
La Reforma Tributaria para el Desarrollo del Mercado Accionario*

Rodrigo Bolaños**

INTRODUCCION

Para muchas personas, las altas tasas de interés que se cobran en Costa Rica sobre el crédito, bancario o no bancario, constituyen un desincentivo a la inversión y un freno a la reactivación económica. Pero, el problema es más complicado de lo que aparenta a simple vista.

La legislación tributaria costarricense contiene disposiciones que permiten que las empresas deduzcan de la base gravable del *Impuesto sobre la Renta (ISR)*, el total de los gastos en intereses en que incurren para generar su producción.

En épocas de inflación y cuando las tasas de interés son ajustables, esta disposición propicia que las empresas gravadas con las tasas más altas en la escala del ISR tengan un bajo costo del crédito, en algunos casos menor a la tasa de inflación. Es decir, neto de impuesto, el interés real que pagan sobre sus pasivos puede llegar a ser tan reducido, que incluso se hace negativo, como se explica en detalle más adelante.

Lo anterior introduce distorsiones en la asignación eficiente de los recursos productivos. El efecto sobre la inversión en activos físicos no es claro, porque las altas tasas impositivas tienden a disminuirla, mientras que la deducción del total de gastos en intereses la incentiva. Pero, sí es posible concluir que al abaratare en forma artificial el crédito, la acumulación de capital en Costa Rica se realiza en forma ineficiente. Se induce a las empresas que deseen aprovechar las ventajas fiscales de la deducción del total del gasto en intereses, a financiarse casi exclusivamente mediante el endeudamiento, sin que exista una sana combinación con la emisión de acciones.

LAS TASAS DE INTERES REAL

En situaciones de inflación, desde el punto de vista económico, es conveniente separar en dos partes lo que se paga o recibe por concepto de intereses. Por un

lado, está el interés puro, llamado *interés real* y, por el otro, *el componente inflacionario* de la tasa de interés.

El segundo componente es una compensación que percibe el poseedor de un activo financiero que tiene un valor monetario fijo, por la pérdida en que incurre al disminuir el poder de compra de esa parte de su patrimonio, cuando hay un aumento general de precios en la economía.

El componente inflacionario del interés no aumenta la capacidad real de gasto o el poder de compra del dueño de un activo; simplemente, le compensa el menor poder de compra del valor monetario de su riqueza. Por esta razón, se define al interés real como el ingreso que aumenta realmente el poder de gasto de una persona en bienes y servicios y se calcula como el exceso de la tasa de interés sobre la tasa de inflación.

A los pasivos financieros con valor monetario constante se les aplica el mismo razonamiento: el interés real es el único que representa verdaderamente un costo. El componente inflacionario es un gasto que realiza el deudor, pero que se compensa exactamente con la ganancia que tiene por la disminución en el valor real del pasivo, que es igual a la pérdida que sufre el acreedor.

En algunos países y con cierto tipo de documentos, se separan los dos componentes de la tasa de interés, mediante lo que se ha denominado como la "corrección" del valor monetario de un activo financiero. Así, por ejemplo, el valor monetario del activo se reajusta periódicamente de acuerdo con el incremento de un índice de precios y lo que el título valor paga como interés es una tasa real. En lenguaje económico, la "corrección monetaria" permite mantener constante el valor real o poder de compra del activo, por lo que la tasa de interés que devenga es menor, debido a que no tiene que incluir el componente inflacionario.

La separación de los dos componentes de la tasa de interés es la excepción y normalmente no se distingue uno del otro. En Costa Rica, las disposiciones tributarias que rigen el tratamiento de la deducción de los gastos en intereses fueron dictadas para períodos no inflacionarios y no distinguen entre los elementos reales e inflacionarios en los gastos por intereses. Pero, en épocas de aumento de precios, estas reglas

* Las ideas expresadas representan su opinión personal y no necesariamente las de la Bolsa Nacional. Agradece los comentarios de Jorge Corrales, Marco Antonio González, Luis E. Navarro, Alexis Sánchez y María Lourdes Sánchez.

** El autor es Gerente General de la Bolsa Nacional de Valores S A.

impositivas crean distorsiones, como las mencionadas con respecto al costo del crédito.

LAS TASAS DE INTERES REAL NETAS DE IMPUESTO: UN EJEMPLO NUMERICO

Cuando una empresa está estudiando cómo financiar un proyecto de inversión, al calcular el costo de endeudarse deberá tomar en cuenta que el costo efectivo de las nuevas deudas será menor a la tasa de interés que le paga a los acreedores, debido a que puede deducir los intereses en el ISR.

Para una firma que tribute en el ISR, la deducción de los intereses que pague sobre las deudas nuevas que contrate para financiar un proyecto, le disminuye el monto del Impuesto a pagar en una cantidad igual a los intereses adicionales deducidos multiplicados por la tasa impositiva que le corresponda a la empresa según la escala del Impuesto, llamada la tasa marginal. El menor monto a pagar se constituye en un aumento en las utilidades que le queda a la sociedad, después de que ésta pague sus impuestos. Por lo tanto, para calcular el costo de endeudarse, este aumento en las utilidades netas de impuesto se debe restar del interés pagado a los acreedores. A este costo se le conoce como *la tasa de interés neta de impuestos*.

De acuerdo con lo anterior y suponiendo que la tasa de interés que la empresa paga sobre sus pasivos no varía al aumentar su endeudamiento, el costo del crédito relevante para las decisiones de endeudarse se calcula multiplicando la tasa de interés por un factor igual a uno menos la tasa impositiva. Si suponemos que una empresa paga intereses a un 25% anual sobre sus pasivos financieros y tributa a la tasa marginal del 50%, la tasa de interés neta de impuestos es 12,5% anual. La diferencia con respecto al 25%, la asume el Gobierno en la forma de ingresos tributarios que no recibe.

Si la tasa de inflación es del 15% anual, las firmas que pagan una tasa de interés neta de impuestos del 12,5% obtienen, en realidad, un subsidio del 2,5% por año sobre sus pasivos financieros, porque el costo del interés neto de gravámenes es inferior en ese porcentaje a lo que la inflación les reduce el valor real o poder de compra de sus pasivos. Es equivalente a que a las sociedades se les permita, en el ISR, deducir como un gasto una parte del valor de sus pasivos.

El subsidio se debe a la deducción del componente inflacionario de la tasa de interés y su tamaño depende de la tasa marginal a la que tribute la sociedad en el ISR. Es decir, el subsidio existe porque se permite que las empresas deduzcan como gasto un componente que realmente es una amortización del principal adeudado. Además, en sistemas tributarios en los que

las escalas o tramos del ISR no se ajustan con la inflación, el tamaño del subsidio aumenta a través del tiempo, porque el incremento general de los precios hace que suban las utilidades nominales de las empresas y las hace pasar a una tasa imponible mayor en la escala del ISR, sin que esas mayores ganancias sean reales, sino que compensan el mayor costo de la vida.

La argumentación anterior es simétrica y significa que si las firmas tuvieran que declarar como ingreso la totalidad de los intereses que ganan sobre sus activos financieros, se les estaría gravando parte del valor de sus activos.

Como se propone más adelante, la reforma tributaria que corrija estos defectos debe incluir la eliminación de la deducción del componente inflacionario de la tasa de interés y permitir únicamente que se deduzcan los intereses reales y que los ingresos por concepto de intereses se graven únicamente sobre la parte real.

EL COSTO DE CAPITALIZAR MEDIANTE LA EMISION DE ACCIONES

Las sociedades, al decidir cómo financiar un proyecto de inversión que aumente sus activos físicos, comparan el costo de las diferentes fuentes de fondos. Las tasas de interés real netas de impuestos miden el costo de las diferentes opciones de financiamiento por medio de la emisión de pasivos. En el caso de la captación de recursos mediante aumento del capital accionario, el costo para las firmas viene dado por un concepto que toma en cuenta el costo de oportunidad de los recursos para los socios.

Los dueños de una empresa tendrán la expectativa de recibir, neto de impuesto, un rendimiento sobre las acciones que, una vez descontado el premio por riesgo, sea competitivo con el que pueden obtener en otro tipo de activos, físicos o financieros.

Sin entrar a considerar elementos de riesgo, que normalmente requerirán que las acciones paguen rendimientos mayores que los de títulos de renta fija, y suponiendo que el costo de oportunidad relevante para los accionistas es el de un título valor que les paga una tasa de interés real anual neta de impuestos del 10% y que la tasa de inflación es del 15% por año, una empresa que tribute en el actual ISR a una tasa marginal del 50%, tendrá que obtener utilidades brutas que sean un 62,4% por año del valor de mercado de sus acciones. Con ese 62,4%, la empresa tendrá un retorno neto del ISR del 31,2% anual, al que se puede definir como el costo del capital accionario en términos nominales, es decir, antes de restarle el efecto de la inflación.

Si al porcentaje de 31,2% se le rebaja el impuesto del 15% sobre los dividendos, el accionista obtendrá sobre su inversión un 26,5% neto de impuestos, suponiendo que no se modifica el precio de la acción. Corrigiendo este porcentaje por el 15% de inflación, se obtiene el rendimiento real deseado del 10% por año sobre el valor de mercado de las acciones. Si el precio de mercado de la acción aumenta, el accionista obtendrá parte de su rendimiento en la forma de una ganancia de capital.

Con las anteriores cifras, la empresa tiene un *costo real del capital accionario* del 15,6% anual, que se obtiene descontando el 15% de inflación al 31,2% de rendimiento nominal que le queda a la firma después de pagar el ISR y que es el que le permite al accionista obtener el retorno deseado y, agregándole, para ser consistente al comparar con el costo de la deuda, un margen del 3% de intermediación financiera, al que se le rebajó la proporción de ese gasto que asume el Estado, dado que se puede deducir en el ISR.

En los anteriores cálculos, no se ha considerado el riesgo que enfrentan los accionistas por invertir en una empresa sin más garantía que la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión. Esto requiere que las estimaciones del costo del capital se interpreten como libres de riesgo, por lo que las rentabilidades esperadas que las sociedades tendrán que ofrecer a sus accionistas serán mayores que las que aquí se han calculado, porque habrá que agregarles el premio para compensar los riesgos de los proyectos de inversión. Para no complicar el análisis, los costos del capital que se presentan en este ensayo deben entenderse como libres de riesgo.

En resumen, para el caso particular que se ha analizado, el costo anual del capital accionario para la empresa es, en términos reales, de un 15,6%. Si para la firma, el costo real neto de impuestos de contratar nuevos pasivos para financiar la acumulación de activos es casi nulo o negativo, es evidente que las disposiciones tributarias hacen que las diferencias de costos favorezcan al endeudamiento sobre el financiamiento por medio de la emisión de acciones. Endeudándose, las firmas pueden aumentar la utilidad de un proyecto, comparando con un caso en el que el mismo proyecto se financie emitiendo acciones.

EL SIGNIFICADO DE LAS DISTORSIONES DEL SISTEMA VIGENTE

Las distorsiones del sistema tributario que se han señalado inducen a las empresas a tener estados financieros menos sólidos, porque contra sus activos productivos emiten más deuda que capital accionario, de lo que se justifica comparado con el costo social de los fondos disponibles para financiar la inversión.

Este costo social viene dado por la suma de la tasa de interés que hay que pagarles a los ahorrantes para inducirlos a dejar de consumir y del costo de la intermediación financiera eficiente. Si las diversas formas de financiamiento tienen costos diferentes al social, no se les usará en las cantidades óptimas y no se estarán aprovechando las ventajas de combinarlas eficientemente.

Las distorsiones que introducen las disposiciones tributarias hacen que, para las empresas que pagan altas tasas impositivas, el costo de captar recursos por medio de la emisión de deuda sea menor al de aumentar el capital accionario. El costo social de estos recursos se ubica entre estos dos, porque el costo del capital accionario lo supera en el tanto debe cubrir el impuesto sobre los dividendos, mientras que para las empresas el costo de endeudarse, neto de impuestos, es inferior, porque el Estado comparte una porción significativa del componente inflacionario de la tasa de interés que, como se argumentó, no constituye un costo real.

Lo importante para mejorar las señales que guían las decisiones eficientes de las empresas en esta materia, es equiparar los tres costos: el social, el del endeudamiento y el de capitalizar por medio de la emisión de acciones. Si uno o más de estos costos difieren de los otros, siempre habrá espacio para mejorar la asignación eficiente de los recursos.

En países con altos niveles de inflación y con tasas de interés ajustables y determinadas libremente en los mercados financieros, si las bases imponibles no se adecúan a los efectos de los aumentos generales de precios, es posible que la carga tributaria puede empezar a disminuir, porque la deducción del componente inflacionario de las tasas de interés erosiona la base gravable del ISR, especialmente si ha desaparecido el efecto que hace que las empresas pasen a tributar a las tasas marginales más altas de la escala del Impuesto, al aumentarles las utilidades como consecuencia de la inflación.

El anterior fenómeno se dio en México y Colombia, en donde hace pocos meses se introdujeron reformas tributarias para corregir esos defectos. Obviamente, la transición de un sistema a otro no es sencilla, pero una vez que la economía se ajuste a las nuevas reglas, se vuelve más eficiente o menos distorsionada.

Las principales distorsiones que se derivan de la combinación de las altas tasas impositivas y la deducción del componente inflacionario de la tasa de interés son las siguientes:

En primer lugar, el incentivo para financiarse con pasivos en vez de capital accionario, además de

impedir el desarrollo del mercado accionario, provoca un mayor nivel de demanda por el crédito, que presiona sobre la oferta de estos recursos y mantiene altas las tasas de interés real en el mercado. Se ha demostrado que estos efectos llevan a que las empresas tengan niveles de endeudamiento mayores a los que justifican los costos sociales de esta forma de financiamiento, debido a que el subsidio tributario sobre el costo real del crédito predomina sobre los aumentos en las tasas de interés real de mercado, originados en la mayor demanda de crédito. En estas condiciones, la tasa de interés real neta de impuestos disminuye al aumentar la inflación y lleva a que las empresas se sobreendeuden.

En segundo lugar, ese alto endeudamiento podría significar niveles excesivos de riesgo de quiebra para las empresas. Cuando las firmas emiten pasivos a corto plazo o con tasa de interés ajustables, se obligan a pagar intereses a tasas de mercado y a amortizar o a renovar el principal de los créditos en plazos preestablecidos. En cambio, si emiten acciones, no existirán estas obligaciones: simplemente, si la compañía es rentable, el accionista obtendrá un rendimiento por el pago de dividendos o por las ganancias o pérdidas de capital en el valor de las acciones. En el caso de la deuda, las obligaciones de pago del interés y del principal, significan un nivel de riesgo que crece con el nivel de endeudamiento, dado que para la firma puede ser más difícil o costoso renovar las deudas. En estas condiciones, un nivel alto de pasivos representa una mayor probabilidad de quiebra, que las sociedades pueden trasladar a los ahorrantes, si captan directamente en el mercado o, si se endeudan con intermediarios financieros, a los bancos y a las financieras. Esto encarecerá aún más el crédito si estas entidades reaccionan subiendo en forma generalizada sus premios o comisiones por riesgo, o incidirá sobre los ahorrantes (en el caso de las financieras y bancos privados) o sobre los contribuyentes (en el caso de los bancos que gozan de la garantía estatal), si es que estos intermediarios financieros no pueden recuperar los préstamos que le concedieron a empresas que tengan problemas de quiebra por sus altos niveles de deuda.

En tercer lugar, la existencia de este alto endeudamiento en las sociedades ha conducido a que se establezcan límites cuantitativos a los pasivos que éstas pueden contratar o sobre lo que les pueden prestar los entes financieros y bancarios regulados por el Banco Central, como son los límites a los niveles de apalancamiento y las restricciones al porcentaje máximo que una entidad bancaria puede financiar de un determinado proyecto o a una empresa. Estas disposiciones empeoran las distorsiones porque, por un lado, aunque pueden impedir el mayor riesgo, resultan

en una contracción de la acumulación de activos físicos, debido a que, para las firmas, sigue siendo excesivamente caro financiarse emitiendo acciones y se les obliga, por falta de financiamiento, a desistir de llevar a cabo proyectos de inversión rentables, o, por otro lado, tienen que recurrir al crédito en los mercados informales, donde las tasas de interés son más altas.

En cuarto y último lugar, si el Gobierno no desea que la deducción del componente inflacionario de los intereses le disminuya la carga tributaria, recurrirá a establecer otros impuestos o a elevar las tasas de los existentes, lo que puede dar como resultado una carga más gravosa en términos de sus efectos sobre los incentivos a la asignación eficiente de los recursos y sobre la equidad tributaria. Si no mantiene la carga, pero no se rebajan los gastos y se emite más deuda pública para financiar el déficit, se aumentará aún más la tasa de interés real de mercado. Alternativamente, se puede recurrir al financiamiento inflacionario, con sus conocidos efectos negativos sobre la actividad económica, la distribución del ingreso y el endeudamiento de las empresas.

UNA PROPUESTA DE REFORMA

Aunque la economía costarricense enfrenta tasas de inflación moderadas, es muy factible que, en conjunto, las consecuencias de todas las anteriores distorsiones sean significativas.

Sus efectos se pueden eliminar si se aprovecha la oportunidad del proyecto de reforma a la Ley del ISR, actualmente en trámite en la Asamblea Legislativa y, junto con disminuir las tasas del Impuesto, se modifique la definición de la base gravable para que se graven los ingresos reales por intereses y se quite la deducción del componente inflacionario de las tasas de interés, dejando como gasto únicamente el interés real. En los casos de préstamos en moneda extranjera, el tratamiento debe ser similar, lo que significa no permitir la deducción del aumento en el valor en colones de la deuda al devaluarse la moneda nacional ni del componente inflacionario de la tasa de interés externa y mantener sin tributar las revaluaciones de los activos externos por devaluaciones. Además, se deberían derogar los timbres y otros cargos establecidos por ley sobre el proceso de registro de los aumentos en el capital social de las compañías.

La rebaja en la escala de tasas de ISR se justifica por dos razones: 1) promovería la inversión, porque permitiría que se ejecuten proyectos con niveles de rentabilidad menores a los actuales, dado que el Estado estaría disminuyendo su participación en las utilidades de los proyectos; y, 2) porque aumentaría la tasa de interés real neta de impuesto que pagan las empresas, acercándola al costo social de este tipo de

financiamiento, lo que mejoraría la asignación eficiente de los recursos productivos. Como se explica más adelante, el resultado neto de estos efectos será un sistema tributario más neutral e incentivos a la inversión más eficientes.

El Gobierno podría compensar la menor recaudación que le causaría la rebaja en las tasas del ISR y otras reformas que se proponen, con los mayores ingresos que obtendría al ampliar la base imponible del ISR, al no permitir la deducción del componente inflacionario de la tasa de interés.

Pero, para tratar de equiparar el costo, libre de riesgos, de capitalizar mediante la emisión de acciones con el de endeudarse, también se debe eliminar el tributo del 15% sobre los dividendos, que representa una doble imposición al ingreso de los accionistas, porque se cobra después de que ese ingreso ha sido gravado en el ISR de las empresas. El gravamen sobre los dividendos eleva el costo del capital accionario por encima del costo social de los recursos de inversión y se combina con la deducción del componente inflacionario y las altas tasas impositivas para que este tipo de financiamiento se use en cantidades menores a las óptimas.

Las anteriores reformas, harían que la política tributaria fuera casi neutral con respecto a las decisiones de las empresas entre financiar sus activos vía deuda o por la emisión de acciones.

Para dar un ejemplo del efecto de estas reformas sobre los costos de endeudarse y emitir capital, supóngase que el interés real para el ahorrante se mantiene en el 10% anual, el margen de intermediación financiera es 3% y que la tasa marginal más alta en el ISR de la empresa se baja a un 30%. Para una empresa que alcance esta tasa del 30%, el costo real anual del capital accionario, libre de riesgo, sería de un 12,1%, mientras que el costo real del endeudamiento sería de un 9,9% por año. Aunque todavía persisten cerca de dos puntos porcentuales de diferencias entre estos costos, la brecha es mucho menor a la actual.

Para resaltar la importancia de eliminar la deducción del componente inflacionario, se puede suponer que se efectúan las otras reformas pero se mantiene la deducción del total de los gastos en intereses en el ISR. Comparando contra el caso en el que se realizan todas las reformas antes propuestas y en el que el costo real del endeudamiento es 9,9% anual, la tasa de interés real neta de impuestos disminuiría en un 40%, para llegar a un 5,8% anual. Esta tasa sería casi la mitad del costo real del capital accionario, por lo que si no se elimina la deducción del componente inflacionario, se mantendría la distorsión

tributaria a favor del endeudamiento y en contra del capital accionario.

Los dos puntos porcentuales por los que el costo del capital accionario excede al de la deuda, que persisten aún si se realizan todas las reformas antes propuestas, se debe a que los intereses de los títulos valores tienen una tasa impositiva menor a la del impuesto que grava a las utilidades de las empresas. Los intereses están gravados con un 5% o un 15%, dependiendo si están o no inscritos en el Banco Central o en una bolsa de comercio. Considerando el caso de los títulos valores que tributan a una tasa del 5%, que fue la tasa que implícitamente se usó en los anteriores ejemplos numéricos, para que el ahorrante obtenga una tasa real neta de impuestos del 10% anual, el título debe pagar una tasa bruta de impuestos del 27,9% al año. El inversionista obtendría una tasa neta de impuestos del 26,5%, que al descontarle la inflación del 15%, daría el rendimiento real deseado del 10%. El impuesto del 5% representa, en este caso, 1,4 puntos porcentuales de diferencia entre la tasa bruta y la neta, que si la medimos como porcentaje de la tasa de interés real que se ha supuesto que recibe el ahorrante, significa un impuesto del 14% anual. Esta tasa impositiva es menor a la que gravaría a los ingresos que las personas físicas dueñas de acciones obtienen en la forma de utilidades de las empresas, cuando estas tributen a las tasas impositivas más altas en el nuevo ISR, lo que introduce un factor que encarece el capital accionario con respecto a la emisión de pasivos, dado que esta última forma de financiamiento continuará, indirectamente, pagando menores impuestos.

Para equiparar plenamente el costo del capital accionario con el del endeudamiento, sería necesario modificar el impuesto sobre los intereses de los títulos valores, gravando únicamente el ingreso real y llevando la tasa de este impuesto a un nivel no muy diferente del que, en promedio, se aplique en la nueva escala del ISR a las utilidades de las empresas y permitiendo que ese gravamen a los intereses se pueda deducir como un gasto en el ISR.

En las condiciones que prevalecerían de introducirse las reformas que aquí se proponen, las empresas podrían escoger, de acuerdo con sus condiciones particulares, la combinación que más les convenga entre pasivos y capital, sin que esta elección se vea sesgada innecesariamente a favor del endeudamiento por cuestiones impositivas. Los ahorrantes tendrían acceso a las acciones, que les darían un rendimiento de acuerdo con las utilidades de la empresa y les permitirían una diversificación más eficiente de sus carteras de activos financieros.

Las reformas conducirían a un aumento en las tasas de interés real netas de impuesto que pagan

aquellas empresas a las que actualmente les es muy barato el crédito. Pero, es precisamente este efecto el que las llevará a buscar un mayor financiamiento vía emisión de acciones, que tiene las ventajas antes señaladas y cuyo costo estaría bajando. Ambos efectos llevarían a disminuir la participación del endeudamiento en el financiamiento de las empresas y a aumentar el de la colocación de acciones.

Es factible que en el ajuste a las nuevas condiciones de los costos relativos de la deuda y el capital, las sociedades tiendan a restringir sus niveles de inversión. Pero, la rebaja en las tasas marginales del ISR, la eliminación del impuesto a los dividendos y la corrección automática de los tramos en ese Impuesto, se constituirían en elementos que contrarrestarían ese efecto negativo sobre la inversión. Una vez que las firmas se hayan ajustado a todos los cambios, el sistema tributario favorecerá más a la acumulación de capital que lo que ocurre actualmente y la inversión se financiará en forma más eficiente.

Además, desaparecerían las distorsiones que provocan una mayor demanda de crédito y que introducen elementos de mayor riesgo y bajarían las tasas de interés real en el mercado. Con una combinación más aceptable de capital y deuda, varias de las limitaciones cuantitativas existentes sobre el endeudamiento de las empresas serían redundantes y se podrían eliminar.

Para asegurar que la inflación no vuelva a distorsionar los costos relativos de endeudarse y emitir acciones, la reforma tributaria debería también introducir ajustes automáticos en las escalas o tramos del ISR con base en un índice de inflación, de manera que los aumentos en las utilidades nominales de las empresas no hagan que éstas pasen a tributar a tasas marginales más altas del Impuesto.

En resumen, para que las empresas recurran más frecuentemente al financiamiento por medio de acciones, es necesario llevar a cabo las siguientes reformas: 1) reducir las tasas del ISR y ajustar

automáticamente las escalas del Impuesto con la inflación; 2) eliminar el gravamen sobre los dividendos; 3) modificar la definición de la base gravable en el ISR y, por el lado de los gastos, quitar la deducción del componente inflacionario de los intereses y, en los ingresos, gravar únicamente los intereses reales; 4) modificar el impuesto sobre los intereses de los títulos valores para gravar sólo el ingreso real y no el inflacionario, ajustar su tasa y permitir la deducción de este impuesto como un gasto en el ISR de las empresas; y 5) disminuir los costos de timbres, registro y honorarios fijados por ley para los aumentos del capital social de las empresas. Ninguna de estas cinco reformas puede dejarse por fuera, porque persistiría el incentivo a endeudarse.

Con estas modificaciones a las disposiciones tributarias, se sentarán las bases económicas para el desarrollo institucional del mercado accionario.

REFERENCIAS

Bolaños Zamora, Rodrigo (1987). "Las Altas Tasas de interés, el Endeudamiento de las Empresas y la Política Tributaria", Junio

Carrizosa Serrano, Mauricio (1986). *Hacia la Recuperación del Mercado de Capitales en Colombia*. Bogotá: Bolsa de Bogotá.

Feldstein, Martin, Jerry Green y Eytan Sheshinski (1978). "Inflation and Taxes in a Growing Economy with Debt and Equity Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 86, No. 2, Part 2, April.

Tideman, T. Nicolaus y Donald P. Tucker (1976) "The Tax Treatment of Business Profits under Inflationary Conditions", Capítulo 2 en: *Inflation and the Income Tax*, editado por Henry J Aaron. Washington, D.C.: The Brookings Institution.