

Juan José Durán Herrera*
Prosper Lamothe Fernández**

LA NO NEUTRALIDAD DEL IMPUESTO DE SOCIEDADES EN EL ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS MULTINACIONALES

El principio general aceptado de que el interés sobre la deuda reduce los impuestos de sociedades, tiene importantes consecuencias en la asignación de recursos: la empresa tiene un menor coste de capital, los beneficios de los accionistas aumentan (así como los ingresos de los directivos), los ingresos de las autoridades fiscales disminuyen y se produce una mayor desigualdad, inequidad, y en paralelo los prestamistas se benefician. Una economía global necesita un sistema de impuestos societarios más sencillo y transparente en su cálculo y más equitativo, sin grandes divergencias entre países, que solo se puede alcanzar a través de la cooperación internacional, liderada por los organismos internacionales y multilaterales.

The non-neutrality of corporate tax in the borrowing of multinational firms

The general accepted principle that interest on debt reduces the corporate taxes paid, has important consequences in the allocation of resources: the firm has a lower cost of capital, the shareholders' return increases (as well as executives income), the income of tax authorities diminishes and a greater inequality results, at the same time lenders gain. A global economy needs simple and transparent corporate tax calculation with small differences among international corporate tax systems, which can only be reached through international cooperation, under the leadership of international and multilateral organizations.

Palabras clave: deducción fiscal de intereses de deuda, desigualdad, impuestos a las empresas multinacionales, escudo fiscal.

Keywords: tax benefits of debt, inequality, taxes on multinational firms, tax shield.

JEL: F23, F38, G32, H25, H32.

* Decano de los Fellows de la European International Business Academy (EIBA) y Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid.

Contacto: juanjose.duran@uam.es

** Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid.

Contacto: prosper.lamothe@uam.es

Versión de octubre de 2020.

<https://doi.org/10.32796/ice.2020.917.7129>

1. Introducción

La empresa multinacional (EM) conforma un sistema económico de decisión que coordina y controla una red internacional de filiales localizadas en múltiples países. La EM constituye un mercado interno en el que se realizan una diversidad de transacciones entre sus filiales y unidades de negocio. Estas transacciones son de diversa naturaleza: activos intangibles, materias primas, productos, recursos financieros, etc. Los precios aplicados a estas transacciones se denominan precios de transferencia (OCDE, 2010; Eden, 2019). La determinación de estos precios, bajo el criterio generalmente aceptado de utilizar precios de mercado (cuando existan) implica que las transacciones entre filiales de la EM han de hacerse a precios como si fueran empresas independientes. Debemos resaltar el elevado grado de arbitrariedad en su determinación y por lo tanto la política de precios de transferencia es relevante en la asignación de recursos de la EM y en la canalización internacional de fondos en su propio sistema. El sentido de las transacciones internas indica las relaciones de costes e ingresos entre las filiales participantes. Los mercados internos se contextualizan con los mercados externos y entornos en que operan las EM. La fiscalidad y determinación de las bases imponibles incorporan singularidades propias de cada país y consecuentemente estas difieren entre países. Los países de baja tributación juegan un papel relevante en la dirección de los flujos financieros internacionales. En cierta medida las empresas (multinacionales) más rentables suelen ser las que menos impuestos pagan. Sabemos que la tributación de las grandes empresas tecnológicas es notablemente injusta; sus beneficios se nutren en gran medida de jurisdicciones en las que tienen poca presencia física, pero en las que explotan los datos de millones de usuarios; evidencia que demanda la construcción de un sistema integrado de fiscalidad internacional. La fiscalidad internacional actual favorece el *dumping* fiscal

y distorsiona la competencia. En este contexto hay que situar los «desplazamientos» internacionales de beneficios en función de su optimización fiscal.

Un principio general aceptado por el sistema tributario de los países es que los intereses sobre la deuda pagados a los prestamistas (internos de la EM o externos) se consideran gastos financieros que se deducen de los beneficios antes de impuestos. Por lo tanto, las ganancias netas después de intereses e impuestos deben aplicarse para recompensar a los accionistas. Sin embargo, en este caso, la deducción fiscal de intereses sobre la deuda no es neutral ya que reduce el impuesto sobre los beneficios pagados por las empresas y, en consecuencia, tiene implicaciones importantes para las partes interesadas. La empresa paga a los proveedores de fondos (que financian los activos de la empresa) con las siguientes implicaciones: *i*) los prestamistas (bancos y propietarios de bonos) reciben los intereses devengados; *ii*) las autoridades fiscales reciben menos impuestos, equivalente a la tasa del impuesto de sociedades multiplicado por la deuda contratada; es un subsidio indirecto de los contribuyentes; y *iii*) los beneficios disponibles para remunerar a los accionistas, vía dividendos y ganancias de capital aumentan.

El beneficio fiscal de la deuda se materializa en la deducción de intereses de la base liquidable del impuesto de sociedades. Estos se pueden diluir en la liquidación del impuesto y observar que el impuesto efectivo pagado es sensiblemente inferior al nominal. Es decir, la tasa marginal del impuesto efectivo pagado, además de la deducción de intereses satisfechos a los prestamistas, incorpora también otras partidas deducibles (amortización de gastos de establecimiento, de fondo de comercio, créditos fiscales, deducciones fiscales por determinadas transacciones mercantiles y motivos de política económica). Las empresas tienen posibilidades de utilizar diversidad de partidas que constituyen refugios para la deducción fiscal en la liquidación del impuesto de sociedades. La utilización de estas partidas influye en el volumen de

deuda. El departamento de impuestos de una corporación puede ser visto como un centro de beneficios (Graham & Tucker, 2006) que optimiza las disparidades fiscales entre países.

El escudo fiscal de los gastos financieros (*tax shield*) es un incentivo para aumentar el índice de apalancamiento de las empresas y, en consecuencia, es un factor determinante de su estructura de capital. La deducción fiscal de intereses reduce el coste de capital, lo que puede aumentar la propensión a invertir. Con el escudo fiscal, el rendimiento del patrimonio aumenta y contribuye a nutrir una alta concentración de capital en todo el mundo: aumenta la desigualdad de la sociedad. En términos del coste de oportunidad, la deducción de intereses a efectos fiscales reduce los ingresos de las autoridades fiscales. Esto puede ser interpretado como un subsidio indirecto por el contribuyente de los países para reducir el coste de capital de las empresas apalancadas y, por lo tanto, como un aumento de la riqueza de los accionistas. El escudo fiscal tiene implicaciones de eficiencia y desigualdad.

La evidencia real dice que el acuerdo internacional hacia la armonización de los regímenes fiscales está lejos de labrar un camino efectivo. Se puede concluir que ni los países (especialmente aquellos desarrollados con una tasa impositiva baja, así como los paraísos fiscales) ni las empresas multinacionales, especialmente las de mayor tamaño, desean de hecho una convergencia hacia una tasa impositiva similar, equivalente o mínima, en todo el mundo. Tampoco las entidades crediticias.

Hay dos propuestas principales sobre la necesidad de una cierta neutralidad financiera del tratamiento fiscal de la estructura financiera de la empresa. La primera se debió al Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (1992), conocida como el impuesto integral sobre beneficios de las empresas y accionistas (CBIT, por sus siglas en inglés), para reducir distorsiones de su sistema fiscal clásico. Con la fiscalidad convencional, se incentiva la financiación de inversiones con deuda a costa de una menor financiación potencial

con capital de los accionistas. La fiscalidad denominada convencional influye en la decisión de retener beneficios o distribuir dividendos. En este contexto la otra propuesta es establecer una limitación objetiva de la deducción de los gastos financieros (intereses de la deuda) por lo que se gravaría relativamente más el beneficio operativo de la empresa. En esta línea se sitúa la reforma del Impuesto de Sociedades que hizo España en 2014 que introdujo un límite a la deducibilidad de los gastos financieros en un 30 % de la base imponible¹. Además, reduciría el incentivo para la localización «artificial» (asignación) internacional de los beneficios. En este sentido cabe situar los trabajos de la OCDE para una más justa imposición de las empresas multinacionales (OCDE, 2007).

En los apartados siguientes de este artículo plantearemos los fundamentos teóricos del valor de la empresa y su estructura de capital. Analizaremos los niveles de deuda global en el mundo y de las empresas multinacionales. Terminaremos considerando las implicaciones económicas y políticas de la deducción fiscal de los intereses de la deuda.

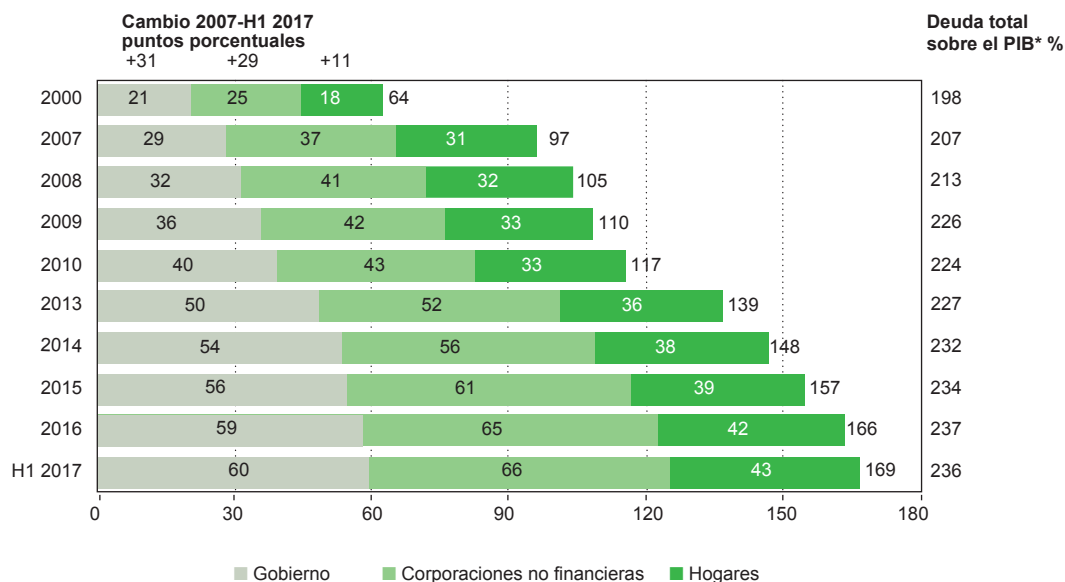
2. Factores determinantes de la financiación con deuda

Los principales factores determinantes de la estructura de la deuda empresarial son, en primer lugar, las tasas de interés relativas, seguido del tratamiento fiscal de la deducción de intereses y la exposición a las variaciones de los tipos de cambio y los diferenciales de crédito relativos que determinan la cartera de divisas de denominación de la deuda (Servaes & Tufano, 2006). También se pueden señalar otros factores de determinación de la estructura financiera que comentamos al final del apartado 3.

Desde la crisis financiera de 2008, la deuda global ha crecido significativamente (ver Figura 1): de

¹ Artículo 16 Ley 27/2014.

FIGURA 1
DEUDA TOTAL PENDIENTE A NIVEL MUNDIAL*
 (En billones de dólares USA)



NOTA: * Incluye hogares, corporaciones no financieras y deuda del gobierno; excluye la deuda del sector financiero. Estimado de abajo hacia arriba usando datos para 43 países del Banco de Acuerdos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) y datos para ocho países de la base de datos McKinsey's Country Debt Database. Las figuras pueden no sumar 100 % por el redondeo.

FUENTE: Bank for International Settlements (BIS), McKinsey Country Debt Database y McKinsey Global Institute Analysis.

97 billones² de dólares en 2007 a 169 billones de dólares en 2017 (184 billones según el FMI, alrededor del 225 % del PIB; entorno al 320 % en la actualidad). La deuda de las empresas pasó de 37 billones a 66 billones; con cifras similares en el caso de la deuda pública (McKinsey Global Institute, 2018). En promedio, la deuda mundial representa alrededor de 86.000 dólares per cápita, 2,5 veces la renta per cápita. Según el Banco Mundial y el Instituto Internacional de Finanzas, con datos publicados en junio de 2020, la deuda global

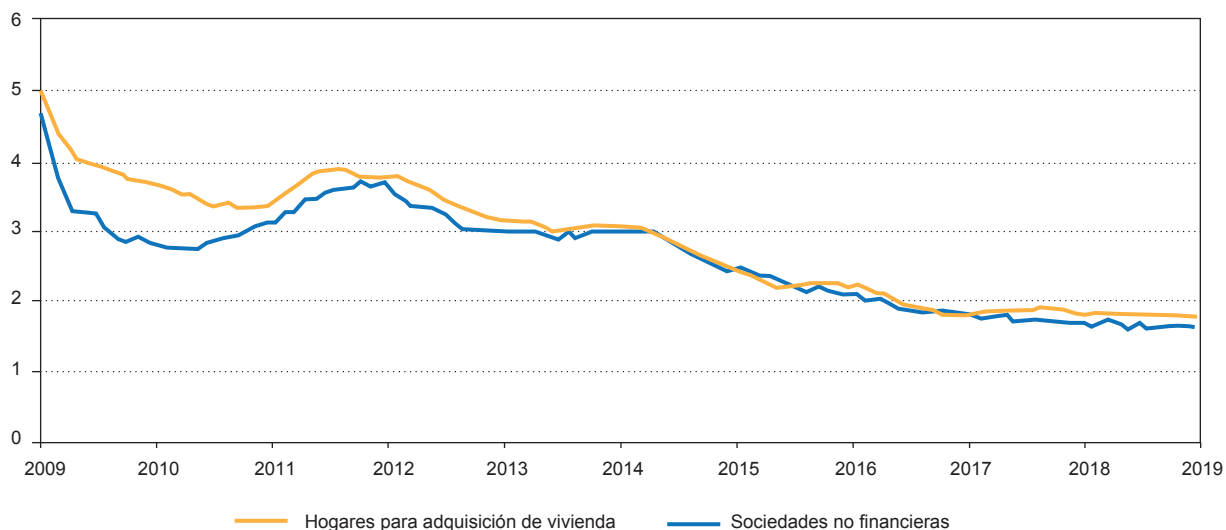
pasará de 255 billones de dólares (320 % del PIB mundial) a 325 billones de dólares en 2025, como muestra de las necesidades de financiación para hacer frente a la crisis del coronavirus. Esta realidad se manifiesta cuando aún no se habían absorbido los costes de la crisis de 2008.

Los tres prestatarios principales del mundo son Estados Unidos, China y Japón, que hasta los momentos actuales representan aproximadamente la mitad de la deuda total; una mayor participación en comparación con su participación en la producción mundial. El problema de la deuda no está asociado a los países en desarrollo como lo fue en el pasado; los países que más se están endeudando en los últimos años son los países avanzados. La deuda de las empresas supera el 39 % de la deuda mundial (véase la Figura 1).

² Trillones en la forma de medir anglosajona. La denominada cuarta ola de la deuda (Kose *et al.*, 2019) que se inició en 2010 alcanzó 55 billones de dólares en 2018. Las tres olas previas de acumulación de deuda se manifestaron en: 1970-89, 1990-2001 y en 2002-2009. *Aunque cada ola tiene sus propias características todas terminan en crisis financiera e importantes pérdidas de output.*

FIGURA 2

**TIPOS DE INTERÉS SINTÉTICOS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS CONCEDIDOS
A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y A LOS HOGARES**
(En %)



FUENTE: Banco Central Europeo (BCE).

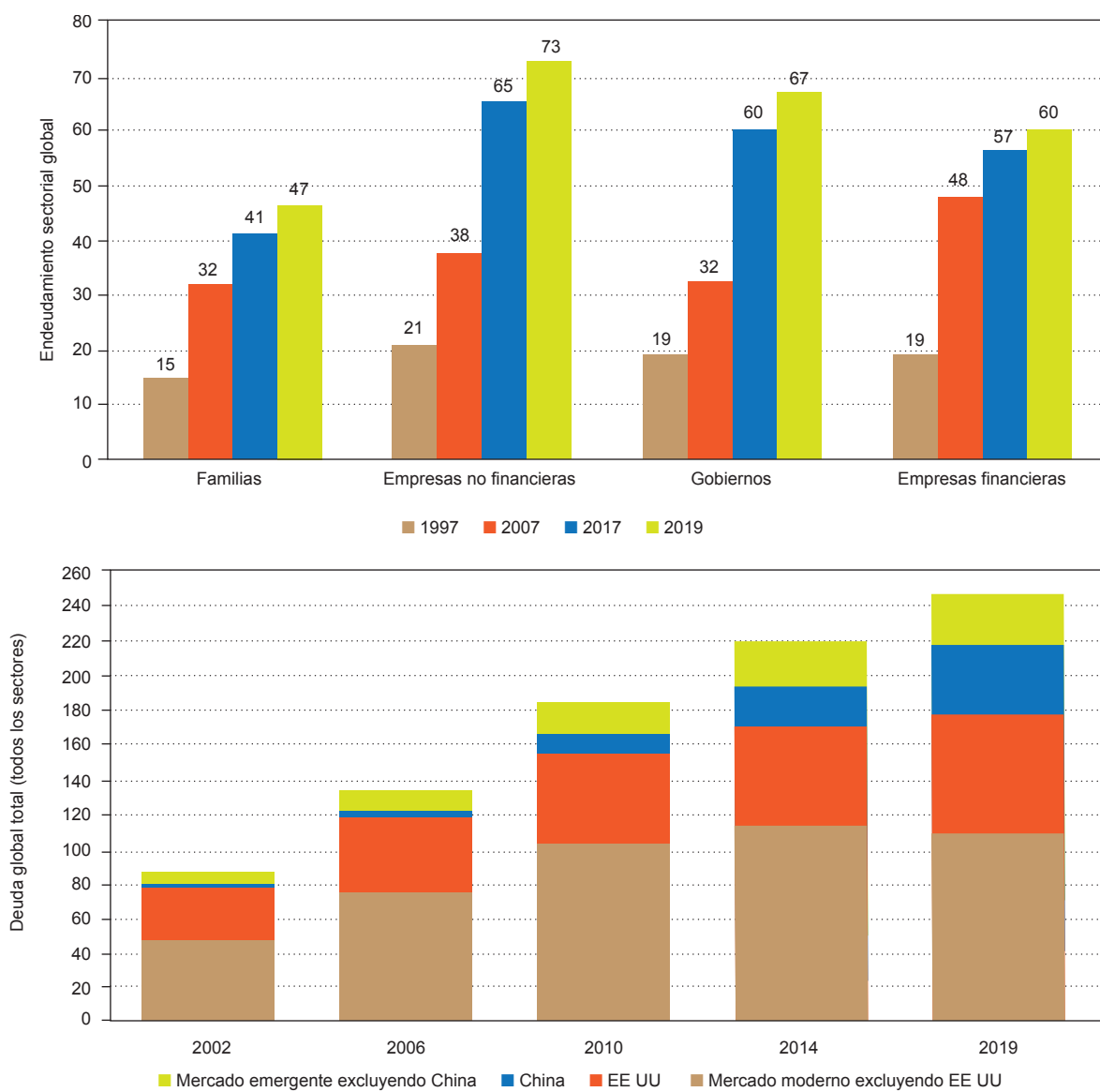
También es cierto que la reducción de los tipos de interés hasta niveles muy bajos o incluso negativos ha influido en la mayor propensión a endeudarse por parte de las empresas. Así en la Figura 2 podemos comprobar cómo los costes de la financiación bancaria en la zona euro se han reducido en un 60 % en los últimos años.

Como puede apreciarse en la Figura 3 las empresas no financieras y las entidades no gubernamentales son los grupos que han experimentado el mayor aumento en los niveles de deuda desde 2007 (en términos nominales). Por otra parte, es notable el incremento relativo del endeudamiento de instituciones y empresas chinas y en general de los residentes en países emergentes. En cualquier caso, el núcleo de la deuda sigue estando radicada en los países desarrollados.

La provisión de una mejor información al mercado está asociada a la mejora del acceso a los

mercados de capitales. El principal determinante de la fuente de la deuda es la calidad crediticia del emisor. Así en general se observa que las empresas con mayor calidad crediticia se financian de fuentes de acceso al público (mercados de capitales), las empresas con deuda de calidad crediticia media preferentemente de los bancos y las empresas con menor calidad crediticia en cierta medida dependen de prestamistas privados no bancarios (Denis & Mihov, 2003). El coste de la financiación bancaria puede ser menor que el de los mercados de capitales debido a la menor asimetría de información y a los costes de intermediación. La deuda bancaria puede ser una señal positiva para los mercados financieros (Lummer & McConnell, 1989; James, 1987; Mikkelsen & Partch, 1986). Sin embargo, después de la crisis de 2008, muchas grandes corporaciones se

FIGURA 3
EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO A NIVEL GLOBAL
 (En billones de dólares USA)



FUENTE: Institute of International Finance (IIF).

han desplazado hacia la financiación con bonos; los préstamos de los bancos comerciales han disminuido debido a la situación de crisis bancaria. Alrededor

del 20 % de la deuda corporativa global total está en forma de bonos, casi el doble de la participación que en 2007 (McKinsey Global Institute, 2018).

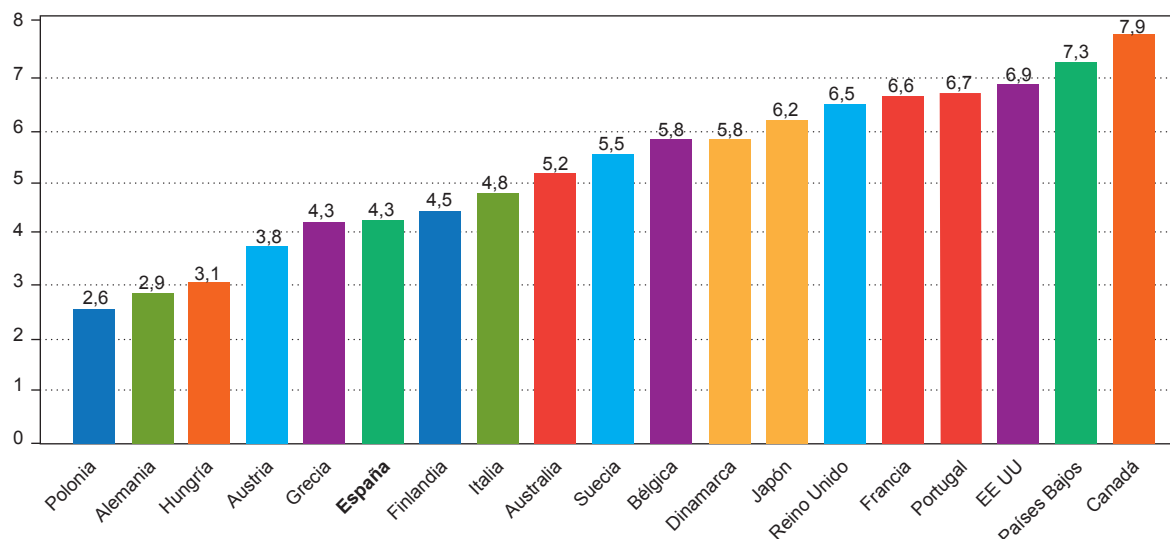
TABLA 1
FINANCIACIÓN DE LA DEUDA DE LAS MULTINACIONALES SEGÚN PAÍS DE ORIGEN
 (En millones de dólares USA)

País	EBIT	Gastos financieros	%	Deuda total	Activos totales	%
Australia.....	95.863,00	46.792,00	48,81	2.638.831,20	2.904.780,40	90,84
Bélgica.....	14.660,00	4.400,00	30,01	173.541,00	246.126,00	70,51
Brasil.....	117.206,00	84.125,68	71,78	1.362.942,40	1.601.773,90	85,09
Bretaña.....	160.336,97	35.751,68	22,30	7.470.294,60	8.267.504,40	90,36
Gran Bretaña / Países Bajos.....	9.986,00	783,00	7,84	56.023,00	72.388,00	77,39
Canadá.....	77.254,00	30.720,96	39,77	3.746.753,30	4.089.888,80	91,61
China.....	870.652,11	355.607,21	40,84	29.166.100,50	33.051.646,00	88,24
Dinamarca.....	650,00	625,00	96,15	32.618,00	63.227,00	51,59
Finlandia.....	-1.132,00	-554,42	48,98	29.882,30	49.260,30	60,66
Francia.....	176.056,33	58.005,71	32,95	9.988.587,50	11.014.481,40	90,69
Alemania.....	170.608,65	36.994,90	21,68	5.473.267,20	6.372.474,70	85,89
India.....	51.685,02	25.573,36	49,48	718.131,40	868.499,00	82,69
Indonesia.....	4.684,00	817,00	17,44	27.893,50	51.213,60	54,47
Irlanda.....	14.173,00	1.896,00	13,38	115.283,00	212.373,80	54,28
Italia.....	62.176,28	20.536,25	33,03	3.081.112,10	3.371.451,40	91,39
Japón.....	249.000,73	27.279,48	10,96	13.766.875,90	15.375.221,60	89,54
Luxemburgo.....	5.886,00	879,00	14,93	46.508,00	85.297,00	54,52
Malasia.....	15.876,98	859,45	5,41	51.942,70	148.330,90	35,02
México.....	19.123,42	9.749,43	50,98	273.031,98	216.858,29	125,90
Países Bajos.....	94.488,34	44.209,33	46,79	2.776.649,40	3.180.132,40	87,31
Noruega.....	13.910,00	490,00	3,52	71.239,00	111.100,00	64,12
Polonia.....	2.052,76	97,73	4,76	8.194,30	17.462,30	46,93
Rusia.....	64.496,00	15.808,00	24,51	706.078,00	1.091.127,10	64,71
Arabia Saudita.....	8.521,16	621,09	7,29	42.277,90	85.992,70	49,16
Singapur.....	2.070,00	507,00	24,49	24.969,40	40.933,00	61,00
Corea del Sur.....	106.705,91	9.641,64	9,04	1.318.460,90	1.905.162,50	69,20
España.....	86.552,84	44.308,71	51,19	2.790.093,10	3.107.269,80	89,79
Suecia.....	-552,00	352,00	-63,77	56.983,00	82.224,20	69,30
Suiza.....	80.258,77	21.704,99	27,04	2.753.400,90	3.256.667,60	84,55
Taiwán.....	29.478,58	3.822,78	12,97	562.853,90	704.293,40	79,92
Tailandia.....	7.108,00	819,00	11,52	43.389,90	68.517,90	63,33
Turquía.....	2.979,00	611,00	20,51	19.545,60	27.452,50	71,20
Emiratos Árabes Unidos.....	851,19	409,74	48,14	24.812,30	34.737,40	71,43
Estados Unidos.....	834.408,76	276.978,96	33,19	25.901.491,75	30.228.642,20	85,69
TOTAL 500.....	3.448.719,79	1.161.346,76	33,67	115.330.756,23	132.018.227,39	87,36

FUENTE: Elaboración propia en base a Fortune (2020).

FIGURA 4

RATIO DE DEUDA DE EMPRESAS NO FINANCIERAS Y SUPERÁVIT, 2015



FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

Por lo tanto, las empresas que tienen una brecha menor de información con el mercado tienen más probabilidades de endeudarse a través de los mercados de capitales, a un coste menor que a través de la banca. Los bancos pueden extraer rentas de la empresa debido a su posición privilegiada (Rajan, 1992); las empresas tienen un incentivo para diversificar la dependencia de los bancos.

Las principales multinacionales muestran un índice de deuda muy alto, que puede apreciarse en la Tabla 1. En el nivel agregado de las empresas del *ranking Fortune 500* por país de origen de la EM, observamos el alto nivel de deuda. En algunos casos, 20 países registran un índice de endeudamiento superior al 70 % del valor de los activos, siendo el 87 % del total para las 500 empresas. Además, los gastos financieros representan una alta proporción de las ganancias antes de impuestos (28 % para el total de las empresas). Además, como podemos verificar en la Figura 4, existen diferencias relevantes entre países en el apalancamiento de las empresas.

La relación deuda/superávit (*surplus*) de las empresas no financieras puede ser un indicador de su capacidad para asumir el coste de los intereses y los reembolsos de la deuda con el flujo de caja operativo generado. La deuda se calcula según la OCDE como la suma de las siguientes categorías de pasivos: moneda y depósitos, títulos de deuda, préstamos, seguros, pensiones y sistemas de garantía estandarizados, y otras cuentas por pagar. El superávit operativo bruto (SOB) es el valor agregado generado por las actividades de producción después de la deducción de la remuneración de los empleados. El sector de empresas no financieras incluye todas las empresas públicas y privadas que producen bienes y servicios no financieros a los mercados. Si la relación deuda/superávit (beneficio) operativo de una corporación no financiera es 3,5, esto significa que la deuda pendiente es 3,5 veces mayor que el superávit operativo bruto anual.

Por ejemplo, en Canadá la ratio es tres veces mayor que la de Polonia. Factores como las características de los sistemas financieros, el nivel impositivo o la

diversificación internacional de las empresas podrían explicar estas diferencias.

3. Impuestos y valor de la empresa

Bajo los supuestos de mercado de capitales perfectos (no hay impuestos, ni costes de transacción y otras fricciones), la estructura de la deuda de la empresa (a corto o largo plazo, a tipos de interés fijos o variables y en qué moneda de denominación se contraten) es irrelevante. En ausencia de fricciones, la elección entre deuda y capitales propios (acciones) es irrelevante en la determinación del valor de la empresa, tal y como muestran Modigliani y Miller (1958, 1963).

Con la información completa disponible sin costes todos los proveedores de capital pueden cobrar un precio justo por la transacción. Bajo este tipo de entorno no hay impuestos, ni costes de transacción ni costes de insolvencia financiera y quiebra; los inversores y los mercados de capitales son racionales; no hay asimetría de información; los objetivos de los directivos y accionistas son compatibles. Bajo imperfecciones de los mercados de capitales, relajando los supuestos anteriores, la estructura financiera de las empresas es relevante. Existe una estructura financiera óptima. Desde el punto de vista de la dirección de la empresa existe una explicación alternativa a la estructura financiera óptima: primero, se utiliza la reinversión de beneficios para la financiación de inversiones; segunda opción, alternativa o complementaria, es acudir al endeudamiento; y en último lugar se busca la ampliación de capital (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). La deuda puede jugar un papel disciplinario para la dirección de la empresa en sus decisiones de financiación (Stulz, 1990). La alineación de la remuneración de los directivos con el objetivo de los accionistas es un factor que influye en la estructura de capital de la empresa (Ross, 1977; Dybvig & Zender, 1991).

Los beneficios son una señal de responsabilidad económica de las empresas. El beneficio neto después del cálculo del impuesto de sociedades implica

que la empresa ha generado suficientes ingresos para asumir (pagar) todos los costes de producción (salarios, energía, materias primas y bienes intermedios, gastos generales e impuestos). El beneficio neto después de impuestos sobre los activos (inversiones) es el rendimiento económico de la empresa.

La pregunta relevante es cómo distribuir el rendimiento de los activos; quiénes son los propietarios contractuales de las ganancias netas de la empresa. La respuesta es que queda la obligación de compensar al ahorro (vía deuda o recursos propios) invertido en la empresa. En primer término, en una empresa sin deuda el rendimiento de los recursos propios será exactamente el rendimiento de los activos y, por lo tanto, el valor de las empresas no apalancadas (no endeudadas) será:

$$V_s = \frac{\bar{X}(1-\tau)}{k_e} \quad [1]$$

Siendo:

X = beneficio medio anual antes de impuestos

τ = tasa impositiva

k_e = coste (rentabilidad) de capital

V_s = valor del accionista = E

Las interconexiones entre la economía real y financiera de la empresa tienen lugar a través del coste promedio de capital:

$$k = k_d \frac{D}{V} + k_e \frac{E}{V} \quad [2]$$

Siendo:

$V = E + D$

k_d = coste de la deuda

k_e = coste de los recursos propios

D = valor de mercado de la deuda

E = valor de mercado de renta variable (de las acciones)

El prestamista (bancos e inversores en bonos) recibe los intereses pagados por el prestatario (la

empresa) y asumirá sus propios impuestos sobre la renta. Los accionistas recibirán dividendos y ganancias de capital y por ello pagarán sus impuestos personales o societarios³. En esta situación, el valor y la estructura de capital de las empresas no se ven afectados directamente por los impuestos sobre los pagos que realizan las empresas a los inversores financieros (accionistas, bancos o propietarios de bonos). Cuando existen impuestos corporativos sobre los beneficios, la estructura de capital (deuda y acciones) es importante; en teoría, las decisiones sobre la financiación con deuda son relevantes, como lo es la estructura financiera de las empresas.

Para que la estructura financiera de la empresa sea relevante, una o más de las siguientes circunstancias deben verificar existencia de: impuestos, costes de transacción, costes de agencia y la posibilidad de costes de insolvencia y quiebra. En función del nivel de riesgo asumido la financiación con deuda también puede generar costes de insolvencia y quiebra. La combinación de beneficios fiscales y costes de insolvencia y quiebra son factores que afectan a la decisión sobre el nivel de endeudamiento asumido. Si la empresa asume más riesgos de los previstos originalmente por el prestamista potencial, puede conducirla a tener que aceptar deuda a tasas de interés más elevadas. Es lógico que las empresas limiten la deuda. La deuda tiene un factor de disciplina.

Una de las principales ventajas de la financiación con deuda es que puede reducir la factura de impuestos de la empresa. El valor de la empresa se verá afectado por el valor actual de los ahorros fiscales obtenidos derivados del endeudamiento. La decisión de emitir deuda en moneda local o extranjera tiene que ver con sus ventajas fiscales consideradas como parte integrante de la estrategia de optimización de la empresa. Si los intereses de la deuda son gastos

deducibles por la empresa a efectos fiscales, el coste del capital será menor:

$$k = k_d(1 - \tau) \frac{D}{V} + k_e \frac{E}{V} \quad [3]$$

Y el valor de la empresa con apalancamiento ($D > 0$) será:

$$Vt = \frac{\bar{X}(1 - \tau)}{K_e} + \frac{K_d D \tau}{K_d} = Vs + D\tau \quad [4]$$

La ventaja fiscal del endeudamiento, dado que $Vt = Vs + D\tau$, representa un incentivo para las empresas para emitir deuda «tanto como sea posible». Las ventajas fiscales de la deuda se verán compensadas con los denominados costes de insolvencia y quiebra⁴ (\tilde{C}_{iq}) que son una variable aleatoria cuyo importe aumenta a medida que se incrementa el nivel de endeudamiento. Mientras el ahorro fiscal del endeudamiento sea superior a los costes de insolvencia y quiebra podemos admitir que la deuda aumenta su peso en la estructura de capital. Sin embargo, teniendo en cuenta el valor creciente de los costes de insolvencia y quiebra el endeudamiento debe tener un límite (ver Figura 4). En los trabajos de Graham (2000), Graham y Tucker (2006) y Graham y Leary (2011) se estiman que los beneficios fiscales de la deuda equivalen al 9,7 % del valor de las empresas.

Cuando el coste asociado a la deuda es inferior a la rentabilidad de los activos, la rentabilidad financiera para los accionistas ($E(Y)$) será mayor que la rentabilidad económica de la empresa, como se muestra en la siguiente expresión:

$$E(Y) = E(r)(E + D) - K_d D(1 - \tau) = E(r)E + D[E(r) - K_d(1 - \tau)] \quad [5]$$

³ El posible efecto de los impuestos personales en el coste de capital fue analizado e incorporado a la teoría por Miller (1997, 1998). Véase también sobre esta problemática Graetz y Warren (2016).

⁴ En este caso se ha supuesto lógicamente que la empresa recibe el nominal del empréstito (o del préstamo). En general, a la cantidad del préstamo que deba percibir la empresa habrá que restarle siempre los gastos de emisión o negociación del mismo (gastos de suscripción, corretaje, etcétera). Normalmente el valor de mercado de la deuda no coincidirá con su valor nominal.

Una disminución en el coste promedio de capital debido a la deducción fiscal de los intereses de la deuda puede facilitar una mayor inversión y más crecimiento. Un alto nivel de deuda puede aumentar el nivel de riesgo y esto puede conducir a una estrategia de inversión futura por debajo del óptimo (un coste de agencia). Entonces, la estrategia óptima de endeudamiento es una elección (*trade-off*) entre las ventajas fiscales de la deuda y el nivel de deuda con riesgo. En ausencia de impuestos, la estrategia óptima es no emitir deuda con riesgo (Myers, 1977). Es lógico que las empresas limiten su endeudamiento. La ventaja fiscal incremental de los préstamos puede disminuir a medida que aumenta la deuda y consecuentemente puede reducir las posibilidades futuras de endeudamiento.

Un cierto conservadurismo al endeudamiento se explica por el problema de la subinversión y la prudencia de no asumir una sobrecarga de gastos financieros (Myers, 1977), y optar por programas de financiación jerarquizada (*pecking order financing*; Myers & Majluf, 1984) y por consideraciones sobre los flujos de caja libres (Jensen, 1986). En un mundo con impuestos la empresa debe adoptar una ratio de endeudamiento objetivo (deseable), que no supere los límites de deuda impuestos por los prestamistas (Modigliani & Miller, 1963) y no asumir un nivel de riesgo mayor. Adicionalmente a los beneficios fiscales de la deuda, los factores determinantes de la elección de la combinación financiera de la empresa, sobre los que existe cierto consenso en la literatura, son: tamaño o dimensión, estructura de activos (físicos e intangibles), crecimiento, rentabilidad, volatilidad de los beneficios, deducciones fiscales distintas a los intereses de la deuda, relaciones de agencia y asimetrías de información (Graham, 2000; Graham & Harvey, 2001; van Binsbergen, Graham & Yang, 2010; Korteweg, 2010; Doidge & Dyck, 2015). No existe una opinión unánime sobre cuáles son los factores más importantes y cómo contribuyen al valor de la empresa. Una revisión sobre la relevancia teórica de este tema

puede verse en Bolton (2016); como factores específicos determinantes de la estructura de capital de las EM se pueden mencionar el riesgo país y el riesgo de cambio, la diversificación industrial y geográfica, los costes de agencia y la naturaleza de los activos (la intangibilidad) (Burgman, 1996; Lee & Kwok, 1998; Doukas & Pantzalis, 2003).

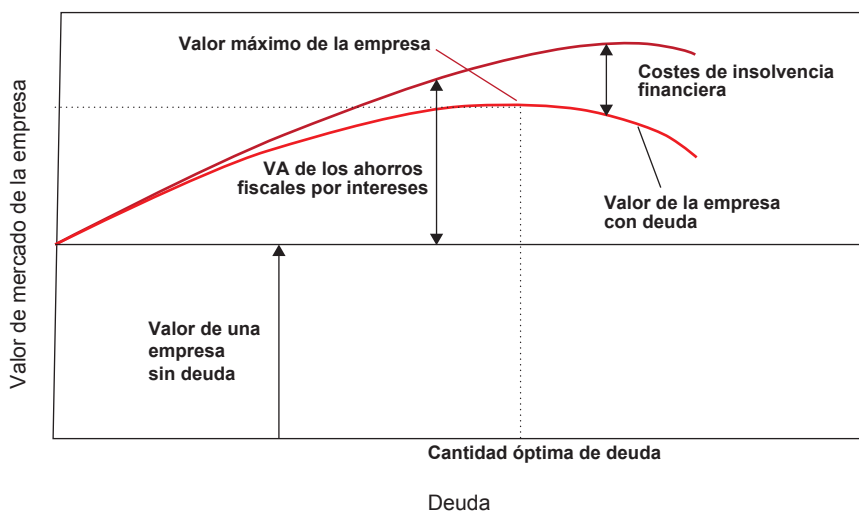
La evidencia señala que no hay una teoría universal para la elección de la combinación entre deuda y capital acciones (Myers, 2001). La teoría de financiación jerarquizada (*pecking-order*) señala que no existe una estructura óptima sino reacciones, decisiones, entre financiación interna (beneficios retenidos) y externa (deuda y ampliación de capital) fundamentada en la percepción de la existencia de asimetría de información en el entorno financiero; la empresa prefiere en primer lugar la financiación interna y después la externa, primando la deuda sobre la ampliación de capital. La existencia de una estructura óptima (*trade-off*) para cada empresa se refleja en la Figura 5. La ventaja más importante de la deuda es la deducción fiscal de los intereses. La deuda puede ser una herramienta para reducir los costes de agencia (derivados del posible conflicto de intereses entre accionistas y directivos, y con otros agentes).

4. Implicación social, económica y política de la deducción fiscal de los intereses de la deuda

Si la ventaja fiscal (protección fiscal) para la deuda empresarial desaparece, la asignación (localización) de negocios internacionales debería ser eficiente (la elusión fiscal⁵ por este factor no se producirá o lo hará en menor medida). Sin embargo, por otros medios es posible minimizar la carga fiscal, por ejemplo, utilizando precios de transferencia (Eden, 2019). Al mismo tiempo, cuanto mayor sea la base fiscal (el ingreso operativo neto) para la determinación de los impuestos corporativos, más se recaudará con la misma tasa impositiva; la

⁵ La elusión fiscal se estima en un billón anual en la Unión Europea.

FIGURA 5
DEUDA, IMPUESTOS Y VALORACIÓN DE LA EMPRESA



FUENTE: Elaboración propia.

Administración fiscal tendrá más recursos disponibles para gastos públicos (educación, salud e infraestructura) y la desigualdad podría reducirse.

Una observación interesante es que la tasa impositiva efectiva que las empresas pagan en todos los países es mucho menor que la tasa nominal⁶, lo que significa que, de hecho, los países aceptan renunciar a ingresos fiscales derivados de un mayor impuesto sobre los beneficios empresariales. De esta manera ante presiones de los poderes empresariales, en un mundo con divergencias y desigualdades fiscales evidentes, se opta por facilitar la competitividad internacional de las empresas reduciendo la presión fiscal.

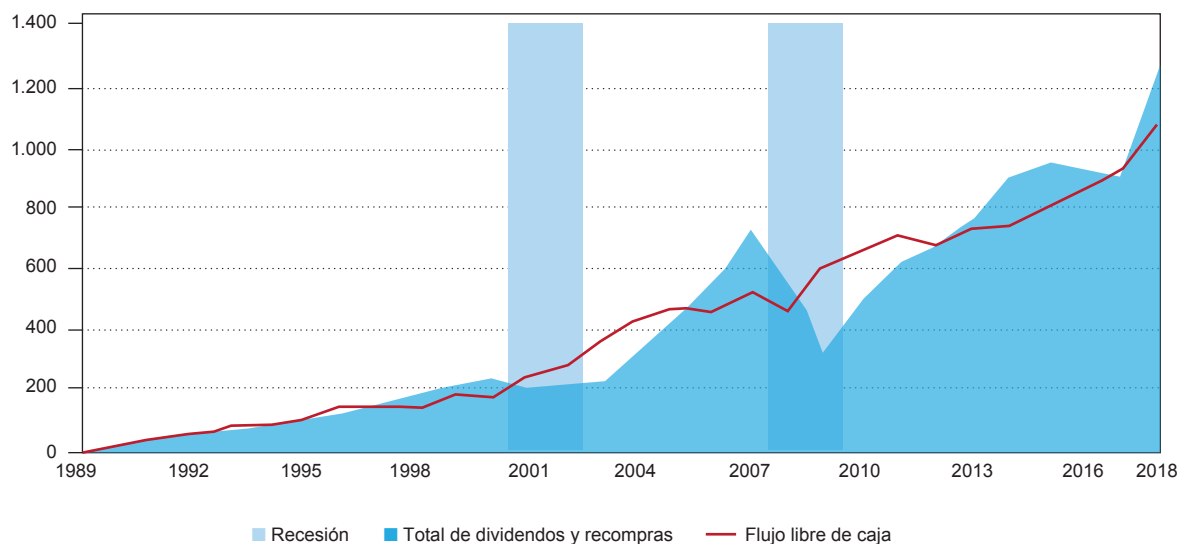
⁶ La tasa efectiva del impuesto de sociedades ha bajado de forma progresiva en los últimos años (OCDE, 2019). Actualmente se estima que está entre un 4 y un 8,5 %. El 0,01 % más rico de los países escandinavos evade el 30 % de su renta y riqueza y el 95 % de los tenedores de cuentas extranjeras no informan de sus depósitos fiscales (Slemrod, 2019).

Las ventajas fiscales del endeudamiento corporativo son un incentivo para aumentar la deuda de las empresas y es un factor de desigualdad, dada la alta concentración de riqueza e ingresos a nivel global y dentro de un país. Paralelamente, la concentración de la producción en algunas empresas continúa creciendo. Además, la optimización fiscal internacional de las empresas multinacionales es un fenómeno creciente: asignar deuda y gastos a filiales ubicadas en países con altos impuestos y asignar ganancias a subsidiarias con un entorno de bajos impuestos.

Credit Suisse (2018) estima que el 10 % más rico tiene el 85 % de la riqueza mundial y el 1 % más rico tiene el 47 % de la riqueza. El 50 % de los más pobres tiene el 1 % de la riqueza mundial. La reforma fiscal de los Estados Unidos de diciembre de 2017 ha sido beneficiosa para las personas ricas y para las EM⁷. Los dividendos

⁷ De hecho, el partido demócrata la calificó como un regalo de Navidad para los ricos.

FIGURA 6
DIVIDENDOS Y RECOMPRAS DE ACCIONES EMPRESAS SP500
 (En billones de dólares USA)



NOTA: Dividendos y recompras han excedido los niveles de flujo libre de caja desde 2013.
 FUENTE: Capital Group.

pagados a la sede central de las multinacionales a los Estados Unidos se han utilizado fundamentalmente para recomprar sus propias acciones (ver Figura 6) y no reinvertirlos y mejorar la productividad. Las ganancias fueron a manos de los accionistas más ricos, dada la concentración del patrimonio y de la riqueza. Esta realidad es especialmente notoria en las empresas tecnológicas, que en 2019 destinaron más de cinco billones de dólares de beneficios en compra de sus propias acciones, para elevar su valor bursátil en lugar de reinvertir y generar nuevos empleos. Según Slemrod (2019) en EE UU las ganancias de capital representan el 60 % de los ingresos brutos de las 400 personas más ricas.

Por otra parte, como podemos observar en la Figura 6, el incremento de la deuda ha permitido, en los últimos años, políticas más generosas de retribución de los accionistas superando los pagos por

dividendos y recompra de acciones a los flujos de caja generados.

Las EM españolas pagaron el 12,6 % de sus beneficios globales por impuesto de sociedades. El tipo nominal es del 25 %. Estos datos se refieren a 134 empresas con 16.160 filiales y con datos referidos a 2016. Existe cierta dispersión dentro del grupo de empresas, 49 de ellas solo pagaron el 3,6 %. Medido en términos de devengo, no de caja, el impuesto alcanzó un 15,5 % del beneficio. Estos datos figuran en el análisis elaborado por la Agencia Tributaria a partir de la información suministrada por las empresas a través de la declaración de información «país por país». Las EM en su liquidación global tienen que tener en cuenta lo pagado por sus filiales en el exterior. Adicionalmente, considerando las subvenciones y deducciones fiscales más la utilización de precios de transferencia en el mercado interno

(entre los que hay que considerar a los tipos de interés de transacciones intraempresa y empleo de sociedades instrumentales en países de baja tributación) se puede explicar la discrepancia entre el tipo de interés nominal y el efectivo del impuesto de sociedades. Se producen exenciones por la doble imposición de dividendos y la compensación de bases imponibles negativas (con ciertas limitaciones). Asimismo, también puede ocurrir que existan partidas que aparecen en la cuenta de pérdidas y ganancias, pero no en la base imponible del impuesto (como, por ejemplo, plusvalías o beneficios que no están sometidos a tributación).

5. ¿Influye positivamente la deuda en el valor de las empresas?

Como se muestra en la Tabla 1, las 500 EM del *ranking Fortune* utilizan un nivel muy elevado de apalancamiento⁸. En promedio financian sus activos a valores contables con un porcentaje de deuda próximo al 87 %. Esta realidad nos plantea la siguiente pregunta: ¿influye positivamente el endeudamiento en la valoración de las EM cotizadas? Si se demostrase que los mercados penalizan el endeudamiento no tendría sentido que las empresas apalancasen sus balances ya que perjudicaría a sus accionistas.

Para ver el efecto de la deuda hemos analizado la relación estadística entre la ratio de valoración precio/valor en libros (*price to book*) que nos refleja el cociente entre la capitalización bursátil y el neto patrimonial de las empresas y diferentes variables indicativas del nivel de endeudamiento y otras relacionadas con la rentabilidad para las empresas multinacionales del *ranking Fortune* en 2018. La ratio utilizada como variable dependiente en el modelo es una excelente medida de la creación de valor para los accionistas por parte de los gestores de las empresas cotizadas. La elección de este indicador nos ha obligado a suprimir de la muestra a las empresas no cotizadas.

También hemos eliminado las empresas con recursos propios negativos o muy reducidos que se explican por la típica política de recompra de acciones o por la obtención de resultados negativos en los últimos años. Hemos eliminado 28 empresas por ese motivo y otras 68 por no cotizar, quedando finalmente una muestra de 404 empresas.

Después del contraste de diferentes modelos la ecuación que mejor refleja la relación entre la ratio precio/valor en libros y variables indicativas del endeudamiento se muestra en la Tabla 2. En dicha tabla se muestran las variables explicativas de los dos modelos econométricos contrastados que difieren exclusivamente en la variable indicativa del endeudamiento, la ratio escudo fiscal/recursos propios (modelo 1) o la ratio deuda/total activos (modelo 2).

Las variables explicativas del modelo que ofrece un mejor ajuste econométrico son las siguientes:

- Rentabilidad financiera medida como cociente entre el beneficio después de impuestos y los recursos propios.
- Escudo fiscal/recursos propios como cociente entre el producto de la deuda por la tasa fiscal efectiva y los recursos propios a valores contables.
- Sector incorporado mediante una variable *dummy* que toma el valor 1 para las industrias con una elevada inversión en activos intangibles como tecnología o telecomunicaciones y 0 para los sectores tradicionales. Con esta variable se intenta reflejar el hecho de que los sectores más intensivos en capital intelectual deben tener una ratio precio/valor en libros mayor.

Según el primer modelo, como cabía esperar, la rentabilidad financiera siempre tiene un efecto positivo sobre la ratio precio/valor contable⁹.

El análisis realizado nos demuestra que el endeudamiento añade valor en las empresas en la medida en que supone ahorros fiscales actualizados. Por otra

⁸ Datos del ejercicio de 2018.

⁹ Precio/valor contable = PER* rentabilidad financiera sostenible a largo plazo para el mercado por lo que la relación debe ser positiva.

TABLA 2
RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE REGRESIÓN

	Modelo 1 Precio/valor en libros	Modelo 2 Precio/valor en libros
Rentabilidad financiera	18,350*** (0,000)	23,120*** (0,000)
Escudo fiscal/recursos propios	1,578*** (0,000)	– –
Sector	-3,534 (-0,393)	-7,657 (-0,131)
Deuda/total activos	– –	0,000 (-0,543)
Constante	-3,985** (-0,040)	-0,196 (-0,934)
R^2	0,641	0,464
R^2 ajustado	0,639	0,460
F	239,67	115,61

NOTA: * Significativo al 90 %, ** Significativo al 95 %, *** Significativo al 99 %.

FUENTE: **Elaboración propia.**

parte, el sector no parece tener significación estadística cuando utilizamos también variables explicativas como la rentabilidad financiera y el peso del escudo fiscal. Es curioso porque si utilizamos otros indicadores de endeudamiento como la ratio deuda/total activos en el modelo 2, la ecuación pierde su capacidad explicativa en términos de explicitación de la influencia del endeudamiento en el valor de la empresa. Eso se puede observar en la Tabla 2 en la columna con los datos del modelo 2, en la que hemos sustituido la variable escudo fiscal sobre recursos propios por el clásico coeficiente de endeudamiento deuda/total activos. El coeficiente de la ecuación de regresión para esta variable es prácticamente cero y obviamente no significativo.

6. A modo de conclusiones. Implicaciones de políticas públicas

La heterogeneidad internacional del entorno del impuesto de sociedades crea incentivos fiscales para adoptar una planificación fiscal agresiva a nivel global de la empresa. La deducción fiscal es un incentivo para aumentar el endeudamiento de las empresas y, en consecuencia, es un factor determinante de su estructura de capital. Reduce el coste de capital, lo que puede aumentar la propensión a invertir reduciéndose al mismo tiempo los ingresos fiscales de los países.

Con la deducción fiscal de los intereses, el rendimiento de los recursos propios aumenta y contribuye

a una alta concentración de capital en todo el mundo: aumenta la desigualdad de la sociedad. En términos de coste de oportunidad, esa deducción fiscal reduce los ingresos de las autoridades fiscales. Esto puede ser interpretado como un subsidio indirecto por los contribuyentes de los países para reducir el coste de capital de las empresas apalancadas y, por lo tanto, como un aumento de la riqueza de los accionistas. El escudo fiscal tiene implicaciones de eficiencia y desigualdad.

La actividad política de las empresas puede definirse como «cualquier acción firme deliberada destinada a influir en la política o proceso del gobierno» (Getz, 1997, pp. 32-33). Las políticas económicas de los gobiernos prevén subsidios, controles de precios, barreras de entrada y otras intervenciones (Shaffer, 1995, p. 498). En consecuencia, las empresas tienen un incentivo para desarrollar estrategias de «gestión de dominio», es decir, utilizar las intervenciones gubernamentales de una manera que respalde sus propios objetivos estratégicos (Baysinger, 1984, p. 249). La reacción de las EM al cambio institucional es evitarlo, adaptarse o reaccionar para cambiarlo. La EM puede diseñar acciones empresariales para modificar, crear o eliminar cambios institucionales como grupo (organizaciones empresariales) (García-Cabrera *et al.*, 2019). Las intervenciones gubernamentales pueden aumentar la incertidumbre del entorno y, en consecuencia, las empresas tienen un incentivo para desarrollar estrategias de gestión para enfrentar los efectos de tales intervenciones.

La eliminación de las ventajas fiscales de la deuda empresarial eliminaría la ventaja de localización en paraísos fiscales y los centros financieros *off-shore*¹⁰. Además, desaparecería una barrera importante para la tendencia a la armonización

fiscal¹¹. Alternativamente, evitaría las distorsiones de la competencia fiscal entre países y orientaría las estrategias de captación de inversiones extranjeras a factores más correlacionados con el aumento de la eficiencia económica y la inclusión.

Los impuestos en un mundo global y digital deben considerarse desde una perspectiva internacional y no desde un punto de vista local y unilateral. Si no se hace así, la recaudación fiscal por el impuesto sobre los beneficios empresariales se reducirá, generando problemas de sostenibilidad del estado del bienestar al margen de aumentar la desigualdad económica entre los individuos.

La tributación armonizada por áreas económicas y acuerdos creíbles de cooperación será un instrumento eficaz para neutralizar y bloquear la evasión y elusión de impuestos. En este sentido trabajan OCDE y la Unión Europea para modificar los principios de la imposición internacional. La OCDE (y el G-20) agrupa a países que explican el 90 % de la economía mundial. La cuestión relevante es: ¿cómo se reparten los impuestos de las multinacionales? ¿Es conveniente acordar internacionalmente el establecimiento de un impuesto global mínimo? Y, como defendemos en ese artículo, ¿es conveniente valorar la relevancia internacional de la eliminación de la deducción fiscal de los intereses de la deuda en los impuestos sobre los beneficios de las empresas? Y si es así, ¿tendríamos una mejor globalización?

Como medida realista la deducción de intereses podría ser selectiva para no perjudicar a pymes y autónomos que utilizan de forma prioritaria el crédito bancario para financiar su actividad. Por ejemplo, se podrían establecer límites a la deducción de los intereses por tipología de fuente financiera, tamaño o volumen de actividad del sujeto fiscal, etc. La idea es que

¹⁰ La evasión de impuestos de las EM se estima en 70.000 millones de euros anuales. La evasión y elusión fiscal está relacionada con el aumento de la deuda pública y con una menor inversión en educación, sanidad y otros servicios públicos; vías de redistribución y reducción de desigualdad.

¹¹ La Comisión Europea ha realizado, en 2016 (a raíz del escándalo de los papeles de Panamá) y en 2019, una propuesta para que las EM detallen los impuestos pagados en cada país. En ambas ocasiones fue rechazada por la oposición de algunos países (Luxemburgo, Irlanda y Suecia).

los cambios fiscales no encarezcan en exceso los costes de la financiación del circulante de empresarios individuales y pymes.

Lo que no tiene sentido es que se permita la deducción fiscal de los intereses en operaciones fuertemente «apalancadas» desarrolladas por sociedades instrumentales radicadas en paraísos fiscales que, gracias a las facilidades, por ejemplo, del *project finance*, obtienen el control de sectores estratégicos como por ejemplo la energía o la vivienda a un coste financiero muy reducido.

También es cierto que las estrategias de optimización fiscal más agresivas son desarrolladas en parte por empresas tecnológicas que por razones de riesgo global y de liquidez no se endeudan. Sobre estas empresas habrá que diseñar mecanismos, en la idea de la denominada «tasa Google», que contribuyan a que su carga fiscal sea más justa.

En cualquier caso, se necesita una reformulación de la fiscalidad directa de las empresas para contribuir al desarrollo económico y social de países con sociedades más justas y sostenibles.

Referencias bibliográficas

- Baysinger, B. D. (1984). [Domain Maintenance as an Objective of Business Political Activity: An Expanded Typology](#). *Academy of Management Review*, 9(2), 248-258.
- Bolton, P. (2016). Presidential address: Debt and money: Financial constraints and sovereign finance. *Journal of Finance*, 71(4), 1483-1510.
- Burgman, T. A. (1996). [An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure](#). *Journal of International Business Studies*, 27(3), 553-570.
- Credit Suisse (2018, October). [Global Wealth Report 2018](#). Credit Suisse Research Institute.
- DeAngelo, H. & Masulis, R. W. (1980). [Optimal capital structure under corporate and personal taxation](#). *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29.
- De la Fuente, G. & Velasco, P. (2020). [Capital structure and corporate diversification: Is debt a panacea for the diversification discount?](#) *Journal of Banking & Finance*, 111.
- Denis, D. J. & Mihov, V. T. (2003). [The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings](#). *Journal of Financial Economics*, 70(1), 3-28.
- Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (1992). [Integration of the individual and corporate tax systems. Taxing business income once](#).
- Devereux, M. P. & Sørensen, P. B. (2006). [The Corporate Income Tax: international trends and options for fundamental reform](#). *European Economy*, (264).
- Devereux, M. P. & Vella, J. (2014). Are we heading towards a corporate tax system fit for the 21st century? *Oxford University Centre for Business Taxation*.
- Diamond, D. W. (1991). [Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt](#). *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721.
- Doidge, C. & Dyck, A. (2015). [Taxes and corporate policies: Evidence from a Quasi Natural Experiment](#). *Journal of Finance*, 70(1), 45-89.
- Doukas, J. A. & Pantzalis, C. (2003). [Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms](#). *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 59-92.
- Dybvig, P. H. & Zender, J. F. (1991). [Capital Structure and Dividend Irrelevance with Asymmetric Information](#). *Review of Financial Studies*, 4(1), 201-219.
- Eden, L. (Ed.). (2019). *The Economics of Transfer Pricing*. Edward Elgar Publishing.
- European Commission (2016). [The Impact of Tax planning on Forward-Looking Effective Tax Rates](#). Taxation Papers (Working Paper No. 64).
- European Commission (2017). [Aggressive tax planning indicators. Final Report](#). Taxation Papers (Working Paper No. 71).
- Fortune (2020). *Global 500*.
- García Cabrera, A. M., Suárez Ortega, S. M. & González Loureiro, M. (2019). [Conocimiento para la internacionalización e inversión exterior de la pyme: un modelo descriptivo de la naturaleza y alcance de la relación](#). *Información Comercial Española (ICE), Revista de Economía*, (909), 109-124.
- Getz, K. A. (1997). [Research in Corporate Political Action: Integration and Assessment](#). *Business & Society*, 36(1), 32-72.
- Graetz, M. J. & Warren, A. C. (2016, September). Integration of Corporate and Shareholder Taxes. *National Tax Journal*, 69(3), 677-700.
- Graham, J. R. (2000). [How big are the tax benefits of debt?](#) *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941.
- Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2001). [The theory and practice of corporate finance: evidence from the field](#). *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243.
- Graham, J. R. & Tucker, A. L. (2006). [Tax shelters and corporate debt policy](#). *Journal of Financial Economics*, 81(3), 563-594.

- Graham, J. R. & Leary, M. T. (2011). [A review of empirical capital structure research and directions for the future](#). *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309-345.
- Graham, J. R., Leary, M. T. & Roberts, M. (2014). [A century of capital structure: The leveraging of corporate America](#). NBER, Working Paper No. 19910.
- James, C. M. (1987). [Some evidence on the uniqueness of bank loans](#). *Journal of Financial Economics*, 19(2), 217-235.
- Jensen, M. C. (1986). [Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers](#). *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Klemm, M. (2018). [Allowances for Corporate Equity in Practice](#). IMF, Working Paper No. 06/259.
- Korteweg, A. (2010). [The net benefits to leverage](#). *Journal of Finance*, 65(6), 2137-2170.
- Kose, M. A., Nagle P., Ohnsorge F. & Sugawara, N. (2019). [Global Waves of Debt. Causes and Consequences](#). *World Bank Group*.
- Lee, K. C. & Kwok, C. C. Y. (1988). Multinational corporations vs. domestic corporations: International environmental factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business Studies*, 19(2), 195-217.
- Lummer, S. L. & McConnell (1989). [Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements](#). *Journal of Financial Economics*, 25(1), 99-122.
- McKinsey Global Institute (2018, June). [Rising Corporate Debt. Peril or Promise?](#) *McKinsey & Company*, Discussion Paper.
- Mikkelsen, W. H. & Partch, M. M. (1986). [Valuation effects of security offerings and the issuance process](#). *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 31-60.
- Miller, M. H. (1977). [Debt and taxes](#). *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Miller, M. H. (1998). [The M&M propositions 40 years later](#). *European Financial Management*, 4(2), 113-120.
- Myers, S. C. (1977). [Determinants of corporate borrowing](#). *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984, July). [Capital Structure Puzzle](#). NBER, Working Paper No. 1393.
- Myers, S. C. (2001). [Capital Structure](#). *Journal of Economics Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). [Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have](#). *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). [The cost of capital, corporation finance and the theory of investment](#). *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). [Corporate income taxes and the cost of capital: A correction](#). *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- OCDE (2007). [Fundamental Reform of Corporate Income Tax](#).
- OCDE (2010). [Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrators](#).
- OCDE (2013). [Addressing Base Erosion and Profit Shifting](#).
- OCDE (2017). [Base Erosion and Profit Shifting Project Additional Guidance on the Attribution of Profits to Permanent Establishments. BEPS Action 7](#).
- OCDE (2019). [Corporate Tax Statistics](#).
- Rajan, R. G. (1992). [Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt](#). *Journal of Finance*, 47(4), 1367-1400.
- Rajan, R. G. & Zingales, L. (2005). [What do we know about capital structure? Some Evidence from International Data](#). *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Ross, S. A. (1977). [The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach](#). *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Servaes, H. & Tufano, P. (2006). [The Theory and Practice of Corporate Debt Structure](#). *Deutsche Bank*.
- Shaffer, B. (1995). [Firm-level responses to government regulation: Theoretical and research approaches](#). *Journal of Management*, 21(3), 495-514.
- Slemrod, J. (2019). [Tax Compliance and Enforcement](#). *Journal of Economic Literature*, 57(4), 904-954.
- Stulz, R. (1990). [Managerial Discretion and Optimal Financing Policies](#). *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Van Binsbergen, J. H., Graham, J. R. & Yang, J. (2010). [The Cost of Debt](#). *Journal of Finance*, 65(6), 2089-2136.