2]$$

$$CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \chi_2 GAAP\_ETR\_CUM_{it} x NI_{it} + \chi_3 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \chi_4 LEV_{it} x NI_{it} + \chi_5 SIZE_{it} x NI_{it} + CRISIS_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \quad [EC.3]$$

En las Ec.2 y Ec.3 las variables de interés son las relativas a la agresividad fiscal, las cuales han sido previamente definidas. Asimismo, en línea con la literatura precedente, se han considerado las siguientes variables de control por su posible incidencia en la capacidad informativa de los resultados contables. Con el fin de considerar el efecto de las oportunidades de crecimiento en el análisis de la relación resultados-rentabilidad se ha incluido en el modelo la variable  $MKBOOK_{it}$ , que mide la relación existente entre el valor del mercado de las acciones y el valor contable del patrimonio neto de la empresa  $i$  en el año  $t$ . En este sentido, Collins y Kothari (1989) encuentran que las oportunidades de crecimiento están positivamente asociadas con la capacidad informativa de los resultados contables. De otra parte, las oportunidades de crecimiento pueden estar asociadas a empresas más arriesgadas, reflejando por tanto una débil relación resultados contables-rentabilidad de las acciones. Teniendo en cuenta estos argumentos contrapuestos, el efecto neto de las oportunidades de crecimiento sobre la capacidad informativa es una cuestión empírica (Fan y Wong, 2002).

Por otro lado, se incorpora en el análisis el nivel de endeudamiento  $LEV_{it}$  medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos de la empresa  $i$  en el año  $t$  con el objetivo de recoger el riesgo derivado de la utilización de recursos ajenos y la capacidad informativa de los resultados (Dhaliwal *et al.*, 1991). Un mayor nivel de endeudamiento está asociado con un mayor riesgo y por tanto la relación entre los resultados contables y la rentabilidad de las acciones puede ser

débil. No obstante, al mismo tiempo, las empresas altamente endeudadas están sometidas a un mayor escrutinio por parte de sus acreedores, pudiendo por tanto existir una relación resultados contables-rentabilidad más sensible en estas empresas, en relación con las de menor endeudamiento (Fan y Wong, 2002).

Así mismo, se incluye la dimensión de la empresa  $SIZE_{it}$ , medida a través del logaritmo de las ventas, al objeto de considerar otros factores no recogidos en los modelos y que pudiesen afectar a la relación resultados-rentabilidad (Fan y Wong, 2002).

Adicionalmente, para controlar los efectos fijos, además del año, hemos añadido el sector al que pertenece la empresa según su actividad económica siguiendo la clasificación sectorial establecida por la Bolsa de Madrid. En este sentido, se trata de una variable discreta que toma valor 1 si la empresa pertenece al sector de *Petróleo y Energía*, 2 si la empresa está incluida en el sector de *Materiales básicos, Industria y Construcción*; 3 si se refiere al sector de *Bienes de consumo*; 4 si está incluida en el sector de *Servicios de consumo*; 5 si se trata del sector de *Servicios inmobiliarios* y, finalmente, si pertenece al sector de *Tecnología y Telecomunicaciones*.

Por último cabe señalar que estudios precedentes han relacionado de forma negativa la calidad de los resultados contables y la crisis financiera (Persakis y Iatridis, 2015). Ello pone de manifiesto que la crisis podría tener cierto efecto sobre la capacidad informativa de los resultados contables de la empresa, por lo que hemos añadido una variable que recoge el efecto de la crisis sobre la capacidad informativa. Concretamente, basándonos en Unión Europea (2015) en el presente trabajo se ha considerado el año 2008 como el año del comienzo de la crisis. De esta manera, la variable *CRISIS* es una variable dicotómica que toma el valor 1 desde el año 2008 en adelante y 0 en caso contrario.

### **5.3. Análisis descriptivo**

En primer lugar, hemos analizado la agresividad fiscal de las empresas cotizadas españolas a lo largo de los años considerados en el presente estudio. En este sentido, en la Tabla 1 (Panel A y B) se presenta la evolución anual de *GAAP\_ETR* y *GAAP\_ETR\_CUM*. Como se puede observar, mayor promedio del *GAAP\_ETR* corresponde al año 2013 (25%), mientras que la tasa más baja (18%) coincide con el

año 2007 y 2010. Igualmente, valor promedio más alto del *GAAP\_ETR\_CUM* coincide con el año 2013 (24%), mientras que el valor más bajo corresponde al año 2008 (19%).

**Tabla 1. Promedio anual de *ETR***

<b>Panel A. <i>GAAP_ETR</i></b>	
<b>Años</b>	<b><i>GAAP_ETR</i></b>
2003	22%
2004	21%
2005	20%
2006	22%
2007	18%
2008	21%
2009	21%
2010	18%
2011	22%
2012	21%
2013	25%
Promedio	21%
<b>Panel B. <i>GAAP_ETR_CUM</i></b>	
<b>Años</b>	<b><i>GAAP_ETR_CUM</i></b>
2005	20%
2006	21%
2007	20%
2008	19%
2009	21%
2010	21%
2011	21%
2012	22%
2013	24%
Promedio	21%



A continuación, en la Tabla 2 se puede observar el estudio descriptivo básico (Panel A) y la matriz de correlaciones (Panel B) de las variables incluidas en la regresión. De esta forma, respecto al Panel A, se puede destacar que no se aprecian grandes diferencias entre valores promedios y medianos en las variables *GAAP\_ETR* (0,21 y 0,23, respectivamente) y *GAAP\_ETR\_CUM* (0,20 y 0,22, respectivamente). En cuanto a la matriz de correlaciones, Tabla 2 (Panel B), se distinguen altos niveles para las correlaciones de *GAAP\_ETR* con *GAAP\_ETR\_CUM*, pero tal circunstancia es irrelevante en nuestro trabajo, ya que dichas variables nunca coinciden en el mismo modelo. Por otro lado, para descartar la existencia de la multicolinealidad en nuestros modelos, hemos calculado la varianza inflada del factor (VIF) para cada variable independiente de la regresión. El valor más alto de VIF es considerablemente menor a 5 (el umbral que indica que la multicolinealidad puede estar presente) para todas las variables del modelo (Studenmund, 1997). De acuerdo con dichos resultados, podemos concluir que la multicolinealidad no es un problema para nuestra muestra.

**Tabla 2. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones**

<b>Panel A. Estadísticos Descriptivos</b>						
Variable	Media	Desviación típica	Mediana	Mínimo	Máximo	
<i>CAR</i>		0,05	0,25	0,066	-0,83	0,91
<i>NI</i>		0,08	0,04	0,081	-0,03	0,24
<i>GAAP_ETR</i>		0,21	0,13	0,23	-0,18	0,75
<i>GAAP_ETR_CUM</i>		0,20	0,12	0,22	-0,36	0,77
<i>MKBOOK</i>		1,96	1,29	1,53	0,47	7,56
<i>LEV</i>		0,62	0,18	0,66	0,19	0,93
<i>SIZE</i>		14,01	1,83	13,94	10,09	18,30

<b>Panel B. Matriz de correlaciones</b>						
	<i>CAR</i>	<i>NI</i>	<i>GAAP_ETR</i>	<i>GAAP_ETR_CUM</i>	<i>MKBOOK</i>	<i>LEV</i>
<i>NI</i>	0,36***					
<i>GAAP_ETR</i>	0,05	-0,02				
<i>GAAP_ETR_CUM</i>	0,11	-0,05	0,76***			
<i>MKBOOK</i>	0,20***	-0,04	-0,15**	-0,10		
<i>LEV</i>	0,00	0,15**	0,02	-0,03	0,11*	
<i>SIZE</i>	0,12*	0,17**	0,08	0,09	0,32***	0,41***

Finalmente, hemos realizado un estudio más profundo de las variables incluidas en la regresión. Así, en primer lugar, hemos comprobado si existe alguna diferencia en la capacidad informativa entre las empresas con mayor agresividad fiscal y las empresas que son fiscalmente menos agresivas. En este sentido, en la Tabla 3 se puede observar que las empresas fiscalmente más agresivas muestran menor capacidad informativa de sus resultados contables ( $CAR = 0,008$ ) en relación con las empresas fiscalmente menos agresivas ( $CAR = 0,054$ ). Resultados similares se obtienen con el *ETR* acumulado, siendo los resultados estadísticamente significativos para ambas medidas de agresividad fiscal.

**Tabla 3. Rentabilidad de la empresa según *ETR***

<b>Agresividad fiscal (<i>GAAP_ETR</i>)</b>	<b><i>CAR</i> media</b>
Empresas más agresivas	0,008
Empresas menos agresivas	0,054
t = -1,82**	
<b>Agresividad fiscal (<i>GAAP_ETR_CUM</i>)</b>	<b><i>CAR</i> media</b>
Empresas más agresivas	-0,014
Empresas menos agresivas	0,027
t = -1,46*	

En la misma línea, hemos procedido al análisis de las demás variables que de acuerdo con la literatura precedente representan características corporativas que influyen en la agresividad fiscal de la empresa. En este sentido, en la Tabla 4 se puede observar que, acorde al *ETR* anual, las empresas que muestran mayor crecimiento, medido como la diferencia entre el valor del mercado de las acciones de la empresa y el valor contable de su patrimonio neto, son ligeramente más agresivas en su planificación fiscal que las empresas de menor crecimiento, aunque la diferencia no es significativa, lo cual está en línea con Phillips (2003).

**Tabla 4. ETR medio según el crecimiento de la empresa**

<b>Crecimiento de la empresa</b>	<b>GAAP_ETR</b>
Empresas de menor crecimiento	21%
Empresas de mayor crecimiento	20%
t = -0,56	
<b>Crecimiento de la empresa</b>	<b>GAAP_ETR_CUM</b>
Empresas de menor crecimiento	21%
Empresas de mayor crecimiento	21%
t = 0,60	

A continuación, en la Tabla 5 recogemos la información relativa al promedio de *GAAP\_ETR* y *GAAP\_ETR\_CUM* en función del nivel de endeudamiento de la empresa. De esta forma, se puede destacar que las empresas más endeudadas se caracterizan por ser fiscalmente más agresivas en comparación con las empresas que presentan menor endeudamiento. Estos resultados confirman que las empresas utilizan la deuda como parte de su estrategia fiscal debido a la deducción por los intereses (Harrington y Smith, 2012).

**Tabla 5. ETR medio según el endeudamiento de la empresa**

<b>Endeudamiento de la empresa</b>	<b>GAAP_ETR</b>
Empresas con menor deuda externa	21%
Empresas con mayor deuda externa	19%
t = 1,56*	
<b>Endeudamiento de la empresa</b>	<b>GAAP_ETR_CUM</b>
Empresas con menor deuda externa	21%
Empresas con mayor deuda externa	20%
t = 0,72	

Igualmente, de acuerdo con la literatura previa hemos considerado el tamaño de la empresa como uno de los determinantes de su agresividad fiscal. En este sentido,

en la Tabla 6 se puede observar que las empresas de mayor tamaño presentan mayor *ETR*, tanto anual como acumulado (23%), frente a las empresas de menor tamaño (20%). Además la diferencia de medias es estadísticamente significativa para ambas medidas de agresividad fiscal. Ello confirma que las empresas de mayor tamaño se enfrentan a costes políticos más altos y a mayor escrutinio público debido a su mayor visibilidad (e.g., Zimmerman, 1983; Omer *et al.*, 1993; Rego, 2003).

**Tabla 6. *ETR* medio según el tamaño de la empresa**

<b>Tamaño de la empresa</b>	<b>GAAP_ETR</b>
Empresas pequeñas	20%
Empresas grandes	23%
t = -2,51***	
<b>Tamaño de la empresa</b>	<b>GAAP_ETR_CUM</b>
Empresas pequeñas	20%
Empresas grandes	23%
t = -2,26**	

Por otro lado, como se puede observar en la Tabla 7 existe una diferencia significativa en los niveles de agresividad fiscal de las empresas en función de su adscripción sectorial. Así, el sector fiscalmente más agresivo en términos promedio es el de *Bienes de consumo* (*GAAP\_ETR* = 18%), mientras que el sector que presenta la mayor *ETR* anual y, por tanto, menor agresividad en su planificación fiscal es el de *Petróleo y energía* (*GAAP\_ETR* = 26%). Datos similares hemos obtenido para el análisis del *GAAP\_ETR* acumulado (Panel B). Los resultados obtenidos están en concordancia con Zimmerman (1983), quien encuentra una fuerte relación positiva entre el *ETR* de la empresa y su tamaño en el sector de *Petróleo y gas*, lo cual el autor justifica con la teoría de los costes políticos.

**Tabla 7. ETR medio de las empresas por sector de actividad**

<b>Panel A. GAAP_ETR</b>	
<b>Sector</b>	<b>GAAP_ETR</b>
Petróleo y energía	26%
Mat. básicos, industria y construcción	20%
Bienes de consumo	18%
Servicios de consumo	24%
Servicios inmobiliarios	23%
Tecnología y telecomunicación	23%
F = 4,40***	
<b>Panel B. GAAP_ETR_CUM</b>	
<b>Sector</b>	<b>GAAP_ETR_CUM</b>
Petróleo y energía	27%
Mat. básicos, industria y construcción	19%
Bienes de consumo	18%
Servicios de consumo	22%
Servicios inmobiliarios	27%
Tecnología y telecomunicación	19%
F = 4,11***	

Por otro lado, hemos considerado interesante analizar el efecto de la crisis en la agresividad fiscal por sectores de actividad, con el fin de determinar qué sectores han variado significativamente su agresividad fiscal.<sup>3</sup> Como se puede observar en la Tabla 8 el sector que mostró mayor agresividad fiscal antes de la crisis es el de *Bienes de consumo* ( $GAAP\_ETR = 15\%$ ), mientras que el sector de menor agresividad fiscal durante el mismo periodo fue el de *Petróleo y energía* ( $GAAP\_ETR = 26\%$ ). Se puede destacar que durante la crisis el tipo impositivo efectivo ha disminuido para todos los sectores, aunque la variación no es significativa estadísticamente, a excepción de los de *Bienes de consumo* y *Servicios de consumo*

<sup>3</sup> Por la propia naturaleza de la variable  $GAAP\_ETR\_CUM$ , este análisis es realizado únicamente para la variable  $GAAP\_ETR$ .

cuyo *ETR* ha aumentado de forma significativa ( $F = -59$  y  $F = -1,43$  respectivamente). Es más, durante la crisis el sector de *Servicios de consumo* presenta una mayor *ETR*, mientras que el sector de *Servicios inmobiliarios* es el que muestra mayor agresividad fiscal. En este sentido, la diferencia entre el *GAAP\_ETR* entre los distintos sectores es estadísticamente significativa tanto antes como durante de la crisis ( $F = 3,45$  y  $F = 2,35$  respectivamente).

**Tabla 8. *ETR* medio por sector de actividad antes y durante la crisis**

Sector	<i>GAAP_ETR</i> 2003-2007	<i>GAAP_ETR</i> 2008-2013	F
Petróleo y energía	26%	26%	0,17
Mat. básicos, industria y construcción	20%	19%	0,40
Bienes de consumo	15%	20%	-1,59*
Servicios de consumo	22%	27%	-1,43*
Servicios inmobiliarios	25%	18%	1,28
Tecnología y telecomunicación	24%	22%	0,42
	F = 3,45***	F = 2,35**	

#### 5.4. Resultados

Las regresiones han sido estimadas utilizando el Método Generalizado de los Momentos (MGM)<sup>4</sup> desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). Concretamente, utilizamos la estimación MGM en niveles y en dos etapas incluida en el comando *xtabond2* de *stata* (Roodman, 2008). La estimación en dos etapas estima las regresiones con errores robustos a la heterocedasticidad. Asimismo, la versión del MGM en niveles (o en sistemas), introducido por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998), mejora el estimador original al combinar un conjunto de ecuaciones en primeras diferencias con niveles retardados de las variables como instrumentos adicionales. De esta manera, la metodología permite abordar tanto el problema de heterogeneidad como de endogeneidad. El problema de

<sup>4</sup> El estimador *GMM* fue propuesto inicialmente por Holtz-Eakin *et al.* (1988).

heterogeneidad es superado al modelizarlo con un efecto individual que es eliminado al realizarse las primeras diferencias de las variables. El problema de endogeneidad es superado al utilizarse como instrumentos de las variables independientes los retardos de las mismas. Las variables relativas a los años y a los sectores fueron consideradas estrictamente exógenas.

Para contrastar las hipótesis, estimamos la regresión correspondiente a la ecuación Ec.1 (Modelo 1, Tabla 9). De este modo, los resultados del Modelo 1 muestran una incidencia positiva y significativa de los resultados netos de la empresa sobre la capacidad informativa de los resultados contables ( $x_1 = 0,98$ ). Esto significa que en el mercado español los resultados contables inciden sobre la rentabilidad anormal de las acciones de las empresas.

Por su parte, los resultados de los dos modelos restantes muestran una incidencia positiva y significativa tanto del *ETR* anual como del *ETR* acumulado sobre la capacidad informativa de los resultados contables ( $x_2 = 1,40$  para  $GAAP\_ETR_{it} \times NI_{it}$  y  $x_2 = 1,22$  para  $GAAP\_ETR\_CUM_{it} \times NI_{it}$ ). Así pues, los modelos ponen de manifiesto que a mayor agresividad fiscal, menor capacidad informativa de los resultados contables. Tales datos son coherentes con la Hipótesis 1, que planteaba que la agresividad fiscal incide negativamente en la capacidad informativa de los resultados contables de la empresa.



**Tabla 9. Incidencia de ETR sobre la capacidad informativa del resultado neto**

Modelo 1 (Ec. 1):  $CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \varepsilon_i$

Modelo 2 (Ec. 2):  $CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \chi_2 GAAP\_ETR_{it} x NI_{it} + \chi_3 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \chi_4 LEV_{it} x NI_{it} + \chi_5 SIZE_{it} x NI_{it} + CRISIS_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$

Modelo 3 (Ec. 3):  $CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \chi_2 GAAP\_ETR\_CUM_{it} x NI_{it} + \chi_3 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \chi_4 LEV_{it} x NI_{it} + \chi_5 SIZE_{it} x NI_{it} + CRISIS_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
$NI_{it}$	0,98*** (12,84)	-3,05 (-0,86)	1,98 (1,59)
$GAAP\_ETR_{it} x NI_{it}$		1,40*** (2,91)	
$GAAP\_ETR\_CUM_{it} x NI_{it}$			1,22*** (3,93)
$MKBOOK_{it} x NI_{it}$		1,20*** (11,96)	0,19*** (3,31)
$LEV_{it} x NI_{it}$		3,82*** (3,81)	1,55* (1,78)
$SIZE_{it} x NI_{it}$		0,14 (0,59)	-0,02 (-0,33)
$CRISIS_{it} x NI_{it}$		-2,41** (-2,29)	-1,33** (-2,52)
Constante	-0,02*** (-2,69)	0,01 (0,24)	-0,16*** (-5,73)
Efecto año	Sí	Sí	Sí
Efecto sector	Sí	Sí	Sí
Test de Hansen	68,79 (0,13)	35,96 (0,56)	65,41 (0,35)
Test m2	-0,87 (0,38)	-0,40 (0,69)	-0,30 (0,76)

Test z1	28,61***	194,72***
Test z2	8,73***	10,54***
Test z3	82,59***	27,59***

t-student en paréntesis

\*\*\*  $p < 0,01$ , \*\*  $p < 0,05$ , \*  $p < 0,1$

$CAR_{it}$  es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa  $i$  en el año  $t$  (ventana 9-3).  $NI_{it}$  representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $MKBOOK_{it}$  mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable del patrimonio neto de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $LEV_{it}$  es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $SIZE_{it}$  es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $CRISIS_{it}$  variable dicotómica que toma valor 1 entre los años 2008-2013 y 0 en caso contrario.

Test de Hansen. *Ho: Los instrumentos no están correlacionados con los residuos.*

Test m2. *Ho: No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias.*

z1, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años.

z2, test Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores.

z3, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

Dado que la primera y esencial propiedad de un instrumento es su independencia estadística con respecto a los residuos, contrastamos si los instrumentos utilizados son adecuados mediante un test de restricciones sobreidentificadas (test de Hansen en la Tabla 3), bajo la hipótesis nula de que todos los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Si la hipótesis nula es rechazada, existirían dudas sobre la idoneidad de los instrumentos (Baum, 2006). Como la hipótesis nula no es rechazada, podemos concluir que los instrumentos utilizados son adecuados.

Además de dicho contraste, Arellano y Bond (1991) muestran que la consistencia de los estimadores MGM depende de manera crucial de la inexistencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. Para determinar si no existe tal correlación utilizamos el estadístico de Arellano y Bond (test m2) que contrasta la hipótesis nula de ausencia de correlación serial de los residuos en primeras diferencias. En la estimación de los modelos se puede apreciar que podemos considerar la ausencia de este tipo de correlación.

Finalmente, realizamos tres contrastes adicionales: z1, un test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años; z2, un test Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores; y z3, un test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos. En todos los contrastes de Wald se rechaza la hipótesis nula de ausencia de significación conjunta.

En cuanto las variables de control, se aprecia que a medida que aumenta la diferencia entre el valor del mercado de las acciones de la empresa y el valor de su patrimonio neto en libros mayor es su capacidad informativa, ya que los coeficientes de  $MKBOOK_{it} \times NI_{it}$  y  $LEV_{it} \times NI_{it}$  son estadísticamente significativos y positivos para ambos modelos. Ello indica que las empresas que experimentan mayor crecimiento y las más endeudadas suelen presentar mayor capacidad informativa. Contrariamente, el coeficiente de  $SIZE_{it} \times NI_{it}$  no es estadísticamente significativo para ninguno de los modelos, lo que demuestra que el tamaño de la empresa no afecta a su capacidad informativa. Todo ello está en consonancia con los resultados obtenidos, para otros contextos geográficos por Fan y Wong (2002) y Francis *et al.* (2005). Por otro lado, podemos observar que el coeficiente de la variable  $CRISIS_{it} \times NI_{it}$  es negativo y estadísticamente significativo para ambos modelos, lo que indica que la crisis influye de forma negativa en la capacidad informativa de los resultados contables de la empresa.

#### **5.5. Análisis de sensibilidad**

Con el fin de determinar la robustez de los resultados alcanzados, a pesar de que ya hemos obtenido resultados robustos para las dos medidas de agresividad fiscal, a continuación utilizaremos una variable alternativa de los ingresos contables, ingresos operativos netos (*NO*), en vez de ingresos netos (*NI*) (Bona-Sánchez *et al.*, 2014). En este sentido, los resultados reflejados en la Tabla 4 muestran una incidencia positiva y significativa de las dos variables de interés en la transparencia informativa de los resultados contables de la empresa. Lo que pone de manifiesto la existencia de una relación negativa entre la planificación fiscal agresiva y la transparencia informativa.

**Tabla 10. Incidencia de ETR sobre capacidad informativa del resultado operativo neto.**

**Test de sensibilidad**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Modelo 1 (Ec. 1): $CAR_{it} = \chi_o + \chi_1 NO_{it} + \varepsilon_i$			
Modelo 2 (Ec. 2): $CAR_{it} = \chi_o + \chi_1 NO_{it} + \chi_2 GAAP\_ETR_{it} \times NO_{it} + \chi_3 MKBOOK_{it} \times NO_{it} + \chi_4 LEV_{it} \times NO_{it} + \chi_5 SIZE_{it} \times NO_{it} + CRISIS_{it} \times NO_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$			
Modelo 3 (Ec. 3): $CAR_{it} = \chi_o + \chi_1 NO_{it} + \chi_2 GAAP\_ETR\_CUM_{it} \times NO_{it} + \chi_3 MKBOOK_{it} \times NO_{it} + \chi_4 LEV_{it} \times NO_{it} + \chi_5 SIZE_{it} \times NO_{it} + CRISIS_{it} \times NO_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$			
$NO_{it}$	0,76*** (36,91)	0,90 (0,80)	5,70*** (4,65)
$GAAP\_CUM_{it} \times NO_{it}$		2,14*** (5,41)	
$GAAP\_ETR\_CUM_{it} \times NO_{it}$			0,22*** (4,75)
$MKBOOK_{it} \times NO_{it}$		0,55*** (3,82)	0,73*** (10,41)
$LEV_{it} \times NO_{it}$		-0,51 (-0,92)	0,83 (1,11)
$SIZE_{it} \times NO_{it}$		0,70 (0,76)	-0,37*** (-4,58)
$CRISIS_{it} \times NO_{it}$		-2,58*** (-3,22)	-1,05*** (-3,74)
Constante	-0,10*** (-13,97)	-0,19** (-2,19)	-0,16* (-1,92)
Efecto año	Sí	Sí	Sí
Efecto sector	Sí	Sí	Sí
Test de Hansen	66,56 (0,18)	31,56 (0,13)	45,62 (0,36)

Test m2	-0,70	0,03	0,59
	(0,48)	(0,97)	(0,55)
Test z1		12,91***	35,14***
Test z2		2,98***	11,84***
Test z3		26,28***	36,48***

---

t-student en paréntesis

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

$CAR_{it}$  es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa  $i$  en el año  $t$  (ventana 9-3).  $NI_{it}$  representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $MKBOOK_{it}$  mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable del patrimonio neto de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $LEV_{it}$  es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $SIZF_{it}$ , es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $CRISIS_t$  variable dicotómica que toma valor 1 entre los años 2008-2013 y 0 en caso contrario.

Test de Hansen.  $H_0$ : Los instrumentos no están correlacionados con los residuos.

Test m2.  $H_0$ : No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias.

z1, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años.

z2, test Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores.

z3, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

---

## 6. CONCLUSIONES

La carga impositiva puede suponer un importante coste para la empresa, por tanto la planificación fiscal refleja el deseo natural de disminuir este coste para aumentar así la riqueza de la empresa (Hanlon y Heitzman, 2010). En este sentido, la planificación fiscal agresiva de las empresas debería de valorarse positivamente por el mercado, puesto que contribuye a aumentar la riqueza de los accionistas (Hanlon y Slemrod, 2009), no obstante lo anterior, esta no está exenta de costes.

Junto a los costes fiscales y no fiscales tradicionalmente considerados por la literatura precedente, nuestro estudio revela que en un entorno de propiedad concentrada con alta presencia de estructuras piramidales y una deficiente protección del accionista minoritario (e.g., La Porta *et al.*, 1998, 1999; Faccio & Lang, 2002; Santana-Martín *et al.*, 2007; Bona-Sánchez *et al.*, 2011), la planificación fiscal agresiva incide de forma negativa en la transparencia informativa al disminuir la capacidad informativa de los resultados contables de la empresa. Así, en un contexto donde los niveles de transparencia no son elevados (*World Economic Forum*, 2015), la realización de prácticas fiscales agresivas intensifica la mencionada opacidad. Así, ante la realización de prácticas fiscales agresivas por parte de la empresa, los agentes del mercado pueden percibir que la información contable se aleja de su verdadero espíritu al objeto de evitar el escrutinio que conllevaría la adopción de este tipo de prácticas así como consecuencias negativas que de ellas pudieran derivarse. De otra parte, nuestros resultados también pueden venir explicados por el hecho de que los agentes del mercado consideran que la adopción de prácticas fiscales agresivas facilita la expropiación de rentas llevadas a cabo por el propietario controlador, lo que conllevaría una disminución de la capacidad informativa de los resultados contables. El diseño de nuestra investigación no permite discriminar entre estas dos explicaciones alternativas.

Este estudio contribuye a la literatura previa de modo diverso. En primer lugar, mediante el análisis de la citada interrelación en un entorno de gobierno diferenciado donde, en comparación con lo que ocurre en el contexto anglosajón, los niveles de transparencia son menores (e.g., Cuervo, 2002; Santana-Martín *et al.*, 2007). En segundo lugar, proporcionamos evidencia empírica del efecto de la planificación fiscal agresiva sobre la transparencia informativa de los resultados contables

considerando el efecto de la crisis, variable que, hasta donde llega nuestro conocimiento, no ha sido considerada por la literatura precedente.

Nuestros resultados presentan importantes implicaciones puesto que pueden trasladarse a otros entornos con características institucionales similares. En este sentido, nuestros resultados presentan interés para los reguladores preocupados por el adecuado funcionamiento de las instituciones económicas, ya que evidenciamos que las empresas fiscalmente agresivas se caracterizan por una menor transparencia informativa lo que genera desconfianza de los inversores y distorsiona la distribución eficiente de riqueza. Dichos efectos negativos podrían reducirse, por ejemplo, mediante normativas tendentes a incrementar las exigencias informativas en relación con las prácticas fiscales seguidas por las empresas o mediante el incremento de la protección de los inversores ante la realización por parte de la empresa de prácticas fiscales agresivas encaminadas a favorecer la expropiación de rentas a los minoritarios. Del mismo modo, nuestros resultados son útiles para los accionistas, directivos y auditores puesto que evidencian un coste derivado de la planificación fiscal agresiva desconocido hasta ahora para las empresas que operan en entorno con alta concentración de propiedad que consiste en la disminución de la transparencia informativa de los resultados contables. De forma que a la hora de sopesar los costes y beneficios de la planificación fiscal agresiva, las empresas deberían de tener en cuenta también este coste.

No obstante somos conscientes de que nuestro estudio presenta también ciertas limitaciones. En este sentido, nuestra medida de agresividad fiscal refleja todas las formas de reducción del tipo impositivo efectivo tanto agresivas como las que presentan un grado mínimo o casi nulo de agresividad. Por otra parte, otros autores utilizan como medida adicional de la agresividad fiscal un tipo impositivo efectivo basado en el flujo de caja real derivado del impuesto sobre beneficios (Zimmerman, 1983; McIntyre y Nguyen, 2000; Rego, 2003; Chen *et al.*, 2010). No obstante, tal información está contenida en el Estado de Flujos de Efectivo (EFE), el cual pasa a ser obligatorio para las empresas cotizadas en 2005, momento a partir del cual están obligadas a presentar la información contable siguiendo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). A pesar de ello, las NIIF proponen tanto el método directo como el indirecto para la elaboración del EFE, y dado que muchas empresas cotizadas optaron por el método indirecto, la información relativa al pago de

impuestos no aparece en este estado contable. Asimismo, es preciso tener en cuenta que nuestra base de datos contiene la información contable consolidada de las empresas, por lo que aunque en 2007 se aprueba el Plan General de Contabilidad de 2007 (en el que se propone un EFE que sí incluye el pago de impuestos), dicho plan no resulta de aplicación a los grupos empresariales cotizados. Asimismo, aunque en 2010 se aprueban las nuevas Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas (NOFCAC) en España (que contenían un EFE como el propuesto por el PGC 2007), las empresas cotizadas deben seguir aplicando las NIIF, si bien algunas comienzan a utilizar el formato del EFE propuesto por las NOFCAC, que es perfectamente compatible con las indicaciones de las NIIF. Por tanto, hasta el momento actual no ha sido posible aproximar la agresividad fiscal a partir del flujo de efectivo derivado del impuesto sobre beneficios.

Nuestro trabajo abre líneas futuras de investigación. En este sentido, sería interesante investigar la incidencia de la agresividad fiscal en el valor de la empresa en el contexto considerado, así como analizar si la presencia de ciertos mecanismos de gobierno corporativo relacionados con la estructura de propiedad o con la estructura y composición del consejo de administración podrían condicionar la relación entre la agresividad fiscal y la transparencia informativa.



## REFERENCIAS

- Amstrong, C. S., Blouin, J. L. y Larcker, D. F. (2012). The incentives for tax planning. *Journal of Accounting and Economics*, 53: 391-411.
- Arellano, M., y Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58: 277-297.
- Arellano, M., y Bover, O. (1995). Another look at the instrument variable estimation of error- components models. *Journal of Econometrics*, 68: 29-51.
- Ayers, B. C., Laplante S. K. y McGuire, S. T. (2010). Credit Ratings and Taxes: The Effect of Book-Tax Differences on Ratings Changes. *Contemporary Accounting Research*, 27 (2): 350-402.
- Badertscher, B. A., Katz, S. P. y Rego, S. O. (2013). The separation of ownership and control and corporate tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 65 (2-3): 228-250.
- Balakrishnan, K., Blouin, J. y Guay, B. (2012). Does Tax Aggressiveness Reduce Corporate Transparency? Consultado el 10 de noviembre de 2014 en <http://ssrn.com/abstract=1792783>.
- Baum, C. (2006). *An introduction to modern econometrics using Stata*. Lakeway Drive Tax: Stata Press.
- Blouin, J. (2014). Defining and Measuring Tax Planning Aggressiveness. *National Tax Journal*, 67 (4): 875-900.
- Blundell, R., y Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87: 115-143.
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J. y Santana-Martín, D. J. (2011). Ultimate ownership and earnings conservatism. *European Accounting Review*, 20: 57-80.
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J. y Santana-Martín, D.J. (2013). Control institucional dominante y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 159: 371–394.
- Bona-Sánchez, C., Pérez-Alemán, J. y Santana-Martín, D.J. (2014). Politically connected firms and earnings informativeness in the controlling versus minority shareholders context: European evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 22 (4): 330-346.
- Bower, S. (2014). Starbucks HQ relocation to UK 'will generate negligible tax revenue. *Theguardian*. Consultado el 23 de junio de 2014, en <http://www.theguardian.com/business/2014/apr/16/starbucks-hq-relocation-uk-generate-negligible-tax-revenue>
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D. y Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, 42 (2): 207-252.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. y Shevlin, T. (2010). Are family firms more aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95: 41-61.
- Collins, D. W. y Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2-3): 143-181.

- Comité Económico y Social Europeo (2012). Paraísos fiscales y financieros: una amenaza para el mercado interior de la UE. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 2012/C 229/02. Consultado el 13 de febrero de 2015, en <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/?uri=CELEX:52012IE1289>
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: an International Review*, 10: 84-93.
- DeAngelo, H. y Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8: 3-29.
- Derashid, C. y Zhang, H. (2003). Effective tax rate and the “industrial policy” hypothesis: Evidence from Malaysia. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 12 (1): 45-62.
- Desai, A. M. y Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79: 145-179.
- Desai, M. A., Dyck, A. y Zingales, L. (2007). Theft and taxes. *Journal of Financial Economics*, 84: 591-623.
- Dhaliwal, D. S. Lee, K. J. y Fargher, N. L. (1991). The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research*, 8 (1): 20-41.
- Dyreg, S. D., Hanlon, M. y Maydew, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83 (1): 61-82. Consultado el 4 de septiembre de 2015, en <http://www.jstor.org/stable/30243511>
- European Commission. (2012). Commission recommendation of 6.12.2012 on aggressive tax planning. Consultado el 20 de julio de 2015, en <http://ec.europa.eu>
- Faccio, M. y Lang, L. H. P. (2002). Ultimate ownership of Western European companies. *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.
- Fama, E., 1980. Agency problems and theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, E. y Jensen, M., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, XXVI: 301-325.
- Fan, J. P. H. y Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33: 401-425.
- Francis, J., Schipper, K., y Vincent, L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, 39: 329–360.
- Frank, M. M., Lynch, L. J. y Rego, S. O. (2009). Tax Reporting Aggressiveness and Its Relation to Aggressive Financial Reporting. *The Accounting Review*, 84 (2): 467-496. Consultado el 6 de enero de 2015 en <http://www.jstor.org/stable/27802660>
- Frischmann, P. J., Shevlin, T. y Wilson, R. (2008). Economic consequences of increasing the conformity in accounting for uncertain tax benefits. *Journal of Accounting and Economics*, 46: 261-278.

- Gallemore, J., Maydew, E. L. y Thornock, J. R. (2014). The reputational costs of tax avoidance. *Contemporary Accounting Research*, 31 (4): 1103-1133.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L. y Schallheim, J. S. (1998). Dept, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status. *The Journal of Finance*, 53 (1): 131-162.
- Graham, J. R., Hanlon, M., Shevlin, T. y Shroff, N. (2014). Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the Field. *The Accounting Review*, 89 (3): 991-1023.
- Gul, F.A. y Wah, L.K. (2002). Insider entrenchment, board leadership structure and informativeness of earnings. Consultado el 23 de octubre de 2015, en <http://ssrn.com/abstract=304399>
- Gupta, S. y Newberry, K. (1997). Determinants of the variability in corporate effective tax rate: Evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16 (1): 1-34.
- Hadi, A. S. (1994). A modification of a method for the detection of outliers in multivariate samples. *Journal of the Royal Statistical Society*, 56: 393-396.
- Hanlon, H. y Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50: 127-178.
- Hanlon, M. y Slemrod, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to new about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93: 126-141.
- Harrington, C. y Smith, W. (2012). Tax avoidance and corporate capital structure. *Journal of Finance and Accountancy*, 11: 1-20. Consultado el 5 de octubre de 2015, en <http://connection.ebscohost.com/>
- Harvey, R. J. Jr. (2014). Corporate tax aggressiveness-Recent history and policy options. *Public Law and Legal Theory Working Paper Series*, 2014-1018. Consultado el 18 de octubre de 2015, en <http://ssrn.com/abstract=2524367>
- Holtz-Eakin, D., Newey, W. and Rosen, H. (1988). Estimating Vector Autoregressions with Panel Data. *Econometrica*, 56(6):1371-1395.
- Imhoff, E. A. y Lobo, G. J. (1992). The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients. *The Accounting Review*, 67: 427-439.
- James, H. S. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business* 6 (1): 41-55.
- Jensen, M y Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 38: 29-58.
- Kaiser, H.F. (1958). The varimax criterion for analytic rotation in factor analysis. *Psychometrika*, 23: 187-200.
- Khurana, I. K. y Moser, W. J. (2013). Institutional shareholders investment horizons and tax avoidance. *Journal of the American Taxation Association*, 35 (1): 111-134.
- Kim, K. A. y Limpaphayom, P. (1998). Taxes and firm size in pacific-basin emerging economies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 7(1): 47-68.
- Klassen, K. J. (1997). The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and tax reporting. *The Accounting Review*, 72 (3): 455-474.

- Koester, A. P. (2011). Investor valuation of tax avoidance through uncertain tax position. *Dissertation Publishing UMI Paper*, 3472166. Consultado el 23 de octubre de 2015, en <http://search.proquest.com/docview/888060408?accountid=14705>
- Kubata, A., Lietz, G. y Watrin, C. (2013). Does corporate tax avoidance impair earning informativeness? *Working Paper*. Consultado el 12 de noviembre de 2014, en <http://ssrn.com/abstract=2363873>
- La Porta, R., López- de- Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6): 1113-1155.
- La Porta, R., López- de- Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. W. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54: 471-517.
- La Porta, R., López- de- Salines, F., Shleifer, A., y Vishny, R. W. (2000). Investor protection and corporate governance. *The Journal of Financial Economic*, 58 (1-2): 3-27.
- Landry, S., Deslandes, M. y Fortin, A. (2013). Tax aggressiveness, corporate social responsibility, and ownership structure. *Journal of Accounting, Ethics and Public Policy*, 14 (3): 611-645.
- Lietz, G. (2013a). Tax avoidance vs. tax aggressiveness: A unifying conceptual framework. *Working Paper, University of Münster*. Consultado el 4 de septiembre de 2015, en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2363828](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2363828)
- Lietz, G. (2013b). Determinants and consequences of corporate tax avoidance. *Working Paper, University of Münster*. Consultado el 23 de mayo de 2015, en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2363868](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2363868)
- Liu, X. y Cao, S. (2007). Determinants of corporate effective tax rate: Evidence from listed companies in China. *The Chinese Economy*, 40 (6): 49-67.
- Mayoral-Monterrey, J. y Sánchez-Segura, A. (2010). Diferencias en agresividad fiscal entre empresas familiares y no familiares. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39 (145): 65-97.
- Mackie-Mason, J. K. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *The Journal of Finance*, 45 (5): 1471-1493.
- McGuire, S. T., Wang, D. y Wilson, R. J. (2014). Dual class ownership and tax avoidance. *The Accounting Review*, 89 (4): 1487-1516.
- McIntyre, R. S. y Nguyen C. T .D. 2000. Corporate income taxes in the 1990s. *Institute of Taxation and Economic Policy 2005*. Consultado el 7 de septiembre de 2015, en <http://www.ctj.org/pdf/corpfed90san.pdf>
- Ministerio de Justicia. (2011). 10675 Orden JUS/1698/2011, de 13 de junio, por la que se aprueba el modelo para la presentación en el Registro Mercantil de las cuentas anuales consolidadas. *Boletín Oficial del Estado*. Consultado el 23 de noviembre de 2015 en <http://www.boe.es/boe/dias/2011/06/20/pdfs/BOE-A-2011-10675.pdf>
- Mills, L. F., Erickson, M. M. y Maydew, E. L. (1998). Investments in tax planning. *The Journal of the American Taxation Association*, 20 (1): 1-20.
- Minnick, K. y Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of Corporate Finance*, 16: 703–718.

Nenova, N. (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68: 325-351. Consultado el 20 de noviembre de 2015, en [http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/jfe03\\_tn.pdf](http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/jfe03_tn.pdf)

Omer, T. C., Molloy, K. y Ziebart, D. A. (1993). An investigation of the firm size-effective tax rate relation in the 1980s, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 7 (1): 167-182.

OXFAM Intermón (2015). La ilusión fiscal. Informe de OXFAM Intermón, 36. Consultado el 20 de agosto de 2015, en <http://www.oxfamintermon.org/es/documentos/05/03/15/ilusion-fiscal>.

Persakis, A. y Iatridis, G. E. (2015). Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of Multinational Financial Management*, 30: 1-35.

Phillips, J. D. (2003). Corporate Tax-Planning Effectiveness: The Role of Compensation-Based Incentives. *The Accounting Review*, 78 (3): 847-874. Consultado el 6 de octubre de 2015, en <http://www.jstor.org/stable/3203228>

Plesko, G. A. (2003). An evaluation of alternative measures of corporate tax rate. *Journal of Accounting and Economics*, 45: 201-226.

Porcano, T. (1986). Corporate Tax Rates: Progressive, Proportional, or Regressive, *Journal of the American Taxation Association* 7 (2): 17-31.

Rego, S. O. (2003), Tax-Avoidance Activities of U.S. Multinational Corporations. *Contemporary Accounting Research*, 20: 805-833.

Rego, S. O. y Wilson, R. (2012). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50 (3): 774-810.

Roodman, D. (2008). XTABOND2: Stata module to extend xtabond dynamic panel data estimator. Consultado el 12 de diciembre de 2015, en <http://ideas.repec.org/c/boc/bocode/s435901.html>

Santana-Martin, D. J. y Aguiar-Díaz, I. (2006). El último propietario de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002. *Cuaderno de Economía y Dirección de la Empresa*, 26: 47-72.

Santana-Martín, D. J., Bona-Sánchez, C., y Pérez-Alemán, J. (2007). Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 133: 55-72

Scholes, M. S., Wolfson, M. A., Erickson, M. M., Maydew, E. L. y Shevlin, T. J. (2001). *Taxes and Business Strategy: a Planning Approach*, Consultado el 2 de octubre de 2015, en [https://books.google.es/books/about/Taxes\\_and\\_Business\\_Strategy.html?id=OPa4AAAIAAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.es/books/about/Taxes_and_Business_Strategy.html?id=OPa4AAAIAAJ&redir_esc=y)

Shackelford, D. A. y Shevlin, T. (2001). Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31: 321-387.

Siegfried, J. J. (1972). The relationship between economic structure and the effect of political influence: Empirical evidence from the federal corporation income tax program. *ProQuest Dissertations & Theses Global*. (302632871). Consultado el 4 de agosto de 2015, en <http://search.proquest.com/docview/302632871?accountid=14705>

- Slemrod, J. y Yitzhaki, S. (2000). Tax avoidance, evasion, and administration. *NBER Working Paper*, 7473. Consultado el 12 de septiembre de 2015, en: <http://www.nber.org/papers/w7473>.
- Slemrod, J. (2004). The Economics of Corporate Tax Selfishness. *National Tax Journal*, 57 (4): 877-899
- Studenmund, A. H. (1997). Using econometrics: A practical approach. *Reading, MA: Addison-Wesley*.
- Subramanyam, K. R. y Wild, J. J. (1996). Going-concern status, earnings persistence, and informativeness of earnings. *Contemporary Accounting Research*, 13: 251-273.
- Teo, S. H. y Wong, T. J. (1993). Perceived auditor quality and the earning response coefficients. *The Accounting Review*, 68: 346-367.
- Trezevant, R. (1992). Debt financing and tax status: Tests of the substitution effect and the tax exhaustion. *The Journal of Finance*, 47 (4): 1557-1568.
- Union Europea. (2015). Asuntos económicos y monetarios. Consultado el 23 de noviembre de 2015, en [http://europa.eu/pol/emu/index\\_es.htm](http://europa.eu/pol/emu/index_es.htm).
- Wahab, N. S. A. y Holland, K. (2012). Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review*, 44: 111-124.
- Warfield, T. D., Wild, J. J. y Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earning. *Journal of Accounting and Economics*, 20: 61-91.
- Wilson, R. (2009). An examination of corporate tax shelter participants. *The Accounting Review*, 83 (4): 969-999.
- World Economic Forum (2014): The Global Competitiveness Report 2014-2015.
- Yeo, G., Tan, P., Ho, K. y Chen, S. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29: 1023-1046.
- Zimmerman, J. (1983). Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics*, 5 (1): 119-149.