



FACULTAD DE POSTGRADO

TESIS DE POSTGRADO

**ANÁLISIS DE UNA CASA DE BOLSA EN EL MERCADO
FINANCIERO HONDUREÑO COMO ALTERNATIVA AL
FINANCIAMIENTO TRADICIONAL PARA EL
APALANCAMIENTO DE LA PEQUEÑA EMPRESA.**

SUSTENTADO POR:

SARA JOCABED ARTIGAS MENJIVAR

JONATHAN DAVID AMADOR AVILÉZ

PREVIA INVESTIDURA AL TÍTULO DE

**MÁSTER EN FINANZAS Y DIRECCIÓN EMPRESARIAL
TEGUCIGALPA, FRANCISCO MORAZAN, HONDURAS, C.A.**

DICIEMBRE 2017

**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA CENTROAMERICANA
UNITEC**

FACULTAD DE POSTGRADO

AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR

MARLON ANTONIO BREVÉ REYES

SECRETARIO GENERAL

ROGER MARTÍNEZ MIRALDA

DECANO DE LA FACULTAD DE POSTGRADO

JOSÉ ARNOLDO SERMEÑO LIMA



FACULTAD DE POSTGRADO

ANÁLISIS DE UNA CASA DE BOLSA EN EL MERCADO FINANCIERO HONDUREÑO COMO ALTERNATIVA AL FINANCIAMIENTO TRADICIONAL PARA EL APALANCAMIENTO DE LA PEQUEÑA EMPRESA

AUTORES:

Sara Jocabed Artigas Menjívar y Jonathan David Amador Aviléz.

RESUMEN

Este estudio se realizó con la finalidad de contribuir al desarrollo de la economía en Honduras utilizando para ello a la pequeña empresa como motor de arranque al proceso de mejora y teniendo como punto de apoyo la capitalización por medio del financiamiento no tradicional que proviene de una casa de bolsa. Se toma como punto de partida el rol que desempeña la pequeña empresa en la economía de un país, se suma a esto, la versatilidad del mercado de valores y se agrega el elemento de la confianza que genera un proceso de clasificación de riesgo para obtener la fórmula sobre la cual se pretende indagar. Las técnicas utilizadas para tal proceso investigativo fueron la encuesta y la entrevista, cada una de ellas orientada a un sector poblacional distinto y con el objetivo de obtener información adecuada de cada muestra definida, permitiéndose de esta manera cumplir con los objetivos específicos de esta investigación, además de poder contar con la perspectiva de la persona natural como inversionista y del pequeño empresario como usuario financiero clave para la toma de decisiones. La metodología utilizada cuenta con un enfoque mixto con énfasis en el aspecto cualitativo, permitiendo enriquecer el contenido del estudio y lograr responder al objetivo general de esta investigación.

Palabras claves: Financiamiento no tradicional, Versatilidad y Clasificación de Riesgo.



GRADUATE SCHOOL

ANALYSIS OF A BROKERAGE HOUSE IN THE HONDURAN FINANCIAL MARKET AS AN ALTERNATIVE TO TRADITIONAL FINANCING FOR THE LEVERAGE OF THE SMALL BUSINESS

AUTHORS:

Sara Jocabed Artigas Menjivar y Jonathan David Amador Aviléz.

ABSTRACT

This study was carried out with the purpose of contributing to the development of the economy in Honduras, using small businesses as the starting point for the improvement process and capitalization through non-traditional financing from a house of stock. The starting point is the role that small businesses play in the economy of a country, in addition to this, the versatility of the stock market and the element of trust generated by a risk classification process to obtain the formula on which it is intended to investigate. The techniques used for this research process were the survey and the interview, each of them oriented to a different population sector and with the objective of obtaining adequate information from each defined sample, allowing to meet the specific objectives of this research and be able to have the perspective of the natural person as an investor and the small entrepreneur as a key financial user for decision making. The methodology used has a mixed approach with emphasis on the qualitative aspect, allowing enrich the content of the study and achieve the general objective of this research.

Keywords: Non-traditional financing, Versatility and Risk Classification.

DEDICATORIA

A cada hondureño con un fervoroso sentimiento de realización naciendo en su corazón, deseoso de triunfar y dispuesto a luchar contra la corriente, afanoso de ser un ejemplo para la sociedad. También a esos verdaderos amigos, siempre fieles, que han aprendido a brillar a nuestro lado. A nuestra familia, que siempre nos ha sabido acariciar con calurosos verbos de perseverancia y adverbios de un exitoso porvenir. A Dios, nuestro Señor, que habita en cada acto de verdadero amor, ya que sin su bendición las metas del hombre no son más que sueños fugaces.

AGRADECIMIENTO

No puede escaparse de nuestra mente el apoyo que hemos recibido de amistades, maestros y familiares, personas que han sido siempre de vital importancia en nuestro caminar. Su aporte se convirtió en un escalón que nos llevó poco a poco más cerca a la culminación de esta investigación y es a ellos que en este momento queremos agradecer:

A nuestro Señor, que en su infinita misericordia nos ha permitido cumplir una meta más en nuestra vida profesional, permitiéndonos crecer y volvernos más dignos al hacernos acreedores de un galardón más el cual siempre será dedicado a Él pues el conocimiento y la experiencia que hoy se han ganado, serán siempre puesta a favor del prójimo.

A la familia, maestros sin saber enseñar, pues siempre han sido ejemplo y faro de nuestro andar. Sabios consejeros, siempre listos para motivarnos, enseñándonos que el momento de mayor importancia es el ahora, pues es el ahora en el que se debe de luchar.

A nuestros amigos, que han compartido nuestros momentos de triunfo y de fragilidad, siempre a nuestro lado obligándonos a elegir el coraje como única salida; observando cómo nuestra pasión crece por aquello que hacemos.

A la Universidad y nuestros catedráticos que nos enseñaron que el conocimiento difiere de la sabiduría y especialmente a nuestro asesor Sammy de Jesús Castro Mejía, PH D. por guiarnos durante todo el desarrollo de esta investigación, por creer en nuestra capacidad y motivarnos a dar lo mejor de nosotros.

ÍNDICE

CAPITULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN 1

1.1	Introducción	1
1.2	Antecedentes del Problema	2
1.3	Definición del Problema	3
1.3.1	Enunciado del Problema	4
1.3.1	Formulación del Problema.....	4
1.3.2	Preguntas de Investigación	5
1.4	Objetivos del Proyecto	5
1.4.1	Objetivo General	5
1.4.2	Objetivos Específicos	5
1.5	Justificación	6

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO..... 9

2.1	Análisis de la Situación Actual.....	9
2.1.1	Definición de la Pequeña Empresa	9
2.1.1	Relevancia del Pequeña Empresa en la Economía	12
2.1.2	Inclusión Financiera de la Pequeña Empresa.....	14
2.1.3	Alternantitas de Financiamiento para la Pequeña Empresa	17
2.1.4	Acciones como Alternativa para Financiamiento	22
2.1.5	Mercado de Valores en Honduras	24
2.2	Teorías de Sustento.....	26
2.2.1	Los Mercados de Capitales	26
2.2.2	Participación de las Casa de Bolsa en los Mercados de Capital	29
2.2.3	Método CAMEL para la Evaluación del Riesgo en la Pequeña Empresa	30
2.2.4	Antecedentes a las Metodologías	33

2.2.5	Análisis Crítico de las Metodologías	34
2.3	Conceptualización	34
2.4	Marco Legal	37
CAPITULO III. METODOLOGÍA		40
3.1	Matriz de Congruencia Metodológica	40
3.2	Operacionalización de las Variables	41
3.3	Definición Operacional de las Variables.....	42
3.3.1	Variables Independientes.....	42
3.3.2	Variables Dependientes	43
3.4	Enfoque y Alcance de la Investigación	44
3.4.1	Enfoque de la Investigación.....	44
3.4.2	Alcance de la Investigación.....	45
3.5	Diseño de la Investigación	45
3.6	Unidad de Análisis, Población y Muestra	46
3.6.1	Unidad de Análisis	46
3.6.2	Población	47
3.6.3	Muestra.....	47
3.7	Técnicas e Instrumentos Aplicados	48
3.7.1	Técnica	48
3.7.2	Instrumentos	48
3.8	Fuentes de Información.....	49
3.8.1	Fuentes de Información Primaria	49
3.8.2	Fuentes de Información Secundaria	49
CAPITULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS		50
4.1	Resultado y Análisis de la Encuesta	50

4.2	Resultado y Análisis de la Entrevista.....	61
4.3	Aplicabilidad	64
4.3.1	Proceso para la Constitución de una Casa de Bolsa	64
4.3.1.1	Ámbito Legal y Patrimonial	64
4.3.1.2	Talento Humano.....	65
4.3.1.3	Aspecto Operativos y Técnicos.....	66
4.3.1.4	Sobre la Contratación Bursátil	71
4.3.1.5	Sobre la Emisión de Valores.....	72
4.3.2	Sobre la Constitución como una Clasificadora de Riesgo	74
4.3.2.1	Ámbito Legal y Patrimonial	75
4.3.2.2	Talento Humano.....	77
4.3.2.3	Aspecto Operativos y Técnicos.....	77
4.3.2.4	Prohibiciones de una Clasificadora de Riesgo	79
4.3.3	Costo total de Constitución.....	82
4.3.4	Propuesta para Aplicación de la Metodología CAMEL	82
4.3.4.1	Método CAMEL para la pequeña empresa.....	83
4.3.4.2	Calificación CAMEL	86
4.3.4.3	Matriz de Calificación CAMEL.....	86
CAPITULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....		88
5.1	Conclusiones	88
5.2	Recomendaciones	89

ÍNDICE DE TABLA

Tabla 1: Montos nominales y transados de enero a diciembre 2015-2016	31
Tabla 2: Ponderación Análisis Camel.....	38
Tabla 3: Congruencia Metodológica.....	46
Tabla 4: Operacionalización de las Variables de la Investigación	48
Tabla 5: Definición de la Unidad de Análisis	53
Tabla 6: Costos de Constitución-Casa de Bolsa	93
Tabla 7: Suficiencia de Capital.....	95
Tabla 8: Apalancamiento Financiero	96
Tabla 9: Liquidez.....	97
Tabla 10: Rentabilidad	98
Tabla 11: Ejemplo análisis Camel	100

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Evolución de las tasas activas durante el año 2017.....	18
Figura 2: Evolución de los productos de crédito otorgados a la pequeña empresa.....	19
Figura 3: Sector Empresarial por tamaño.....	23
Figura 4: Fuentes de financiamiento –Pequeña y Media Empresa	25
Figura 5: Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas	27
Figura 6: Fuentes de Financiamiento	59
Figura 7: Funcionamiento mercado de capitales	60
Figura 8: Participación en Casas de Bolsa	61
Figura 9: Conocimiento BVC.....	62
Figura 10: Conocimiento de Casa de Bolsa en el país	63
Figura 11: Financiamiento por medio de una Casa de Bolsa hondureña	64
Figura 12: Empresas para invertir.....	65
Figura 13: Grado de confiabilidad en la publicación de información financiera	66
Figura 14: Rubros de inversión	67
Figura 15: Productos financieros	68
Figura 16: Rendimiento esperado	69

CAPITULO I. PLANTEAMIENTO DE LA INVESTIGACIÓN

A continuación, se describe en este capítulo el tema de investigación a desarrollar, planteando las bases de la problemática en la que se encuentra la pequeña empresa con respecto a su financiamiento, dando paso a las preguntas de investigación y los objetivos que dictan las directrices para llevar a cabo correctamente el análisis de la problemática aquí planteada.

1.1 Introducción

Con el pasar del tiempo, el mercado financiero a nivel mundial ha estado en constante transformación, incorporando nuevas tecnologías dentro de la industria que sirvan como medio para reducir tiempo y espacio entre las transacciones financieras que pueden realizar desde cualquier parte del mundo, esto como resultado de la globalización, generando mayor competencia a nivel nacional e internacional entre las instituciones participantes de los mercados financieros.

Otro factor importante en el progreso de los mercados financieros es la liberalización de los tipos de interés, apertura de los bancos y desarrollo de nuevos productos financieros, como resultado de la flexibilidad en los entes reguladores del sistema financiero interesados en eliminar las barreras proteccionistas, que impidan a las instituciones financieras cubrir el desarrollo de actividades que involucran intermediación financiera, permitiendo de esta manera el dinamismo financiero.

Las instituciones que forman parte del sistema financiero ofrecen una amplia diversidad de productos al alcance los de los inversionistas que desean realizar incrementos de capitales favoreciendo al desarrollo de sus empresas y del país. Para el ofrecimiento de productos financieros a los participantes del mercado, estos se realizan por medio del sistema financiero

conformado por bancos privados y públicos, aseguradoras; mercado de dinero conformado por bancos centrales y gobierno; y los mercados de capitales conformados por las bolsas de valores y casas de bolsa.

Actualmente los mercados de capital resultan una gran alternativa al financiamiento tradicional para los interesados en capitalizar sus empresas pues canalizan los fondos de inversionistas y el costo se vuelve directamente proporcional al valor competitivo del mercado y sería idóneo para Honduras que el interés en capitalizar fondos se pudiese volcar en el financiamiento de la pequeña empresa tomando en cuenta que en la economía hondureña el 72% de la fuerza laboral está sustentada por este segmento productivo y es por eso que esta investigación pretende esclarecer si la creación de una casa de bolsa en el mercado financiero hondureño como alternativa al financiamiento tradicional para el apalancamiento de la pequeña resulta ser factible.

1.2 Antecedentes del Problema

Los mercados financieros en Centroamérica facilitan las finanzas a la pequeña empresa y la administración de sus inversiones. La decisión de cómo obtener la cantidad de fondos requeridos y como invertir las utilidades a fin de expandir sus operaciones, permite que los mercados financieros sirvan para atraer fondos de los inversionistas y canalizarlos a la pequeña empresa. Las empresas en los mercados de dinero obtienen financiamiento a corto plazo, siendo la manera convencional para las corporaciones obtener fondos en forma de préstamos a corto plazo, sin embargo, en algunos países como Guatemala, Costa Rica y El Salvador, cada vez es mayor la forma en que la pequeña empresa obtienen financiamiento a largo plazo para apoyar la expansión por medio de los mercados de capital.

Las decisiones de los directores que cotizan en bolsa influyen y cotizan en el desempeño y el precio de las acciones de la empresa, que afectan al rendimiento de los inversionistas que proporcionan fondos a los mercados de capital con la compra de la acción. La administración de inversiones incluye las decisiones que toman los inversionistas en cuanto a cómo invertir sus fondos. Los mercados financieros Centroamericanos ofrecen a sus participantes una amplia gama de oportunidades de inversión, que incluyen valores emitidos por los Bancos Centrales de los países (Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua y Costa Rica), dependencias gubernamentales y valores corporativos. Una adecuada administración de inversión es decidir los valores que se van a comprar a fin de proporcionar crecimiento y expansión financiera de la empresa.

Cuando se invierten en acciones, los inversionistas realizan análisis financiero de varias empresas buscando empresa subvaloradas y con potencia de inversión, incluso buscan influir en la administración financiera de las empresas en las que se invierten para asegurarse de que los directores de finanzas tomen decisiones que maximicen el precio de la acción. Dentro del mercado financiero centroamericano los valores negociados en el mercado de dinero incluyen bonos emitidos por los bancos centrales, papel comercial o acciones que son emitidas por las empresas y certificados de depósitos emitidos por instituciones Bancarias, con plazos no mayores a un año.

En la mitad de los países de la región existen dos bolsas de valores, en algunos casos atienden segmentos de mercado con características distintas y en otras compiten entre sí por los mismos participantes. Sin embargo, los estándares en los registros, metodologías de valoración, publicación de información, horarios de operación difieren entre sí, por lo que dificulta la

comprensión y la magnitud de los fenómenos económicos del país en comparación a los países que cuentan con una sola bolsa de valores.

La Bolsa de Valores Centroamericana (BVC) fue creada en 1993 como una institución de carácter privado con carácter comercial proporcionando las instalaciones físicas y las condiciones óptimas para que se lleven a cabo las negociaciones de los títulos valores, tales como pagares, bonos y certificado, acciones reportos entre otros, buscando dar financiamiento a aquellas empresas e inversionistas que necesitan capital de trabajo a mediano y largo plazo mediante la compra y venta acciones; metodología que actualmente para la pequeña empresa no ha sido estudiada como una opción viable.

1.3 Definición del Problema

Antes de proceder con la definición del problema, es importante explicar que toda investigación da inicio con un proceso de observación del cual surgen distintas interrogantes que se convierten en la limitante de la investigación y a la vez en el motor de búsqueda o meta por la cual se decidió realizar el estudio. El tema de estudio de esta investigación surgió del proceso de observación pues es un hecho tangible y por lo tanto apreciable que la pequeña empresa día a día se encuentra con más trabas para poder financiar su expansión. Con el fin de plasmar de la mejor manera posible el contexto de la problemática enfocada al financiamiento de la pequeña empresa, se detalla a continuación todos los criterios que permiten afinar conceptualmente la estructura de esta investigación.

1.3.1. Enunciado del Problema

El apalancamiento financiero se puede definir como una práctica que permite el uso del endeudamiento para financiar una operación, con la finalidad de facilitar la adquisición de los

activos reales, permitiendo que la rentabilidad de las operaciones se multiplique (Vásquez, 2011; Astudillo & Paniagua, 2012). Entonces, la correcta administración de las distintas fuentes de financiamiento determinará el margen de ganancia que refleje en sus estados financieros una empresa y es por ello que la existencia de distintas fuentes de financiamiento no tradicionales (entiéndase por tradicional cualquier préstamo obtenido en el sistema financiero) representa una ventaja para el segmento empresarial.

Tradicionalmente la empresa privada siempre ha recurrido a las instituciones financieras como única fuente de financiamiento para sus operaciones, pactando para ello contratos a largo plazo o apertura de líneas de crédito que pueden comprometer los niveles de solvencia de la empresa y se deja a un lado la posibilidad de capitalizarse por medio de acciones ordinarias. Según la Didendum EAFI¹, los mercados alternativos de financiación no tienen por qué ser necesariamente más caros que la opción bancaria, no obstante, aunque los costes fueran mayores se verían compensados con la diversificación de las fuentes de financiación o la mayor transparencia que ofrece el mercado.

Por lo tanto, la principal necesidad del mercado financiero debería de ser el de avanzar en alternativas para ofrecer una mayor diversificación a la pequeña empresa, que es el principal motor de la economía, consiguiendo así también ampliar el abanico de posibilidades para los inversores, cuya demanda por estos mercados ha aumentado desde que los productos bancarios tradicionales, como el depósito a plazo fijo, ofrecen rentabilidades casi nulas.

¹**Didendum EAFI** fue constituida en mayo de 2012, como una empresa de asesoramiento financiero originaria de España.

1.3.1 Formulación del Problema

Actualmente en Honduras existen siete corredores autorizados por la BVC, pero ninguna de ellas orientada a facilitar el financiamiento de la pequeña empresa y ante una necesidad latente en el mercado que debe de ser satisfecha se plantea de la siguiente manera la investigación, ¿Es factible la creación de una casa de bolsa en el mercado financiero hondureño como alternativa al financiamiento tradicional para el apalancamiento de la pequeña empresa?

1.3.2 Preguntas de Investigación

- ¿Cuál es el grado de entendimiento que la población económicamente activa posee sobre una casa de bolsa?
- ¿Qué nivel de aceptación tendrá una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa en el mercado financiero hondureño?
- ¿Cuál es el grado de interés que generaría en el inversionista, el uso de una matriz de calificación por parte de una casa de bolsa al momento de evaluar a las empresas?
- ¿Cuál sería el instrumento financiero de preferencia para el inversionista hondureño?
- ¿Cuál es la postura de la pequeña empresa respecto a su participación en una casa de bolsa?

1.4 Objetivos del Proyecto

Objetivo General

Analizar la opción de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa como una alternativa de financiamiento viable.

Objetivos Específicos

1. Identificar el grado de entendimiento que la población económicamente activa posee sobre una casa de bolsa.
2. Analizar la aceptación de una casa de bolsa como medio de apalancamiento a la pequeña industria en el mercado financiero hondureño.
3. Establecer el grado de interés que tendría un inversionista con una casa de bolsa que utilice una matriz de calificación para evaluar a sus empresas participantes y definir una matriz de calificación orientada a la pequeña empresa con el fin de promover la confianza en los productos financieros no tradicionales disponibles por medio de la casa de bolsa.
4. Establecer el instrumento financiero no tradicional de preferencia por la población hondureña.
5. Reconocer la postura de la pequeña empresa sobre su participación en una casa de bolsa.

1.5 Justificación

Es sabido que la pequeña empresa es de gran importancia para poder lograr el desarrollo en la economía de un país, no solamente por ser generadores de empleo sino también por ser el sustento de las grandes corporaciones al ser el origen de una cadena de valor. Tal como lo menciona Juan Borbón en sus estudios económicos, “la pequeña empresa es un punto medular en el desarrollo económico” y es esta razón por la que se debe de buscar desarrollar y explotar los distintos mecanismos de colaboración y de apoyo que impulsen este sector productivo.

Si la posibilidad de lucro es latente en el mercado bursátil, y la misma existencia de un mercado como tal es indicio de una economía sólida y robusta, es necesario que los modelos internacionales sean adaptados a la realidad de cada país logrando dar paso a una nueva tendencia financiera que permita la existencia de opciones no tradicionales de financiamiento que a la vez se vuelven opciones de inversión para aquellos interesados que presenten un mayor apetito de riesgo.

Al tener por entendido que una pequeña empresa es de vital importancia para el desarrollo de una economía y que el mercado de valores es una oportunidad que promete rentabilidad para las tres partes involucradas en cada transacción que se realice por medio de una casa de bolsa, se presenta la siguiente pregunta, por qué no atender a este segmento productivo por medios de financiamiento no tradicionales, es la relación entre el costo y la oportunidad de donde surge la necesidad de analizar la viabilidad de cualquier nueva oportunidad de apalancamiento que permita una mayor competencia y participación en el mercado financiero.

Apoyar el apalancamiento de la pequeña empresa es sinónimo de incentivar el empleo y de fomentar el desarrollo económico por medio de un crecimiento en la productividad de las empresas, el cumplimiento de esta investigación demostrará si los pequeños empresarios se encuentran listos para romper el paradigma administrativo actual que predomina en el segmento industrial y abrir las puertas a una nueva oportunidad de financiamiento por medio de la compra y venta de acciones.

El alcance social de esta investigación involucra al sector del joven profesional y al segmento productivo industrial pues al determinar la viabilidad o no del financiamiento por medio de una casa de bolsa como una opción al financiamiento tradicional se abre una brecha de nuevas tendencias administrativas, un estilo de competencia más dinámico que permitirá a largo

plazo un impacto positivo en los segmentos anteriormente mencionados ya que por un lado la fuerza laboral encontrará mayor demanda y el empresario joven se encontrará con un mayor apoyo en el mercado; de esta manera se produce un efecto de bola de nieve pues al generar mayor dinamismo en la economía por medio de nuevas opciones de financiamiento se está logrando estimular el desarrollo de los índices de calidad de vida, esto como una implicación práctica a largo plazo.

Determinar si es factible la creación de una casa de bolsa en el mercado financiero hondureño como alternativa al financiamiento tradicional para el apalancamiento de la pequeña empresa, no es nada más que la punta de flecha para dar pie a una nueva serie de investigaciones que encontrarán en este documento las bases que fundamentan si la pequeña empresa en Honduras está lista o no para optar a medio de financiamiento no tradicionales y de esta manera generar nuevo conocimiento que facilite, mejore o cree estrategias empresariales que a su vez incentivarán la economía.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

Este capítulo tiene por objetivo plantear de manera correcta y secuencial la línea de pensamiento que se estructuró para dar fundamento teórico al problema del poco acceso con el que cuenta el segmento de la pequeña empresa para optar por un financiamiento. Se realizó un proceso de recopilación de información importante para dar respaldo a la investigación. Asimismo, las teorías que surgen tras un análisis de la problemática.

2.1 Análisis de la Situación Actual

2.1.1 Definición de la Pequeña Empresa

En este apartado, se procede a analizar un elemento intrínseco a la estructura económica de un país, por eso es necesario partir de la definición del conjunto que se está estudiando. En otras palabras, es necesario definir y entender la economía antes de proceder con la definición de la pequeña empresa como el sub conjunto que se está estudiando. La economía como principio nace en 1776 con la publicación del libro *La Riqueza de las Naciones* de Adam Smith, lo cual da inicio a muchas teorías que tratan de solventar problemas económicos partiendo del hecho de que es imposible adquirir todo lo que se desea.

La economía como un principio o definición nace en 1776 con la publicación del libro *La Riqueza de las Naciones* de (Smith, 2015), lo cual da inicio a muchas teorías que tratan de solventar problemas económicos partiendo del hecho de que es imposible adquirir todo lo que se desea, definiendo la economía como el estudio de la riqueza de una nación. También se le puede considerar como “el estudio de la manera en que la sociedad utiliza recursos escasos para obtener distintos bienes y distribuirlos entre los miembros de la sociedad para su consumo”

(Astudillo & Paniagua, 2012), en esta definición se puede apreciar como la sociedad es el personaje encargado de distribuir los bienes y servicios entre cada uno de los miembros.

En sí, la economía es definida como “el estudio de la manera en que la sociedad utiliza recursos escasos para obtener distintos bienes y distribuirlos entre los miembros de la sociedad para su consumo” (Astudillo & Paniagua, 2012), en esta definición se puede apreciar como la sociedad es el personaje encargado de distribuir los bienes y servicios entre cada uno de los miembros. Esta distribución de los bienes solamente puede ser llevada a cabo si existe coordinación entre el esfuerzo de cada uno de los individuos de la sociedad en un momento específico, “... coordinación significa que cada participante realiza una determinada tarea en un momento específico” (Astudillo & Paniagua, 2012), tal coordinación es abarcada dentro del campo de la microeconomía la cual se enfoca en el estudio del comportamiento de los sectores económicos individuales, uno de estos es la pequeña empresa y cada una de las empresas que le constituye como parte del sub conjunto.

La pequeña empresa es uno de los segmentos activos de la economía y por lo tanto este segmento posee un grado de influencia o impacto sobre la riqueza de cada uno de los individuos de la sociedad. Este segmento empresarial resulta ser de vital importancia para el desarrollo económico pero dicha relevancia será profundizada posteriormente en el apartado 2.1.2 ya que a continuación se procederá a definir qué es la pequeña empresa, ahora que se ha justificado que tiene un papel dentro de la economía como estudio.

Tratar de establecer el concepto de la pequeña empresa resulta una tarea compleja pues existen varios criterios que se pueden utilizar para delimitar este segmento, entre ellos se pueden considerar aspectos cuantitativos como “montos de facturación anual o el tamaño del

establecimiento en cantidad de ocupados” (Organización Internacional de Trabajo, 2012), también se pueden tomar en consideración aspectos como los montos de inversión máxima o montos de exportación, además de otros aspectos cualitativos como el valor agregado, según el sector económico o el tamaño de su estructura organizacional.

A nivel centroamericano no hay una definición, un concepto o un término que dicte las pautas sobre lo que es una pequeña empresa por lo tanto es importante tomar en cuenta algunas de las siguientes características para poder identificar una pequeña empresa:

Se caracteriza por tener regularidad y continuidad básica en sus operaciones; y menor restricción en el mercado de trabajo.

Ausencia de administraciones pesadas que son propias de unidades productivas grandes, por tanto, existe facilidad de adaptación al entorno en donde desarrolla sus actividades.

La importancia de la contribución a la generación de empleo y al Producto Interno Bruto (PIB).

En general, son de organización familiar y económica, que realizan sus actividades productivas en una escala para un mercado específico.

Agilidad y Flexibilidad, debido a que su estructura de administración es más simple (Reyes, 2012)

Como aclaración con respecto al enunciado de Reyes en el párrafo anterior, es importante mencionar que al hablar de organizaciones familiares y económicas se está haciendo referencia a empresas que se constituyen con base en una economía familiar.

Para efectos de esta investigación se considerará una pequeña empresa según el criterio utilizado por la Comisión Nacional de Banca y Seguros (CNBS) que establece a una pequeña empresa como una persona jurídica con un endeudamiento de créditos comerciales que representen menos del 6% del capital mínimo vigente establecido para los bancos y mayor a USD 10,000.00 (Comisión Nacional de Banca y Seguros, 2015).

Con el fin de facilitar la comprensión del concepto de una pequeña empresa y poder lograr un concepto más práctico, ésta podrá ser considerada como "... toda unidad productiva con un mínimo de seis y un máximo de cuarenta y cuatro empleados remunerados" (Fundación José María Covelo, 2014) que a su vez clasifica la pequeña empresa como una institución con un rango de ventas entre los L 700,000.00 a L 2,000,000.00 anuales.

Y como definición legal, la pequeña empresa en Honduras se puede considerar como:

... aquellas con una mejor combinación de factores productivos y posicionamiento comercial, que permiten a la unidad empresarial, acumular ciertos márgenes de excedentes. Tienen una organización empresarial más definida y mayor formalización en su gestión y registro, cuenta con un mínimo de 11 y un máximo de 50 empleados remunerados (Ley para el Fomento y Desarrollo de la Competitividad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa, 2009).

Con la intención de abarcar los distintos factores relevantes en la conceptualización de una pequeña empresa, la definición de pequeña empresa para esta investigación será nada más que la síntesis de los tres conceptos vistos con anterioridad ya que dictan de manera detallada los

requisitos cuantitativos y cualitativos que una empresa en el ámbito nacional debe de cumplir para considerarse como pequeña empresa.

2.1.1 Relevancia del Pequeña Empresa en la Economía

La globalización ha representado un reto para la mayoría de las pequeñas empresas ya que esta tendencia ha permitido un mayor grado de competencia en el mercado y a pesar de que la pequeña empresa sufre por las desventajas de un mercado competitivo además de las deficiencias administrativas por relación directa de la administración con el propietario de la empresa, el ejemplo a nivel mundial demuestra que este segmento de la industria constituye una parte básica de cualquier sistema económico, como ejemplo de lo antes dicho, “la pequeña empresa ha captado bastante atención pues ha logrado ser el detonante del desarrollo en países como Japón, Alemania, Estados Unidos y en América Latina” (Escalera, 2007).

(Escalera, 2007) También menciona que “la importancia de la pequeña empresa radica en que poseen una elevada participación en el mercado laboral, abarcando amplia cantidad de sectores económicos y grados de calificación en las tareas”. Además, la pequeña empresa representa un espacio para el desarrollo de emprendedores con proyectos rentables y altamente innovadores. Otro aspecto por tomar en cuenta es que estas empresas poseen mayor adaptabilidad tecnológica y menor costo de infraestructura, lo cual otorga mayor flexibilidad para adaptarse a entornos cambiantes.

Los principios de economía indican que la productividad de un país es directamente proporcional a la eficacia del segmento privado, grande como pequeña empresa necesitan pues poder hacer frente a los retos competitivos que se plantean de manera natural por el mismo desarrollo económico global, superar dichos retos implica en la mayoría de los casos inversión y

un cambio de actitud con respecto al enfoque directivo de la empresa incluyendo la perspectiva con respecto a las fuentes de financiamientos tradicionales (las cuales se mencionarán con más detalle en el apartado 2.1.4).

La pequeña empresa según (Ramírez, 2011) destaca "...su relevancia fundamental en las primeras fases de crecimiento económico, donde la empresa, ya sea produciendo o demandando bienes o añadiendo valor agregado, constituyen un eslabón determinante en el encadenamiento de la actividad económica y la generación de empleo". Representa un eslabón determinante ya que uno de los mayores temas de influencia es el empleo pues en países como Argentina, la pequeña empresa ha mostrado un elevado grado de contribución al empleo a tal punto que un 70% del total de los trabajadores de la empresa privada estaban contratados por estas pequeñas empresas con un número menor a 50 empleados, según (Ramírez, 2011).

En el caso de Honduras para el año 2014, "...el 72% de la población económicamente activa es empleada por la pequeña empresa, lo que a su vez representa 47% del producto interno bruto (PIB)" según (Maradiaga, 2014). El grado de influencia que la pequeña empresa ha conseguido al impactar en indicadores de desarrollo como es el empleo demuestra el grado de madurez que busca alcanzar el segmento a tal punto que en Honduras ya se cuenta con una ley sobre la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MIPYME) sin embargo es necesario sería recomendable una actualización del decreto de ley por parte de las autoridades correspondientes pues este decreto no ha sido actualizado desde su emisión en el año 2009.

La pequeña empresa en Honduras para el año 2016 resultó ser el país con más desarrollo en el sector de la micro, pequeña y mediana empresa, logrando este puesto con un 46% en los resultados obtenidos según (La Prensa, 2016) reflejando para este mismo año más de 6,200

empresas atendidas en la región por los Centros de Atención MIPYME (CAM) donde predominan los sectores de comercio, agroindustria, servicios y alimentos.

Es necesario que la pequeña empresa en Honduras logre consolidarse como pilar del desarrollo económico del país pues está claro el alcance, el impacto que este segmento puede tener sobre cada uno de los integrantes de la sociedad y la única manera de alcanzar tal consolidación es superando:

La innovación en los sistemas productivos locales para todo tipo de empresas a fin de mejorar la competitividad, el diseño de programas de formación de recursos humanos que faciliten el acceso a las fuentes de conocimiento, el desarrollo de mecanismos institucionales para aumentar la cooperación local incluyendo las áreas urbanas y rural del territorio y la preservación y sostenibilidad ambiental (Maradiaga, 2014).

Si la pequeña empresa no está recibiendo el apoyo necesario para poder participar en el mercado y al contrario el sistema financiero se está volviendo más y más estricto para prestar servicios de financiamiento, es necesario que la pequeña empresa acepte la apertura a nuevas opciones que le permitan lograr la tan necesaria competitividad para crecer en la industria y ese será el enfoque del siguiente apartado de esta investigación donde se verá que opciones tiene actualmente la pequeña empresa y que tan riguroso es el proceso para aplicar a los préstamos del sistema financiero.

2.1.2. Inclusión Financiera de la Pequeña Empresa

Como ya se mencionó anteriormente, la pequeña empresa tiene un alto grado de relevancia en el desarrollo económico de un país, sin embargo, este segmento se ve

bombardeado constantemente por lo desfavorable que resulta el clima político, la inseguridad, logística inapropiada, baja disponibilidad de crédito y la arbitrariedad de las autoridades. En este apartado se pretende estudiar los fundamentos del problema de la disponibilidad de crédito, además de reconocer la situación actual de Honduras ya que según (Ramírez, 2011) el financiamiento es uno de los aspectos más relevantes al momento de hablar de los obstáculos del segmento pequeño de la industria.

Hay que recordar que una pequeña empresa no es una empresa que ha alcanzado su nivel de solidez, por lo tanto, mientras se consideran como “pequeñas” estas necesitan de varias inyecciones de efectivo periódicas, regresando como retroalimentación un crecimiento acelerado y un cambio constante enfocado a la mejora continua de los procesos que facilitan la permanencia en un mercado tan indeciso y cambiante.

Según (Rivera, 2013) las grandes debilidades de la pequeña empresa están referidas a las escasas líneas de financiamiento, la débil capacitación y la falta de mercados donde los productos hondureños puedan ser ofrecidos. Establecer alianzas estratégicas dirigidas a mejorar la capacitación de los pequeños empresarios, formar mano de obra calificada e identificar nichos comerciales, son buenas respuestas para atajar las amenazas a la existencia de la pequeña empresa.

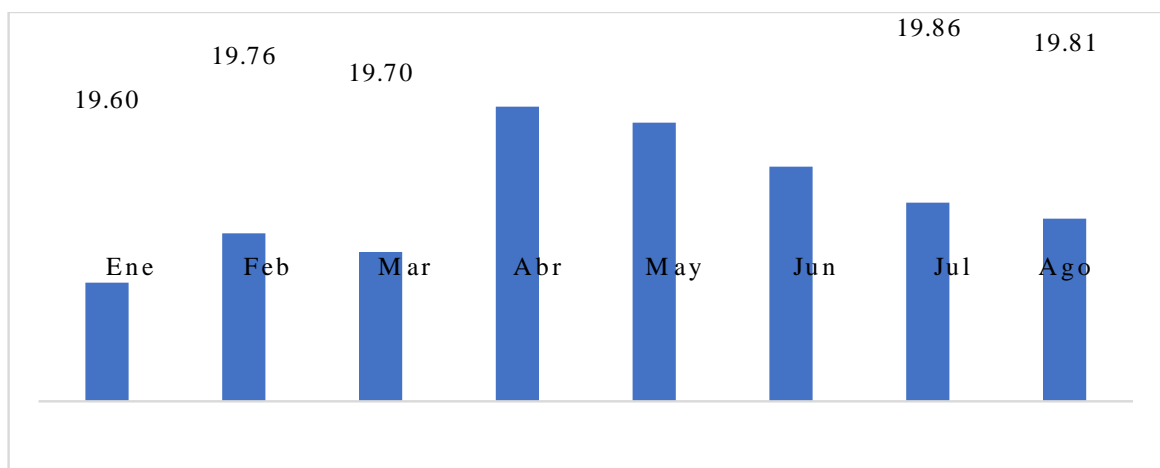
Según lo establece (Ramírez, 2011) en su estudio de la asimetría de la banca comercial y las empresas PYME, las principales necesidades financieras que enfrentan las empresas pequeñas durante el inicio en su ciclo de negocio se enfocan en el financiamiento de proyectos de inversión de elevada rentabilidad y con dificultades para ser financiados por la vía bancaria tradicional (un aspecto muy importante a tomar en cuenta por la investigación), el financiamiento del capital de trabajo para evitar el descalce entre ingresos y egresos, además de

la reestructura de la deuda de corto a largo plazo con el objetivo de beneficiar siempre el flujo de efectivo.

El problema entonces radica en que no existe una política gubernamental coherente que esté orientada a incentivar el crecimiento de la pequeña empresa por medio de facilidades financieras que vuelvan más asequible la oportunidad de crecimiento, un ejemplo claro de esta situación a nivel internacional se puede apreciar en Argentina donde el modo de financiamiento de las inversiones por parte de las pequeñas y medianas empresas resultó ser un aspecto basado en su gran mayoría en recursos propios ya que el sistema financiero jugó un rol poco significativo en el cumplimiento de las metas de inversión de las empresas argentinas (Organización Internacional de Trabajo, 2012).

Actualmente en Honduras las tasas activas, según cifras del CNBS sobre préstamos durante el 2017 han presentado un aumento de 19.60% en enero a 19.81% en agosto, un crecimiento de 1.1% con relación al inicio del año.

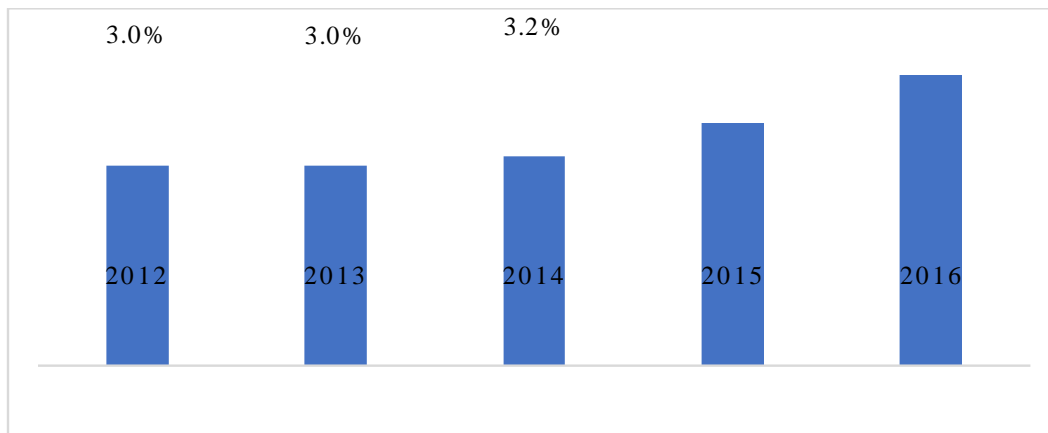
Figura 1: Evolución de las tasas activas durante el año 2017



Fuente: Elaboración propia con estadística CNBS, 2017

A pesar de que ciertas instituciones del sistema financiero buscan afianzar planes de inversión, ampliación y modernización de las compañías lo cual es confirmado por los datos de la Federación Latinoamericana de Bancos (Felaban), donde indican según (El Herald, 2016) “que sí hay interés de parte de la banca en acompañar a los dueños de medianas y pequeñas empresas, incluso tienen proyecciones de incrementar sus carteras crediticias” sin embargo según el estudio de “El Missing Middle” y los bancos a cargo de la Felaban, el 51% de las entidades financieras coinciden en que la informalidad es una de las grandes barreras para que no se atiendan a las empresas más pequeñas que a las que actualmente les prestan servicios.

Figura 2: Evolución de los productos de crédito otorgados a la pequeña empresa



Fuente: Elaboración propia con estadísticas de la CNBS 2017

Como se puede apreciar en la figura 2, el volumen de créditos otorgados para microcréditos se mantiene estable, pero con una tendencia de crecimiento positiva, sin embargo, siempre en una proporción menor al 5%, dejando a relucir lo poco que se ha prestado a atender al segmento de la pequeña empresa.

2.1.3. Alternantitas de Financiamiento para la Pequeña Empresa

El incremento acelerado de la pequeña empresa en las economías de la región latina americana ha desarrollado gran importancia en la producción de muchos países. Sin embargo, la forma de administración empírica que llevan sus dueños dificulta el acceso a crédito en el sector Bancario privado. La baja participación de la pequeña empresa dentro del sector bancario es una problemática que se refleja en la mayoría de las economías modernas y emergentes desde muchos años.

Uno de los argumentos que manifiestan dentro del sector bancario privado, es la falta de información necesaria por parte de la pequeña empresa, para realizar los análisis financieros con bases a sus políticas y evaluaciones de riesgos. Por otro lado, existe la facilidad de obtener acceso al crédito a través de programas de inclusión financiera por parte de los Gobiernos, que son canalizados por medio de la banca estatal o pública, orientada al desarrollo de sectores en específico, sesgando la posibilidad de accederse al financiamiento a los sectores que no son favorecidos por los programas establecidos por los Gobiernos.

Uno de los principales problemas para las entidades financieras, es la medición del riesgo a la incobrabilidad de sus carteras. Por lo que la falta de información sobre los proyectos de las empresas, sus ventas, potencial crecimiento y la escasa transparencia en los balances contables, ocasionan que los bancos fundamenten sus evaluaciones de créditos en desventajas de escala, por tratarse de numerosas operaciones de bajo monto y alto riesgos en el incumplimiento del pago por parte de la pequeña empresa. Ante esta problemática los bancos pretenden cubrir ese riesgo solicitado garantías por arriba de los montos de créditos y altas tasa de interés por sus préstamos.

En cambio, la pequeña empresa por su parte, presentan enormes dificultades para cumplir con los requisitos que exigen los bancos para acceder al crédito, producto de la falta de conocimiento por sus dueños en realizar la presentación adecuada de las solicitudes de préstamos ante los bancos que va desde la preparación en la propuesta, estrategia y rentabilidad del proyecto, así como reunir la documentación requerida por la institución bancaria. De igual manera no cuentan con las garantías suficientes que respalden los montos a los créditos solicitados, acotando aún más la posibilidad de poder optar por financiamiento a sus proyectos.

Lo que lleva a la pequeña empresa a la baja participación en el financiamiento a sus proyectos por parte de la banca, esto es atribuible a los altos riesgos que corren los bancos al otorgar créditos a la pequeña empresa, donde el riesgo de incobrabilidad es alto por la información insuficiente que es presentada, de igual manera la falta de respaldo por las garantías presentadas, hacen que los costos de financiamiento se vean incrementados sean reflejados a través de la tasa de interés que los bancos cobran por los préstamos otorgados impidiendo el crecimiento constante en la pequeña empresa, ya que al tener costos de financiamiento altos sus ganancias se verán disminuidas significativamente.

Son evidentes las fallas en los mercados ocasionando la disminución en el crecimiento económico de los países, producto de la falta de financiamiento para la pequeña empresa, tanto para las que están en auge como para las que están por cerrar operaciones. Esto justifica la intervención en los gobiernos en permitir crear otras fuentes de financiamientos distintas a las que ofrecen el sector bancario.

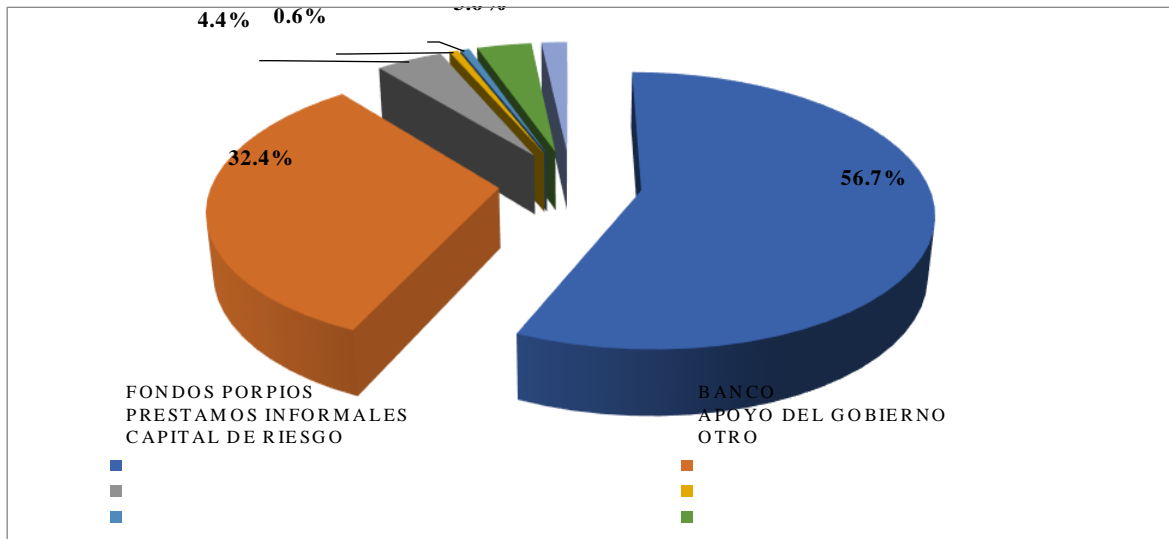
Según (Ferraro, Goldstein, Zuleta, & Garrido, 2001), “La reducida participación de la pequeña empresa en el sistema financiero justifica el accionar de los gobiernos para implementar medidas orientadas a mejorar su acceso al crédito”. Los sistemas de intervención directos o

indirectos han surgido con la creación de políticas de financiamiento para la pequeña empresa en muchos países. A inicios de los años noventa, surgen nuevas políticas de financiamiento que consisten en dar líneas de crédito con tasas de interés subsidiadas, que son otorgadas a través de Bancos públicos. Las instituciones de crédito y bancos privados se limitaban a la intermediación de algunas líneas de crédito de segundo piso puestas a disposición por bancos centrales u otras instituciones públicas.

Con la introducción de los modelos pro-mercado impulsado por los gobiernos, se dio un giro a la forma de financiamiento y su implementación. La intervención del estado solo era justificada por las fallas en el mercado, bajo este concepto la intervención del estado era reducida y el sector privado tomaba relevancia en el financiamiento de las líneas de crédito otorgadas con los fondos estatales. En cuanto al diseño de la política de apoyo a la pequeña empresa, el cambio fue la eliminación del subsidio a las tasas de interés, que fueron destinados a los costos de transacción y fomento de los sistemas de garantías, en países como Colombia, Chile y Argentina. Según plantearon (Ferraro, Goldstein, Zuleta, & Garrido, 2001):

La década de los noventa predominó el esquema de segundo piso para la canalización de asistencia financiera de la pequeña empresa, creando de esta manera el avance del sector privado, al estar en manos de los bancos comerciales las decisiones respecto al otorgamiento de los créditos. Al mismo tiempo, este esquema implicó un retroceso del sector público, el cual delegó decisiones y funciones que antes le pertenecían. De esta forma, se desligó, en buena parte, de las posibilidades de generación de pérdidas asociadas a la incobrabilidad de los créditos de la pequeña empresa, pero también perdió un importante margen de maniobra de orientación y el grado de alcance de la asistencia financiera.

Figura 3: Sector Empresarial por tamaño



Fuente: (Gallardo y Berríos, 2013)

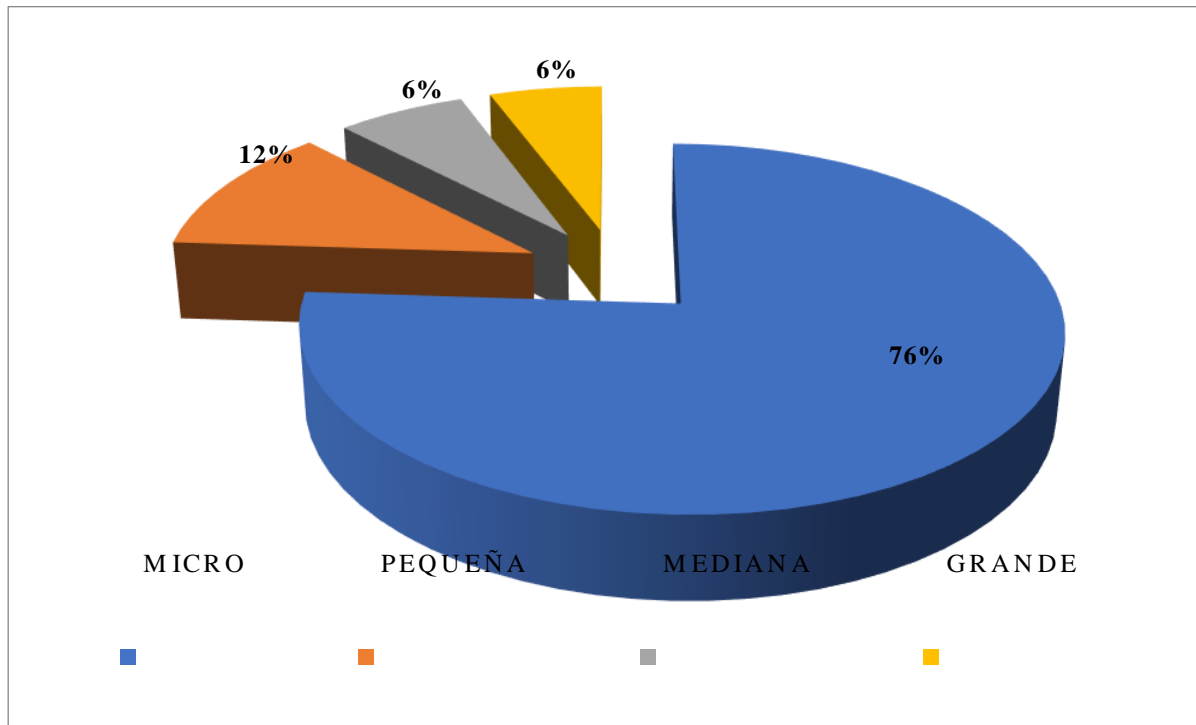
En los países de la región se trabaja con políticas de financiamiento para la pequeña empresa a fin de facilitar el acceso a financiamiento. En Honduras la pequeña empresa representa el 11.8% según (Gallardo & Berríos, 2013), la micro y pequeña empresa constituye una fuente importante de generador de empleos nuevo ya que esta representa el 88% del sector empresarial generando el 34% del empleo con empresas formales y no formales.

En el país, dentro de las empresas informales que no están legalizados formalmente presentan más dificultades en acceder al crédito, haciéndolas menos competitivas frente a las demás empresas e impidiendo que se desarrollen y afecten los resultados económicos de medición de la pequeña empresa. Por otro lado, las empresas formales constituyen los pilares fundamentales del crecimiento del sector. Las principales fuentes de financiamiento de las empresas del sector formal son a través de fondos propios y créditos bancarios. Según (Gallardo & Berríos, 2013) el 89% de las empresas formales declaran una o ambas como fuentes de financiamiento y el resto como otras alternativas de financiamiento.

Entre las fuentes de financiamiento alternativas, figuran el micro financieras y los créditos informales, el cual alcanzan apenas el 8%. Según (Gallardo & Berrios, 2013), “La ausencia de fuentes de financiamiento alternativas a los bancos y fondos propios revela que los mercados financieros en Honduras son poco profundos y la carencia de instrumentos financieros adecuados constituye un obstáculo importante para el desarrollo empresarial del país”. Es evidente que la falta de instrumentos financieros que se adecuen a las necesidades y perfiles de la pequeña empresa es cada vez mayor, lo que representaba el 2012 el 1.7% de las fuentes distintas a las convencionales (Fondos propios y Bancos). El financiamiento por los créditos informales es incluso mayor que las fuentes provenientes de financiamientos formales como el micro crédito, el capital en riesgo y el apoyo del gobierno.

Ante la problemática planteada el gobierno de Honduras crea mediante Decreto Legislativo No. 135-2008, la “Ley para el fomento y desarrollo de la competencia de la micro, pequeña y mediana empresa”, con la finalidad de promover la competitividad en las zonas urbanas y rurales a fin de generar empleo, bienestar social y económico. Los objetivos principales son establecer y promover el desarrollo, crear los instrumentos que orienten a la competitividad, elaborar políticas públicas con miras a mejoramiento de la productividad, competitividad, calidad del empleo y a creación de una cultura empresarial que contribuyan al desarrollo en la micro, pequeña y mediana empresa. De igual manera establecer (Secretaría de Gobernación y Justicia, 2008):

Figura 4: Fuentes de financiamiento –Pequeña y Media Empresa



Fuente: (Gallardo & Berrios, 2013)

El acceso al financiamiento en condiciones favorables para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MIPYME), de modo a promover la consolidación y capitalización de este tipo de empresas, el incremento de su producción, así como la constitución de nuevas empresas, fortaleciendo el desarrollo emprendedor.

La ley y reglamento enmarcan el funcionamiento a seguir para el desarrollo de la pequeña empresa por medio de acceso al financiamiento a través de fondos para el Cofinanciamiento creados por instrumentos de política pública y de instituciones de cooperación, líneas de crédito destinadas a programas específicos previo a suscripciones de contratos que serán canalizadas por parte de la banca de segundo piso a los bancos de primer piso. De igual manera proporciona por medio de los fondos de garantía instrumentos de respaldo total o parcial de un colateral o fuente secundaria de pago, quien aporta una garantía a fin de

facilitar el acceso a al crédito. Los recursos destinados a ser invertidos en empresas son manejados como capital de riesgo.

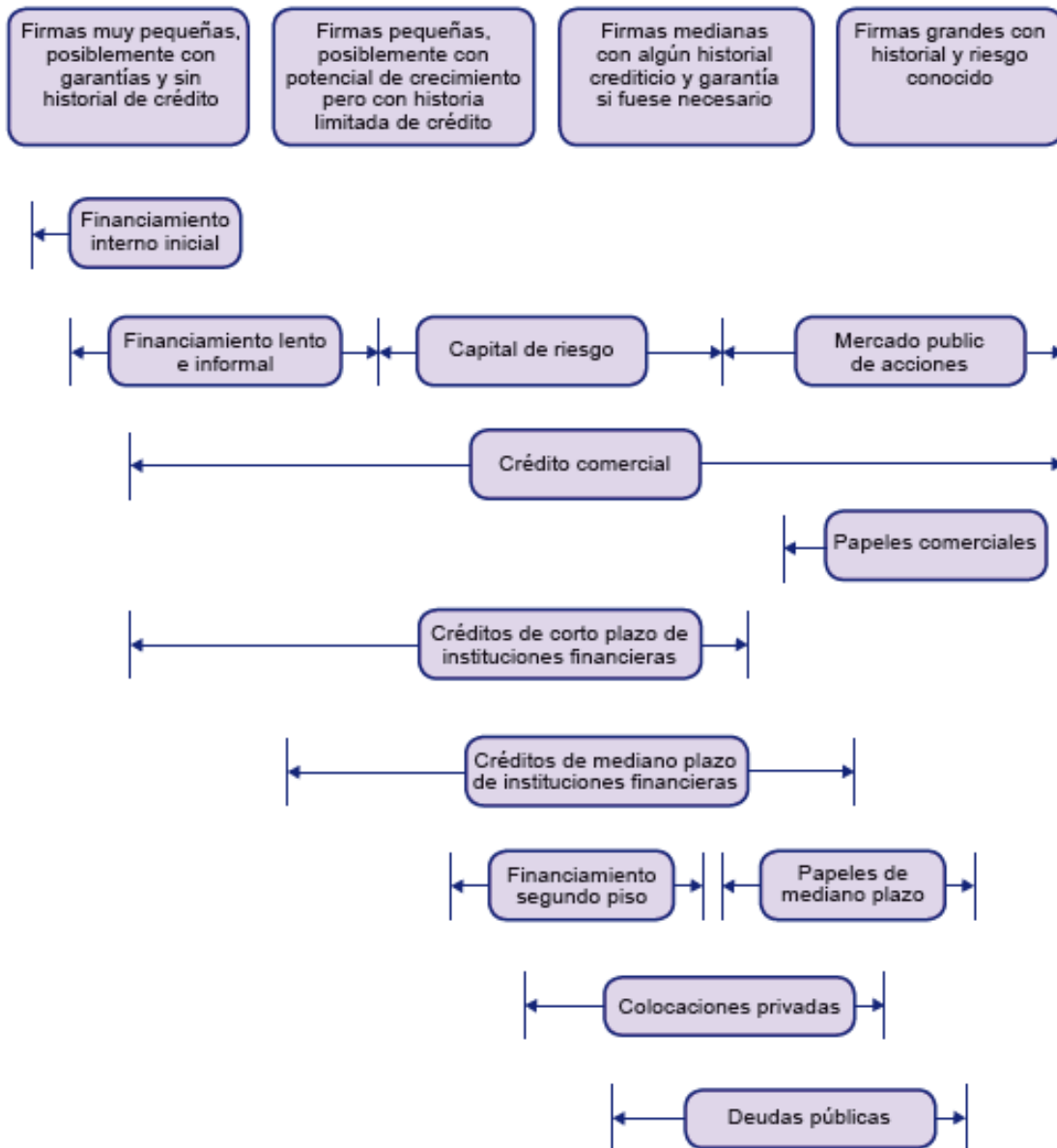
2.1.4. Acciones como Alternativa para Financiamiento

Resultado de la importancia en el acceso al financiamiento para la pequeña empresa, se crean nuevas políticas de inclusión financiera, a través de la creación de programas con subsidio a los créditos orientados a la pequeña empresa. Las economías pretenden buscar la asignación eficiente de los recursos de los programas orientados en el desarrollo de la pequeña empresa. Sin embargo, este planteamiento ha cambiado hacia el desarrollo de instrumentos financieros que garanticen el acceso al financiamiento eficiente con miras en el crecimiento económico de la pequeña empresa. Según (Ferraro, Goldstein, Zuleta, & Garrido, 2001) el marco de desarrollo y evolución de los productos financieros para la pequeña empresa puede explicarse mediante unos procesos en el que resulta importantes el tamaño de la empresa y su historial de crédito, de acuerdo con el esquema diseñado por Berger y Udell (1998):

Ver Figura 5

Con base en lo anterior solamente las grandes empresas tienen acceso a todas las fuentes de financiamiento disponibles, seguido de la mediana empresa. La disponibilidad al crédito para la pequeña empresa depende fundamentalmente de si tiene historial crediticio disponible que sirva como referencia al momento de medir el riesgo crediticio. Sin embargo, una nueva alternativa como financiamiento y apalancamiento es por medio de la emisión de títulos valores por medio de una casa de bolsa.

Figura 5: Fuentes de financiamiento y tamaño de las firmas



Fuente: (Ferraro, Goldstein, Zuleta, & Garrido, 2001)

Con el fin de maximizar los ingresos a largo plazo, cada vez es mayor por las empresas inclinarse en el mercado de valores, ya que esto permitirá a la pequeña empresa poder tener crecimientos sostenidos y constantes a lo largo del tiempo, de esta manera el sector de la pequeña empresa estará en constante desarrollo y al nivel de competencia requerido con otras

industrias en los distintos mercados. Según (Cardenal, 2014), es comprensible que resulte atractivo en colocar dinero en firmas con producto más conocidos y de una larga trayectoria, esto da más confianza a los inversores.

La pequeña empresa al igual que las grandes corporaciones, puede resultar atractivas para la compra de acciones por lo novedoso de sus productos. Esto da a los inversionistas confianza en que los rendimientos esperados serán mayores ganancias. Los inversionistas de largo plazo tendrán ingresos sostenidos sobre los rendimientos de la empresa dando mayor flexibilidad a los modelos de negocios actuales. Anudado a esto resultan nuevas oportunidades de inversión en rubros que no habían sido explotados antes y debido a la demanda el sector comienza a tener resultados aceptables y por ende el desarrollo de la industria, así como los ingresos de los empresarios y sus accionistas.

Es por esto por lo que la inclusión de la pequeña empresa en el mercado de capitales llevara al crecimiento sostenido de los sectores, ya que uno de los principios básicos e inversión es la diversificación de la cartera, a fin de disminuir los riesgos. Según (Cardenal, 2014), a la hora de invertir en esta clase de activos, la diversificación puede ser un buen alindado para mantener bajo control y proteger el capital en caso de decisiones equivocadas, que suelen ser más costosas. Las pequeñas empresas ofrecen mayores ganancias a cambio de riesgos más elevados. Por esta razón es necesario fortalecer la pequeña empresa, a medida que tengan inclusión el mercado financiero y de capitales, presentaran niveles de crecimiento y por ende disminución de los riesgos.

2.1.5. Mercado de Valores en Honduras

En Honduras, la primera iniciativa en desarrollar un mercado de valores en el país fue en 1976, que era liderada por la Corporación Nacional de Inversiones (ONADI), creada con la Cooperación de la Organización de las Naciones Unidas; a través de la cual se transaban instrumentos financieros en esa época. En 1980 el consejo de CONADI presentó a su Presidencia Ejecutiva el ante proyecto que incluía la creación de una bolsa de valores en Honduras, su reglamento y ley del mercado de valores. El CONADI deja de operar debido a las inconsistencias en sus operaciones.

El 1976 se retomaron los anteproyectos, esta vez es presentada por la empresa privada interesada en la creación de una bolsa de valores, a la Cámara de Comercio e Industria de Cortes (CCIC), por lo que se logra que el 1 de junio de 1988 se publique en el diario oficial La Gaceta el acuerdo 115, que emite el reglamento de la Bolsa de Valores. Bajo este marco se inicia en el país en 1990 la creación de una Bolsa Hondureña de Valores (BHV) con sede en San Pedro Sula y posteriormente en 1993 la Bolsa de Valores Centroamericana (BVC) en Tegucigalpa.

Con la creación de la Bolsa de Valores se determina un número establecido como mínimo de Casa de Bolsa, ya que estas estarían autorizadas a realizar operaciones de intermediación bursátil, pese a la poca experiencia que la sociedad mostraba tener de un mercado de valores. Durante los primeros cinco años mantuvo un crecimiento elevado en el volumen de productos financiero que se transaban. Con este crecimiento elevado los instrumentos que se transaban eran principalmente de corto plazo, y de renta fija que eran emitidos en su mayoría por el sector privado.

Para el año 2004 la BHV dejó de operar producto de la recesión económica que se presentó luego de que el país quedara económicamente devastado por el paso del huracán Mitch en 1998, afectando no solo al mercado bursátil de esa época, sino que también al mercado financiero nacional, quedando en funcionamiento únicamente la BVC como institución autorizada para operar en el mercado bursátil nacional como Bolsa de valores.

Ante la crisis que se vivía en el país, nace la necesidad de fortalecer el mercado financiero por medio de la aprobación de la Ley del mercado de Valores mediante decreto No. 08-2001, publicado en el diario oficial La Gaceta el 9 de junio de 2001. A partir del año 2010 se presentaron aumentos significativos al cierre de las operaciones, por L 102.3 mil millones de lempiras, siendo el 2011 el año donde la BVC registró desde sus inicios, mayores montos en las operaciones de mercado por L 125.2 mil millones de lempiras. La BVC ha trabajado en adoptar nuevas políticas internas a fin de hacer crecer las operaciones de mercado bursátil en el país.

Dentro del mercado bursátil en Honduras según estadísticas publicadas en el 2016 por la BVC, el 99% de los instrumentos transados en el mercado primario, son emitidos por el sector público por el Banco Central de Honduras que corresponde al 95% en Letras M/N de Liquidez y 4% por letras del BCH M/N estructural. Sin embargo el mercado secundario el 97% está conformado por títulos valores emitidos por la Secretaría de Fianzas.

El mercado privado primario y secundario, comprenden apenas el 1% en instrumentos emitidos por las instituciones siendo los más significativos bonos privados en moneda nacional y extranjera. Pese a tener un mercado insipiente, los montos de operaciones dentro del mercado han reflejado al cierre del 2016, un aumento del 190% producto de la emisión de letras del BCH siendo estas más significativas dentro del mercado. El gobierno y el sector privado deben de

trabajar en conjunto para crear un mercado bursátil atractivo para la inversión y financiamiento de la pequeña empresa.

Tabla 1: Montos nominales y transados de enero a diciembre 2015-2016

CIFRAS EN MILLONES DE LEMPIRAS							
Tipo de Mercado	Tipo de Emisor	2015		2016		VARIACIONES	
		Valor Nominal	Valor Transado	Valor Nominal	Valor Transado	Valor Nominal	Valor Transado
	PUBLICO						
PRIMARIO	BCH						
	LETRABCHMN LIQUIDEZ	151,626.46	151,519.89	531,784.25	531,663.57	251%	251%
	LETRABCHMN ESTRUCTURAL	32,254.96	30,889.00	24,681.95	23,711.14	-23%	-23%
	LETRABCHME						
	SEFIN	2,558.24	2,643.67	2,559.35	2,644.07	0%	0%
Sub- Total Primario		186,439.66	185,052.56	559,025.55	558,018.78	200%	202%
SECUNDARIO	BCH	4,406.92	4,309.44	85.64	85.24	-98%	-98%
	SEFIN	1,557.36	1,910.93	2,613.86	2,802.37	68%	47%
Sub- Total Secundario		5,964.28	6,220.37	2699.5	2887.61	-55%	-54%
Total Sector Público		192,403.94	191,272.93	561,725.05	560,906.39	192%	193%
	PRIVADO						
PRIMARIO	CDP	35.69	35.69	60.86	60.86	71%	71%
	BONOS PRIVADOS LPS	1,386.03	1,386.03	287.52	290.93	-79%	-79%
	BONOS PRIVADOS \$	-	-	289.52	292.95		
	Sub- Total Primario	1,421.72	1,421.72	637.9	644.74	-55%	-55%
SECUNDARIO	CDP	-	-	2.00	2.03		
	BONOS PRIVADOS LPS	211.03	213.06	287.52	290.93	36%	37%
	BONOS PRIVADOS \$	-	-	289.52	292.95		
	Sub- Total Secundario	211.03	213.06	579.04	585.91	174%	175%
Total Sector Privado		1,632.75	1,634.78	1,216.94	1,230.65	-25%	-25%
TOTAL GENERAL		194,036.69	192,907.71	562,941.99	562,137.04	190%	191%

Fuente: Elaboración propia con datos de la BVC

2.2 Teorías de Sustento

2.2.1. Los Mercados de Capitales

Dentro de la estructura del sistema financiero existen las instituciones financieras conformadas por los bancos comerciales privados y públicos, e instituciones no bancarias como ser sociedades financieras, instituciones de seguro, fondos de pensión, arrendadoras, bolsas de valores, casa de bolsa y todas aquellas instituciones institución no bancarias que operan dentro del sistema financiero. En el sistema financiero existen diferentes tipos de mercado orientado a:

1. El aumento de capital por medio de los mercados de capitales
2. La transferencia de riesgo en los mercados de derivados
3. Comercio internacional en el mercado de divisas

Los mercados de capital son aquellos donde se realizan compra y venta de títulos valores, representativos de activos financieros de empresas, acciones, obligaciones y títulos de deuda a largo plazo. En estos mercados se tranzan con base a la oferta y demanda instrumentos atractivos por el inversionista por lo cual se obtendrá un rendimiento que servirá como apalancamiento dentro de su economía individual. Los precios en el mercado de capitales están dados por la oferta y demanda que impulsan la fuerza del mercado a través de las decisiones de individuos que participan en él.

Los mercados de capital también llamados como mercados accionarios, surgen como una opción dentro del sistema financiero que ayuda como una alternativa de financiamiento para las empresas, (Madura, 2010) define a los mercados de capitales como facilitadores de flujos de fondos de los inversionistas individuales o institucionales a las empresas, permitiéndoles financiar sus inversiones para nuevos proyectos o expandir los que están en operación. Estos reúnen a las empresas privadas que necesitan financiamiento por medio del capital accionarios, mediante conferencias de capital en riesgo donde cada empresa presenta su situación económica financiera para analizar donde presentar su propuesta de acciones.

Los mercados de capitales están conformados por calificadoras de riesgo creadas con el fin de calificar las empresas con base argumentos y criterios de valuación de la situación financiera, estructura y administración de las empresas participantes en el mercado; bolsas de valores son instituciones formales donde se transan instrumentos financieros emitidos por las

empresas con el fin de obtener financiamiento para apalancar sus empresas y las casas de bolsa son entidades creadas como intermediarios de valores en el mercado. En los mercados de capitales las bolsas de valores surgen inicialmente como instituciones que realizan ventas de mostrador, hasta ser formalizadas por medio de los entes reguladores, (Neftci, 2008) define las bolsas de valores como:

Organizaciones formales que operan de manera electrónica o de viva voz.

La característica distintiva de una bolsa de valores organizada es su organización formal. Los productos negociados y las prácticas comerciales son homogéneos, a la vez que las especificaciones de los contactos negociados son menos flexibles. Una negociación típica que se realiza por medio de una casa de bolsa de valores tradicional con operaciones de viva voz es cuando un cliente utiliza la línea telefónica para contactar a un corredor de bolsa para que coloque una orden y éste toma la misma donde realiza una negociación real y esta es confirmada verbalmente por el cliente. De igual forma ocurre con las bolsas de valores virtuales donde existen corredores de bolsa virtuales que realizan las operaciones de negociación con los clientes.

Las bolsas de valores operan como entidades organizadas donde las casa de bolsa sirven como intermediarios para transar instrumentos de capital contable, se ocupan de realizar las operaciones de compra y venta de valores así como brindar asesoramiento a las empresas en la colaboración de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras, recibir fondos por concepto de operaciones con valores y realizar transacciones con valores a través en su mayoría de sistema electrónicos autorizados por los entes reguladores locales, para celebrar operaciones con el público de asesoría promoción y compra y venta de valores.

Las principales fuentes de ingresos para las casas de bolsa han sido los ingresos por operaciones en el mercado de dinero, las comisiones por intermediación en el mercado de valores y los ingresos por operaciones con sociedades de inversión. Las comisiones por colocación de valores tienen menor importancia, las empresas prefieren acudir a los centros financieros internacionales. Las casas de bolsa realizan la oferta pública de valores en el mercado primario y secundario. Según (Mascareñas, 2014) define estos mercados con base al instante de emisión de los instrumentos financieros como:

Mercado Primario: Es el mercado en el que se realizan las nuevas emisiones de activos financieros. En él las empresas, los gobiernos y otras instituciones obtienen financiación directamente de los inversores a través de la emisión de bonos y acciones. Las emisiones en los mercados primarios son facilitadas por los bancos de inversión.

Mercado Secundario: Los inversores adquieren los activos financieros que otros inversores desean vender. Es decir, son mercados de “segunda mano” de los activos. Los mercados secundarios más conocidos son las bolsas de valores como The New York Stock Exchange (NYSE), The National Association of Securities Automated Quotation (NASDAQ) o la Bolsa de Valores de Madrid.

Para el buen funcionamiento de las casas de bolsa dentro de los mercados de capitales, las entidades de supervisión de los mercados financieros internos tienen como objetivo principal garantizar la estabilidad del sistema financiero nacional y la protección de los potenciales inversionistas o compradores de los instrumentos financieros a través de la vigilancia en la solvencia de las entidades participantes en el mercado creando leyes y reglamentos que regulen las operaciones de las casas de bolsa y de todo el sistema financiero en su conjunto. Las buenas

prácticas en la supervisión darán a los participantes del mercado la seguridad en invertir en las empresas participantes, ya que la información sobre la situación financiera de las mismas será confiable.

2.2.2 Participación de las Casa de Bolsa en los Mercados de Capital

Las casas de bolsa son los creadores que almacenan instrumentos financieros que serán ofrecidos por medio de las bolsas de valores a los participantes en el mercado. Estas brindan liquidez y suavizan las fluctuaciones severas en el mercado. Los participantes del mercado compran y venden instrumentos financieros a los precios cotizados en el mercado, es decir los precios de los instrumentos financieros están dados por la oferta y demanda de las fuerzas del mercado. Un participante del mercado no mantiene un elevado número de productos financieros, ni tampoco los mantiene por largo plazo pues si el precio dentro del mercado no es atractivo, no se están generando los rendimientos esperados, optara por realizar la venta del mismo y de esta manera recuperar al menos el costo de lo invertido.

El papel principal de los corredores de las casas de bolsa según (Neftci, 2008), es ejecutar las órdenes de sus clientes y negociar con la compañía conforme a los límites para su posición, los cuales son impuestos ya sea sobre el capital total autorizado a operar o sobre los riesgos que desea tomar. Cuando se habla de los riesgos que un inversionista puede tomar, se habla de una empresa participante en el mercado que quisiera vender cierta cantidad de acciones dentro del mercado la cual puede que no cuente con información pública (estados financieros, disponibilidad de efectivo, indicadores) solida sobre el desempeño para poder captar el interés suficiente en potenciales inversionistas, esto dificultara que la captación de recursos sea exitosa, debido al alto riesgo en conseguir el rendimiento esperado. Existen algunos inversionistas que

son adversos al riesgo y estarán interesados en invertir en las empresas en riesgo, ya que por su alto nivel de riesgo tendrán rendimientos mayores a los esperados.

2.2.3 Método CAMEL para la Evaluación del Riesgo en la Pequeña Empresa

Con el objetivo de buscar nuevas fuentes de financiamiento no convencionales para la inclusión de la pequeña empresa a fin de promover su desarrollo, se dispone crear los requisitos necesarios para incorporar a la pequeña empresa en participar dentro del mercado de capitales, diseñando las competencias necesarias que ayuden su posicionamiento en el mercado. Por tal razón se debe de diseñar un modelo que permita realizar el análisis de la situación general de la empresa, que engloben aspectos financieros operacionales y normativos de la pequeña empresa. Este modelo permitirá emitir una calificación que será necesaria para la participación dentro del mercado de capitales.

El análisis CAMEL será el utilizado de referencia para este análisis. Sus siglas en español representan el Capital (C), Calidad de activo (A), administración (M), rentabilidad (R) y liquidez (L). Según (Crespo, 2011) se define en un conjunto de indicadores representativos de la suficiencia de capital, solvencia calidad de activos y administración eficientemente del activo, el nivel y la estabilidad de la rentabilidad, así como el manejo de la liquidez.

Este método fue creado con el objetivo de mostrar de forma resumida la situación general de la empresa, ya que incorpora análisis de los factores financiero, operativos y de cumplimiento, emitido una calificación de la empresa, que será de fácil interpretación para el análisis financiero para las entidades reguladoras e inversionistas. Con esta calificación se busca que las empresas que muestran debilidades operacionales o incumplimientos normativos puedan poner en peligro la estabilidad del sistema financiero.

Inicialmente el método Camel fue creado para evaluar la situación interior de los bancos comerciales, para los cuales es emitida una calificación que servirá como variable dependiente en el análisis discriminante. En este método se realizar una calificación a los siguientes aspectos:

1. **Capital:** las empresas que mantengan niveles adecuados de capital tienen mayor capacidad de enfrentar sus obligaciones ante alguna contingencia interna o externa que afecte los balances de la empresa. Este será medido a través de los índices de solvencia y productividad de los activos.
2. **Activos:** la valuación de los activos de una empresa estará en función del rubro o principal actividad económica de la empresa. De acuerdo a su plazo o durabilidad estará en la posición de responder a los pasivos y obtener posibles ganancias. Los indicadores que se utilicen se definirán en base al rubro de la empresa.
3. **Administración:** Las buenas prácticas en la administración conducen a la empresa a poder sobrellevar los ciclos económicos con resultados estables, mientras que las malas prácticas administrativas llevan a la iliquidez y hasta llegar a la disolución de operaciones. Los indicadores medirán las brechas que existen entre activos y pasivo, gastos administrativos en función de ingresos y activos productivos.
4. **Rentabilidad:** el margen de ganancia de su accionista está en función de las utilidades generadas de operatividad de la empresa. Los niveles aceptables que la empresa define que tan atractiva sea la empresa para invertir, se debe de mantener niveles aceptables que no sean distorsionados por los ciclos económicos donde el riesgo aumenta y por ende sus ganancias, obteniendo resultados elevados de rentabilidad

irreales. Este será medido por medio de los indicadores de margen financiero, resultado neto en función del activo y patrimonio.

5. **Liquidez:** si una empresa no cuenta con suficiente liquidez para hacer frente a sus obligaciones se vuelve insostenibles pudiendo llegar hasta el cierre de operaciones de la misma. Es importante medir y definir los niveles de liquidez en función de sus ingresos, y que estos superen las obligaciones para poder generar ganancias con el flujo de efectivo sobrante. Este será medido por el índice de disponibilidad y la relación entre los activos y pasivos de corto y largo plazo.

Definidos los 5 aspectos que toman en consideración el método de análisis Camel, se presentan en una matriz donde cada aspecto tendrá una puntuación que serán evaluados los niveles aceptables en cada aspecto. La figura 6 es un ejemplo de la matriz de puntuación Camel para una institución bancaria, esta será modificada al análisis de una empresa.

Tabla 2: Ponderación Análisis Camel

C	26,00%	INDICE DE SOLVENCIA	60,00%
		$(\text{PATRIMONIO} + \text{GO}) / \text{CARTERA INMOVILIZADA}$	20,00%
		$\text{ACTIVO IMPRODUCTIVO} / (\text{PATRIMONIO} + \text{GO})$	20,00%
A	22,00%	MOROSIDAD	35,00%
		$\text{PROVISION} / \text{CARTERA INMOVILIZADA}$	15,00%
		$\text{ACTIVO IMPR} / \text{TOTAL DEL ACTIVO}$	50,00%
M	10,00%	$\text{G. TRANS} / \text{ACTIVO PRODUCTIVO}$	30,00%
		$\text{G. TRANSF} / \text{INGRESOS FINANCIEROS}$	30,00%
		BRECHA ESTRUCTURAL	40,00%
E	16,00%	$\text{MFB} / \text{ACTIVO PROMEDIO}$	30,00%
		ROA	35,00%
		ROE	35,00%
L	26,00%	$\text{DISPONIBILIDAD} / \text{CAPTACIONES}$	35,00%
		$\text{CAP. OFI} + \text{INCE} / \text{TOTAL DEP}$	30,00%
		$\text{ACTIVOS A CP} / \text{PASIVO A CP}$	35,00%

Fuente: (Crespo, 2011)

2.2.4 Antecedentes a las Metodologías

En la historia del mundo los mercados de capitales han sido la muestra de transparencia de los negocios, sin embargo, ha habido situaciones en las cuales el mercado se ha visto influenciado por la manipulación de la información que beneficia a unos y perjudica a otros. El origen de la bolsa de valores como institución data de finales del siglo XV en las ferias medievales de Europa Occidental, donde se iniciaron las primeras transacciones de valores. En 1460 se creó la bolsa de Amberes, que fue la primera institución bursátil, lo que dio paso que en 1570 se creara la bolsa de valores en Londres y en Francia en 1595. Posteriormente estas tres instituciones se consolidan tras el auge de las sociedades anónimas en esa época.

Actualmente los mercados de capitales se han desarrollado en varias economías a nivel mundial y en muchos países forman parte importante de la economía financiera, como ser la Bolsa de New York considerada uno de las más importantes e influyentes a nivel mundial. La bolsa de New York fue fundada en 1792, como la primera en el continente americano, hasta posicionarse dentro del mercado tecnológico el Nasdaq como uno de los más grandes a nivel mundial.

En las dos últimas temporadas los mercados financieros han presentado crecimientos acelerados, incluyendo los mercados cambiarios, los euromercados y los mercados de bonos internacionales. Según (Valero, 2014) el volumen diario de los mercados cambiarios es superior a un billón de dólares diarios, es equivalente a casi 10 veces el volumen de transacciones comerciales y el volumen de operaciones bursátiles es de billones setecientos mil millones de dólares. Esto da una idea de la importancia que se deriva de las transacciones que tienen las compañías multinacionales y sobre todo de los intermediarios financieros como ser las casas de

bolsa, bancos y casa de cambio, que operan en mercados bien establecidos como Londres, Nueva York, Tokio etc., y en los mercados emergentes.

La importancia de los mercados de capitales dentro de economías como Estado Unidos dan paso a la creación de entidades que regulen las múltiples transacciones y operaciones que se dan a diario, dan paso a la creación de instituciones que midan los riesgos por medio de modelos, herramientas y metodologías de valuación de riesgos. Las entidades supervisoras son las encargadas de velar por que las instituciones participantes en los mercados no comentan actos inadecuados o malas prácticas en la administración de las empresas que pueden provocar un riesgo sistémico que afecte a la economía en general.

2.2.5 Análisis Crítico de las Metodologías

Los mercados de capitales surgen como medios de financiamiento alternativo de instituciones no bancarias a las empresas, en ocasiones la falta de regulación puede ocasionar fallas en los mercados que pueden afectar a la economía. Se deben de fortalecer estas fallas con la implantación de modelos que midan los riesgos dentro de las empresas que cotizan en bolsa. Los modelos de medición de riesgos deben de ser adecuados al mercado y al tipo de empresa, de esta manera se mejorará la competitividad de las empresas dentro del mercado y permitirá por ende el desarrollo de la misma.

2.3 Conceptualización

Se presenta una conceptualización focalizada de los principales términos, con la finalidad de esclarecer y por lo tanto facilitar la comprensión de esta investigación.

1. Pequeña Empresa: uno de los segmentos activos de la economía y por lo tanto este segmento posee un grado de influencia o impacto sobre la riqueza de

cada uno de los individuos de la sociedad. Este segmento empresarial resulta ser de vital importancia para el desarrollo económico.

2. Requisitos para considerarse como Pequeña Empresa: persona jurídica con un endeudamiento de créditos comerciales que representen menos del 6% del capital mínimo vigente establecido para los bancos y mayor a USD 10,000.00 con un mínimo de seis y un máximo de cincuenta empleados que a su vez presente un rango de ventas entre los L 700,000.00 a L 2, 000,000.00 anuales.

3. Apalancamiento: Entiéndase como la acción de endeudamiento por parte de una empresa para lograr una ampliación en el disponible para invertir que a su vez generará un aumento en la rentabilidad. Desde la perspectiva analítica, el apalancamiento se mide como una razón que busca establecer la relación entre la rentabilidad obtenida de las operaciones de la empresa y el costo financiero (deuda) que éste ha implicado.

4. Mercado: Se entenderá como un mecanismo por el cual se intercambian activos financieros entre distintos agentes económicos y a su vez; es el mecanismo por el cual son determinados los precios de dichos activos.

5. Agente Económico: Persona natural o jurídica con la capacidad de tomar y ejecutar decisiones en un mercado, estas personas son los principales causantes de las distintas actividades económicas (producción, distribución y consumo de productos o servicios).

6. Riesgo: el riesgo financiero engloba la posibilidad de que ocurra cualquier evento que derive en consecuencias financieras negativas. Se ha desarrollado todo

un campo de estudio en torno al riesgo financiero para disminuir su impacto en empresas, inversiones, comercio, etc. De esta forma cada vez se pone más énfasis en la correcta gestión del capital y del riesgo financiero.

7. Mercados de Capital: son aquellos donde se realizan compra y venta de títulos valores, representativos de activos financieros de empresas, acciones, obligaciones y títulos de deuda a largo plazo. En estos mercados se tranzan con base a la oferta y demanda instrumentos atractivos por el inversionista por lo cual se obtendrá un rendimiento que servirá como apalancamiento dentro de su economía individual. Los precios en el mercado de capitales están dados por la oferta y demanda que impulsan la fuerza del mercado a través de las decisiones de individuos que participan en él.

8. Calificadoras de Riesgo: Instituciones creadas con el fin de calificar las empresas con base argumentos y criterios de valuación de la situación financiera, estructura y administración de las empresas participantes en el mercado.

9. Bolsa de Valores: Instituciones formales donde se transan instrumentos financieros emitidos por las empresas con el fin de obtener financiamiento para apalancar sus empresas y las casas de bolsas son entidades creadas como intermediarios de valores en el mercado.

10. Mercado Primario: Es el mercado en el que se realizan las nuevas emisiones de activos financieros. En él las empresas, los gobiernos y otras instituciones obtienen financiación directamente de los inversores a través de la

emisión de bonos y acciones. Las emisiones en los mercados primarios son facilidades por los bancos de inversión.

11. Mercado Secundario: En este mercado, los inversores adquieren los activos financieros que otros inversores desean vender. Es decir, son mercados de “segunda mano” de los activos. Los mercados secundarios más conocidos son las bolsas de valores como la NYSE, el NASDAQ o la bolsa de Madrid.

12. Oferta Pública: Es una operación mercantil en la que una o varias sociedades con el papel de oferentes, proceden a realizar una oferta de compra de acciones a todos los accionistas de una sociedad admitida a cotización en un mercado oficial para, de esta forma, alcanzar una participación en el capital con derecho de voto de la sociedad.

13. Corredor de Bolsa: Persona encargada de ejecutar las órdenes de sus clientes y negociar con la compañía conforme a los límites para su posición, los cuales son impuestos ya sea sobre el capital total autorizado a operar o sobre los riesgos que desea tomar.

14. Metodología CAMEL: Método de análisis que está compuesto por un conjunto de indicadores representativos de la suficiencia de capital, solvencia calidad de activos y administración eficientemente del activo, el nivel y la estabilidad de la rentabilidad, así como el manejo de la liquidez.

15. Ponderación: Se entenderá como el procedimiento realizado con el fin de obtener un índice, tomando en cuenta el valor de cada uno de los aspectos evaluados según su importancia o impacto real.

2.4 Marco Legal

A continuación, se enumera la documentación requerida para soportar el marco legal de la investigación debido a que el tema del apalancamiento por medio de acciones a la pequeña empresa está regulado por la CNBS.

1. Ley del Sistema Financiero
2. Ley contra el Financiamiento del Terrorismo
3. Ley del Mercado de Valores y todas sus reformas
4. Ley del Banco Central de Honduras
5. Ley de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros
6. Reglamento para la Negociación de Operaciones de Reporto
7. Reglamento Interno de la Bolsa Centroamericana de Valores
8. Normativa para el Registro de Valores Extranjeros en la Bolsa Centroamericana de Valores
9. Normativa para el Funcionamiento de la Junta Administradora del Fondo de Garantía
10. Normativa para el Registro de Emisores, Emisiones y Valores
11. Normas Complementarias para el Fortalecimiento de la Transparencia, y Atención al Usuario Financiero.

12. Norma para la Aplicación del Acuerdo entre el Gobierno de los Estados Unidos de América y el Gobierno de la República de Honduras para la mejora del Cumplimiento Tributario Internacional e Implementar FATCA.
13. Norma de Riesgo de Liquidez
14. Normas Para La Certificación Y Registro De Organizaciones Que Desarrollen Programas De Educación Financiera (Casas De Bolsa)
15. Normas para la Gestión de Información Crediticia
16. Normas para la Adecuación de capital, cobertura de conservación y Coeficiente de Apalancamiento Aplicables a las Instituciones del Sistema Financiero y Anexos.

CAPITULO III. METODOLOGÍA

Toda investigación tiene como fin el poder indagar y como resultado arrojar las respuestas adecuadas a las interrogantes establecidas en un principio desde el planteamiento de la problemática, para ello se requiere de la definición de variables independientes y dependientes que faciliten el proceso de investigación y de análisis. En este apartado, se pretende exponer cuales han sido las variables establecidas que permitan el cumplimiento de los objetivos trazados desde el comienzo de la investigación.

3.1 Matriz de Congruencia Metodológica

Tabla 3: Congruencia Metodológica

Matriz de Congruencia Metodológica					
Problema	Objetivo General	Pregunta	Objetivos Específicos	VARIABLES INDEPENDIENTES	VARIABLES DEPENDIENTES
¿Es factible la creación de una casa de bolsa en el mercado financiero hondureño como alternativa al financiamiento tradicional para el apalancamiento de la pequeña empresa?	Analizar una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa como una alternativa de financiamiento viable.	¿Cuál es el grado de entendimiento que la población económicamente activa posee sobre una casa de bolsa?	Identificar el grado de entendimiento que la población económicamente activa posee sobre una casa de bolsa.	Información existente sobre una casa de bolsa	Entendimiento sobre una casa de bolsa
¿Es factible la creación de una casa de bolsa en el mercado financiero hondureño como alternativa al financiamiento tradicional para el apalancamiento de la pequeña empresa?	Analizar una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa como una alternativa de financiamiento viable.	¿Qué nivel de aceptación tendrá una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa en el mercado financiero hondureño?	Analizar la aceptación de una casa de bolsa como medio de apalancamiento a la pequeña industria en el mercado financiero hondureño.	Situación Financiera de la Pequeña Empresa	Apertura por una casa de bolsa como medio de apalancamiento

Matriz de Congruencia Metodológica					
Problema	Objetivo General	Pregunta	Objetivos Específicos	Variables Independientes	Variables Dependientes
¿Es factible la creación de una casa de bolsa en el mercado financiero hondureño como alternativa al financiamiento tradicional para el apalancamiento de la pequeña empresa?	Analizar una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa como una alternativa de financiamiento viable.	¿Cuál es el grado de interés que generaría en el inversionista, el uso de una matriz de calificación por parte de una casa de bolsa al momento de evaluar a las empresas?	Establecer el grado de interés que tendría un inversionista para con una casa de bolsa que utilice una matriz de calificación para evaluar a sus empresas participantes y definir una matriz de calificación orientada a la pequeña empresa con el fin de promover la confianza en los productos financieros no tradicionales disponibles por medio de la casa de bolsa.	Proceso de clasificación	Confianza en la institución financiera
		¿Cuál sería el instrumento financiero de preferencia para el inversionista hondureño?	Establecer el instrumento financiero no tradicional de preferencia por la población hondureña.	Instrumento Financiero no Tradicional	Conocimiento sobre Instrumentos Financieros no Tradicionales
		¿Cuál es la postura de la pequeña empresa respecto a su participación en una casa de bolsa?	Reconocer la postura de la pequeña empresa sobre su participación en una casa de bolsa.	Situación Financiera de la Pequeña Empresa	Participación de la Pequeña Empresa en una Casa de Bolsa

3.2 Operacionalización de las Variables

A continuación, se muestra en la tabla 4 cuál es el procedimiento por seguir en concordancia de las variables independientes y cómo éstas están relacionadas directamente con los objetivos específicos que ya se han planteado al principio de esta investigación.

Tabla 4: Operacionalización de las Variables de la Investigación

Operacionalización de las Variables		
Problema	Pasos a Seguir	Alcance
Estrategia para analizar la opción de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa.	Medir la aceptación de una casa de bolsa por parte de la pequeña empresa.	Establecer si el concepto de casa de bolsa es manejado por el pequeño empresario.
		Establecer si la casa de bolsa puede ser percibida como fuente de apalancamiento.
		Recopilar las razones por las que es o no considerada la casa de bolsa como una fuente de apalancamiento.
	Identificar un instrumento financiero no tradicional de mayor aceptación.	Establecer si es comprensible el concepto de un instrumento financiero no tradicional.
		Consultar por medio de los cuestionarios cuál de los instrumentos financieros resultan más atractivos como fuente de financiamiento.
	Desarrollar una matriz de calificación con el fin de promover confianza.	Establecer si el concepto de una matriz de calificación es comprensible
		Consultar por los indicadores de mayor importancia para los pequeños empresarios
		Recopilar los indicadores en común y elaborar una matriz enfocada a la evaluación de la pequeña empresa.

3.3 Definición Operacional de las Variables

A continuación, se procede a detallar cada una de las variables identificadas en la matriz de congruencia, con la finalidad de crear un contexto que permita una mayor comprensión de esta investigación.

3.3.1 Variables Independientes

Contexto sobre una casa de bolsa: Se refiere a la información general que se maneja en los distintos medios digitales o documentación física referente al mercado de valores y todo lo relacionado a la casa de bolsas.

Segmento de la Pequeña Empresa: Comprende todas y cada una de las empresas que cumplen con los criterios que en esta investigación definen a la pequeña empresa, es decir:

- Nivel de endeudamiento mayor a US 10,000.00 y menor al 6% del capital mínimo vigente establecido para los bancos.
- Mínimo de seis y un máximo de cuarenta o cincuenta empleados remunerados.
- Ventas entre L 700,000.00 a L 2, 000,000.00 anuales.

Situación Financiera de la Pequeña Empresa: Se hace referencia al estatus que se pueda extraer de la información financiera que presente una empresa en sus estados financieros. Este estatus particular relacionado directamente a la situación patrimonial y al grado de responsabilidad ante las deudas en un momento dado reflejará el grado de solvencia, estabilidad y productividad de la empresa.

Indicadores de la Matriz de Riesgo (Proceso de Clasificación): Se refiere al conjunto de métricas estandarizadas que tienen como finalidad el análisis y cuantificación de la salud financiera de una empresa. Para el caso de esta investigación se desarrollará una matriz de riesgo orientada a la evaluación de pequeñas empresas que permita identificar claramente la situación financiera de una empresa al tratar de revelar el grado de solvencia, estabilidad y productividad mencionadas en el párrafo anterior.

Instrumentos Financieros no Tradicionales: Trata sobre todo instrumento financiero que no haya sido proporcionado por un banco o cooperativa, entiéndase también como toda opción dispuesta a compra por una casa de bolsa.

3.3.2 Variables Dependientes

Aceptación de la Casa de Bolsa: La decisión de la pequeña empresa sobre la casa de bolsa como una forma para lograr el apalancamiento usando para ello la emisión de acciones o cualquier otro producto financiero que resulte acorde según el estado financiero de cada empresa, lo cual a su vez estará de la mano con el apetito de riesgo que busque asumir la administración.

El Instrumento Financiero: Se entenderá como un contrato ofrecido por un ente financiero que permita la creación de valor y la circulación de capital en distintos sectores, satisfaciendo bajo ciertas condiciones ya establecidas las necesidades económicas que surgen entre los distintos entes financieros. Para fines de esta investigación, este instrumento no tradicional será propuesto como una opción adecuada a la situación financiera promedio de las pequeñas empresas entrevistadas al momento de recopilar información teniendo el cuidado de

analizar el instrumento desde la perspectiva del prestamista y del prestatario pues lo que se está buscando es definir un punto medio que pueda ser considerado por ambas partes.

La Confianza: La Real Academia Española (RAE) define la confianza como ánimo, aliento, vigor para obrar o la esperanza firme que se tiene de alguien o algo. Para este caso se considerará confianza como el grado de seguridad que proyecte la pequeña empresa como posible inversión.

3.4 Enfoque y Alcance de la Investigación

3.4.1 Enfoque de la Investigación

Esta investigación tiene como objetivo analizar una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa como una alternativa de financiamiento viable. Debido a la crisis económica del 2004 en Honduras, el indagar en el tema de la bolsa de valores en Honduras se vuelve relativamente complejo pues la documentación al respecto es poca, dando por resultado que esta investigación cuente con un enfoque mixto pues trata de la recolección y análisis que permitan realizar conclusiones acertadas con relación a los objetivos establecidos para esta investigación.

La investigación cuenta con un enfoque descriptivo pues busca establecer la viabilidad de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa como una predicción fundamentada en la opinión de la pequeña empresa y otros usuarios financieros basándose en los resultados que se obtendrán de la aplicación de las encuestas y entrevistas a usuarios clave. Generando a su vez una correlación entre la aceptación de una casa de bolsa como medio para apalancamiento, estado financiero de la empresa y segmento al que pertenece.

3.4.2 Alcance de la Investigación

Esta investigación cuenta con un alcance exploratorio y descriptivo pues la labor principal de los investigadores es la de recopilar información relevante del mercado midiendo las variables dependientes e independientes que ya se han expuesto con anterioridad para poder desarrollar una respuesta en cumplimiento al objetivo general.

A continuación, una descripción detallada del enfoque de la investigación:

Exploratorio, pues tiene como objetivo generar conocimiento y entendimiento de la problemática planteada para lo cual se deberá de proceder con la aplicación de encuestas que y realización de entrevistas bien estructuradas. La estructura de estos instrumentos será detallada más adelante en el apartado de Técnicas e Instrumentos.

3.5 Diseño de la Investigación

Según (Sampieri, 2010) el diseño se puede considerar como “plan o estrategia que se desarrolla para obtener la información que se requiere en una investigación”, de tal manera, esta investigación se considera de un diseño no experimental pues no se alteran o manipulan las variables que intervienen en la investigación para poder obtener información que sustente las respuestas a los objetivos establecidos.

De forma más específica, esta investigación busca determinar o ubicar cuál es la relación que existe entre la disponibilidad de apalancamiento por medio de la bolsa de valores y el estatus financiero de una pequeña empresa en un momento dado, dando a la investigación un diseño no experimental transversal o transaccional.

3.6 Unidad de Análisis, Población y Muestra

3.6.1 Unidad de Análisis

Se define la unidad de análisis como “casos o elementos, quién o quiénes conforman la muestra a estudiar” (Sampieri, 2010) antes de proceder a delimitar la población.

Tabla 5: Definición de la Unidad de Análisis

Definición de la Unidad de Análisis	
Pregunta	Unidad de Análisis
¿Cuál es el grado de entendimiento que la población económicamente activa posee sobre una casa de bolsa?	Personas económicamente activas, con mayoría de edad y residentes en Francisco Morazan
¿Qué nivel de aceptación tendrá una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa en el mercado financiero hondureño?	Población económicamente activa, con mayoría de edad y residentes en Francisco Morazan y dueños o gerentes de pequeñas empresas
¿Cuál es el grado de interés que generaría en el inversionista, el uso de una matriz de calificación por parte de una casa de bolsa al momento de evaluar a las empresas?	Población económicamente activa, con mayoría de edad y residentes en Francisco Morazan y dueños o gerentes de pequeñas empresas
¿Cuál sería el instrumento financiero de preferencia para el inversionista hondureño?	Personas económicamente activas, con mayoría de edad y residentes en Francisco Morazan
¿Cuál es la postura de la pequeña empresa respecto a su participación en una casa de bolsa?	Dueños o gerentes de pequeñas empresas

3.6.2 Población

Se entiende como población “conjunto de todos los casos que concuerdan con una serie de especificaciones” (Sampieri, 2010), por lo tanto, para esta investigación se establecen a continuación los siguientes parámetros muestrales como elementos requeridos para acotar correctamente la población:

- Pequeñas empresas definidas según los criterios establecidos en el capítulo II de este documento.
- Personas naturales o jurídicas interesadas en la idea de invertir a través de una casa de bolsa.
- Residentes dentro del departamento de Francisco Morazán, Honduras.

Por tanto, la población definida para esta investigación estará conformada por todas aquellas pequeñas empresas con un endeudamiento mayor a US 10,000.00 y menor al 6% del capital mínimo establecido para los bancos según la CNBS, que cuenten entre seis o cincuenta empleados contratados, que generen ingresos anuales entre L 700,000.00 - L 2,000,000.00, y cualquier otra persona natural o jurídica interesada en invertir por medio de una casa de bolsa ubicados dentro del departamento de Francisco Morazán de Honduras.

3.6.3 Muestra

La muestra, viene a ser en esencia, un sub grupo o sub conjunto con la condición de que éste sea fiel a las características que representan a la población según (Sampieri, 2010).

La muestra que más se adapta al proceso investigativo para el análisis de una casa de bola será establecida bajo el siguiente lineamiento:

Personas naturales: Total de 100 individuos con un rango de edad mayor a 18 años y que cuenten con un ingreso estable, residente en la zona de Francisco Morazán, Tegucigalpa.

Personas jurídicas: Cinco empresas pequeñas (según lo establecido en esta investigación) que residan en Francisco Morazán, Tegucigalpa.

3.7 Técnicas e Instrumentos Aplicados

Como en toda investigación, la recolección de datos resulta vital para poder generar el contenido adecuado que pueda resolver las dudas planteadas al principio de cualquier estudio, y para conseguir esto, es necesario definir un plan adecuado que cumpla con los objetivos específicos de dicho estudio. Para este apartado se pretende enumerar y explicar los métodos utilizados para la recopilación de datos y a la vez proporcionar un contexto razonable que sustente tal selección.

3.7.1 Técnica

Tomando en cuenta que dentro de una población todos los elementos de ésta tienen la misma probabilidad de ser escogidos y que no se realizará un proceso mecánico o basado en la realización de un cálculo de muestra, en esta investigación se procederá a trabajar con una muestra no probabilística o dirigida.

El único cuidado que ha sido considerado para la correcta realización de esta investigación es que la muestra seleccionada corresponde a los criterios (variables) de esta investigación, apegándose al cumplimiento del objetivo general y objetivos específicos. Para mantener una posición imparcial sobre el muestreo de esta investigación se procederá a explicar las ventajas y desventajas de un muestreo dirigido.

Entre las ventajas se puede mencionar que un muestre dirigido fácilmente se ha de adaptar al diseño del estudio mientras que un aspecto negativo relevante es la incapacidad de determinar el error estándar o nivel de confianza.

3.7.2 Instrumentos

La definición de los instrumentos de medición es de vital importancia para la recolección de datos puesto que son los medios por los cuales se registran datos observables que representan verdaderamente los conceptos o variables que un investigador tiene en mente según (Sampieri, 2010).

Para esta investigación se han definido dos modalidades de cuestionarios, el cuestionario auto administrado el cual se procederá a trabajar de dos formas (por envío e individual). También se utilizarán cuestionarios realizados de manera personal, con un acercamiento “cara a cara” a individuos calificados que aporten valor al procedimiento de recolección de datos.

3.8 Fuentes de Información

3.8.1 Fuentes de Información Primaria

Las fuentes de información primarias correspondientes para esta investigación serán: Cuestionarios auto administrados (encuestas) que serán aplicados a personas naturales con una edad mayor a los 18 años y que cuenten con ingresos fijos dentro de Francisco Morazán, Tegucigalpa.

- Cuestionarios de manera personal (entrevistas) a individuos calificados que aportarán valor a la recolección de datos.

3.8.2 Fuentes de Información Secundaria

Como fuentes de información secundaria se han utilizado en esta investigación estudios realizados por otros investigadores ya que la viabilidad de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa resulta ser un tema muy específico y no representa un tema fundamental en los distintos estudios. Como complemento también se ha considerado la bibliografía de distintos expertos en temas económicos y financieros, además de artículos elaborados por prensa y notas de expertos además de todo el marco legal que interfiere en los procedimientos bursátiles en Honduras.

CAPITULO IV. RESULTADOS Y ANÁLISIS

En este capítulo se procede con la exposición detallada de los resultados más relevantes relacionados con los objetivos de la investigación, se menciona brevemente cuál fue la mecánica del proceso durante la recolección de datos y se explica cómo los resultados sustentan o no, la posible viabilidad de una casa de bolsa orientada al apoyo de la pequeña empresa en el mercado financiero de Honduras.

4.1 Resultado y Análisis de la Encuesta

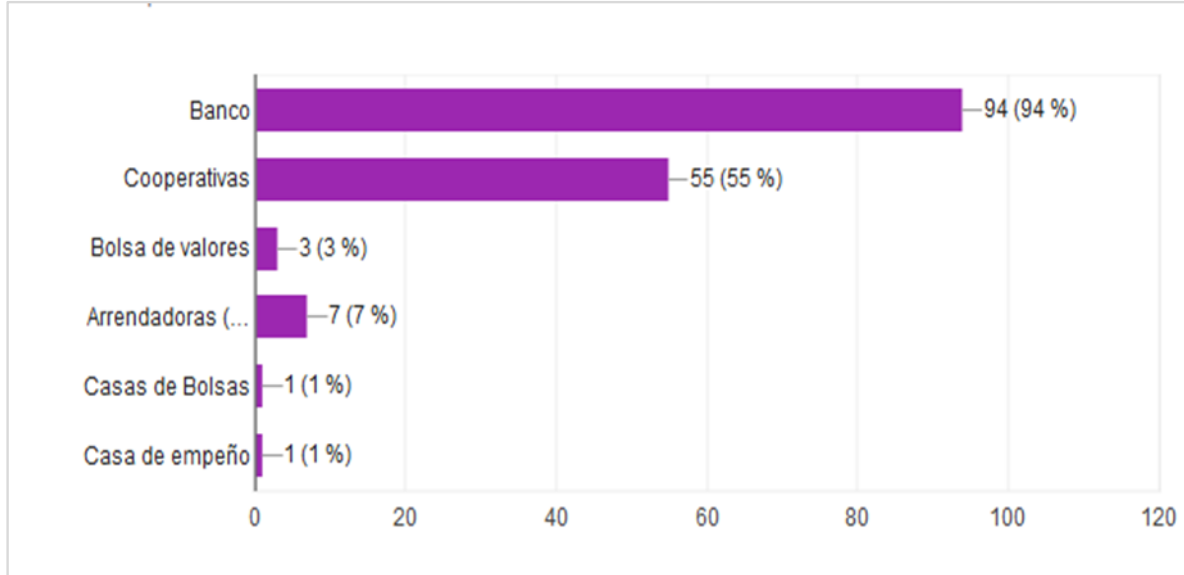
Uno de los dos instrumentos seleccionados en esta investigación fue la encuesta que fue orientada a obtener el criterio del inversionista, de aquella persona que cuenta con capital para poder arriesgar o no en el segmento de la pequeña empresa.

A continuación, se procede con el análisis obtenido de cada una de las consultas plasmadas en la encuesta:

Se llevó a cabo la encuesta aplicándose a 103 personas del Distrito Central, con un salario fijo. Siendo 65% del género masculino y 47.6% en un rango de edad de 30 a 40 años para ambos sexos. A fin de obtener el conocimiento necesario sobre los mercados de capital y la aceptación de una casa de bolsa como un medio de financiamiento no convencional obteniendo los resultados siguientes:

1. ¿Cuáles son las fuentes de su financiamiento más comunes?

Figura 6: Fuentes de Financiamiento



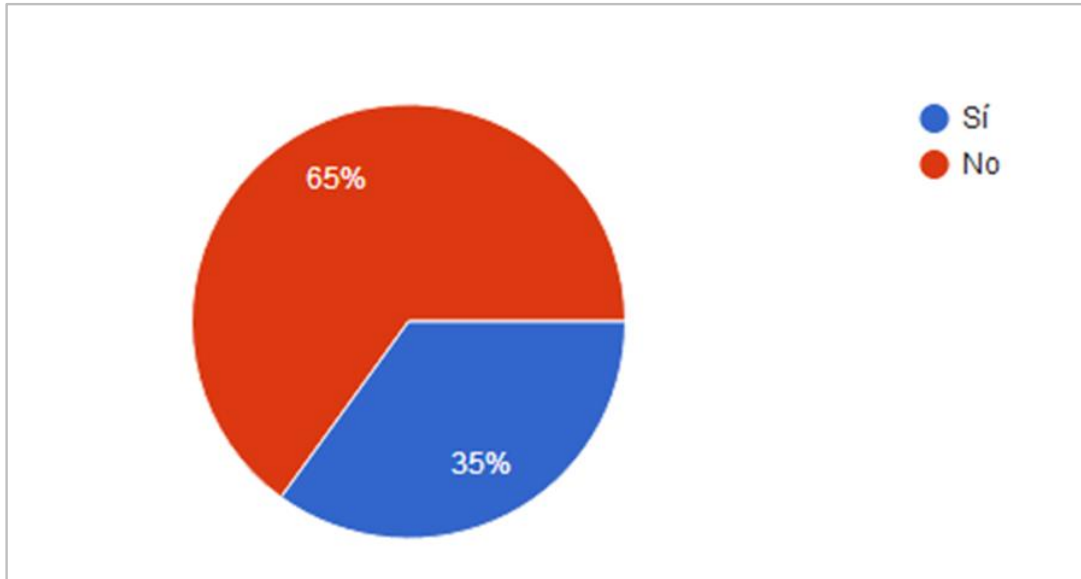
Fuente: Elaboración propia

Con relación a las fuentes de financiamiento, 94% de los encuestados respondió que su fuente más común para capitalizarse es por medio de los bancos. El objetivo de realizar esta consulta es poder definir cuál es el posicionamiento del financiamiento por medio de una casa de bolsa, el cual resultó ser bastante bajo, ya que sólo 1% de los encuestados ha recurrido a una casa de bolsa en busca de financiamiento.

Este resultado está directamente relacionado con el grado de conocimiento que la población económicamente activa posee sobre la bolsa de valores, de manera tal que poco conocimiento sobre la bolsa de valores equivale un bajo nivel de participación.

2. ¿Tiene conocimiento sobre el funcionamiento del mercado de capitales?

Figura 7: Funcionamiento mercado de capitales



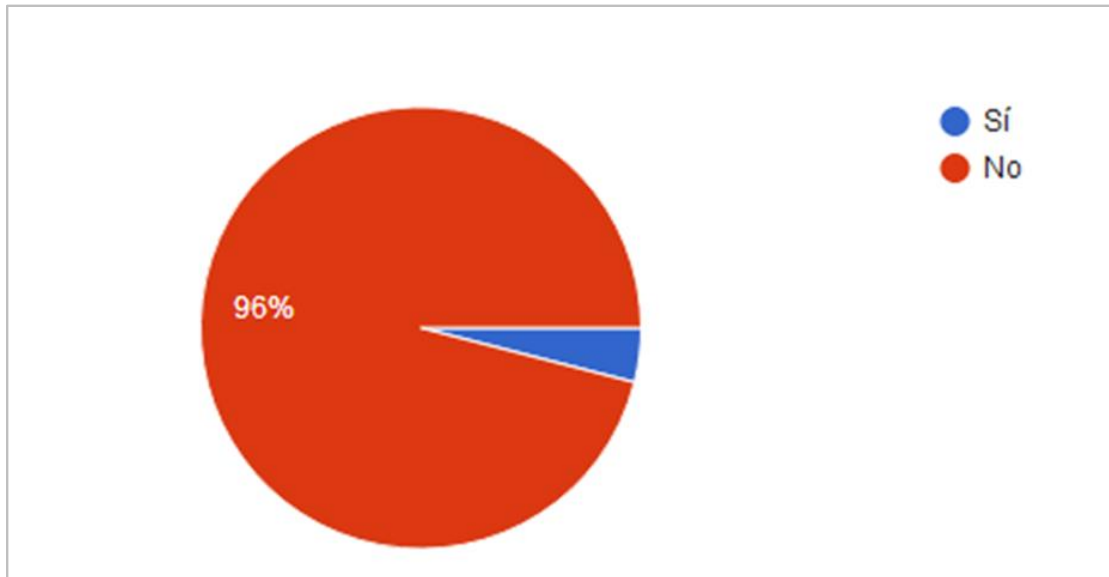
Fuente: Elaboración propia

Parte del éxito en reactivar la inversión en el mercado de capitales por medio de una casa de bolsa hondureña, radica en indagar sobre el grado de conocimientos que posee la población sobre el funcionamiento de dicho mercado más allá de una definición conceptual. Ahí la razón de ser de esta pregunta, pues los resultados indican que 35% de los encuestados admiten tener conocimiento sobre el funcionamiento en el mercado de capital, nada alentador pues será necesario un gran esfuerzo para lograr aumentar el grado de interés y éxito en una casa de bolsa como fuente de financiamiento.

Es importante recordar que al igual que todo proyecto de negocio, se tiene que gestar un concepto o idea agradable al consumidor final, esto con el fin de poder penetrar en la mente del cliente como una idea nueva y eficaz para financiamiento.

3. ¿Ha participado en la compra de instrumentos financieros por medio de una casa de bolsa?

Figura 8: Participación en Casas de Bolsa



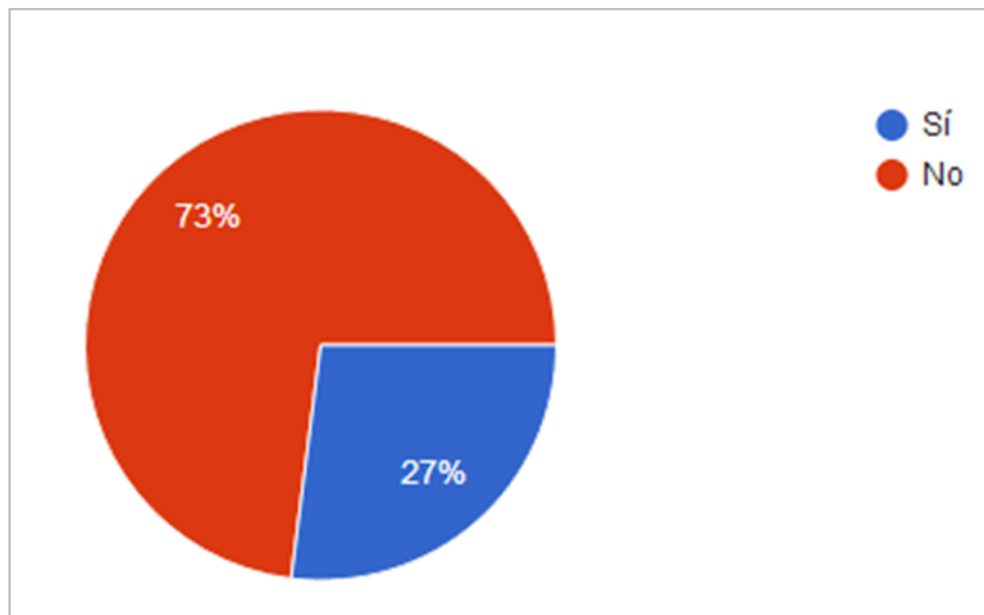
Fuente: Elaboración propia

Los resultados indican que la compra de instrumentos financieros por medio de una casa de bolsa es baja, lo cual resulta ser lógico ya que el conocimiento implica comprensión y utilización de las herramientas financieras. Solamente el 4% de los encuestados respondió haber obtenido financiamiento por medio de la compra en instrumentos financiero.

Esta pregunta resulta de gran interés para la investigación pues al igual que todo nuevo producto financiero, es necesario medir la posible participación del inversionista en la casa de bolsa. En este caso, los resultados corroboran lo establecido en la pregunta uno de la encuesta pues el nivel de utilización se encuentra por debajo del 4%, para contrarrestar esta situación se deberá desarrollar una estrategia que permita facilitar la comprensión y aumente la utilización de los instrumentos para que se permita el desarrollo sostenible de la casa de bolsa.

4. ¿Tiene conocimiento sobre la Bolsa de Valores Centroamericana?

Figura 9: Conocimiento BVC



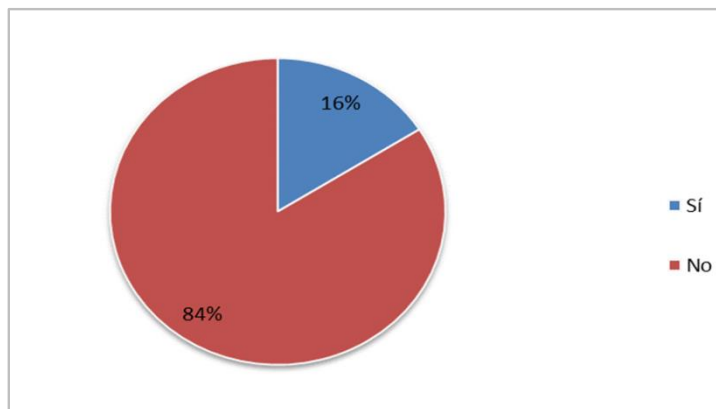
Fuente: Elaboración propia

La crisis de los años 90 que surgió en Honduras producto de la quiebra de bancos y la falta de regulación que existió en esa época, es una de las causas que tuvo por consecuencia que el conocimiento de la población sobre la BVC sea mínimo pues la encuesta refleja que apenas un 27% de la población sepa sobre esta institución.

De nuevo el conocimiento sobre la BVC es fundamental para poder despertar el interés en la población económicamente activa y a su vez iniciar la activación de la adquisición de instrumentos financieros como un medio de financiamiento.

5. ¿Tiene conocimiento sobre alguna casa de bolsa en el país?

Figura 10: Conocimiento de Casa de Bolsa en el país



Fuente: Elaboración propia

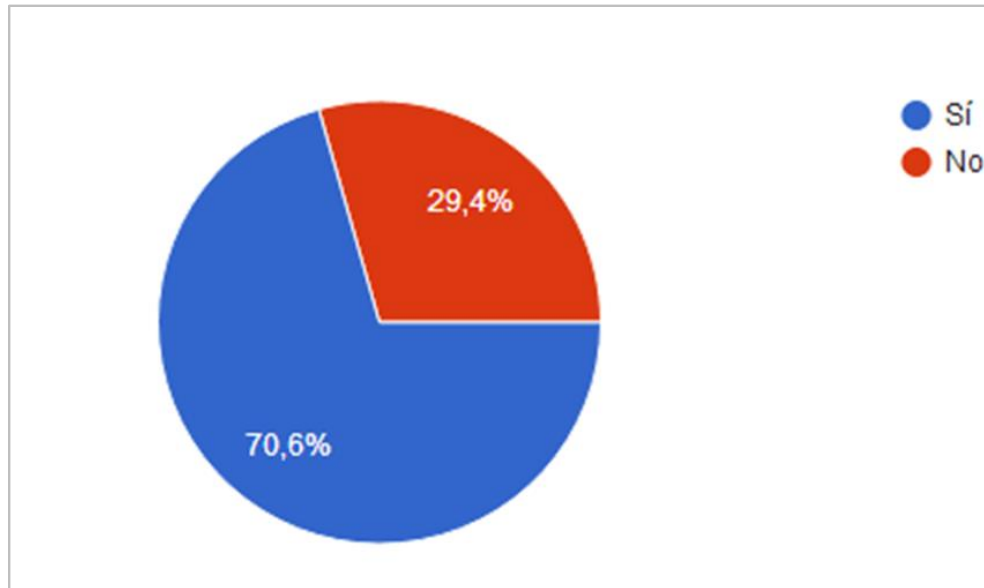
De total de encuestados, solamente 16% indica tener conocimientos sobre la existencia de alguna casa de bolsa en Honduras. Estos manifestaron que conocen de la existencia de las siguientes instituciones:

- Casa de bolsa de banco Ficohsa
- Casa de bolsa de banco Lafise
- Fomento Financiero S.A.
- Casa de Bolsa de Valores S.A. (CABVAL).

Con los resultados reflejados por esta pregunta, se puede concluir que la población posee un alto grado de ignorancia sobre las casas de bolsa, nuevamente un resultado lógico ya que se espera el desconocimiento de una casa de bolsa cuando a penas y se conoce la institución central (BVC). Por ende, la demanda de usuarios de este mercado es aún más reducida y se limita más el posible acceso a las casas de bolsa existentes en el país.

6. ¿Estaría interesado en adquirir financiamiento por medio de una casa de bolsa hondureña?

Figura 11: Financiamiento por medio de una Casa de Bolsa hondureña



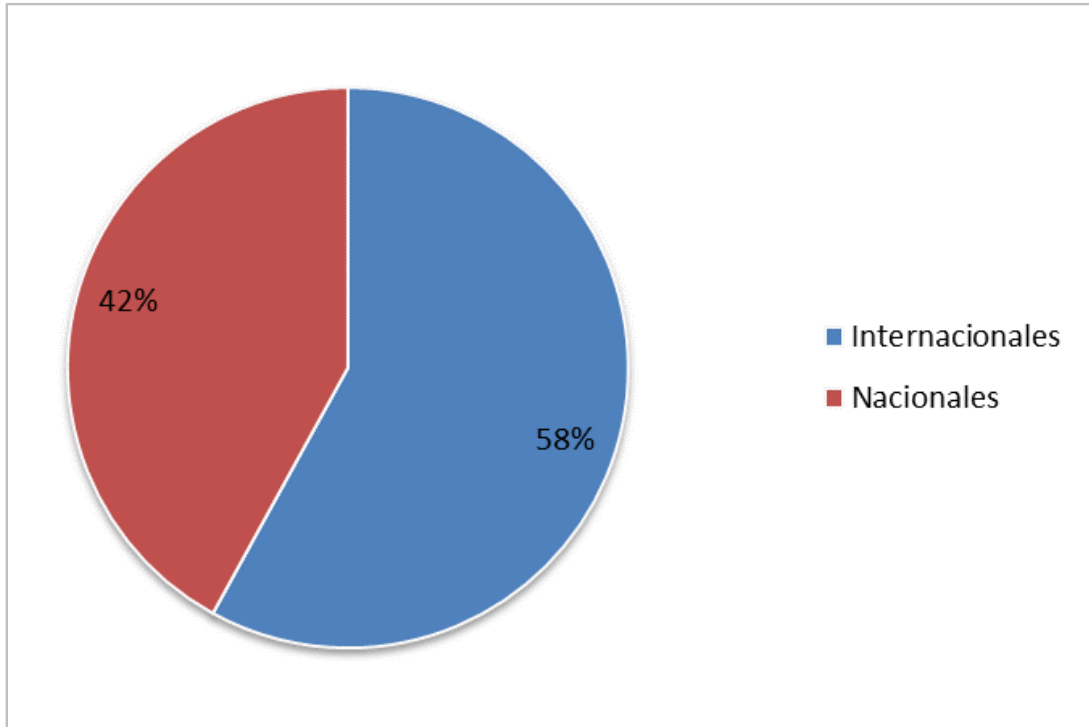
Fuente: Elaboración propia

A pesar de que el financiamiento más común dentro de la población encuestada sea a través de la banca, que el 65% de los encuestados ignore el funcionamiento por medio del mercado de capitales y que el 96% negó la utilización de una casa de bolsa como medio de compra para instrumentos financieros; 70.6% de la población encuestada resulta estar interesada en adquirir financiamiento por medio de una casa de bolsa hondureña.

Esto indica que las condiciones actuales de financiamiento tradicional no son de agrado para el usuario financiero y a la vez se establece una brecha que refleja una amplia aceptación a la oportunidad de innovar, cambiar o probar un método distinto que permita la capitalización de cualquier proyecto de negocio por la adquisición de productos financiero que se ofrecerán en la casa de bolsa hondureña.

7. ¿En qué tipo de empresas estaría más interesado en invertir?

Figura 12: Empresas para invertir



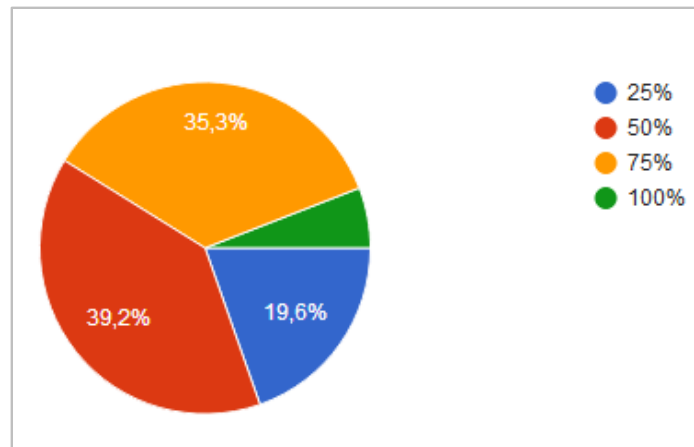
Fuente: Elaboración propia

Pese al supuesto de una mala percepción sobre las empresas hondureñas, los resultados reflejan un alto grado de interés, ya que 42% de las personas preferirían invertir en las empresas nacionales.

Esto permite concluir que la percepción de los mercados hondureños, en sus distintos sectores económicos es de considerable atractivo para la inversión, por lo cual sería de gran apoyo el fortalecimiento de los distintos sectores de preferencia por medio de los organismos y programas correspondientes a las competencias de las empresas hondureñas frente a las empresas de los mercados internacionales, para poder cerrar o incluso superar la brecha entre los distintos mercados, permitiendo que la empresa hondureña mejore su imagen.

8. ¿Qué grado de confiabilidad daría a la información financiera que se publique de las empresas nacionales?

Figura 13: Grado de confiabilidad en la publicación de información financiera



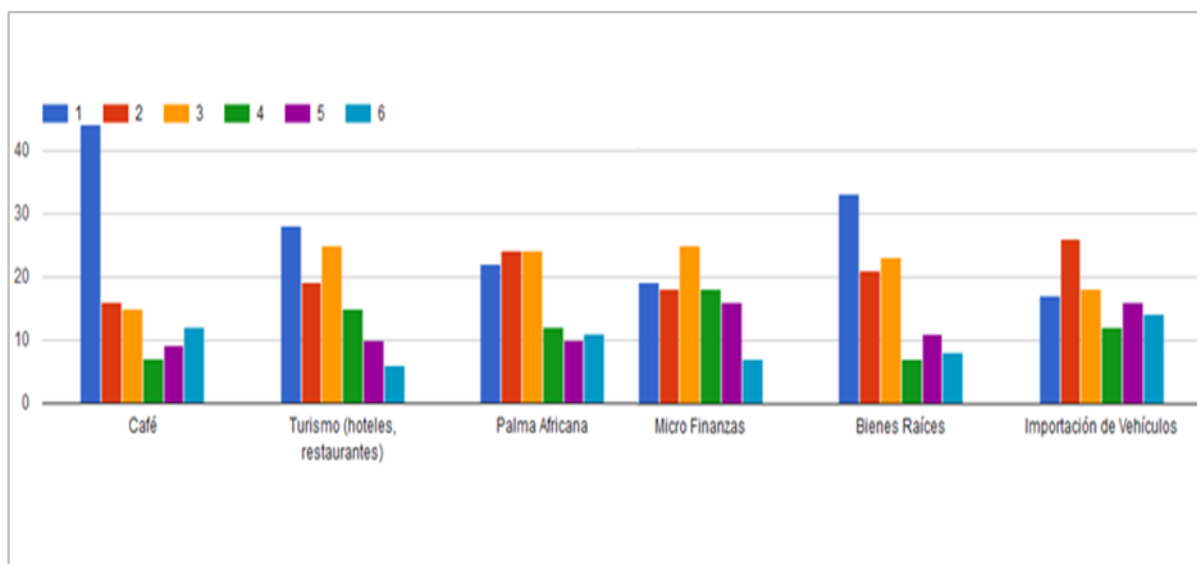
Fuente: Elaboración propia

Los grados de confiabilidad con mayor ponderación en la publicación de la información financiera manifestada por los encuestados fue de 39.2% para un 50% de confiabilidad (es decir un grado de confianza medio) y el 35.3% para el 75% de confiabilidad (grado de confianza alto), siendo solamente 5.9% de los encuestados que confiaría al 100% (grado de confianza total) en las publicaciones que la casa de bolsa realizaría sobre la situación financiera de las distintas empresas participantes.

El éxito de los mercados de capitales en las economías desarrolladas radica en parte sobre la veracidad, regulación y confiabilidad que se tiene en la publicación de sus estados financiero y todo el resto información necesaria y requerida por los entes reguladores para los potenciales inversionistas y los activos que forman parte del mercado. Esto indica que se deben adoptar buenas prácticas de regulación de otros países para evitar nuevamente una crisis como la que se enfrentó en los años 90 y reactivar el mercado de capitales en el país.

9. ¿Califique del uno al seis los siguientes posibles rubros de acuerdo con su estabilidad económica en el país, en los que estaría dispuesto a invertir siendo uno la calificación más alta y seis más baja?

Figura 14: Rubros de inversión



Fuente: Elaboración propia

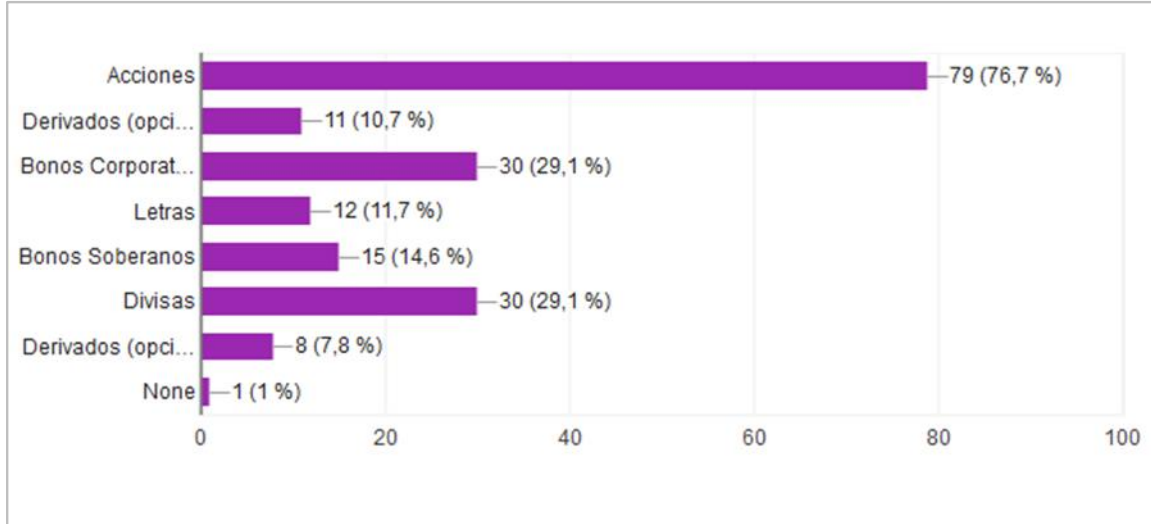
Debido a la estabilidad económica que se logra percibir actualmente en los rubros del café, turismo y bienes raíces, estos fueron los de mayor calificación, proporcionando mayor confianza para realizar una inversión, ya que debido a su fortaleza se esperaba obtener rendimientos más atractivos y seguros para los inversionistas.

En la economía hondureña existen diversos rubros que manifestaron ser de interés para el inversionista, como ser el sector tecnológico, ganadero y cosecha de cacao.

Esto muestra la diversidad en la participación de la pequeña empresa en los diferentes rubros de la economía que pueden capitalizarse a través de ofrecer productos financieros por medio de la casa de bolsa hondureña.

10. ¿En qué productos financieros le gustaría invertir en una casa de bolsa?

Figura 15: Productos financieros



Fuente: Elaboración propia

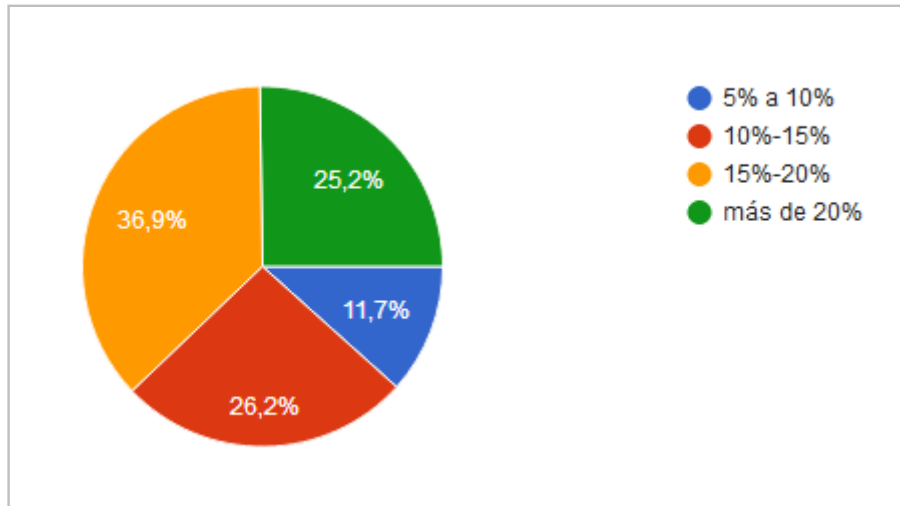
Dentro del mercado de capitales existen diversos productos financieros que la pequeña empresa puede ofrecer a sus inversionistas.

76.9% de los encuestados menciona que el producto de mayor interés para invertir serían las acciones de la pequeña empresa, esto debido al poco conocimiento de la población con respecto al funcionamiento de los mercados de capitales, ya que este producto es el más popularizado y de fácil entendimiento para el inversionista. El capital de muchas empresas está conformado por número de acciones y el porcentaje de participación de sus accionistas se define por el número de acciones que adquiera el inversionista.

Por otro lado, el 30% de los encuestados están interesados en invertir en bonos corporativos y divisas.

11. De acuerdo con las condiciones en el mercado, ¿cuál sería el rendimiento esperado por sus productos financieros?

Figura 16: Rendimiento esperado



Fuente: Elaboración propia

El 36.9% de los encuestados manifiestan esperar rendimientos aceptables de 15% a 20% por sus productos financieros, seguidamente de 26.2% espera obtener entre 10% a 15%.

Un 25.2% manifiesta estar interesado en obtener rendimientos esperados mayores a 20%, este segmento en particular se considera adversos al riesgo por lo que esperan obtener rendimientos mayores por altos niveles de riesgo que podría existir en sus inversiones.

4.2 Resultado y Análisis de la Entrevista

El segundo instrumento utilizado en esta investigación fue la entrevista, las preguntas que conforman dicho instrumento fueron redactadas con la finalidad de obtener la mayor información de aquellas personas que representan la opinión de las empresas pequeñas para poder definir una postura por parte de estos. Se muestra a continuación los resultados obtenidos por medio de las entrevistas realizadas a cinco gerentes o propietarios de empresas pequeñas a nivel nacional.

Las respuestas de los entrevistados indican que el sistema financiero tradicional, entiéndase banca comercial e instituciones cooperativas son la opción más común para un pequeño empresario al momento de obtener financiamiento para sus proyectos, seguido por el financiamiento a través de socios. Con respecto al costo del financiamiento que ofrecen las fuentes más comunes de los entrevistados, la mayoría (tres de los cinco entrevistados) comentaron no estar de acuerdo con las tasas de interés ya que resultan muy altas y esto afecta la etapa de desarrollo de cualquier proyecto; a diferencia del cuarto y quinto entrevistado, quienes indicaron estar de acuerdo con el costo del financiamiento ya que realizan una valoración del financiamiento con una perspectiva de largo plazo.

Los cinco empresarios coinciden en que el rendimiento obtenido por el desarrollo de sus proyectos logra cubrir los costos financieros a pesar de verse disminuido su margen de ganancia y gustaría contar con un conocimiento más amplio sobre los mercados de valores pues la mayoría de los empresarios no conocen otra fuente de financiamiento distinta a los métodos tradicionales. El nivel de entendimiento sobre los mercados de capital por parte de los entrevistados se podría considerar como un nivel bajo, pues manejan definiciones básicas.

El único método conocido que salió a relucir en las distintas entrevistas fue el Crowdfunding, el cual consiste en un tipo de financiamiento colectivo.

A pesar de que el entendimiento sobre el mercado de capitales entre los entrevistados resultó ser de nivel bajo, existe una percepción de alto riesgo y excesiva volatilidad. Los entrevistados coinciden en que el mercado de capitales en Honduras es un tema de poco interés para la población y que se percibe como “excesivamente riesgoso” para el inversionista.

Al momento de describir el funcionamiento de una bolsa de valores, los entrevistados coinciden con la siguiente definición: “compra y venta de acciones”, este es el denominador común pues se permitieron complementar la definición con extractos como; “un mercado sólo para especialistas en proyección” o “analista de tendencias” y “detonantes económicos”.

El concepto de instrumentos financieros de los entrevistados no fue el correcto pues cuatro de los cinco empresarios coincidieron al mencionar incorrectamente a las tarjetas de crédito o líneas de crédito como un instrumento financiero cuando esto es un producto financiero. Sólo uno de los cinco entrevistados enumeró correctamente las acciones y derivados como instrumentos financieros, pero sin la capacidad de describirlos a profundidad.

Según los resultados obtenidos de la entrevista, cuatro de los cinco entrevistados coincide en que sí están interesados en adquirir el financiamiento para sus empresas a través de la emisión de instrumentos financieros a pesar de que no hay un concepto bien definido al respecto, siendo solamente uno de los empresarios capaz de contar con el entendimiento suficiente para poder definir las acciones como el instrumento financiero adecuado para apalancar su empresa.

La forma de valoración de las distintas empresas representadas resultó ser por medio de una correcta medición de los estados financieros, índices de rentabilidad y competencias del

mercado. Tomando en cuenta el aspecto administrativo, financieros, riesgo, rendimientos, tres de los empresarios entrevistados consideran que su empresa es competitiva para participar en el mercado de capitales, los dos restantes creen que aún están en una etapa de maduración y aun no podrían participar.

Cuatro de los entrevistados mostraron estar interesado en adquirir financiamiento en una casa de bolsa nacional o internacional pues consideran que la disposición de efectivo tendría un menor costo a largo plazo, uno de los entrevistados no está interesado en adquirir financiamiento debido a su apetito de riesgo al ofrecer parte del capital de su empresa a personas ajenas posiblemente al negocio.

Los cuatro empresarios que coinciden en el financiamiento por medio de una casa de bolsa nacional o internacional también coincidieron en estar interesados por una casa de bolsa que realice una pre calificación de riesgo sobre su empresa.

Cuatro de los empresarios (los mismos interesados en participar en el financiamiento por medio de acciones) consideran que sus empresas no cuentan con la infraestructura que se requiere para la publicación de la información financiera de manera diaria.

4.3 Aplicabilidad

4.3.1 Proceso para la Constitución de una Casa de Bolsa

Como un valor agregado, producto de los resultados arrojados por las encuestas y entrevistas a la población seleccionada, en esta etapa de la investigación, se procede con el planteamiento de una propuesta formal para constitución de una casa de bolsa y una clasificadora de riesgo.

La institución será denominada como Casa de Bolsa Empresarial de Desarrollo Sociedad Anónima.

4.3.1.1 Ámbito Legal y Patrimonial

Dentro de los principales requisitos necesarios a cumplir para proceder con la constitución de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa, se debe de cumplir con los siguientes puntos para cumplir con los estatus establecidos en el marco legal hondureño.

- La institución deberá apegarse durante todo momento al marco legal relacionado con la compra y venta de acciones mismo que es mencionado a detalle en esta investigación, específicamente en el capítulo III.
- La casa de bolsa deberá constituirse como una sociedad anónima organizada y registrada en la respectiva bolsa conforme a ley.
- Incluir en la razón social la expresión “Casa de Bolsa” y tener como objetivo exclusivo el dedicarse a las operaciones de intermediación de valores y demás operaciones que autorice la ley del mercado de valores.
- Cumplir con un capital mínimo de un millón de lempiras, totalmente suscrito y pagado.
- Constituir y mantener las garantías de cumplimiento determinadas por la BVC, en función del volumen de actividad para poder responder por el cumplimiento y la ejecución de las órdenes de sus clientes.

- Deberá cumplir con las normas referentes a márgenes de endeudamiento y demás que se establezcan por la CNBS y la BVC.

4.3.1.2 Talento Humano

Además de los requisitos legales necesarios para proceder con la constitución de la casa de bolsa, la ley del mercado de valores requiere del cumplimiento de ciertos requisitos a cumplir por parte de los agentes corredores, administradores, gerentes, miembros del consejo y operadores de la casa de bolsa que deberán de ser acreditados frente a la CNBS.

Estos requisitos deberán de ser cumplidos por los puestos antes mencionados si es que laboraran dentro de la institución:

- Ser mayor de veinticinco años
- Ostentar el título universitario en: Economía, Ciencias Jurídicas y Sociales, Administración de Empresas, Contaduría Pública y cualquier otra profesión relacionada con las ciencias económicas, o tener experiencia profesional en materia bursátil
- Ser legalmente capaz
- No haber sido condenado por la comisión de un delito en relación con el sistema financiero.
- No haber sido declarado por el BCH o por la Comisión responsable de graves irregularidades en la administración de entidades sujetas a sus respectivas vigilancias.

- No encontrarse en las situaciones previstas en el artículo 9 del Código de Comercio.
- No ser deudor moroso del Estado.
- No formar parte de empresas dedicadas a la realización de auditorías en bolsas de valores o casas de bolsa o que les proporcionen otros servicios

4.3.1.3 Aspecto Operativos y Técnicos

La casa de bolsa con el fin de apegarse al reglamento del mercado de valores deberá guiar sus actividades financieras según los siguientes puntos:

- La institución al ejercer sus funciones deberá de hacer que prevalezcan los intereses de sus clientes sobre los suyos, quedando obligada a adjudicar a su cliente las compras esperadas a los precios más bajos si la orden fue de compra y las ventas realizadas a los precios más elevados si la orden fue de venta.
- La casa de bolsa estará obligada, de acuerdo con las normas de carácter general que aplique la Comisión, y sin perjuicio de sus otras atribuciones a:
 - Llevar los libros y registros que prescribe la Ley y los que determine la CNBS, de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados.
 - Proporcionar a la CNBS, a través de la bolsa respectiva, en forma periódica y en las fechas que la Comisión determine, información sobre las operaciones que realicen, sin perjuicio de la información complementaria que directamente requiera el ente regulador.

- Enviar a la CNBS los estados financieros internos, en la forma y con la periodicidad que ésta determine. Una vez aprobados por la CNBS, los estados financieros correspondientes al cierre del período fiscal deberán ser publicados por la casa de bolsa por lo menos en dos diarios de mayor circulación nacional.
- Los estados financieros correspondientes al cierre del período fiscal serán objeto de auditoría por auditores independientes debidamente autorizados por la CNBS.
- Informar a la CNBS por lo menos con un mes de anticipación; de la apertura o cierre de nuevas oficinas y sucursales.
- Dejar documentado que ha suministrado al inversionista, previo a la transacción o su renovación, información financiera, económica y jurídica, veraz y actualizada sobre el emisor, conforme los requerimientos que establezca la CNBS.
- Proporcionar los demás antecedentes que a juicio de la CNBS sean necesarios para mantener actualizada la información del Registro.
- Las transacciones de valores en que participe una casa de bolsa deberán registrarse en la respectiva bolsa y ajustarse a las normas y procedimientos, establecidos en la Ley o por la CNBS y a lo dispuesto en los estatutos y reglamentos internos de la bolsa de valores respectiva.

- Toda orden para efectuar una operación en bolsa se atenderá por instrucciones del cliente, en el entendido de que ésta queda sujeta a los reglamentos de la bolsa correspondiente, aprobados por la CNBS.
- La casa de bolsa que actúen en la compra o venta de valores quedan obligadas a pagar el precio de la compra o a hacer la entrega de los valores vendidos, sin que puedan oponer excepciones de falta de provisión de fondos o de entrega de los instrumentos ofrecidos.
- Tampoco podrán compensar las sumas recibidas para comprarlos, ni las sumas que se les entregare por los valores vendidos con las cantidades que pueda adeudarles el cliente comprador o vendedor.
- Las casas de bolsa tendrán la responsabilidad de cerciorarse de la autenticidad de las firmas de las personas que ordenen la realización de las operaciones de intermediación de valores y, en su caso, de la existencia de un poder suficiente para actuar en representación de una persona jurídica o natural.
- La casa de bolsa podrá ejecutar las operaciones establecidas en los numerales siguientes:
 - Comprar y vender por cuenta propia o de terceros en el mercado bursátil y en el extra bursátil; cuando se trate de valores emitidos por el Gobierno Central, Banco Central de Honduras u otros valores debidamente inscritos en el Registro Público de Valores o previa aprobación de la Comisión Nacional de Bancos y Seguros.

- Prestar asesoría en materia de valores y operaciones de bolsa, así como, brindar a sus clientes un sistema de información y de procedimiento de datos.
- Colocar en el mercado nacional o internacional, valores emitidos en el país con o sin garantía total o parcial de su colocación, dentro de los plazos y con sujeción a las condiciones pactadas.
- Colocar en el país valores emitidos en el extranjero, siempre que los mismos estén debidamente registrados y hayan sido autorizados por la bolsa respectiva, cumpliendo con lo preceptuado en el Artículo 8 de la ley de mercado de valores.
- Suscribir transitoriamente, ya sea en forma individual o mediante la asociación con otras casas de bolsa, parte o la totalidad de emisiones primarias de valores, así como, adquirir transitoriamente valores para su posterior colocación en el público.
- Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación.
- Actuar como representante común de los obligacionistas.
- Prestar servicios de administración de carteras individuales de valores.
- Brindar servicio de custodia de valores a sus clientes.
- Llevar el registro contable de valores de sus clientes.

- Otorgar créditos, con sus propios recursos, únicamente con el objeto de facilitar la adquisición de valores por sus clientes, estén dichos valores inscritos o no en bolsa, y con la garantía de los mismos. La CNBS fijará las normas prudenciales para la contratación de dichos créditos.
- Recibir créditos de empresas del sistema financiero, dentro de los límites que le fije la CNBS, para la realización de las actividades que les son propias.
- Realizar operaciones en el mercado internacional con instrumentos de deuda pública externa del país. Por cuenta propia o de sus clientes, de conformidad con las regulaciones cambiarias vigentes.
- Realizar operaciones de futuros, opciones y demás derivados, con arreglo a las disposiciones de carácter general que aplique la CNBS sin perjuicio de las regulaciones cambiarias vigentes.
- Efectuar todas las demás operaciones y servicios que sean compatibles con la actividad de intermediación en el mercado de valores y que previamente y de manera general autorice la CNBS de acuerdo con las disposiciones de la ley de mercado de valores.
- La casa de bolsa les está prohibido:
 - Destinar los fondos o los valores que reciban de sus clientes a operaciones o fines distintos a aquellos para los que les fueron confiados.

- Realizar negociaciones en bolsa con valores no autorizados por las bolsas de valores.
- Realizar actos o efectuar operaciones ficticias o que tengan por objeto manipular o fijar artificialmente precios o cotizaciones.
- Garantizar rendimientos a sus clientes.
- Divulgar directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada.
- Formular propuestas de compra o de venta de valores sin el respaldo de orden expresa.
- Tomar órdenes de compra o de venta de valores de persona distinta a su titular o a su representante debidamente autorizado.
- Gravar los valores que mantengan en custodia por cuenta de sus clientes sin contar con el consentimiento escrito de éstos.
- Asignarse utilidades en una transacción en la cual, habiendo sido su intermediario, lo que procediere fuese el cobro de su correspondiente comisión.
- Ser accionistas de otras casas de bolsa, calificadoras de riesgo y entidades de auditorías externa.
- Intervenir en operaciones no autorizadas.
- Transar en la bolsa de valores emitidos por empresas relacionadas por propiedad o gestión.

- Asimismo, está prohibido a los empleados, funcionarios o socios de las casas de bolsa lo establecido en los incisos anteriores.

4.3.1.4 Sobre la Contratación Bursátil

- Por medio del contrato de intermediación bursátil el cliente conferirá un mandato general a una casa de bolsa para que pueda hacer operaciones de compra y venta de valores en su propio nombre, salvo que por la naturaleza de la operación ésta deba efectuarse a nombre del cliente.
- Las operaciones que las casas de bolsa celebren con sus clientes y por cuenta de éstos se registrarán por las disposiciones contenidas en los contratos de intermediación bursátil que para el efecto se suscriban.
- Para el otorgamiento del mandato no será necesario que conste en escritura pública.
- La falta de contrato escrito producirá la inexistencia del mismo, salvo en los casos en que, de conformidad con la Ley, el contrato se pueda celebrar verbalmente.
- Los contratos de intermediación bursátil que quieran ser reformados por cualquiera de las partes serán consultados con la otra, para lo cual se le remitirá el texto proyectado con la firma de la parte interesada o de su representante legal. La reforma podrá ser objetada dentro de los veinte días hábiles siguientes a la fecha de su recepción; si nada se dice dentro de dicho plazo, se tendrá por aceptada.

- Si antes del vencimiento del plazo señalado el cliente manifestare acuerdo en que se celebre cualquier acto o instrucción según los términos de la modificación propuesta por la casa de bolsa, ésta se tendrá por aceptada.

4.3.1.5 Sobre la Emisión de Valores

- La emisión de valores consistente en obligaciones podrá ser de largo plazo o de corto plazo, en el último caso, se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que las obligaciones son de largo plazo cuando éste sea superior a un año contado hasta su vencimiento.
- La emisión de obligaciones de largo plazo se inscribirá en el Registro, lo que se hará presentando la correspondiente acta o contrato de emisión entre la sociedad emisora y el representante de los futuros tenedores de obligaciones u obligacionistas. También deberá proporcionarse un prospecto de emisión.
- La CNBS determinará la información requerida para la inscripción de la emisión de obligaciones, mediante normas de carácter general, estableciendo las menciones que deberá contener el acta o contrato de emisión, el contenido del prospecto y los demás antecedentes; podrá requerir que las obligaciones a emitir dispongan de al menos de una clasificación de riesgo actualizada, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el registro.
- Toda emisión estará amparada por garantía general y, además, podrá contar con garantía específica.
- Por garantía general se entiende la totalidad del patrimonio o bienes del emisor

- que no están afectados por una garantía específica.
- Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal; entre las formas de la primera están la prenda y la hipoteca; y de la segunda, la fianza.
- Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.
- La emisora, como parte del acta o contrato de emisión, deberá celebrar con un banco, entidad financiera o casa de bolsa, un convenio de presentación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total.
- Dichos representantes no podrán ser personas relacionadas con la compañía emisora y quedarán sujetos a la aprobación y supervisión de la Comisión.
- Las sociedades anónimas podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente que la sociedad pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o que las convierta en acciones.
- La conversión puede efectuarse en plazos o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

- El número de acciones que se otorguen por cada obligación de una misma clase, denominado factor de conversión deberá ser especificado al momento de la emisión y únicamente podrá ser modificado por aceptación unánime de los obligacionistas de la clase afectada.
- El obligacionista que ejerza la opción de conversión será considerado accionista desde que comunique por escrito su decisión a la sociedad. la sociedad deberá de inmediato disminuir su respectivo pasivo y aumentar su capital suscrito y pagado, asegurando el registro del obligacionista en el libro de acciones y accionistas, dentro de los treinta días siguientes.
- Al cierre del período de conversión o trimestralmente, cuando ésta se hubiere previsto en cualquier tiempo, el representante legal de la emisora comunicará a la CNBS los montos convertidos.
- Siempre que así lo acuerde la Asamblea de Accionistas con el quórum y la mayoría necesarios para modificar el estatuto, las sociedades anónimas cuyas acciones representativas del capital social se negocien en rueda de bolsa podrán temporalmente:
 - Mantener en cartera acciones no suscritas de propia emisión hasta por un plazo de tres meses. El importe representado por dichas acciones no podrá llevarse al capital hasta que las acciones sean suscritas y pagadas por terceros.
 - Adquirir y mantener en cartera acciones de propia emisión hasta por un plazo de tres meses, con cargo a las utilidades y reservas de libre

disposición, siempre que el importe de estas acciones se refleje en una reserva hasta que sean amortizadas o enajenadas. Mientras se mantengan en poder de la sociedad, quedan en suspenso los derechos de estas acciones, las que no se computan para establecer el quórum y las mayorías que señalan la Ley y el Estatuto.

- Dicho acuerdo deberá ser informado como hecho de importancia.
- El total de las acciones de propia emisión mantenidas en cartera no podrá exceder del diez por ciento (10%) del capital social.

4.3.2 Sobre la Constitución como una Clasificadora de Riesgo

La institución será denominada como Clasificadora de Riesgo Empresarial de Desarrollo Sociedad Anónima.

Dentro de los principales requisitos necesarios a cumplir para proceder con la constitución de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa, se debe de cumplir con los siguientes puntos para cumplir con los estatus establecidos en el marco legal hondureño.

4.3.2.1 Ámbito Legal y Patrimonial

- Las Clasificadoras podrán constituirse bajo cualquiera de las formas permitidas por el Código de Comercio.
- Corresponde a la Comisión otorgar la autorización de organización y funcionamiento de las Clasificadoras constituidas en el país o en el extranjero, para operar en el país.

- Las Clasificadoras se inscribirán en el Registro y estarán sujetas al control y supervisión de la Comisión.
- Las Clasificadoras deberán contar con un capital mínimo de quinientos mil lempiras (L.500,000.00), que deberá estar totalmente pagado al momento de iniciar sus operaciones.
- No podrán ser socios o accionistas, directa o indirectamente, así como directores, gerentes y miembros titulares o suplentes del Comité de Clasificación de Riesgos o funcionarios de una clasificadora a cargo de un proyecto de clasificación:
 - Los que tengan impedimento para ser directores y gerentes de conformidad con la Ley.
 - Los declarados en quiebra, mientras no sean rehabilitados, así como, los directores, gerentes o representantes legales de personas jurídicas declarados en quiebra, cuando la quiebra hubiere sido calificada como fraudulenta.
 - Los insolventes, mientras dure esta situación
 - Los que tengan categoría de director o una más alta en el sector público.
 - Los funcionarios de cualquier nivel de la administración pública o de otras entidades del Estado que tengan por finalidad normar, fiscalizar o controlar a los emisores,

- Los comisionados, funcionarios y empleados de la Comisión.
- Los directores, funcionarios y empleados del Banco Central de Honduras.
- Las bolsas, sus gerentes y funcionarios, así, como los miembros del Consejo de Administración.
- Los Depósitos Centralizados de Custodia, Compensación y Liquidación de Valores, los miembros de su Consejo de Administración, accionistas y funcionarios.
- Las casas de bolsa, sus accionistas, miembros del Consejo de Administración y funcionarios.
- Los sancionados por la Comisión por falta grave o muy grave.
- También están impedidos de ser accionistas o socios de una clasificadora, las instituciones supervisadas por la Comisión, así como, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión o Fondos Mutuos, administradoras de fondos de pensiones; así mismo, están impedidos los directores y gerentes de tales empresas y sus accionistas.
- Los directores y gerentes de una clasificadora, así como, los miembros de su Comité de Clasificación y sus funcionarios que conduzcan los trabajos de clasificación de riesgo están sujetos a las obligaciones de la presente Ley y deben cumplir con los requisitos que ella establece, así como, con los que de modo general fije la Comisión.

4.3.2.2 Talento Humano

- Las Clasificadoras deben contar con un plantel de profesionales de alto nivel y adecuada experiencia. La nómina de dicho personal y las variaciones que en ella ocurran deben ser puestas en conocimiento de la CNBS.
- En toda clasificadora debe haber un Comité de Clasificación integrado por no menos de tres miembros y sus respectivos suplentes, al que compete clasificar los valores por nivel de riesgo.

4.3.2.3 Aspecto Operativos y Técnicos

- Los honorarios que corresponde percibir a las Clasificadoras se estipulan libremente por los contratantes, sin que pueda invocarse tarifas o aranceles determinados por asociaciones o entidades gremiales de demandantes u ofertantes.
- La celebración de acuerdos entre las Clasificadoras con el objeto de fijar pagos uniformes u otras prácticas restrictivas de la competencia no están permitidas.
- La clasificación de un valor se efectúa en función de:
 - La solvencia del emisor
 - La variabilidad de los resultados económicos del emisor
 - La probabilidad de que las obligaciones que el emisor ha puesto en circulación resulten impagables.

- Las características del valor.
- La liquidez del valor.
- La información disponible a los fines de la clasificación.
- Los demás criterios conforme a principios y normas internacionales y demás que conforme al interés nacional determine la Comisión.
- Las categorías de riesgo a utilizarse, así como, sus características y simbología serán propuestas por la clasificadora conforme a principios y normas internacionales y deberán ser aprobadas por la CNBS.
- Las metodologías que elaboren las Clasificadoras no requerirán autorización administrativa previa, debiendo estar a disposición del público en el Registro.
- La clasificación debe constar en acta, la cual debe ser firmada por las personas que realicen el proceso de clasificación, del riesgo, éstas junto con las que participen mediante dictámenes profesionales en dicho proceso, responderán solidariamente con la empresa clasificadora por los daños comprobados que se deriven de su actuación, sin perjuicio de la responsabilidad penal a que hubiere lugar. La persona que estimare que el acta adolece de inexactitud u omisiones, tiene el derecho de incluir, antes de firmar, las salvedades correspondientes.
- Las Clasificadoras contratadas mantendrán actualizado durante la vigencia del contrato, sus análisis de las actividades y de la situación financiera del emisor,

valiéndose para ello de la información indispensable, pública o reservada, guardando en su caso la confidencialidad que corresponde.

- La clasificadora que hubiere sido contratada por el emisor o hubiere sido designada por la Comisión, podrá requerir al emisor la información que no estando a disposición del público sea estrictamente necesaria para realizar un correcto análisis.
- Las clasificadoras tienen prohibido divulgar información que el emisor fundadamente considere que no está obligado a revelar al público. La CNBS, a solicitud de la Clasificadora o del emisor, decidirá si es suficiente la información proporcionada por este último.

4.3.2.4 Prohibiciones de una Clasificadora de Riesgo

- Queda prohibido a las Clasificadoras, clasificar valores de oferta pública en tanto mantengan como socios o accionistas, gerentes, miembros titulares o suplentes del Comité de Clasificación o funcionarios a cargo de proyectos de clasificación, a personas impedidas de ejercer tales actividades.
- A partir del tercer año de funcionamiento los ingresos de la clasificadora obtenidos por el servicio de clasificación, sea obligatoria o facultativa, provenientes de un mismo emisor o grupo económico no podrán exceder del 30% de los ingresos totales en un año por concepto de clasificación. Dicho porcentaje podrá ser modificado por la CNBS.
- Los valores representativos de deuda que emitan las sociedades mercantiles por oferta pública en serie y con plazos superiores a un año, deben ser

objeto de clasificación permanente por parte de una Sociedad Clasificadora de Riesgo; En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa.

- Las empresas que hayan clasificado voluntariamente valores o instrumentos objeto de oferta pública sólo podrán suspender dichos procesos una vez transcurridos seis meses, contados desde que el emisor haya comunicado tal intención a la Comisión y al público en general por medio de un aviso publicado al menos en dos diarios de mayor circulación y en el medio de información de las bolsas o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, cuando corresponda.
- La clasificación de acciones será voluntaria y se hará de acuerdo con los procedimientos que proponga el clasificador debidamente aprobados por la Comisión, por lo que se podrá efectuar oferta pública de acciones sin contar con la respectiva clasificación de riesgo. Sin embargo, la CNBS podrá ordenar la clasificación de acciones por causas fundamentada.
- Asimismo, las partes de Fondos de Inversión y Fondos Mutuos se clasificarán en partes de primera clase, de segunda clase o sin información suficiente, en atención al tipo de fondo y a la clasificación de riesgo de sus inversiones.
- Una Clasificadora no puede asumir la clasificación de los valores de un determinado emisor cuando esté relacionada con él o tenga interés en éste, de acuerdo con lo establecido en el presente Capítulo. Se considera que una clasificadora está relacionada o tiene interés en un emisor cuando uno o más de

sus accionistas o socios se encuentre comprendido en lo establecido en los Artículos 188 y 189 de la ley de mercado de valores.

- Los miembros del Comité de Clasificación y los gerentes y funcionarios responsables de la conducción de los estudios de clasificación, que tengan interés o se encuentren relacionados con el emisor, deben abstenerse de participar en el correspondiente proceso de clasificación.

- Están relacionados con un emisor:
 - Los que forman parte del mismo grupo económico al que pertenece el emisor.

 - Los directores o gerentes del emisor, así como, sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o primero de afinidad.

 - Quienes, directa o indirectamente, posean participación en el capital del emisor; y,

 - Otros que se determinen mediante acuerdo ejecutivo a propuesta de la Comisión.

- Existe interés en un emisor cuando:
 - Se es trabajador de él, se le presta servicios o se depende de él;

 - Se posee, directa o indirectamente, valores emitidos por él o su grupo económico u opciones de compra o de venta de tales valores o se les ha recibido en garantía.

- Se posee, directa o indirectamente, valores emitidos, se hayan recibido valores en garantía o se tenga participación en el capital del emisor o en su grupo económico.
- Se ha tenido con él, directa o indirectamente, dentro del último año una relación profesional o negocios de importancia distintos a los de clasificación de sus valores, sea con él o con empresa que constituyan con él un solo grupo económico.
- Se es pariente de los accionistas, directores, gerentes o empleados de él, hasta el segundo grado de consanguinidad o primero de afinidad.
- La CNBS puede designar uno o más delegados para que asistan a las sesiones del Comité de Clasificación, sin más función que la de verificar el cumplimiento de la Ley durante el proceso de clasificación.

4.3.3 Costo total de Constitución

Tabla 6: Costos de Constitución-Casa de Bolsa

Costo de Constitución	
Detalle	Costo
Registro Mercantil casa de bolsa / clasificadora	L4,000.00
Publicación en un periódico de mayor circulación	L3,000.00
Escritura de Constitución	L15,000.00
Capital Requerido como casa de bolsa	L1,000,000.00
Capital Requerido como calificadora de riesgo	L500,000.00
Total	L1,522,000.00

Fuente: Elaboración propia

4.3.4 Propuesta para Aplicación de la Metodología CAMEL

Producto de la desregularización, la desintermediación, la innovación que impera en el sector financiero, el desarrollo en nuevas tecnologías y la inevitable globalización surge la obligación de las instituciones financieras para tomar nuevos desafíos, producto de esto surge una mayor competitividad, disminución de los márgenes de intermediación o ganancias lo que obliga a las instituciones a tomar nuevos riesgos que pueden afectar a las instituciones, llevándolas a la quiebra que pueden afectar a la economía. Con el fin de contrarrestar esta problemática los entes reguladores han desarrollado distintas metodologías que ayuden realizar análisis de situación financiera en el sector bancario, definiendo parámetros a los indicadores planteados.

El método CAMEL fue desarrollado en el contexto de Basilea II con el fin de realizar un análisis gerencial y financiero de las instituciones bancarias, realizando ponderaciones y niveles aceptables a los indicadores definidos emitiendo una calificación para la institución. Este método debido a la calificación que muestra es conveniente utilizarlo para la competitividad de la pequeña empresa en participar en financiamiento por medio de una casa de bolsa hondureña.

La principal problemática para la pequeña empresa es mostrarse competitiva y financieramente estable ante los potenciales inversionistas, por lo cual se propone un análisis exhaustivo de la situación financiera, operativas, recursos humanos entre otros. Dicho análisis será realizado por medio de una matriz basada en el método de CAMEL, donde se definirán los niveles aceptables a cada indicador y se emitirá una calificación de riesgo para la pequeña empresa.

4.3.4.1 Método CAMEL para la pequeña empresa

El método CAMEL para la pequeña empresa mide y analiza cuatro módulos fundamentales de la empresa que son la Suficiencia de Capital, Gerencia, Liquidez y Rentabilidad. Cada módulo es calificado con 25% para una totalidad del 100%. En cada módulo son evaluados por indicadores con ponderaciones independientes que debe de cumplir con los resultados óptimos los cuales se describen a continuación:

1. Suficiencia de Capital: como resultado del análisis en la solvencia financiera de la empresa a fin de medir la protección de la empresa en asumir riesgos para hacer frente a potenciales pérdidas a ser absorbidas por medio de capital y reservas. En este módulo se evalúa con los índices de apalancamiento, capacidad de la empresa en obtener liquidez y reservas, para los cuales se darán una ponderación del 25% con las ponderaciones y resultado óptimo siguiente:

Tabla 7: Suficiencia de Capital

INDICADORES	RESULTADO OPTIMO	PONDERACION POR INDICE	PONDERACION DE MODULO
APALANCAMIENTO	10 VECES	40%	25%
SOLVENCIA	>= 10%	30%	
SUFICIENCIA DE RESERVAS	30%	30%	

Fuente: Elaboración propia

Apalancamiento Financiero: este indicador mide el apalancamiento financiero de la empresa, es decir la cantidad de activos que son financiados por fondos no propios de la empresa, sin aumento de capital. A mayor apalancamiento por medio de deuda puede haber mayor rentabilidad, sin embargo, aumenta el riesgo potencial de insolvencia, por el incumplimiento de los servicios de la deuda. Este se mide $totaldeuda / capital$, se considerará estable hasta 10 veces.

Índice de Solvencia: es la capacidad de una empresa para cumplir sus obligaciones, dejando a un lado el plazo. En el cálculo y análisis de este índice, se deben de incluir todos los compromisos y recursos de largo y corto plazo de la empresa, este cálculo se efectúa realizando la sumatoria de *totalcapital/totaldeactivos*.

Suficiencia de Reservas: este indicador mide la cantidad de reservas que será creadas a fin de dar cumplimiento a las inversiones y sus accionistas. Este se mide *totaldeuda/capitalyreservas*, el mínimo es mayor igual al 30% de cobertura.

2.Gerencia: en este factor determina la capacidad de las empresas en gerenciar para señalar, medir, vigilar y controlar los riesgos inherentes en las operaciones de sus actividades diarias. Este indicador se mide cualitativamente en los aspectos de administración, recursos humanos, procesos, sistema de tecnología informática, planificación estratégica y presupuesto. En este módulo se evalúa con los indicadores de Eficiencia Sobre activos Productivos y Margen de Ganancia, para los cuales se darán una ponderación del 25% con las ponderaciones y resultado óptimo siguiente:

Tabla 8: Apalancamiento Financiero

INDICADORES	RESULTADO OPTIMO	PONDERACION POR INDICE	PONDERACION DE MODULO
Eficiencia Sobre activos Productivos	<20%	40%	25%
Margen de Ganancia	>120%	60%	

Fuente: Elaboración propia

Eficiencia Sobre Activos Productivos: La administración eficiente de los recursos de una empresa está en el manejo eficiente de los recursos disponibles. Este indicador se mide el

costo para administrar de forma efectiva respecto cada unidad monetaria respecto a los activos promedio, $(Gastos\ de\ personal + Gastos\ operativos) / activos\ productivo\ promedio$. Esta eficiencia se vera reflejada por resultados menor al 20%, donde los gastos operativos de la empresa no representan relevancia frente a los ingresos que se generan de los activos productivos.

Margen de Ganancia: para las empresas es importante saber cuándo es la ganancia que obtiene por la operatividad del negocio y cuáles son los parámetros aceptables para determinar una ganancia. Este indicador mide la cobertura de los ingresos financieros respecto de los gastos financieros con relación al activo productivo, este es calculado por $(Ingresos\ Financieros - Costos\ financieros) / Activos\ Productivo\ Promedio$. Los márgenes de ganancias se consideran aceptables cuando estos superan el 120% del promedio del sistema nacional.

3.Liquidez: es la capacidad que tiene la empresa en cubrir sus necesidades de efectivo, actuales y futuras para el funcionamiento normal. La liquidez involucra los riesgos financieros y operativos a los que están expuestas las empresas y un manejo inadecuado o niveles bajos de efectivo pueden llevar a la quiebra a cualquier empresa. En este módulo se evalúa con los indicadores de Liquidez Inmediata y Prueba Acida, para los cuales se darán una ponderación del 25% con las ponderaciones y resultado óptimo siguiente.

Tabla 9: Liquidez

INDICADORES	RESULTADO OPTIMO	PONDERACION POR INDICE	PONDERACION DE MODULO
Liquidez Inmediata	>1	40%	25%
Prueba Acida	>1	60%	

Fuente: Elaboración propia

Liquidez inmediata: las empresas ante una incontinencia deben de mantener por medio de una política de liquidez los niveles aceptables, este será medido por $\text{ActivoCorriente} / \text{PasivoCorriente}$. Se considera una empresa líquida cuando el resultado es mayor que uno, es decir que por cada unidad monetaria que se consigue por medio de financiamiento externo se tiene una cantidad mayor en activos luego de realizar frente a las deudas.

Prueba Acida: este indicador mide cuantas unidades monetarias se obtiene de los pasivos corrientes por cada unidad monetaria de los activos corrientes. Este se mide $(\text{ActivoCorriente} - \text{Inventario}) / \text{pasivoscorrientes}$. Restando los activos se obtiene un resultado más ácido, es decir en caso de hacer frente a sus deudas la empresa cuenta con activos suficientes sin tomar en cuenta la venta en inventarios.

4. Rentabilidad: es un indicador que sirve para medir la capacidad que tienen las empresas en obtener beneficios, principalmente a través de los fondos propios que posea o del total de sus activos. En este módulo se evalúa con los indicadores de Liquidez Inmediata y Prueba Acida, para los cuales se darán una ponderación del 25% con las ponderaciones y resultado óptimo siguiente.

Tabla 10: Rentabilidad

INDICADORES	RESULTADO OPTIMO	PONDERACION POR INDICE	PONDERACION DE MODULO
Rentabilidad sobre los Activos Productivos (ROA)	\geq Tasa Prom CD	50%	25%
Rentabilidad Patrimonial (ROE)	$>$ IPC + 3%	50%	

Fuente: Elaboración propia

Rentabilidad sobre los Activos Productivos (ROA): en este indicador se mide la rentabilidad que se produce por medio de los activos es decir la rentabilidad proveniente de las operaciones del negocio. Con este indicador se busca reflejar cual la capacidad del balance de la empresa en generar los resultados operacionales. Este se mide realizando el siguiente cálculo *ResultadosdelEjercicio/ActivoNetoPromedio*. El resultado óptimo será una tasa igual o mayor a la tasa pasiva promedio pagada por el Sistema Bancario Nacional por un depósito a plazo.

Rentabilidad Patrimonial (ROE): este indicador se mide el nivel de rendimiento que tienen los accionistas por el patrimonio. Con este indicador se busca medir la capacidad que tiene la empresa en generar beneficios a sus accionistas. El óptimo es mayor al Índice de Precios al Consumidor (IPC, inflación anual de costo de vida decretada por el BCH), más tres puntos porcentuales.

4.3.4.2 Calificación CAMEL

Luego de definir los módulos y resultados óptimos que se obtendrán por cada indicen, la empresa es calificada con un porcentaje de sobre la situación financiera de 25% bajo, 50% medio, 75% medio alto y 100% satisfactorio. A continuación, se muestran la calificación que se emitiría a una empresa “X”

4.3.4.3 Matriz de Calificación CAMEL

Tabla 11: Ejemplo análisis Camel

Empresa “X”

INDICADOR	RESULTADO OPTIMO	PONDERACION POR INDICE	INDICADOR EMPRESA X	PROCENTAJE EMPRESA X	RESULTADO MODULO
APALANCAMIENTO	10 VECES	40%	8 VECES	32%	23%
SOLVENCIA	>= 10%	30%	11%	30%	
SUFICIENCIA DE RESERVAS	30%	30%	45%	30%	
EFICIENCIA SOBRE ACTIVOS PRODUCTIVOS	<20%	40%	15%	40%	24%
MARGEN DE GANANCIA	>120%	60%	110%	55%	
LIQUIDEZ INMEDIATA	>1	40%	1.8	40%	25%
PRUEBA ACIDA	>1	60%	1.2	60%	
RENTABILIDAD SOBRE LOS ACTIVOS PRODUCTIVOS (ROA)	8.05%	50%	9%	50%	25%
RENTABILIDAD PATRIMONIAL (ROE)	7%	50%	8.75%	50%	
CALIFICACIÓN					97%

Fuente: Elaboración propia

La calificación para esta empresa es del 97%, por lo que se puede observar una empresa estable. Los incumplimientos a los módulos están en apalancamiento y márgenes de ganancia por lo que debido a una menor participación del capital en riesgos de los accionistas puede estar afectando en los márgenes de ganancias, ya que los costos del financiamiento pueden estar elevados lo que disminuyen las ganancias esperadas.

CAPITULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Se presenta a continuación la culminación de esta investigación, exponiendo de manera secuencial el cumplimiento de los objetivos específicos producto de la información recopilada y analizada, incluyendo en las conclusiones los hallazgos más relevantes identificados en relación con el análisis de una casa de bolsa orientada al apalancamiento de la pequeña empresa. Así mismo se enumeran una serie de recomendaciones que contribuyen a facilitar el crecimiento de una casa de bolsa.

5.1 Conclusiones

Según los resultados obtenidos y tomando en cuenta la perspectiva de las personas naturales y jurídicas cuestionadas, se establece que el grado de entendimiento sobre una casa de bolsa por parte de la población entrevistada, es bajo, lo cual es sustentado por el poco conocimiento que demostró la población sobre la existencia de una casa de bolsa en Honduras, la BVC, además de no comprender el funcionamiento del mercado de capitales más allá de una definición conceptual.

Existe un alto nivel de aceptación por parte de la población hondureña encuestada, en cuanto a la opción que representa una casa de bolsa como un medio de financiamiento no tradicional. Resultando en un contraste completo con el bajo nivel de comprensión que indicó tener la población hondureña. Cabe destacar que, pese a que el mercado de valores en el país es insipiente, la opción para poder acceder a financiamiento por medio de una casa de bolsa resultaría atractiva ya que existe una población que no está del todo conforme con las financiamientos disponibles en el mercado.

Los inversionistas reflejan un alto grado de interés por invertir en empresas que previo a su participación en una casa de bolsa cuentan con una calificación establecida por una matriz de análisis que la misma casa proporciona. Esto dará una mejor credibilidad y mayor competencia en las publicaciones de la situación financiera de las empresas, que en su mayoría son nacionales que representan el 42% en invertir.

Dentro del sistema financiero existen distintos productos del mercado de capitales, a los cuales pueden acceder los potenciales inversionistas, siendo el de mayor preferencia la acción, sobre todo porque el inversionista prefiere el rendimiento de las operaciones a largo plazo.

La pequeña empresa refleja una postura negativa con respecto a la casa de bolsa, es decir que los empresarios entrevistados no creen contar con los requisitos requeridos para participar en una casa de bolsa.

Con la aplicación del análisis CAMEL a la pequeña empresa, se obtendrá una calificación con base en los parámetros definido en la propuesta, lo que permitirá un mejor posicionamiento ya que la empresa contará con un estudio que avala sus competencias.

5.2 Recomendaciones

Considerando la aceptación de una casa de bolsa por parte de la población hondureña, se requiere de una fuerte campaña mediática que permita mejorar el posicionamiento de la casa de bolsa como una opción para financiamiento en aquellos que son económicamente activos, considerando que dicha institución cuenta con 1% de reconocimiento como una opción viable frente al 94% correspondiente a la banca.

Tomando en cuenta la aceptación de la casa de bolsa por parte de la población y considerando que son las acciones el instrumento financiero de preferencia se necesita de un ejercicio de simplificación de dicho instrumento para facilitar la participación del inversionista tomándose en cuenta que 96% de la población encuestada asegura nunca haber participado en la compra de algún instrumento financiero en una casa de bolsa.

Una clasificación de riesgo proporciona confianza al inversionista y se requiere aprovechar dicho servicio proporcionado a las empresas como una pieza clave para facilitar el acceso al financiamiento y la seguridad al retorno esperado.

Teniendo en consideración que los sectores de café, turismo y bienes raíces son los de mayor interés y que mayor confianza generan en los inversionistas y que las acciones son el instrumento mejor colocado en la mente de la población, se debería de iniciar una casa de bolsa que esté orientada a explotar dichos rubros con acciones de empresas nacionales ya que estas cuentan con un 42% de aceptación por la población encuestada.

Se requiere de un proceso de concientización y desarrollo que permita al pequeño empresario adaptar su empresa a un análisis por medio de una matriz de calificación financiera ya que esta metodología resulta ampliamente aceptada, permitiendo aumentar la confianza en la casa de bolsa establecida.

Bibliografía

- Astudillo, M., & Paniagua, J. (2012). *Fundamentos de Economía*. Coyoacan: Probooks.
- Cardenal, A. (27 de Marzo de 2014). *Latin Tradingfloor*. Recuperado el 24 de 10 de 2017, de <https://latin.tradingfloor.com/articulos/ventajas-de-invertir-en-acciones-de-empresas-pequenas-827204081>
- Comisión Nacional de Banca y Seguros. (18 de Mayo de 2015). Circular CNBS. No. 023/2015. *Normas para la Evaluación y Clasificación de la Cartera Crediticia* . Tegucigalpa, Frnacisco Morazan, Honduras.
- Crespo, J. Y. (2011). *CAMEL vs. discriminante, un analisis de riesgo al sismeta venezolano*. Venezuela.
- El Heraldó. (10 de Agosto de 2016). El periodismo necesita inversión. Para compartir esta nota utiliza los íconos que aparecen en la página. *El Heraldó* .
- Escalera, M. (2007). *El impacto de las características organizacionales e individuales de los dueños o administradores de las pequeñas y medianas empresas en la toma de decisiones financieras que influyen en la maximización del valor de la empresa* . San Luís Potosí.
- Ferraro, C., Goldstein, E., Zuleta, L. A., & Garrido, C. (2001). *Eliminando barreras: El Financiamieno a las pymes en América Latina*. Santiago de Chile.
- Fundación José María Covelo. (23 de Julio de 2014). *Fundación Covelo*. Obtenido de <http://fundacioncovelo.hn/conceptos-generales/>

Gallardo, M., & Berrios, M. (2013). *Encuesta Empresarial de Honduras 2012: Analisis de resultados*. Tegucigalpa.

La Prensa. (22 de Junio de 2016). Para compartir esta nota utiliza los íconos que aparecen en el sitio. *Diario la Prensa* .

Ley para el Fomento y Desarrollo de la Competitividad de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. (14 de enero de 2009). Decreto No. 135-2008. Tegucigalpa, Francisco Morazan, Honduras: La Gaceta.

Madura, J. (2010). *Mercados e Instituciones Financieras*. Mexico D.F.: Cengage.

Maradiaga, J. (21 de agosto de 2014). Las MIPYMES en Honduras. *La Tribuna* .

Mascareñas, J. (2014). *Introducción a los Mercados Financieros*. Madrid.

Neftci, S. N. (2008). *Ingeniería Financiera*. Mexico D.F. : McGraw-Hill.

Organización Internacional de Trabajo. (2012). *Hacia una estrategia integral de apoyo a la PYME industrial para la generación de empleos decentes y productivos en Argentina*. Santiago.

Ramírez, M. (2011). *Asimetrías Informativas entre los Bancos Comerciales y las Empresas PyMEs en La Plata y localidades vecinas*. La Plata.

Reyes, J. (2012). *Grande, Mediana, Pequeña y Microempresa*. Instituto para la competitividad empresarial de la pequeña y mediana empresa (ICEPYME).

Rivera, A. (28 de Enero de 2013). *HRN*. Obtenido de <http://www.radiohrn.hn/l/node/16425>

Sampieri. (2010). *Metodología de la Investigación*. México D. F.: McGraw-Hill / Interamericana Editores.

Secretaría de Gobernación y Justicia. (31 de octubre de 2008). Ley para el fomento y desarrollo de la competitividad de la Micro, Pequeña y Mediana empresa. Tegucigalpa, M.D.C., Francisco Morazán, Honduras: ENAC.

Smith, A. (2015). *La Riqueza de las Naciones*. Tititvillus / Editor Digital.

Valero, A. R. (2014). *Financiamiento de las PYMES en Colombia y el papel de la industria de capital privado: El caso de las cadenas de restaurantes*. Bogotá.

Vásquez, C. C. (2011). *Apalancamiento Financiero*. Actualidad Empresarial No. 241.