



ENSAYOS

sobre política económica

Impacto de la Reforma Tributaria de 1986 sobre la estructura patrimonial de las empresas

María Teresa Valderrama.

Revista ESPE, No. 19, Art. 05 Junio de 1991
Páginas 119-149



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

Impacto de la Reforma Tributaria de 1986 sobre la estructura patrimonial de las empresas

María Teresa Valderrama *

Resumen

Antes de 1986, el sistema tributario colombiano favorecía la financiación con deuda en contra de la capitalización accionaria. Con la Ley 75 de 1986, el gobierno pretendió nivelar fiscalmente el costo del capital accionario y del endeudamiento. En este trabajo se analiza la evolución de los principales indicadores empresariales para evaluar los efectos que dicha reforma tuvo sobre la capitalización de las sociedades.

Los resultados muestran una reducción significativa del endeudamiento empresarial a partir de 1986, originado por diversas causas además de los incentivos tributarios. Sin embargo, el capital accionario registra un bajo crecimiento, lo que podría indicar que el desmonte de la doble tributación no ha tenido aún la efectividad esperada. Encontramos que la reducción en el endeudamiento ha sido financiada principalmente con recursos propios y valorizaciones de activos ya existentes. Por otra parte, la no deducibilidad del componente inflacionario de los gastos financieros ha inducido a las empresas a buscar alternativas de reducción de los gastos financieros para obtener menores tasas de tributación, lo cual ha sido favorecido por la disminución de la tasa de interés real durante el período 1986-1988.

* Trabajo presentado en la XXVII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano en Caracas, Venezuela, noviembre 1990. División de Finanzas Públicas, Departamento de Investigaciones Económicas. Se agradece la colaboración en la labor estadística de Ferny Niño y de Luis Fernando Melo, así como los comentarios a versiones anteriores de este trabajo de O. Acosta, J. Bernal, S. Clavijo, S. Herrera y R. Steiner. Los puntos de vista expresados son responsabilidad del autor y no comprometen la opinión del Banco de la República.

I Introducción

Hasta 1986, el sistema tributario colombiano se caracterizó por favorecer el endeudamiento de las empresas y desalentar su capitalización accionaria¹, debido a la existencia de la doble tributación sobre dividendos repartidos y a la posibilidad de deducir la totalidad de los intereses pagados en un contexto inflacionario. Esta interferencia del esquema impositivo sobre las decisiones de financiación de los agentes económicos fue corregida en buena parte mediante la Ley 75 de 1986, que desmontó los dos mecanismos anteriores con el fin de nivelar fiscalmente el costo del capital accionario y el financiado con crédito. Si bien el factor tributario no es el único componente del costo de capital relevante en las decisiones de financiación e inversión de las empresas, el gobierno esperaba que con las nuevas medidas se iniciaría un proceso de capitalización, principalmente a través de la emisión de acciones.

Aunque el principal objetivo del gobierno era el perfeccionamiento del sistema tributario (haciéndolo más neutro en términos de su incidencia sobre las decisiones de las empresas), también existía preocupación por reducir el endeudamiento empresarial. Esto se explica por los potenciales riesgos sobre el funcionamiento de la economía, que acarrea un eventual incumplimiento del servicio de la deuda en períodos recesivos. De hecho, desde la Ley 7 de 1983, con el desmonte parcial de la doble tributación sobre dividendos, el gobierno venía introduciendo incentivos para la reactivación del mercado de capitales y la democratización de las sociedades anónimas.

Este trabajo se propone evaluar el impacto de la Reforma Tributaria de 1986 sobre la estructura de financiación de las empresas. Con tal fin, se analiza la evolución de los principales indicadores empresariales durante la década de 1980.

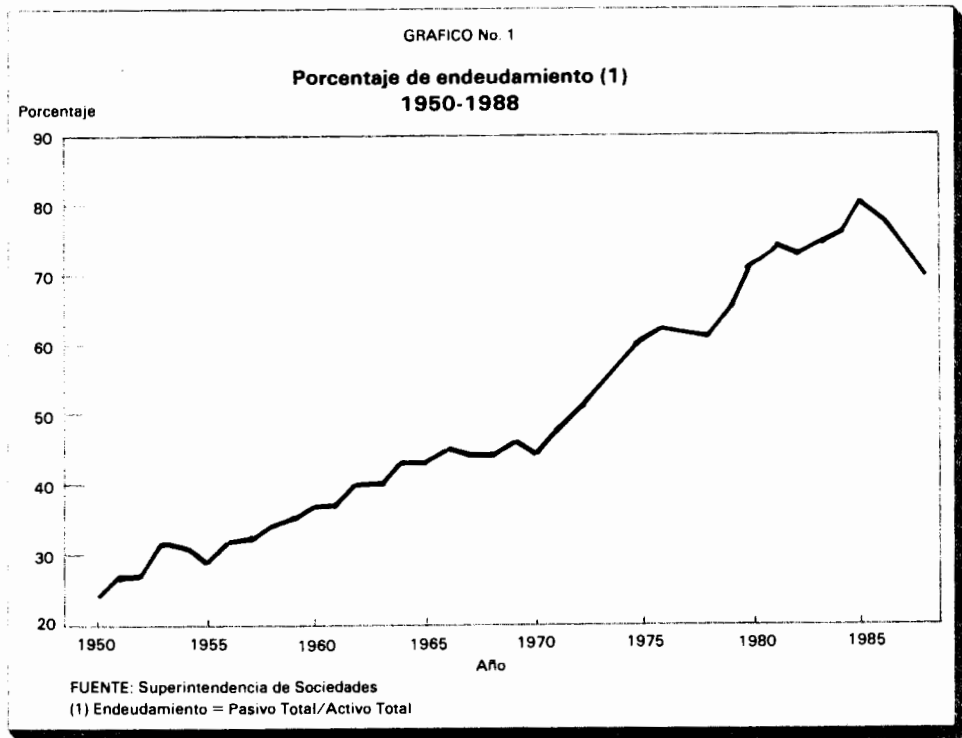
En la primera parte, se muestra la forma en que la estructura tributaria vigente antes de 1986 introducía sesgos en las decisiones de financiación de las empresas y cómo la reforma de ese año pretendió corregir dichas distorsiones, con miras a impulsar un proceso gradual de capitalización empresarial. En la segunda parte, se evalúa el efecto de estas medidas, a la luz de la evolución del endeudamiento y de la capitalización accionaria. Adicionalmente, se analiza el efecto de la reforma sobre el comportamiento de otros rubros patrimoniales, la tasa efectiva de tributación y los gastos financieros.

¹ Carrizosa (1986), Bueno (1983) (1985), Dailami (1985), Orozco (1988), Fedesarrollo (1986).

A. Efecto del sesgo tributario en las decisiones de financiación

A principios de la década anterior, la recesión económica y la crisis financiera pusieron de presente los altos niveles de endeudamiento del sector empresarial, el cual alcanzó un nivel máximo del 80% en 1985 (contra sólo 44% en 1970, como se observa en el Gráfico 1). Este proceso trajo consigo también un rápido aumento de los gastos financieros, que para 1985 representaron el 64% de los ingresos totales², lo que conllevaba una transferencia grande de recursos del sector real al sector financiero o al interior del mismo sector real.

A tal situación se llegó después de un largo proceso, en el que influyeron diversos factores tales como el costo de capital, el sistema tributario, el sistema financiero, el mercado de capitales, el aceleramiento de la inflación en la década de 1970, el nivel de las tasas de interés, la rentabilidad accionaria y el rendimiento de la inversión.



² Ingresos totales: ingresos operacionales + ingresos financieros. (véase Restrepo, 1985 y Superintendencia de Sociedades, Temas Económicos, varios números).

En este acápite, se ilustra cómo la estructura tributaria interfería en las decisiones de financiación de las empresas a través de las distorsiones que generaban sobre el costo del capital financiado con acciones y el costo del capital financiado con deuda. Luego se muestra cómo afectaron las medidas del gobierno dicho costo. Aunque también existen otros factores (tales como la inflación, el ciclo económico, la concentración accionaria, el desarrollo del mercado financiero, la existencia de crédito de fomento subsidiado, etc.) que desempeñaron un papel importante en el proceso de descapitalización empresarial, ellos quedan por fuera del alcance de este trabajo ³.

1. Cálculo de la distorsión ⁴

Desde el punto de vista de un empresario accionista, que debe decidir entre pedir prestado o financiarse con recursos propios, el costo del capital es el rendimiento mínimo que debe generar la inversión para cubrir todos los gastos asociados a la producción, incluyendo el pago de impuestos y los costos financieros. Aunque existen otros factores que inciden sobre el costo del capital, como la depreciación, el impuesto sobre ganancias de capital, etc., en este trabajo tan sólo se trata el aspecto tributario. La incidencia de este último sobre el costo de la financiación con deuda o con capital puede ser bien diferente, dependiendo del tratamiento que se le de a los gastos financieros y a los dividendos en el cálculo de la renta gravable. Para la evaluación de dicho efecto, a continuación se realizan diversos desarrollos formales, que parten del supuesto simplificador de que la tasa de descuento del accionista es igual a la tasa de interés real de mercado y que ésta es igual a la productividad marginal del capital.

Cuando el financiamiento se hace con recursos propios, y no se pagan dividendos ni intereses a terceros ⁵, el costo del capital es:

$$X = \frac{r}{(1 - t^c)} \quad (1)$$

Donde X es el costo del capital (rendimiento mínimo de la inversión), r es la tasa de interés real de mercado y t^c es la tasa de tributación de la sociedad. En este caso, el pago por el rendimiento del capital no puede ser deducido para calcular la renta gravable.

La estructura tributaria colombiana antes de la reforma introducía un primer factor distorsionador a través de la doble tributación. Ello implicaba que, en el caso de

³ Para una discusión más detallada véanse: Hommes (1982), (1983), (1985), Zuleta (1983), Restrepo (1985), Avella (1986), Caballero (1986).

⁴ Esta parte se basa en los desarrollos de Atkinson-Stiglitz (1980), Auerbach (1983), Carrizosa (1986), Dailami (1988) y Fainboim (1990). La derivación de las fórmulas se encuentra en el Anexo 1.

⁵ Ver el anexo para la derivación de esta fórmula, así como de las tres siguientes.

financiamiento con acciones, se gravaban los dividendos y participaciones repartidos, primero en cabeza de la sociedad y después en cabeza del accionista (a tasas nominales diferentes), de forma que el rendimiento del accionista se descontaba dos veces por impuestos. Así, la expresión matemática para el costo del capital financiado con acciones era:

$$X^a = \frac{r}{(1 - t^c)(1 - \beta \cdot t^p)} \quad (2)$$

Donde, X^a es el costo del capital accionario, t^c es la tasa de tributación de la sociedad, t^p es la tasa de tributación personal y β el porcentaje de utilidades repartidas. Esto obviamente, significaba un mayor costo, que en el caso anterior, cuya magnitud variaba según los valores de t^p y de β .

El segundo factor distorsionador era la posibilidad de deducir la totalidad de los intereses pagados sobre la deuda. Puesto que una porción del pago de intereses corresponde al "componente inflacionario", es decir, que compensa al prestamista la pérdida de valor del capital prestado, este pago constituye en esencia una amortización de capital. En consecuencia, su plena deducibilidad implicaba un subsidio a la amortización de los créditos ⁶. Así, el costo de la deuda es:

$$X^d = r - \frac{u \cdot \pi \cdot t^c}{(1 - t^c)} \quad (3)$$

Donde X^d es el costo de la deuda, π es el componente inflacionario de los gastos financieros (que aquí se supone igual a la inflación) y u es el porcentaje deducible del componente inflacionario para calcular la renta gravable. Bajo la legislación anterior $u=1$, por lo que:

$$X^d = r - \frac{\pi \cdot t^c}{(1 - t^c)} \quad (4)$$

De otra parte, la legislación también favorecía la formación de compañías limitadas ⁷ (consideradas cerradas, por no operar en el mercado abierto de acciones), en la medida en que su tasa de tributación era del 18%, mientras que para las sociedades anónimas era del 40%.

En el Cuadro No. 1, se presenta el cálculo teórico del costo del capital accionario y de la deuda para sociedades anónimas y limitadas, basado en las anteriores fórmulas y según

⁶ Auerbach (1983).

⁷ Según cifras del DANE, en el período 1976-1986 se crearon 2.432 sociedades anónimas, 127.903 sociedades limitadas y 11.948 de otras.

la legislación anterior. Como se ve, el costo del capital financiado con acciones era mucho mayor al financiado con deuda, incluso cuando no existía repartición de utilidades. El costo del capital accionario para las sociedades limitadas era más bajo por su menor tasa de tributación. En cambio, bajo la alternativa de financiación con deuda, el costo para las sociedades limitadas era mayor, porque al tener un nivel de tributación más bajo, el ahorro tributario generado en la deducibilidad de la parte nominal de los gastos financieros era menor.

CUADRO 1

Cálculo del costo de capital antes de la Reforma de 1986

	Costo del capital accionario %	Costo del capital deuda %
Sociedades anónimas, d1	33.33	-4.00
Sociedades anónimas, d2	20.00	-4.00
Sociedades limitadas, d1	24.39	6.73
Sociedades limitadas, d2	14.63	6.73

Parámetros:

Tasa de interés del mercado	$i = 36.0\%$
Inflación	$p = 24.0\%$
Tasa de interés real	$r = 12.0\%$
Tasa de tributación de las sociedades anónimas	$t_a^e = 40.0\%$
Tasa de tributación de las sociedades limitadas	$t_l^e = 18.0\%$
Tasa de tributación personal	$tp = 40.0\%$
Porcentaje de utilidades repartidas	$d1 = 100.0\%$
Porcentaje de utilidades repartidas	$d2 = 0.0\%$
Porcentaje deducible del componente inflacionario	$u = 100.0\%$

Dados estos costos relativos, era lógico que los empresarios prefirieran financiar sus inversiones con deuda, en lugar de financiarlas con acciones, lo que se tradujo en una disminución de la oferta de acciones. Por otra parte, la demanda de acciones se vio reducida por la disminución relativa en su rentabilidad, lo que favorecía el financiamiento con deuda.

2. Las medidas del Gobierno

Con miras a nivelar fiscalmente el costo del capital para estas dos formas de financiación, el gobierno tomó las siguientes medidas en el marco de la Ley 75/86:

– desmontó la doble tributación, al excluir los dividendos recibidos de la base gravable de los accionistas. Así, pues, la expresión del costo del capital accionario se iguala con la expresión original del costo del capital sin repartición de dividendos ni pago de intereses, el cual está determinado sólo por el costo de oportunidad y por los impuestos que debe pagar la empresa:

$$X = \frac{r}{(1 - t^c)} \quad (1)$$

– desmontó gradual y parcialmente la deducibilidad de los intereses pagados y la tributación de los intereses recibidos sobre el componente inflacionario. Es decir, el término "u" disminuiría gradualmente hasta llegar a cero ⁸.

Con esta modificación, el costo de la deuda se incrementa, al disminuir el porcentaje deducible de la parte nominal de los intereses. Sin embargo, aunque el porcentaje deducible del componente inflacionario llegara a cero ($u = 0$), el costo de la deuda se iguala a la tasa de interés real:

$$X^d = r \quad (5)$$

Bajo condiciones normales, esta expresión es menor a la del costo del capital accionario (fórmula (1)), debido a la posibilidad que aún existe de deducir el componente real de los intereses de la deuda.

Ello significa que, a pesar de las reformas, sigue existiendo un sesgo en favor del endeudamiento. Como se demuestra en el Anexo, las dos expresiones sólo se igualan cuando la tasa de tributación nominal o la tasa de interés real son iguales cero. Y el costo de la deuda sólo será mayor al costo de las acciones en el caso extremo en que una de las dos tasas (real o de tributación) sea negativa:

$$X^d = X^n \Leftrightarrow r > \frac{r}{(1 - t^c)}$$

$$\Rightarrow -r.t^c > 0$$

Adicionalmente, el gobierno igualó la tarifa de tributación para toda clase de sociedades. Para las sociedades anónimas, en 1986 se redujo de 40% a 33%, y seguiría disminuyendo a razón de un punto porcentual anual hasta nivelarse en el 30% de 1989 en adelante. Para el resto de las sociedades, la tarifa se ubicó en el 30% desde 1986.

⁸ En un principio, el porcentaje no deducible aumentaba a un ritmo de 10% anual a partir de 1986 hasta llegar a 100% en 1995. Posteriormente, se congeló en 30% de 1988 en adelante. La contrapartida de esta modificación era el desmonte de la tributación sobre la parte nominal de los ingresos financieros.

El cálculo del costo del capital después de la reforma de 1986 se presenta en el Cuadro 2. El resultado es la igualación de dicho costo para los diferentes tipos de sociedades (independientemente de que haya o no repartición de utilidades). Para el costo del capital deuda hay un incremento gradual hasta 1988, cuando el porcentaje no deducible llega a su máximo de 30%. A pesar de la intención del gobierno por nivelar fiscalmente el costo del capital, aun cuando el componente deducible sea igual a cero, bajo la nueva legislación la deuda sigue siendo menos costosa, al ser posible deducir el componente real de los intereses para calcular la renta gravable. Además, debido a la reciente congelación del componente inflacionario en 30%, el alcance de la reforma se ve enormemente limitado, ya que a este nivel se mantiene un beneficio de cerca de 10 puntos porcentuales para la alternativa de financiación con deuda.

CUADRO 2

Cálculo del costo de capital después de la Reforma de 1986

	Costo del capital accionario		Costo del capital deuda	
	Anónimas %	Otras %	Anónimas %	Otras %
1986	17.91	17.14	1.36	2.74
1987	17.65	17.14	2.96	3.77
1988	17.39	17.14	4.45	4.80
1989 en adelante	17.14	17.14	4.80	4.80

Parámetros:

Tasa de interés del mercado	i =	36.0%
Inflación	p =	24.0%
Tasa de interés real	r =	12.0%
Tasa de tributación de otras sociedades	tc =	30.0%
Tasa de tributación de las sociedades anónimas 1986	tc =	33.0%
Tasa de tributación de las sociedades anónimas 1987	tc =	32.0%
Tasa de tributación de las sociedades anónimas 1988	tc =	31.0%
Tasa de tributación de las sociedades anónimas desde 1989	tc =	30.0%
Porcentaje deducible del componente inflacionario:	1986 u =	90.0%
	1987	80.0%
	1988	70.0%
	1989 en adelante	70.0%

Como se mencionó anteriormente, aunque existen otros factores que inciden sobre el costo del capital y sobre las decisiones de financiación de las sociedades, el gobierno esperaba que con estas medidas los empresarios comenzarían un proceso gradual de sustitución de pasivos por capital, ya que bajo la nueva legislación se aumentaba la base gravable de quienes se financian con deuda, aumentando así su carga tributaria. La contrapartida del menor endeudamiento debía ser un aumento del capital accionario.

B. Impacto de la Reforma Tributaria de 1986 sobre la capitalización empresarial

Para evaluar el impacto de la reforma sobre la estructura de financiación, se usa información de los balances reportados a la Superintendencia de Sociedades de 1981 a 1988 de empresas privadas no financieras. La información proviene de una muestra de 925 empresas, divididas entre sociedades anónimas y otro tipo de sociedades ⁹. Además se cuenta con una submuestra de 79 empresas anónimas inscritas en bolsa, cuya información está disponible hasta 1989. En la primera parte, se analiza la respuesta de las empresas a las expectativas del gobierno, analizando la evolución del indicador de endeudamiento y del capital accionario. En la segunda parte se estudia el comportamiento de otras cuentas patrimoniales, los activos y la inversión, la tasa efectiva de tributación y los gastos financieros, con el objetivo de tener una visión más amplia del impacto de la reforma sobre las sociedades.

1. Evolución del endeudamiento

Este indicador ¹⁰ presenta una tendencia claramente decreciente a partir de 1986, pasando de 71.7% en 1985 a 59.9% en 1988 para el total de sociedades de la muestra. Esta tendencia continúa en 1989, como se puede ver en el comportamiento de la submuestra (Gráfico 2).

Se destaca la diferencia en los niveles de endeudamiento de las sociedades anónimas y del resto, así como la magnitud del esfuerzo que cada uno de estos grupos ha hecho a partir de 1986 para reducir su endeudamiento. El grupo de otras sociedades incluye, en una alta proporción, sociedades extranjeras que, bajo la legislación anterior, tenían limitaciones para capitalizarse sin correr el riesgo de perder su carácter de mixtas. Además, aquella normatividad les imponía restricciones de acceso al crédito interno de largo plazo y/o de fomento, por lo que acudían con frecuencia a contratar pasivos con sus casas matrices (a costos muy bajos, por lo demás).

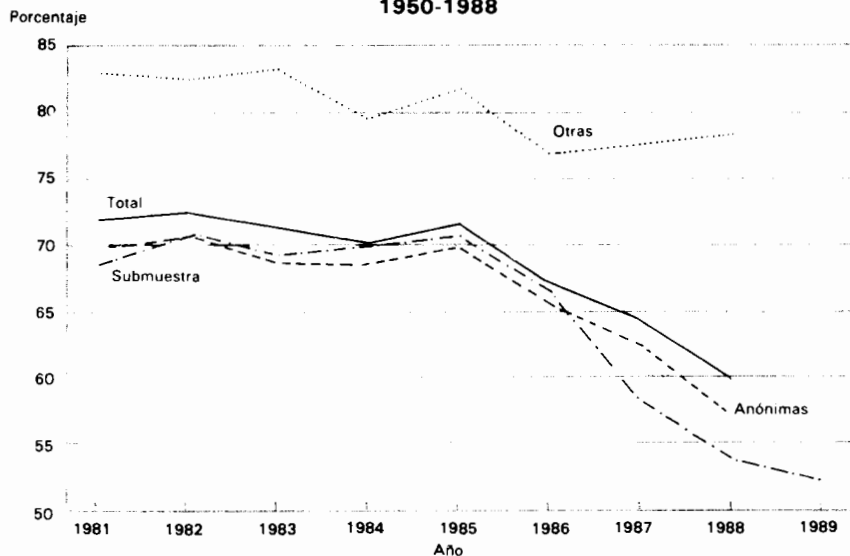
De hecho, el grupo de otras sociedades no se ha capitalizado significativamente en los últimos años (con excepción de 1986). Una posible explicación a lo anterior es que el aumento en la tarifa de tributación significó un aumento en el costo del capital accionario para muchas de ellas (función del porcentaje de utilidades repartidas), y una disminución en el costo de la deuda (véanse Cuadros 1 y 2).

⁹ Incluye sociedades limitadas, extranjeras, en comandita, etc.

¹⁰ Endeudamiento: Pasivo con terceros/Activo Total.

GRAFICO No. 2

**Nivel de endeudamiento (1)
1950-1988**



FUENTE: Superintendencia de Sociedades
(1) Endeudamiento = Pasivo Total/Activo Total

CUADRO 3

Nivel de endeudamiento por actividad económica

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Agricultura, silvicultura, caza.	58.7	65.3	62.5	62.2	65.5	54.4	52.9	47.5
Explotación de minas y canteras	85.4	80.9	82.7	78.8	79.6	80.1	80.6	78.7
Construcción y obras públicas	96.8	98.0	99.9	101.4	98.9	96.9	100.6	100.7
Comercio, restaurantes y hoteles	80.7	79.6	78.2	77.1	78.4	76.7	79.6	75.2
Transporte	78.3	84.1	89.2	88.4	86.7	77.5	66.0	68.5
Establecimientos financieros	69.5	71.9	70.3	66.5	66.6	61.5	56.3	53.2
Servicios personales	65.0	70.4	70.4	74.2	73.2	71.7	69.2	78.2
Fabricación de pptos. alimentic.	61.8	61.7	59.5	57.9	60.1	55.2	57.6	48.6
Fabricación de textiles	78.4	76.5	73.6	70.5	69.4	65.8	59.5	47.2
Industria de madera y papel	64.5	64.8	66.2	65.3	69.0	66.1	63.5	53.9
Fabricación de sustancias químicas	68.2	65.4	66.4	67.3	71.4	66.4	62.2	66.6
Fabric. de objetos barro y loza	64.8	64.3	65.5	67.3	68.2	68.8	60.3	59.7
Indust. básicas de hierro y acero	78.0	84.4	72.6	77.3	81.4	78.5	64.0	64.1
Fabricación de productos metálicos	75.0	72.7	69.8	68.9	71.4	66.6	70.5	65.1

Fuente: Supersociedades y cálculos propios.

Con respecto al endeudamiento por sectores de actividad económica (Cuadro 3) observamos que, en general, hay una disminución del nivel de endeudamiento a partir de 1986. Las únicas excepciones son el sector de construcción y el de servicios personales. El primero se caracteriza por ser el que presenta el mayor endeudamiento durante todo el período estudiado. Este ha tenido dificultades para reducir su endeudamiento debido a las pérdidas presentadas durante varios años por algunas de las empresas más grandes que conforman este sector. Así mismo, el sector de servicios personales, si bien logró capitalizarse en 1986 y 1987, para 1988 su endeudamiento volvió a aumentar (como resultado de las dificultades financieras que enfrentó una importante empresa del sector que entró en concordato en dicho año).

El sector textil, el de transporte y las industrias básicas de hierro y acero, se destacan por su gran esfuerzo de capitalización. Antes de 1986, ello fue favorecido por los créditos subsidiados que el gobierno otorgó para ayudarle a varias empresas a superar la crisis de la deuda externa y la recesión de principios de la década ¹¹. En los últimos años, la devaluación, la caída en la tasa de interés real y la recuperación del ciclo económico, permitieron un saneamiento en su situación financiera. Algunas de ellas, además, se destacan por sus esfuerzos recientes en colocación de nuevas acciones.

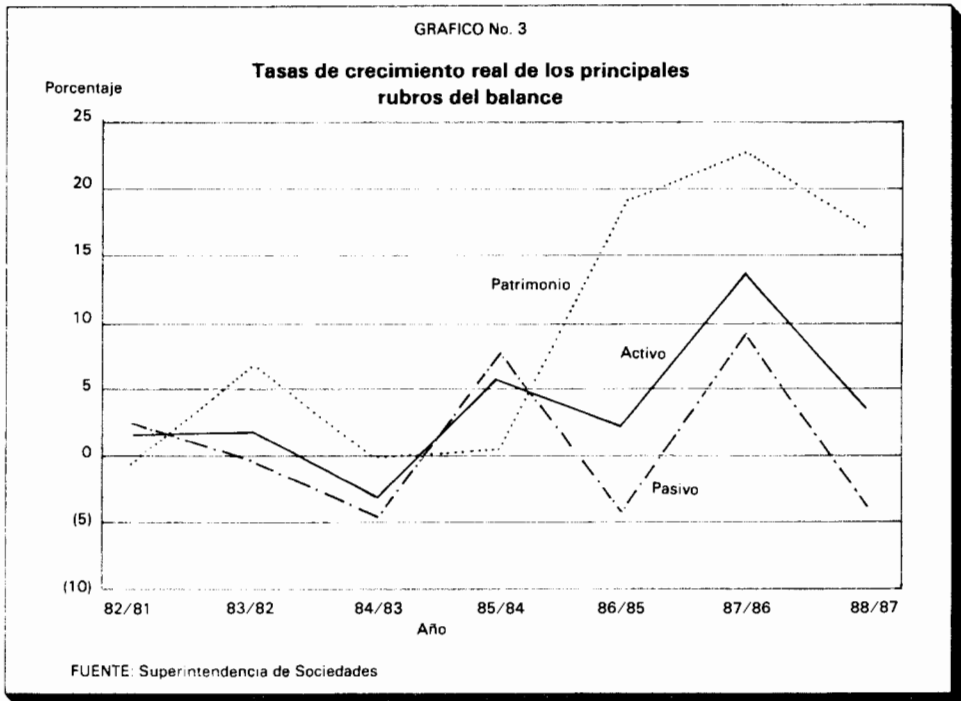
Por otra parte, cabe llamar la atención sobre el comportamiento de los sectores de comercio y hoteles, cuyo nivel de endeudamiento ha caído muy poco en comparación con otros grupos desde 1986. La causa puede ser la naturaleza de estas actividades, que requieren altos niveles de inventarios de mercancías, lo cual implicaría mayores necesidades de financiamiento.

Por último, los sectores con menor endeudamiento son el agrícola, los establecimientos financieros y la fabricación de productos alimenticios. La mayor reducción en el endeudamiento la registraron los establecimientos financieros ¹² cuya estructura patrimonial presenta una alta capitalización desde 1983, motivada por las medidas financieras tomadas durante la crisis de principios de la década.

La reducción en el endeudamiento a partir de 1986 es consecuencia del menor crecimiento del pasivo frente al aumento del activo y al incremento del patrimonio (Gráfico 3). Aunque este comportamiento se había presentado anteriormente, la dinámica presentada por el patrimonio es significativa, ya que a pesar de que el activo total aumenta muy poco durante el período 1986-1988 (6.6% en términos reales), hay un incremento alto de esta cuenta (19.7%) y un bajo crecimiento del pasivo (0.4%), lo que indica un esfuerzo de los empresarios por sustituir pasivo por patrimonio. En 1987 y 1988 el esfuerzo de capitalización es menor.

¹¹ Las empresas más grandes de estos sectores se vieron favorecidas por líneas de crédito directas y por los mecanismos de alivio de la deuda externa (resoluciones 75/82, 76/82, 20/83, 16/83 y 33/84).

¹² Incluye empresas de bienes raíces, leasing, etc.



2. Efectos sobre la cuenta de capital accionario

A pesar de que el comportamiento de esta cuenta presenta un cambio de tendencia a partir de 1986, ella no refleja un efecto significativo de la reforma. De hecho, su evolución ha sido contraria a la esperada, dado que su participación en el patrimonio pasa de 18.8% en promedio en el período 1981-1985 a 12.4% en el período 1986-1988.

Además, aunque el gobierno esperaba que las sociedades anónimas, que tienen mayor acceso al mercado accionario, usaran intensivamente este instrumento para su capitalización, ellas no lo hicieron así: en el período 1981-1985 la participación en el total del patrimonio era de 18% y después de la Reforma cayó a 11.5%. Para el grupo de las sociedades inscritas en bolsa, la situación es más paradójica: de 1981 a 1985 el capital accionario representó 12.4% del patrimonio y de 1986 a 1989 representó apenas el 6% (Cuadro 4).

No obstante, cabe destacar que en 1986-1988 sí se presenta un positivo cambio en la tendencia de esta variable, al crecer 2% en términos reales, contra una caída del 4.2% en 1981-1985. Este giro es especialmente significativo en el caso de las sociedades anónimas (Cuadro 5). Aún así, su dinámica reciente es muy inferior a la del activo total (y fijo), lo que indica claramente que sólo una parte de las ampliaciones de las empresas se han financiado con esta alternativa. Así mismo, su contribución a la caída del endeudamiento es muy baja en relación con las otras partidas patrimoniales, como se verá en la subsección 3 más adelante.

CUADRO 4

Composición del patrimonio por tipo de sociedad

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Total									
-Reservas	26.7	27.7	23.0	21.2	18.9	17.1	19.5	16.1	
-Valorizaciones	35.8	41.0	47.0	48.2	49.1	49.6	49.3	54.8	
-Utilidad neta	16.5	11.6	11.2	12.5	15.6	18.8	18.6	19.0	
-Capital accionario	21.0	19.7	18.8	18.1	16.4	14.5	12.6	10.1	
Anónimas									
-Reservas	26.3	26.8	22.0	20.2	17.8	15.4	18.6	15.1	
-Valorizaciones	37.7	43.6	49.7	50.4	51.5	52.4	51.5	56.9	
-Utilidad neta	15.8	10.7	10.5	12.0	15.3	18.5	18.3	18.4	
-Capital accionario	20.2	18.9	17.8	17.4	15.4	13.7	11.6	9.6	
Otras									
-Reservas	30.5	35.1	33.8	30.5	29.8	33.4	31.7	29.5	
-Valorizaciones	19.4	18.5	18.6	27.3	24.8	22.8	23.2	25.5	
-Utilidad neta	22.3	19.4	19.3	17.5	18.6	21.6	20.5	22.7	
-Capital accionario	27.8	27.0	28.3	24.7	26.8	22.2	24.6	22.3	
Anónimas (submuestra)									
-Reservas	20.0	19.8	11.7	4.8	2.4	1.4	16.2	8.3	10.4
-Valorizaciones	52.4	61.3	73.0	76.4	78.3	75.1	62.1	72.2	74.1
-Utilidad neta	13.0	5.4	3.1	7.1	9.5	15.1	15.5	14.4	11.1
-Capital accionario	14.6	13.5	12.2	11.7	9.8	8.4	6.2	5.1	4.4

Fuente: Superintendencia de Sociedades y cálculos propios.

Una posible explicación a dicho fenómeno, es que si bien la Reforma introdujo mecanismos orientados a incentivar la demanda por acciones (al aumentar su rentabilidad) y la oferta (al disminuir su costo), otros factores que influyen en la oferta, como el control de las empresas, no fueron solucionados con el desmonte de la doble tributación¹³

Otra razón puede ser que, a pesar de las intenciones de nivelar fiscalmente el costo del capital, bajo la nueva legislación la deuda sigue siendo más barata, incluso aún cuando el 100% del componente inflacionario no fuera deducible, ya que la parte real de los intereses es deducible para determinar la renta gravable mientras que los dividendos y participaciones no lo son.

¹³ La Comisión Nacional de Valores ha encontrado una mayor concentración accionaria para 1987 y 1988 (CNV, 1989). A este respecto, la Ley 27 de 1990 creó y reglamentó la emisión de acciones preferenciales o de renta fija que dan derecho a las utilidades de la empresa pero no a voto en la asamblea de accionistas.

CUADRO 5

Tasa de crecimiento real del capital accionario y crecimiento del activo

	Total	Anónimas	Otras	Submuestra
- Capital accionario				
1982/1981	-6.4	-7.4	0.5	-10.4
1983/1982	2.0	3.0	-4.5	-4.4
1984/1983	-3.4	-3.4	-3.9	-6.5
1985/1984	-9.0	-10.8	3.0	-14.0
1986/1985	4.9	6.2	-2.1	0.9
1987/1986	7.1	5.6	16.0	4.7
1988/1987	-5.9	-4.8	-11.6	-3.1
1989/1988				-2.4
Promedio 1981-1985	-4.2	-4.7	-1.2	-8.8
1986-1988	2.0	2.3	0.8	
1986-1989				0.0
- Activo total				
Promedio 1981-1985	1.5	2.2	-2.0	2.5
1986-1988	6.6	7.5	0.6	
1986-1989				7.8
- Activo fijo neto				
Promedio 1981-1985	1.1	1.8	-3.6	2.8
1986-1988	3.4	4.6	-9.6	
1986-1989				2.3

Fuente: Superintendencia de Sociedades y cálculos propios.

En síntesis, vemos que las expectativas del gobierno sobre el endeudamiento se cumplieron, pero no así sobre la capitalización accionaria, lo que no coincide exactamente con los objetivos perseguidos por el gobierno. De todo ello queda la pregunta sobre las fuentes que se usaron para financiar el desendeudamiento, o si éste se produjo gracias a una menor inversión (Dailami, 1988). Para resolver esta pregunta es necesario analizar las otras cuentas que conforman el patrimonio, así como la evolución del activo (y la inversión) de las empresas.

3. Efectos sobre otras partidas patrimoniales y la inversión

Dentro de la cuenta patrimonial se observa que la reactivación de la economía y la reducción de la tasa de tributación permitieron ampliar las ganancias ¹⁴, facilitando una mayor capitalización. Además, se presentó un aumento significativo en el uso de las valorizaciones. A continuación se analiza con mayor detalle la evolución de las principales cuentas del patrimonio.

a) *Utilidad neta después de impuestos*: el notable desempeño de las utilidades antes de impuestos y la disminución en la tarifa de tributación para las sociedades anónimas, explican el reciente dinamismo de esta cuenta, el cual ha permitido a las empresas fortalecer significativamente su estructura patrimonial.

De hecho, gran parte de la reducción del endeudamiento registrada desde 1986 se debe al alto crecimiento de las utilidades después de impuestos. Su tasa de crecimiento promedio anual en términos reales fue -7.4% en el período 1982-1983, 9.7% en el período 1984-1985 y se aceleró en el período 1986-1988 a 36.3%. En consecuencia, su participación en el patrimonio total pasó de 13.7% en el período 1981-1983 a 20.4% en 1986-1988 para el conjunto de sociedades. En el grupo de las otras sociedades la participación pasó de 20.5% a 34.2% en los mismos períodos.

Para evaluar los determinantes del comportamiento de las utilidades se ha elaborado el Cuadro 6. Allí se compara lo que hubiese ocurrido con dicha variable de no haberse aprobado la Ley 75/86, y lo que en realidad ha venido ocurriendo. Ello permite deducir cuál ha sido el ahorro de impuestos por efecto de la reforma y su contribución al crecimiento de las utilidades netas.

Lo que de allí se deriva es que el impulso principal sobre el crecimiento de las utilidades no lo explica la reforma en sí misma (aún cuando su incidencia es significativamente alta), sino otros factores, seguramente asociados a la recuperación de la economía y a lo ocurrido con otras variables macroeconómicas (caída en la tasa de interés real, evolución del tipo de cambio, etc). En el caso de las sociedades anónimas, aunque para el año 1986 la tasa de tributación cayó al 33% (contra 40% en 1985), sólo 24.2 de los 79.3 puntos porcentuales en que crecieron las utilidades netas, tienen su explicación en la reforma. Para el caso de las otras sociedades, se combina una caída en la tasa de tributación de las compañías extranjeras (cuyo régimen se asimila con el de las sociedades anónimas) y un aumento (del 18% al 30%) en el caso de las compañías limitadas y similares. Sólo 17.8 de los 69.5 puntos porcentuales en que aumentaron las utilidades de este segundo grupo de empresas en 1986 es explicado por el ahorro de impuestos producto de la reforma.

¹⁴ Más adelante, al analizar la tasa efectiva de tributación, se muestra que a pesar de las mayores utilidades que generaron las empresas, hubo una disminución relativa en los impuestos pagados.

CUADRO 6

Efectos de la Reforma Tributaria sobre la evolución de las utilidades

	1986	1987	1988	1989
Total de sociedades				
- Tasa de crecimiento nominal sin reforma %	54.8	51.3	51.8	
- Tasa de crecimiento nominal con reforma %	78.2	52.7	54.5	
- Diferencia %	23.4	1.4	2.7	
- Ahorro Imptos. por efecto de la reforma (millones de \$)	13,773	1,433	4,270	
Sociedades anónimas				
- Tasa de crecimiento nominal sin reforma %	55.1	54.4	51.7	
- Tasa de crecimiento nominal con reforma %	79.3	55.8	54.4	
- Diferencia %	24.2	1.4	2.7	
- Ahorro de Imptos. por efecto de la reforma (millones de \$)	12,641	120	3,976	
Otras sociedades				
- Tasa de crecimiento nominal sin reforma %	51.7	25.3	54.5	
- Tasa de crecimiento nominal con reforma %	69.5	25.5	54.7	
- Diferencia %	17.8	0.2	0.2	
- Ahorro de Imptos. por efecto de la reforma (millones de \$)	1,147	204	242	
Submuestra de sociedades				
- Tasa de crecimiento nominal sin reforma %	89.6	87.1	33.5	11.3
- Tasa de crecimiento nominal con reforma %	134.2	84.5	40.5	7.9
- Diferencia %	44.6	-2.6	7.0	-3.4
- Ahorro de Imptos. por defecto de la reforma (millones de \$)	6,115	(833)	4,157	(2,884)

Fuente: Superintendencia de Sociedades y cálculos propios.

Por último, cabe también llamar la atención sobre el hecho de que, en períodos como 1974-1976 y 1978-1982, cuando también las utilidades habían crecido rápidamente, el nivel de endeudamiento había aumentado (Gráfico No. 1). Esto quiere decir que la mayor generación de recursos internos, aunque es una condición necesaria, no es condición suficiente para asegurar la capitalización empresarial. Y lo ocurrido después de 1986 indica que hubo otros factores que favorecieron esta decisión y que hubo una clara voluntad por orientarse en esa dirección.

b) *Valorizaciones*: en el período bajo estudio, esta es la partida que presenta la más alta tasa de crecimiento y la mayor participación en el patrimonio para el conjunto de sociedades. Ello ha sido impulsado básicamente por el comportamiento de las sociedades anónimas, ya que, en el caso de las compañías limitadas, tanto su dinámica como su contribución relativa es muy inferior (Cuadro 4).

Para comprender la evolución de este rubro, conviene hacer un recuento de los determinantes de su desempeño. Como es bien sabido, las valorizaciones corresponden a los ajustes en el valor del activo que se realizan para mantener su registro contable a precios cercanos a su costo de reposición. Ellas fueron autorizadas por la Ley 20 de 1979 con miras a evitar que se gravaran las utilidades nominales, en un contexto inflacionario, en el momento de la venta de un activo. A partir de 1986, el espíritu de las normas legales sobre la materia se amplía, buscando una mayor consistencia entre las cifras del balance. En efecto, en los años anteriores, la contabilización del pasivo reflejaba, en buena parte, los precios corrientes, ya que los pasivos de corto plazo (en moneda nacional y extranjera) tenían un peso preponderante. En cambio, gran parte (si no la mayoría) de los componentes del activo se valoraban a sus precios de adquisición, los cuales se rezagaban frente a los de reposición en un contexto inflacionario. De allí que en los años setenta cuando se aceleró la inflación, haya aumentado tanto el endeudamiento. A partir de la expedición de la Ley 20/79, esta tendencia se frena en alguna medida. De hecho, en medio de la crisis de comienzos de los ochenta, es muy factible que las empresas hicieran uso de este expediente para mejorar, contablemente, su respaldo patrimonial.

La legislación más reciente (Estatuto Tributario), que debía empezar a regir desde 1992, implicaba que los activos debían ser contabilizados a su valor comercial y que se debía crear una partida de pérdidas y ganancias en los activos y pasivos por inflación, sobre cuyo resultado neto (en caso de ser positivo) se impondría el gravamen de renta. Hay razones para pensar que los empresarios están aprovechando el período de transición y adaptación a las nuevas normas para actualizar el valor de los activos y evitar mayores gravámenes futuros. Esta hipótesis parece aún más plausible cuando se considera el relativamente bajo crecimiento del activo fijo neto en los últimos años (que será analizado más adelante) y la creciente participación de las valorizaciones respecto al activo que se aprecia en el Cuadro 7.

c) *Reservas*: esta cuenta ha perdido participación en el patrimonio, pasando de representar un 25% de éste en el período 1981–1983, a 17% en el período 1986–1988, para todas las sociedades. En realidad, esta caída obedece a la mayor dinámica relativa de las otras cuentas (valorizaciones y utilidades), ya que las reservas han alcanzado significativas tasas de crecimiento (24.2% real en 1986–1988), gracias a las altas utilidades presentadas en estos períodos y al esfuerzo de capitalizar dichas utilidades en 1986. Sin embargo, como se desprende del Cuadro 8, no parece haber una política estable en este último aspecto.

CUADRO 7**Participación de las valorizaciones en el activo total**

Año	Total	Anónimas	Otras	Submuestra
1981	8.5	9.5	3.6	12.6
1982	9.6	10.8	3.3	14.9
1983	11.8	13.4	3.3	19.4
1984	12.8	14.0	5.6	20.5
1985	12.4	13.7	4.7	20.4
1986	14.7	16.2	5.2	22.9
1987	15.6	17.1	5.0	23.7
1988	19.7	21.7	5.2	30.8
1989	n.d.	n.d.	n.d.	33.2

Fuente: Superintendencia de Sociedades y cálculos propios.

CUADRO 8**Destino de las utilidades**

Año	Porcentaje utilidades retenidas	Porcentaje utilidades repartidas
1981	46.26	53.74
1982	12.20	87.80
1983	23.51	76.49
1984	17.72	82.28
1985	40.65	59.35
1986	89.86	10.14
1987	12.48	87.52

Esta afirmación también es compartida por un trabajo de la Comisión Nacional de Valores (CNV, 1989) en el cual se encontró una muy baja correlación entre la variación de la utilidad del período 1986-1988 y la variación en la repartición de dividendos. Tampoco se observó correlación alguna entre la razón de reservas/capital accionario y el porcentaje de utilidades repartidas.

De hecho, en los años de recesión económica de la primera mitad de la década, el porcentaje de utilidades repartidas fue muy alto, mientras que en años de reactivación (como 1986) la retención de utilidades fue alta. Una posible explicación a este fenómeno puede ser que, en los años de recesión, las utilidades fueron bajas pero las empresas se

vieron inducidas a repartir buena parte de ellas con el fin de mantener alguna rentabilidad sobre las acciones. La alta capitalización de 1986, en cambio, fue el resultado del requisito de capitalización plena de utilidades previsto en la Ley 75/86 para que las empresas pudieran efectivamente beneficiarse de la reducción en las tarifas del gravamen de renta.

De todo lo anterior se concluye: 1) Que las empresas no han usado la repartición de dividendos como mecanismo para atraer inversionistas y aumentar su capital accionario, como se esperaría al disminuir el costo del capital accionario. Pero tampoco han dejado de repartir dividendos para acelerar su capitalización. 2) Que el menor endeudamiento se ha financiado con mayores valorizaciones y utilidades, las cuales sólo han sido retenidas de manera importante para la capitalización en 1986. Esta forma de aumentar el patrimonio, junto con el bajo crecimiento del capital accionario, hace pensar que el menor endeudamiento ha sido fruto de un proceso de saneamiento de la estructura financiera, que no ha sido acompañado de nuevas inversiones.

d) *Activo fijo neto*: su crecimiento reciente ha sido muy bajo, en comparación con el del activo total, del pasivo y del patrimonio, lo que es un indicio de que la expansión de la producción "se ha apoyado en una mayor utilización de la capacidad instalada y no en renovaciones y ensanches significativos" ¹⁵. Sólo en 1988 se observa un avance importante del activo fijo (Gráfico 4), financiado con las altas utilidades y reservas de ese año.

Lo que nos indica esta partida es que la capitalización empresarial no se ha orientado a financiar la expansión de la planta productiva de las empresas, y que las altas valorizaciones observadas en el patrimonio tampoco tienen su origen en lo anterior. Más bien, el fortalecimiento patrimonial que se analizó en páginas anteriores, se orientó a reducir el endeudamiento con terceros.

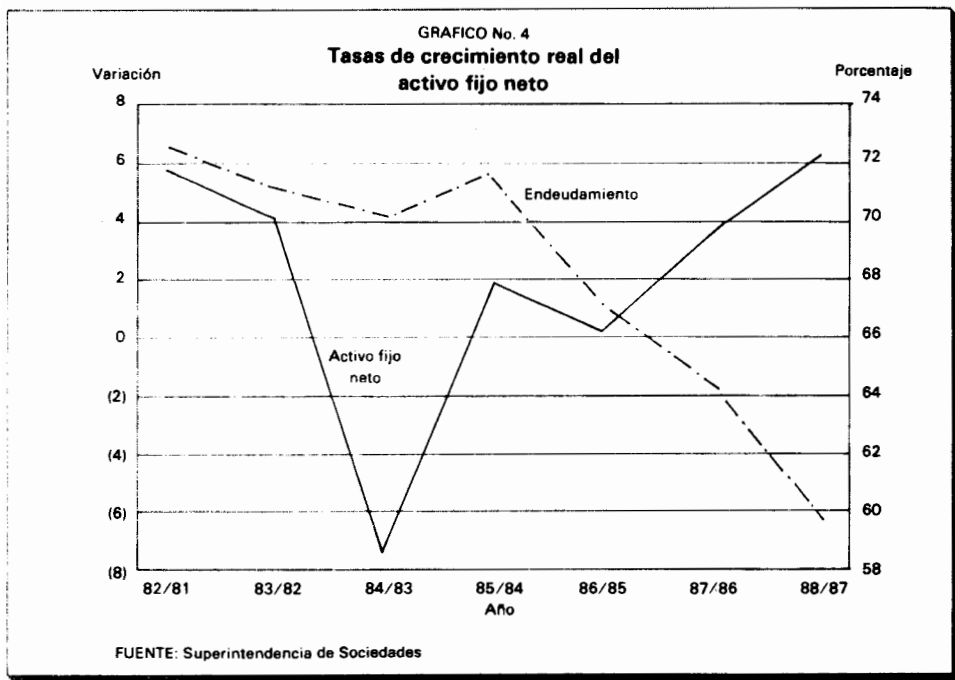
4. Evolución de la tasa efectiva de tributación¹⁶

Debido a la disminución en la tarifa legal del impuesto a la renta de las sociedades anónimas a partir de 1986, la tasa efectiva de tributación disminuyó para el total de sociedades, con respecto a los cinco primeros años de la década. También es interesante observar que a partir de 1985, las tasas efectivas de tributación se han situado por debajo de los niveles de las tarifas nominales, mientras que durante el período 1982-1984 ocurrió lo contrario (Cuadro 9).

Como se mencionó anteriormente, uno de los temores de los empresarios frente a la no deducibilidad del componente inflacionario de los gastos financieros, era que aumentarían

¹⁵ Notas Editoriales, octubre de 1989, Banco de la República.

¹⁶ Tasa efectiva de tributación: Impuestos pagados/Utilidad antes de impuestos.



CUADRO 9
Tasa efectiva de tributación por tipo de sociedad

Años	Total	Anónimas	Otras ¹	Submuestra
1981	34.1	34.6 (40)	31.0 (18-40)	31.4 (40)
1982	42.7	44.5 (40)	32.4 (18-40)	41.7 (40)
1983	44.0	45.6 (40)	33.3 (18-40)	42.8 (40)
1984	42.0	43.1 (40)	33.7 (18-40)	40.3 (40)
1985	38.9	39.4 (40)	34.7 (18-40)	40.6 (40)
1986	29.6	29.9 (33)	27.0 (30)	28.6 (33)
1987	29.0	29.3 (32)	25.9 (30)	27.6 (32)
1988	27.7	28.6 (31)	25.0 (30)	23.8 (31)
1989				26.2 (30)

NOTA: Las cifras en paréntesis son las nominales legales.

(1) Incluye limitadas y extranjeras. Antes de 1986 la tasa nominal para limitadas era 18% y para extranjeras era 40%.

Fuente: Superintendencia de Sociedades y cálculos propios.

sus niveles de tributación, dado el aumento de la base gravable que aquella conllevaba. Sin embargo, la simultánea exclusión de la base gravable de los ingresos financieros ¹⁷, y la reducción en la tarifa de tributación de las sociedades anónimas, contrarrestaron este efecto, por lo que no se pagaron mayores impuestos.

Dicho resultado se visualiza más claramente al analizar por separado los dos componentes de la reforma: el cambio de la base gravable por la no deducibilidad de la parte nominal de los intereses, cuya contrapartida es la no tributación de la parte nominal de los ingresos financieros y el cambio en la tarifa de tributación. Para esto se hizo una simulación que calcula el impuesto generado bajo el anterior y el nuevo esquema de tratamiento a los gastos e ingresos financieros. El ejercicio se hizo con las cifras de la muestra a precios constantes de 1980 y sus resultados aparecen en el Cuadro 10. Luego, en el Cuadro 10A, se calculan los mismos impuestos sobre las cifras de 1986 y se proyectan hasta 1988; el objetivo es determinar cómo la respuesta de los agentes económicos minimizó el efecto de la Reforma.

El primer componente, la modificación de la base gravable, se ha separado entre el costo que implica la no deducibilidad del componente inflacionario de los gastos financieros y el ahorro que implica la no tributación sobre el componente inflacionario de los ingresos financieros. Esta discriminación se hace indispensable debido a la importancia de los ingresos financieros en relación con los gastos financieros, que pasaron de representar el 65% de estos últimos (en el caso de las sociedades anónimas) en 1984 al 90% en 1988.

Así pues, en 1986 las empresas sólo pagaron \$ 190 millones (pesos de 1980), gracias a la compensación parcial entre los dos efectos, mientras que de no haber tenido ingresos financieros el costo hubiera sido de \$ 725 millones, lo que implica una disminución en el costo de 74%. Esta disminución llega a ser de 91% en 1988 para las sociedades anónimas (véase Cuadro 10).

Los resultados muestran que las sociedades han reducido la relación de gastos financieros a ingresos financieros. De hecho, si hubieran mantenido en 1988 (cuando la porción no deducible del componente inflacionario era de 30%) la relación existente en 1986, el costo por el aumento de la base gravable hubiera sido cinco veces mayor (véase Cuadro 10A).

El segundo elemento de la Reforma, la reducción en la tarifa de tributación para las sociedades anónimas ¹⁸, es mucho mayor, por lo que el efecto neto es un ahorro de impuestos, que aumenta al disminuir la tarifa de tributación y es aprovechado cada vez más al reducir los gastos financieros y aumentar la participación de los ingresos financieros.

¹⁷ Al desmontar la deducibilidad de la parte nominal de los gastos financieros, simétricamente se dejó de tributar sobre la parte nominal de los ingresos financieros, también de manera parcial y gradual.

¹⁸ Esta parte se hizo sólo para las anónimas, ya que en el grupo de otras, existen sociedades para las cuales se redujo la tarifa de tributación (extranjeras) y sociedades para las que se aumentó la tarifa (limitadas).

CUADRO 10

Resultados del ejercicio de simulación

(Millones de pesos de 1980)

	1986	1987	1988
Sociedades anónimas			
(1) Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados	535	1,255	2,112
(2) Ahorro no tributación del componente inflacionario de intereses recibidos	535	1,148	1,931
(3) Efecto neto del componente inflacionario (1-2)	(190)	(107)	(181)
(4) Ahorro por cambio en tarifa	2,780	4,303	5,163
(5) Ahorro neto (4-3)	2,623	4,218	5,023
- Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados sobre impuestos pagados	5.5%	7.3%	11.8%
Otras sociedades			
(1) Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados	143	243	400
(2) Ahorro no tributación del componente inflacionario de intereses recibidos	87	193	347
(3) Efecto neto del componente inflacionario (1-2)	(56)	(49)	(54)
- Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados sobre impuestos pagados	3.6%	4.6%	6.6%

Fuente: Cálculos propios.

CUADRO 10A

Resultados del ejercicio de simulación

(Millones de pesos de 1980)

	1986(1)	1986(2)	1986(3)
Sociedades anónimas			
(1) Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados	725	1,350	2,054
(2) Ahorro no tributación del componente inflacionario de intereses recibidos	535	995	1,515
(3) Efecto neto del componente inflacionario (1-2)	(190)	(354)	(539)
(4) Ahorro por cambio en tarifa	2,780	3,177	3,574
(5) Ahorro neto (3-4)	2,623	2,893	3,156
- Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados sobre impuestos pagados	5.5%	10.4%	16.1%
Otras sociedades			
(1) Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados	143	266	405
(2) Ahorro no tributación del componente inflacionario de intereses recibidos	87	162	247
(3) Efecto neto del componente inflacionario (1-2)	(56)	(104)	(158)
- Costo no deducibilidad del componente inflacionario de intereses pagados sobre impuestos pagados	1.1%	2.0%	3,2%

Fuente: Cálculos propios.

(1) Porcentaje no deducible del componente inflacionario 10%

(2) Porcentaje no deducible del componente inflacionario 20%

(3) Porcentaje no deducible del componente inflacionario 30%.

Estos resultados coinciden con los encontrados por la CNV (1988, 1989), en el sentido de que, cuando se presentan altos gastos financieros, el beneficio de la reducción en la tarifa tiende a ser menos significativo frente al desmonte de la deducibilidad de los intereses. Así pues, empresas con altos niveles de endeudamiento, junto con altos egresos financieros, enfrentan una mayor participación del "impuesto financiero"¹⁹ con respecto al impuesto total. En cambio, empresas con altos niveles de endeudamiento y con bajos costos financieros no pagan un impuesto financiero alto. De hecho, para 1988 el costo de la no deducibilidad del componente inflacionario significó un costo sobre impuestos de tan sólo 6.6% para las otras sociedades (las más endeudadas pero con menor relación de gastos financieros a pasivo total como se verá más adelante), mientras que para las anónimas este costo fue de 11.8% sobre impuestos.

Esto indica que las empresas, además del esfuerzo por reducir su endeudamiento, pueden beneficiarse de la reducción en el nivel de los gastos financieros para disminuir la carga tributaria, como se analiza en la siguiente sección.

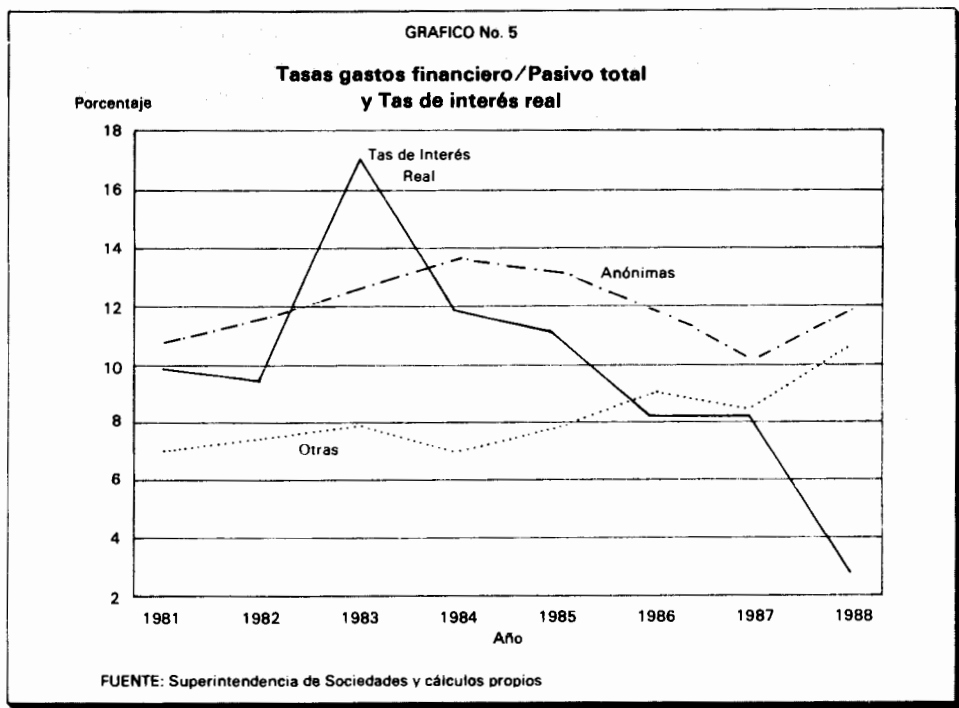
5. Comportamiento de los gastos financieros

En el Gráfico 5 se presenta la relación de los gastos financieros sobre el pasivo total para las sociedades anónimas y el grupo de otras sociedades y la evolución de la tasa de interés real. Se observa que la disminución en la tasa de interés real permitió, para los años 1985 a 1987, que las sociedades anónimas tuvieran una menor relación de gastos financieros a pasivo. Para 1988, sin embargo, hay un incremento de los gastos financieros, a pesar de los controles oficiales que se establecieron sobre la tasa de interés nominal a mediados de ese año²⁰.

El grupo de otras sociedades, aunque presenta relaciones bajas de gastos financieros a pasivos, ha presentado una tendencia creciente en los gastos financieros, debido posiblemente a que las empresas extranjeras más grandes, endeudadas en moneda extranjera, se vieron afectadas por el mayor ritmo de devaluación. Las sociedades anónimas endeudadas en moneda extranjera no han sido afectadas por los mayores ritmos de devaluación, posiblemente debido (como se mencionó antes) a los mecanismos de alivio contenidos en la Resolución 33/84.

¹⁹ El "impuesto financiero" está definido como el mayor impuesto que deben pagar las empresas al no deducir la totalidad de los gastos financieros.

²⁰ Ello induce a pensar que hubo un grado no despreciable de "desintermediación financiera" que tal vez obligó a las empresas a acudir al más costoso crédito del mercado extrabancario.



C. Síntesis y conclusiones

Hasta 1986, la estructura tributaria favorecía el endeudamiento en contra de la capitalización accionaria, debido a la doble tributación y a la deducibilidad total de los intereses. La Ley 75/86 trató de corregir este sesgo desmontando totalmente la doble tributación y, gradualmente la deducibilidad de la parte nominal de los intereses. El objetivo del gobierno era no interferir en las decisiones de financiación de las empresas y estimular con esas medidas un proceso gradual de capitalización accionaria. Sin embargo, como se mencionó, la total neutralidad tributaria no se logró debido a la posibilidad de deducir la parte real de los intereses y debido a que el porcentaje no deducible del componente inflacionario se congeló en 30%.

Después de la Reforma Tributaria de 1986, las empresas colombianas han registrado una significativa disminución del endeudamiento, pero esto no se ha traducido en un aumento de la capitalización accionaria.

La reducción en el endeudamiento ha sido originada en mayores utilidades, en la reducción en la tarifa de tributación de las sociedades anónimas y también en un menor crecimiento del pasivo. Esto contrasta con anteriores períodos de reactivación económica, en los cuales las sociedades no habían hecho mayores esfuerzos por reducir su endeudamiento.

Además, el menor endeudamiento también se ha originado en un mayor uso de las valorizaciones, explicado posiblemente, por la necesidad de actualizar a valor comercial los activos antes de 1992, ya que a partir de ese año el crecimiento de las valorizaciones se convertirá en un ingreso gravable.

Por otra parte, el menor endeudamiento ha sido acompañado de un crecimiento muy bajo de los activos, ya que las empresas no han realizado grandes expansiones de planta, hasta el momento. Esto explica por qué el uso de las valorizaciones ha tenido tanta importancia en la capitalización, ya que en 1986, cuando hay un crecimiento grande de la inversión, ésta se financia con capital accionario y utilidades.

El costo de la no deducibilidad de la parte nominal de los intereses, resultó menos gravoso de lo que se esperaba frente a la reducción de la tarifa de tributación de las sociedades anónimas y además fue compensado por el desmonte de la tributación sobre ingresos financieros nominales. Por otra parte, la tendencia decreciente de la tasa de interés real ha permitido, junto con el menor endeudamiento, una reducción significativa de los gastos financieros, lo que se ha reflejado en una tasa efectiva de tributación incluso menor a la nominal.

Anexo

Derivación del costo del capital

El costo del capital es la tasa mínima de retorno antes de impuestos que debe generar un proyecto para pagar todos sus costos financieros y sus obligaciones tributarias. El costo del capital estará determinado por los pagos requeridos sobre la deuda y sobre las acciones, la depreciación de la inversión, la tributación sobre las ganancias de la empresa y por los incentivos fiscales a la inversión. El costo del capital ha sido tratado por diversos autores en donde se involucran los anteriores parámetros. En algunas derivaciones se usan otros parámetros como incluir las ganancias de capital, la doble tributación, los precios relativos de los bienes de capital, etc. Aquí se utiliza la formulación sugerida por Dailami (1988) para el caso colombiano:

$$X = \frac{Px}{Py} \left\{ (R+d) \frac{(1-t^c z)}{(1-t^c)} - \frac{[R - (1-t^c)i + \pi]}{(1-t^c)} \cdot b + \left[\frac{t^c(1-u)\pi}{(1-t^c)} \right] \cdot b \right\}$$

donde:

X: costo del capital

Px: precio relativo de los bienes de capital

Py

R: tasa de descuento del accionista o costo de oportunidad

d: tasa de depreciación

t^c: tasa de tributación de la sociedad

z: valor presente de las deducciones por depreciación

i : tasa de interés nominal de mercado

π : inflación = componente inflacionario de los intereses

b: nivel de endeudamiento

u : porcentaje deducible del componente inflacionario del interés

El término $(R+d) \frac{(1-t^c z)}{(1-t^c)}$, expresa el costo de las acciones.

El resto de fórmula expresa el costo del capital financiado con deuda y el ahorro generado en la deducibilidad tributaria de los intereses.

En esta formulación sin embargo, no se tiene en cuenta la existencia de doble tributación, por la cual el retorno mínimo que espera el accionista debe cubrir el costo de oportunidad de sus fondos más los impuestos que paga la empresa y los impuestos que debe pagar el accionista sobre las utilidades repartidas:

$$X^a = R + X^a.t^c + (X^a - X^a.t^c).\beta.t^p$$

donde:

X^a : costo del capital financiado con acciones

R: tasa de descuento del accionista o costo de oportunidad

$X^a.t^c$: impuesto que paga la empresa sobre su utilidad

t^p : tasa de tributación personal

β : porcentaje de utilidades repartidas

$(X^a - X^a.t^c).\beta.t^p$: impuesto que paga el accionista sobre los dividendos repartidos.

Así pues, despejando el costo de oportunidad y reagrupando los términos, obtenemos el costo del capital accionario:

$$\begin{aligned} X^a - X^a.t^c - X^a.\beta.t^p + X^a.t^c.\beta.t^p &= R \\ X^a (1 - t^c) (1 - \beta.t^p) &= R \\ X^a &= \frac{R}{(1 - t^c) (1 - \beta.t^p)} \end{aligned} \quad (2)$$

y reemplazando en la anterior formulación, tenemos el costo del capital para el caso colombiano, antes de la Reforma de 1986:

$$X = \frac{P_x}{P_y} \left\{ \frac{[(R+d)(1-t^c)z]}{(1-t^c)(1-\beta.t^p)} - \frac{[R-(1-t^c)i+\pi]}{(1-t^c)} \cdot b + \frac{[t^c(1-u)\pi]}{(1-t^c)} \cdot b \right\}$$

Como el interés se centra en diferenciar el costo del capital cuando se financia con acciones y cuando es financiado con deuda, omitiremos aquellos términos que no son afectados por el tipo de financiación, es decir los precios relativos de los bienes de capital ($P_x/P_y = 1$), la depreciación ($d = 0$) y el valor presente de las deducciones por depreciación ($z = 0$), por lo que se simplifica la fórmula a:

$$X = \left\{ \left[\frac{R}{(1-t^c)(1-\beta.t^p)} \right] - \left[\frac{R-(1-t^c)i+\pi}{(1-t^c)} \right] \cdot b + \left[\frac{t^c(1-u)\pi}{(1-t^c)} \right] \cdot b \right\}$$

Consideremos el caso en el que la financiación se hace en su totalidad con acciones, es decir, cuando $b = 0$. Los dos últimos términos de la expresión se igualan a cero y la expresión del costo del capital se iguala al costo del capital accionario $X = X^a$.

En el caso contrario, cuando la financiación se realiza completamente con deuda, es decir, cuando $b = 1$, no existe repartición de dividendos por lo que $\beta.t^p = 0$, entonces:

$$\begin{aligned}
 X^d &= \left\{ \left[\frac{R}{(1-t^c)} \right] - \left[\frac{R - (1-t^c)i + \pi}{(1-t^c)} \right] + \left[\frac{t^c(1-u)\pi}{(1-t^c)} \right] \right\} \\
 X^d &= \left\{ \left[\frac{R}{(1-t^c)} \right] - \left[\frac{R}{(1-t^c)} - \frac{(1-t^c)i}{(1-t^c)} \right] + \frac{\pi}{(1-t^c)} + \left[\frac{t^c(1-u)\pi}{(1-t^c)} \right] \right\} \\
 X^d &= i - \frac{\pi + \pi.t^c - u.\pi.t^c}{(1-t^c)} \\
 \Rightarrow X^d &= i - \pi - \frac{u.\pi.t^c}{(1-t^c)} \\
 X^d &= r - \frac{u.\pi.t^c}{(1-t^c)}
 \end{aligned} \tag{3}$$

Antes de la Reforma de 1986, se podía deducir la totalidad del componente inflacionario de los intereses, es decir, $u = 1$, por lo que:

$$X^d = r - \frac{\pi.t^c}{(1-t^c)} \tag{4}$$

Con la Reforma de 1986, se pretende llegar a que $u = 0$, entonces

$$X^d = i - \pi \frac{(1-t^c)}{(1-t^c)} \tag{5}$$

$$X^d = i - \pi = r$$

y al eliminar la doble tributación sobre los dividendos repartidos se obtendrá que el costo del capital accionario es:

$$X^a = \frac{R}{(1-t^c)} \tag{6}$$

Suponiendo que la tasa de interés de mercado (r) sea igual al costo de oportunidad del accionista (R) estas dos expresiones se igualarán solamente cuando la tasa de interés real sea cero o la tasa de tributación sea cero:

$$X^d = X^a \Rightarrow r = \frac{r}{(1-t^c)}$$

$$r(1-t^c) - r = 0$$

$$r - r.t^c - r = 0$$

$$-r.t^c = 0$$

Bibliografía

- Acosta, O. (1986) "Estructura financiera de las sociedades. Ejercicio de aplicación de las cuentas financieras" en *Ensayos sobre Política Económica*, No. 10, Banco de la República.
- Atkinson-Stiglitz (1980) "Lectures on Public Economics", McGraw-Hill.
- Auerbach, A. (1983) "Taxation Corporate Financial Policy and the Cost of Capital", en *Journal of Economic Literature*, Vol. XXI, septiembre, págs. 905-940.
- Avella, M. (1986) "Crisis y capitalización de la industria colombiana", Universidad Nacional.
- Barona, B. (1989) "La Reforma Tributaria de 1986 y la estrategia financiera de las empresas en Colombia" en *Coyuntura Económica*, vol. XIX, No. 1, marzo, págs. 227-241.
- Bueno, J. (1983) "Capitalización de la Sociedad Anónima" en *Economía Colombiana*, No. 141-142, ene-feb.
- (1985) "Política fiscal y capitalización de las sociedades" en *Economía Colombiana*, No. 166, febrero.
- Caballero, C. (1986) "Hacia el fortalecimiento financiero del sector industrial" en *Crisis y Capitalización de la Industria Colombiana*, editado por M. Avella, Universidad Nacional.
- Carrizosa, M. (1986) "Hacia la recuperación del mercado de capitales en Colombia", Bolsa de Bogotá.
- Comisión Nacional de Valores (1987) "El desmonte tributario de la deducibilidad del componente inflacionario de los intereses y su efecto en las sociedades" en *Boletín Mensual*, págs. 4-26, año 5, No. 4, vol. 5.
- (1988) "Algunos efectos de la Reforma Tributaria de 1986 en las Sociedades Anónimas con respecto al año gravable de 1987" en *Informe de Labores, 1987-1988*, págs. 121-135.
- (1989) "Concentración de la propiedad accionaria en Colombia" en *Boletín Mensual*, págs. 3-14, año 6, No. 6, vol. 6.
- (1989) "Fuentes de financiación de las sociedades inscritas en Bolsa" en *Avance Estadístico Mensual*, año 8, No. 4.
- (1989) "Políticas de capitalización y dividendos en las Sociedades Anónimas con posterioridad a la Reforma Tributaria de 1986" en *Avance Estadístico Mensual*, año 8, No. 8.
- (1989) "Algunos efectos de la Reforma Tributaria de 1986 en las Sociedades Anónimas con respecto al año gravable de 1988" en *Avance Estadístico Mensual*, año 8, No. 10.
- (1989) "Las reservas patrimoniales en las Sociedades Anónimas" en *Avance Estadístico Mensual*, año 8, No. 11.
- Contraloría General de la República (1987) "Una evaluación preliminar de la Reforma Tributaria de 1986" en *Informe Financiero*, págs. 9-15, julio.
- Dailami, M. (1988) "Colombia: El impacto de la Reforma Tributaria de 1986 sobre el costo del capital" en *Banca y Finanzas*, octubre, 1989.

Fainboim, "Inversión, tributación y costo de uso del capital en Colombia 1950-1987" en *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18, Banco de la República. Próxima a salir.

FEDESARROLLO (1986) "El proyecto de Reforma Tributaria" en *Debates de Coyuntura Económica*, No. 4.

Hombres, R. (1982) "La Sociedad Anónima en Colombia. Herramientas para el análisis" en *Sistema Financiero y el Desarrollo en Colombia*, editado por A. Martínez, Universidad Nacional.

----- (1982) "Revisión de algunos aspectos de la concentración en Colombia" en *Desarrollo y Sociedad*, No. 9, Facultad de Economía, Universidad de los Andes.

----- (1983) "La crisis de la Sociedad Anónima" en *Economía Colombiana*, No. 143, marzo.

----- (1985) "Elementos para estudiar la organización industrial en Colombia" en *Crisis y Capitalización de la Industria Colombiana*, editado por M. Avella, Universidad Nacional.

----- (1989) "La banca de inversión en Colombia: hacia un mercado moderno de capitales", Corporación Financiera del Valle.

Orozco, G. (1987) "La Reforma Tributaria, las tasas efectivas de impuesto y las depreciaciones", en *Boletín Mensual, Comisión Nacional de Valores*, págs. 4-17, año 5, No. 5, vol. 5.

----- (1988) "La Reforma Tributaria, las empresas y su estructura financiera" en *Coyuntura Económica*, vol. XVIII, No. 3.

Restrepo, J. (1985) "La economía colombiana y el desarrollo de la sociedad anónima colombiana en los últimos 30 años" en *Boletín Mensual*, págs. 2-25, año 1, No. 5, vol.1.

Zuleta, A. (1983) "¿Hacia una desconcentración financiera?" en *Economía Colombiana*, No. 143, marzo.