



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

RUAN RODRIGO ARAÚJO DA COSTA

**A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E A FORMA LEGAL
DAS INSTITUIÇÕES DE MICROCRÉDITO**

**NATAL/RN
MARÇO DE 2015**

RUAN RODRIGO ARAÚJO DA COSTA

**A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E A FORMA LEGAL
DAS INSTITUIÇÕES DE MICROCRÉDITO**

Dissertação apresentada para defesa pública cumprindo as exigências do Curso de Mestrado em Administração do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, para obtenção do grau de mestre. Área de concentração: Gestão Organizacional.

Orientador: Vinício de Souza e Almeida, Dr.

NATAL/RN
MARÇO DE 2015

Catálogo da Publicação na Fonte.
UFRN / Biblioteca Setorial do CCSA

Costa, Ruan Rodrigo Araújo da.

A relação entre desempenho e a forma legal das instituições de microcrédito/
Ruan Rodrigo Araújo da Costa. - Natal, RN, 2015.

41f. : il.

Orientador: Prof. Dr. Vinício de Souza e Almeida.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Administrativas. Programa de Pós-graduação em Administração.

1. Microcrédito - Dissertação. 2. Instituições de microcrédito - Dissertação. 3. Microfinanças - Dissertação. I. Almeida, Vinício de Souza e. II. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. IV. Título.

RN/BS/CCSA

CDU 336.77

RUAN RODRIGO ARAÚJO DA COSTA

**A RELAÇÃO ENTRE DESEMPENHO E A FORMA LEGAL
DAS INSTITUIÇÕES DE MICROCRÉDITO**

Dissertação apresentada para defesa pública cumprindo as exigências do Curso de Mestrado em Administração do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Norte, para obtenção do grau de mestre. Área de concentração: Gestão Organizacional.

Trabalho aprovado. NATAL/RN, 09 de Março de 2015:

Vinício de Souza e Almeida, Dr.
Orientador (PPGA/UFRN)

Anderson Luiz Rezende Mól, Dr.
Interno do programa (PPGA/UFRN)

**Melquiades Pereira de Lima Júnior,
Dr.**
Externo à instituição

NATAL/RN
MARÇO DE 2015

Para minha família

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Ana e Iranildo. Vocês foram meu apoio desde os primeiros passos. Obrigado pelos incentivos, repreensões e por me ensinar que cair é metade do caminho para chegar lá.

Agradeço à Francisca da Paz. Pelos cuidados e carinhos e por ter me incentivado sempre.

Agradeço aos meus irmãos, Luan e Ana Luisa, sem vocês eu não seria metade do que sou hoje.

Agradeço à Adrienne, parceira que sempre dividiu as dores e multiplicou as alegrias, pela paciência e pelo carinho em todas as horas.

Agradeço aos colegas do curso de mestrado e da base de finanças, em especial a João Paulo e Melquíades, pelos conhecimentos compartilhados e pelo companheirismo.

Agradeço ao professor Vinício pela orientação, disciplina e por me ensinar que até nos trabalhos mais simples devemos buscar a perfeição.

Também agradeço aos outros professores do PPGA, que foram facilitadores nessa jornada.

Agradeço à Deus, sem ele nada seria possível.

RESUMO

O trabalho investigou a relação entre o desempenho e as formas legais adotadas por instituições de microcrédito (IMC's). As IMC's estudadas adotaram forma legal de banco, organização não governamental, cooperativa, instituição financeira não bancária ou banco rural. Os dados utilizados compreendem seis anos, de 2007 a 2012, com periodicidade anual. Foi empregado o modelo de regressão em painel e variáveis *dummy* representando as formas legais. Formaram a amostra 243 IMC's de cinquenta países, originários de todos os continentes do mundo, exceto a América do Norte. No trabalho, foi observado que IMC's maiores conseguem lucros maiores, retornos maiores e índices de autossuficiência operacional maiores, indicando que o crescimento pode levar à consolidação das IMC's e que as IMC's menores poderiam buscar fusões ou assimilações com outras IMC's para se consolidarem. Também foi observado que as cooperativas, as instituições financeiras não bancárias e os bancos rurais conseguem atender mais clientes, causando maior impacto na sociedade, e obter maiores retornos, indicando que as formas legais mais adequadas ao mercado de microfinanças aparentemente são as cooperativas, instituições financeiras não bancárias e bancos rurais pois os resultados indicam que as IMC's que adotam tais formas legais equilibram a orientação para o social e a busca por maiores lucros.

Palavras-chave: Instituições de microcrédito. Microcrédito. Microfinanças. Forma legal.

ABSTRACT

This work test the relationship of performance and legal form of microfinance institutions (MFI), in our work MFI can be banks, non-governmental organizations (NGO), cooperatives, non-banks financial institutions (NBFi) or rural banks. We use linear regression model, panel data and variables dummy for the legal forms. Our samples are 243 MFI from all continents, except North America, in the period from 2007 to 2012. We found that bigger MFI generates higher profit, higher returns and higher self-sufficiency rates, so the growing can be a way for consolidation of MFI. For smaller MFI a way can be assimilation or merging with other MFI. Cooperatives, non-bank financial institutions and rural banks can serve more customers, causing greater impact on society, and get higher returns. This suggests the most appropriate legal form for microfinance market can be cooperatives, non-banks financial institutions or rural banks balancing social orientation and profit orientation.

Key words: Microfinance institutions. Microcredit. Microfinance. Legal Form.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variáveis independentes utilizadas. Nas regressões são utilizadas as mesmas variáveis independentes.	19
Tabela 2 – Variáveis dependentes. Cada uma das variáveis foi utilizada como variável dependente em cada uma das regressões com dados em painel.	20
Tabela 3 – Correlações entre as variáveis de desempenho (ROA, ASOP, LUCR, NUCL, EFOP, CPC e PAR) e controle (TAM e RSOL).	22
Tabela 4 – Médias, desvios padrão e valores mínimos e máximos das variáveis de desempenho (ROA, ASOP, LUCR, NUCL, CPC, CDC e PAR), das variáveis de controle (TAM e RSOL), das variáveis relacionadas às formas legais (BANCO, COOPERATIVA e ONG) e do grupo representado pelo intercepto das regressões (BANCO RURAL e IFNB).	23
Tabela 5 – Resultados da regressão: ROA representa o retorno sobre o ativo; ASOP, a autossuficiência operacional; LUCR, a lucratividade; NUCL é o logaritmo do número de clientes; MEEC é formado pela média dos empréstimos concedidos; CDC é o custo por unidade de crédito; CPC é o custo médio por cliente; e PAR é o <i>portfolio at risk</i> para 30 dias.	24

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADF	<i>Augmented Dick-Fuller</i>
AIC	<i>Akaike information criterion</i>
IMC's	Instituições de microcrédito
INFB	Instituições financeiras não bancárias
ONG's	Organizações não governamentais

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
2	REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1	O desempenho das instituições de microcrédito	13
2.1.1	O desempenho social das instituições de microcrédito	14
2.1.2	O desempenho financeiro das instituições de microcrédito	14
2.1.3	A eficiência das instituições de microcrédito	15
2.1.4	Forma legal e desempenho das instituições de microcrédito	16
3	MÉTODO DE PESQUISA	17
3.1	Testes de adequação do modelo	21
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	21
4.1	Estatística descritiva	21
4.2	Principais resultados	24
4.2.1	O desempenho financeiro	25
4.2.2	O desempenho social	26
4.2.3	Eficiência e custos	26
4.2.4	A forma legal e o desempenho	28
5	CONCLUSÕES	30
	REFERÊNCIAS	31
	APÊNDICE A – TESTE DE RAIZ UNITÁRIA	35
	APÊNDICE B – LISTA DAS IMC’S UTILIZADAS	36

1 INTRODUÇÃO

O microcrédito se constitui como uma ferramenta de concessão de crédito em condições acessíveis para pessoas carentes e potenciais microempreendedores que de outra forma teriam que recorrer a fontes alternativas de recursos, tais como agiotas, familiares, bancos ou amigos. Nesse contexto, as instituições de microcrédito (IMC's) são importantes por fornecerem crédito e serviços financeiros para as pessoas que são normalmente excluídas do sistema financeiro tradicional (SOARES; MELO, 2008).

Governos, investidores e doadores fornecem recursos para as IMC's, devido ao apelo social do microcrédito. Em troca, as IMC's são estimuladas a buscar a sustentabilidade financeira, melhorar a eficiência e reduzir os custos operacionais. Entretanto, não é possível desconsiderar que alguns dos investidores esperam obter lucro, independente do apelo social do microcrédito. Para os investidores que esperam lucrar com o mercado de microcrédito, o investimento é considerado arriscado e, portanto, as taxas de retorno esperadas são mais elevadas que as esperadas de outros tipos de empréstimos (HERMES; LENSINK, 2011), entretanto para as pessoas carentes ainda assim o microcrédito, muitas vezes é a opção mais barata quando não é a única opção (SOARES; MELO, 2008).

No mercado de crédito os clientes mais pobres formam o nicho menos lucrativo que, tradicionalmente, foi dispensado pelos bancos e instituições financeiras, até o surgimento do microcrédito e das IMC's. As IMC's lidam com custos operacionais e administrativos mais altos para fornecer crédito e serviços financeiros aos clientes mais pobres, que podem resultar em taxas de juros elevadas, penalizando ainda mais os clientes das IMC's caso elas não consigam obter recursos subsidiados ou doações (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014).

Como as IMC's precisam competir entre si para continuarem a receber recursos subsidiados e doações, o desempenho das IMC's é um assunto bastante explorado pela literatura. Dentre os fatores explorados, merecem destaque: o efeito do subsídio para o desempenho das IMC's (D'ESPALLIER; HUDON; SZAFARZ, 2013), a relação entre a orientação social e a eficiência da IMC's (LOUIS; SERET; BAESSENS, 2013), o contexto macroeconômico no qual a IMC está inserida (AHLIN; LIN; MAIO, 2011) e o nível de governança das IMC's (HARTARSKA, 2005). A forma legal também é um fator que aparenta ter relação com o desempenho das IMC's, Tchakoute-Tchuigoua (2010) observou que, quando separadas em grupos de acordo com a forma legal, as IMC's obtêm resultados diferentes, entretanto as diferenças de tamanho e volume de recursos disponíveis entre os grupos não foram consideradas, sendo assim é possível questionar qual é a influência da forma legal para o desempenho das IMC's independente do tamanho da IMC.

Entretanto não é possível observar o desempenho das IMC's apenas por indicadores financeiros, a falta de cuidados com os indicadores sociais pode causar problemas para as comunidades assistidas pelas IMC's gerando excesso de endividamento (SCHICKS,

2014), outra questão a ser considerada é que o custo operacional do microcrédito é naturalmente mais alto que de outras operações de crédito devido aos baixos volumes de crédito concedidos (GUTIÉRREZ-NIETO; SERRANO-CINCA; MOLINERO, 2007).

Este trabalho se baseia no estudo de Tchakoute-Tchuigoua (2010), que observou a relação da forma legal com diferentes características das IMC, mas se diferencia por utilizar um período de tempo posterior, além de utilizar a regressão em painel, em detrimento da análise de médias e variância, a metodologia da regressão em painel permite o uso de variáveis de controles para tentar observar apenas o efeito da forma legal e sua relação com as métricas de desempenho utilizadas. Outra diferença é a subdivisão do grupo formado pelas instituições com fins lucrativos em dois grupos, os bancos foram separados dos bancos rurais e as instituições financeiras não bancárias (IFNB).

A diferenciação das IMC's com fins lucrativos é justificada pelo estudo de Cyree e Spurlin (2012), que leva a crer que as IMC's que adotam formas legais de bancos obtêm resultados diferentes das IMC's que adotam outras formas legais com fins lucrativos devido ao volume de recursos disponíveis e as práticas para atingir os indivíduos em localidades mais afastadas dos centros urbanos. O uso do índice de solvência como controle se justifica pela crise de 2008 e por ela ter afetado as instituições financeiras mais alavancadas de forma mais intensa (BERGER; BOUWMAN, 2013). O tamanho foi utilizado como controle devido ao resultado obtido por (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010) que observou que o tamanho do ativo das IMC's está relacionado com a forma legal, por exemplo, os bancos têm ativo maior que as organizações não governamentais (ONG's,).

Os dados utilizados foram coletados no MixMarket, uma base de dados onde são disponibilizadas informações financeiras e institucionais relativas às IMC's. A base de dados é mantida pela Mix (*Microfinance Information Exchange*), uma instituição sem fins lucrativos que fornece informações e consultoria financeiras para comunidades carentes através de análises de dados e informações de mercado (MIX, 2012). Os dados utilizados compreendem os anos de 2007 a 2012.

No MixMarket são disponibilizadas informações de 2.294 IMC's para o período estudado, localizadas em diversos países do mundo, mas devido à aplicação de filtros, foram coletadas informações para 616 IMC's. Após a retirada de IMC's que não dispunham de todos os dados no período, restaram 243 IMC's e 1.458 observações para formar a amostra.

Os filtros utilizados foram: filtro para as IMC's que não disponibilizaram dados sociais, filtro para coletar os dados das IMC's que dispunham de valores médios em detrimento da mediana e o filtro para coletar apenas os dados das IMC's com quatro diamantes ou mais. As IMC's classificadas com quatro ou cinco diamantes têm informações financeiras auditadas, aumentando a confiabilidade dos dados fornecidos (MIXMARKET, 2012).

Sendo assim, o trabalho *objetiva aprimorar a compreensão sobre a influência da forma legal adotada pela IMC para o seu próprio desempenho.*

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O DESEMPENHO DAS INSTITUIÇÕES DE MICROCRÉDITO

A forma legal é um fator de influência no desempenho das instituições, e esta influência está relacionada com a estrutura de propriedade característica da forma legal e os custos de agência decorrentes da estrutura de propriedade, fazendo com que certos tipos de forma legais sejam mais adequados para determinadas atividades (FAMA; JENSEN, 1983). Desse modo, é possível notar que ainda não existe uma forma legal dominante no mercado de microfinanças, considerando a variedade de formas legais adotadas pelas IMC's que é possível de ser observada pela amostra obtida no presente trabalho, a amostra é formada por: 97 IFNB's; 93 ONG's; 28 bancos; vinte cooperativas e cinco bancos rurais. Portanto relacionar o desempenho das IMC's com as formas legais pode ajudar na identificação das formas legais mais adequadas a atividade do microcrédito.

O desempenho das IMC's também é influenciado pelo tamanho do ativo da instituição. Cyree e Spurlin (2012) observaram que IMC's com tamanhos diferentes atuam de forma distinta e obtêm resultados diferentes, mesmo quando têm a mesma forma legal. O maior tamanho do ativo também tem relação com algumas formas legais, Tchakoute-Tchuigoua (2010) observou que é uma característica dos bancos serem maiores que as outras IMC's.

A razão de solvência é outro fator que está relacionado com o desempenho das IMC's. O motivo é que, devido à crise de 2008, o mercado de microfinanças foi afetado, reduzindo a disponibilidade de recursos para as IMC's (WAGNER; WINKLER, 2013). Em períodos de crise econômica, as instituições financeiras mais alavancadas são afetadas de forma mais intensa pela redução da disponibilidade de recursos (BERGER; BOUWMAN, 2013).

Ainda assim, não é possível avaliar as IMC's apenas a partir de métricas de desempenho utilizadas no sistema bancário, pois as IMC's lidam naturalmente com custos maiores e volumes menores (GUTIÉRREZ-NIETO; SERRANO-CINCA; MOLINERO, 2007) e têm que equilibrar as demandas de desempenho financeiro com as de desempenho social (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014). Sendo assim, são necessários outros indicadores para mensurar o desempenho das IMC's frente aos resultados esperados por investidores, doadores e governos (SANFELIU; ROYO; CLEMENTE, 2013).

Diante do exposto, é possível perceber que as IMC's lidam com uma situação dual. Se, por um lado, existe a missão social, por outro, as IMC's têm que buscar a melhoria na eficiência e nos resultados financeiros. Com o objetivo de lidar com a situação dual do mercado de microcrédito as IMC's devem buscar melhorar os indicadores relacionados ao desempenho social, financeiro e à eficiência (PIOT-LEPETIT; NZONGANG, 2014).

2.1.1 O desempenho social das instituições de microcrédito

A maioria das instituições de microcrédito tem uma missão social, tais como redução da pobreza, aumento da autonomia feminina ou estímulo aos pequenos negócios (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014). Devido ao efeito social que o microcrédito pode exercer, muitas IMC's têm acesso a linhas de crédito com taxas de juros mais atrativas, subsídios e doações de pessoas e instituições (HERMES; LENSINK, 2011).

O desempenho social permite verificar se as IMC's estão realmente ajudando e propiciando melhorias na qualidade de vida para os clientes e comunidades atendidas. O desempenho social também garante que a IMC tenha credibilidade junto ao mercado de microfinanças e junto aos investidores para continuar a receber recursos (SCHICKS, 2014).

Porém, nem sempre as IMC's conseguem atingir os resultados esperados. Em algumas situações, a disponibilidade de crédito oferecida por IMC's está relacionada com o endividamento exacerbado dos clientes, o que pode resultar em problemas sociais nas comunidades atendidas (SCHICKS, 2014).

Outras situações problemáticas relacionadas às IMC's foram identificadas, tais como: na Índia, o aumento da pobreza dos clientes (GUÉRIN *et al.*, 2013); no Quênia, o aumento da delinquência associada a maiores taxas de juros cobradas por IMC's (KODONGO; KENDI, 2013); e em Gana, a falta de um propósito produtivo e a falta de conhecimento financeiro estão relacionados com o endividamento exagerado dos clientes (SCHICKS, 2014).

Os problemas relacionados ao microcrédito podem estar relacionados com IMC's que não conseguiram atingir os resultados sociais esperados ou derivaram da missão social estabelecida. As IMC's podem derivar da missão social por fatores como o custo maior de atender os clientes pobres, a pressão dos doadores e investidores por sustentabilidade econômica. Devido a pressões externas, as IMC's podem elevar as taxas de juros cobradas dos clientes (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014).

Para verificar se as IMC's estão atingindo os resultados sociais esperados existem variáveis que são comumente utilizadas pela literatura. Dentre elas, é possível destacar: o número de clientes ativos das IMC's (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010), o número de empréstimos concedidos para mulheres (CULL; DEMIRGÜÇ-KUNT; MORDUCH, 2011) e os valores médios dos empréstimos concedidos (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010; CULL; DEMIRGÜÇ-KUNT; MORDUCH, 2011).

2.1.2 O desempenho financeiro das instituições de microcrédito

A justificativa para que as instituições de microcrédito observem o desempenho financeiro está relacionada à sua própria sustentabilidade em longo prazo. As IMC's, independente da forma legal adotada, esperam obter a sustentabilidade financeira para

conseguir operar a partir das receitas provenientes dos serviços de microfinanças (ROBERTS, 2013).

Outra justificativa está relacionada às IMC's de propriedade privada. Os proprietários que investiram nas IMC's esperam maximizar suas riquezas e desejam obter o máximo de lucro possível com a IMC. O lucro dos investidores pode ter origem nos retornos obtidos pela IMC ou negociando os direitos de propriedade da IMC com outros investidores (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010).

Contudo, as IMC's com forte orientação para lucro não necessariamente conseguem obter lucros maiores. A justificativa reside na necessidade de maiores taxas de juros necessárias para aumentar a lucratividade da instituição que podem afastar os clientes e diminuir a receita (ROBERTS, 2013).

Em microfinanças, os indicadores normalmente utilizados para auferir o desempenho financeiro são: o retorno sobre o ativo (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), a autossuficiência operacional e financeira (STRØM; D'ESPALLIER; MERSLAND, 2014), a lucratividade e o nível de endividamento das IMC's (LOUIS; SERET; BAESENS, 2013), a razão entre as despesas e receitas financeiras e o portfólio de ativos da IMC (SANFELIU; ROYO; CLEMENTE, 2013).

2.1.3 A eficiência das instituições de microcrédito

O histórico do microcrédito mostra que buscar reduzir os custos operacionais é uma das formas para que as IMC's consigam autossuficiência operacional e possam cumprir o seu papel junto aos mais pobres. Nas décadas de 60 e 70, algumas iniciativas falharam por não conseguirem lidar com os elevados custos de fornecer crédito para as pessoas mais pobres e acabaram canalizando os recursos para clientes não tão pobres (LOUIS; SERET; BAESENS, 2013).

Com o aumento da eficiência das IMC's se espera reduzir os custos de fornecer microcrédito. A redução dos custos é um caminho para que as IMC's consigam autossuficiência operacional e possam diminuir a dependência de subsídios e doações. As IMC's também buscam por mais eficiência devido ao recente interesse dos bancos em fornecer microcrédito que aumentou a concorrência no mercado de microfinanças (HERMES; LENSINK; MEESTERS, 2011).

Muitas IMC's são dependentes de subsídios e de doações devido ao perfil voltado para a ação social que pode, naturalmente, resultar em custos operacionais maiores. Entretanto, a redução dos custos e o aumento da eficiência das IMC's pode resultar na redução das taxas de juros cobradas aos clientes, reduzindo a penalização aos mais pobres (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014).

A redução dos custos operacionais não é a única forma que as IMC's têm para serem mais eficientes. Muitas vezes as IMC's mais eficientes são as que têm acesso a fundos de recursos com taxas menores. Entretanto, os investidores privilegiam as IMC's

que são mais eficientes, criando uma competição pelos recursos mais baratos (GHOSH; TASSEL, 2011).

Outra justificativa para as IMC's buscarem a autossuficiência é que elas não podem contar com os recursos de depósitos ou poupanças dos clientes, muitos não dispõem de recursos para realizarem depósitos ou manterem poupanças. Com o aumento da eficiência, as IMC's podem aumentar a autossuficiência operacional e diminuir a necessidade de recursos externos (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014).

Os trabalhos já realizados neste tema já utilizaram algumas das seguintes variáveis para medir a eficiência das IMC's: Gutiérrez-Nieto, Serrano-Cinca e Molinero (2007) utilizaram a razão entre as despesas operacionais e a carteira de crédito bruta, o custo por cliente, a produtividade por funcionário e a razão de funcionários por agências; Tchakoute-Tchuigoua (2010) utilizou o custo por cliente e a razão dos custos operacionais com a carteira de crédito bruta média; Louis, Seret e Baesens (2013) utilizaram o custo por empréstimo e a razão entre a carteira de crédito bruta em relação ao ativo total.

2.1.4 Forma legal e desempenho das instituições de microcrédito

Sabendo que o desempenho das IMC's pode ser mensurado por indicadores financeiros, sociais ou de eficiência, a forma legal é um fator que influencia o desempenho das IMC's. As organizações sem fins lucrativos, tais como ONG's e cooperativas, baseiam-se em indicadores sociais e muitas vezes aplicam recursos em processos menos rentáveis (SERVIN; LENSINK; VAN DEN BERG, 2012). Todavia, as IMC's com fins lucrativos também podem enfrentar problemas, caso exagerem no caráter comercial e aumentem as taxas de juros, o que pode afastar a clientela e reduzir o lucro da IMC (ROBERTS, 2013).

É natural que diferentes formas legais impliquem em estruturas e processos diferentes, inclusive para o mercado de microfinanças. As organizações atuam em diferentes esferas da vida humana, adotando as formas legais mais adequadas para determinadas atividades (FAMA; JENSEN, 1983). Na atividade de microfinanças, as IMC's atuam com uma variedade de formas legais, desde ONG's e cooperativas até IMC's que adotam formas legais de instituições com fins lucrativos (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010).

O mercado de microfinanças ainda é constituído, principalmente, por ONG's. Entretanto, muitas IMC's que começaram como ONG's mudaram de forma legal e obtiveram resultados positivos. Algumas IMC's que adotaram forma legal com finalidade lucrativa conseguiram melhorar seus resultados, obtiveram novos acionistas e aumentaram o capital próprio, além de melhorar os indicadores de governança com a adoção de uma estrutura onde o proprietário do capital pode influenciar diretamente a organização (FERNANDO, 2004).

Devido às IMC's que conseguiram resultados positivos, alguns bancos passaram a atuar no mercado de microfinanças. Recentemente, muitos bancos estão se interessando em ingressar no mercado de microfinanças - o K-REP no Quênia e o Commercial Bank of

Zimbabwe, no Zimbábue, são exemplos - pois foi observado que o mercado de microcrédito pode ser bastante rentável ([HERMES; LENSINK; MEESTERS, 2011](#)).

Dentre os argumentos favoráveis à atuação dos bancos no mercado de microfinanças, a maioria está associado à possibilidade de regulamentação por autoridades do sistema financeiro. Outras justificativas são: a possibilidade dos bancos fornecerem outros serviços financeiros aos clientes mais pobres, atuarem com maior liberdade em relação aos doadores que as ONG's e cooperativas, disporem de melhores práticas de governança e conseguirem atrair capital privado com mais facilidade ([MERSLAND, 2009](#)).

O interesse no mercado de microcrédito também pode ser atribuído aos incentivos fornecidos pelos governos. No Brasil, por exemplo, 2% dos recursos em depósitos à vista devem ser aplicados em microcrédito ([BRASIL, 2003](#)), estimulando a entrada de novos agentes financeiros no mercado de microcrédito.

Contudo, nem sempre é interessante para os clientes a atuação de IMC's que desconsiderem a função social. Os bancos e outras instituições financeiras podem cobrar taxas de juros mais altas, buscando elevar suas taxas de lucro, e apenas instituições maiores poderiam tirar proveito dos ganhos de eficiência, o que leva a questionar as vantagens de IMC's com forte orientação para o lucro ([ROBERTS, 2013](#)). A influência da forma legal para o desempenho das IMC's é um tema que não está esclarecido.

3 MÉTODO DE PESQUISA

Com o objetivo de estudar as IMC's, a amostra do estudo foi composta por instituições cadastradas no MixMarket. Foram utilizadas informações de IMC's que atuam em todo o mundo. No MixMarket são disponibilizados os dados de 2.294 IMC's e 9.137 observações entre o período de 2007 a 2012.

Três filtros, disponibilizados pela base de dados, foram utilizados durante a coleta. Foram excluídas as IMC's sem quatro ou cinco diamantes, foram excluídas as IMC's que não apresentavam dados sociais e as IMC's que não informaram a média para as variáveis utilizadas, foram coletados dados de 616 IMC's. Com a utilização dos filtros o número de IMC's caiu para 616 IMC's, dentre essas 616 IMC's foram eliminadas as que não dispunham de dados para alguma das variáveis em algum dos períodos utilizados, restando 243 IMC.

Das 243 que compõem a amostra, 97 são IFNB, 93 são ONG's, 28 são bancos, vinte são cooperativas, e cinco são bancos rurais. O grupo formado por IFNB e bancos rurais totalizou 102 instituições. As IMC's utilizadas para compor a amostra têm atuação em 50 países, de todos os continentes do mundo, exceto a Antártica. Os cinco países com maior representatividade na amostra são: Equador, Índia, México, Honduras e Bolívia.

O MixMarket classifica as IMC's de acordo com a confiabilidade dos dados fornecidos pelas IMC's. As instituições podem obter até cinco diamantes em uma escala, de

acordo com o nível de confiabilidade e auditoria ao qual seus dados financeiros foram submetidos (MIXMARKET, 2012). Para obter quatro diamantes os dados fornecidos pelas IMC's precisam ser auditados e, para obter cinco diamantes, as instituições são classificadas por agências especializadas em microcrédito (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010).

Para diferenciar as IMC's em relação a forma legal, foram criados quatro grupos: bancos, cooperativas de crédito, organizações não governamentais (ONG's) e o grupo das instituições financeiras não bancárias e dos bancos rurais. A separação entre bancos e bancos rurais foi realizada, pois os bancos rurais têm atividade apenas local e são menores que os bancos tradicionais, apresentando semelhança maior com as IFNB - instituições financeiras não bancárias (CYREE; SPURLIN, 2012).

A técnica estatística empregada foi a regressão múltipla com dados em painel balanceado. O estudo investiga a ocorrência de efeitos aleatórios para calcular o efeito de painel temporal, pois assim é possível observar o efeito das variáveis invariantes no tempo. O painel por efeitos fixos não permite observar variáveis invariantes ao longo do tempo (TORRES-REYNA, 2010).

Foram utilizadas três variáveis *dummy* para representar bancos, cooperativas e ONG's. O grupo formado por IFNB e bancos rurais é representado pelo intercepto por ser o maior grupo da amostra. A análise dos dados foi feita com o auxílio do programa aberto R (R CORE TEAM, 2014) e o pacote estatístico PLM (CROISSANT; MILLO, 2008). Ao todo foram formados oito painéis com o intuito de verificar a relação da forma legal com as variáveis de desempenho das IMC's. O modelo utilizado foi:

$$DESEM_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 RSOL_{it} + \beta_3 BANCO_i + \beta_4 COOPERATIVA_i + \beta_5 ONG_i + u_i + e_{it}$$

Cada uma das regressões utiliza uma das oito variáveis de desempenho das IMC's que são representadas por $DESEM_{it}$, o tamanho das IMC's ao longo do tempo é representado por TAM_{it} e a razão de solvência de cada IMC ao longo do tempo é representada por $RSOL_{it}$. As variáveis *dummy* para bancos, cooperativas e ONG's são representadas respectivamente por $BANCO_i$, $COOPERATIVA_i$ e ONG_i . O efeito aleatório para cada IMC é representado por u_i , e_{it} representa o erro não observado e α_{it} representa o intercepto.

A variável RSOL, foi empregada como controle. A razão de solvência é utilizada com o objetivo de reduzir o efeito da crise de 2008 sobre o desempenho das IMC's, já que as IMC's com menor razão de solvência sofreram mais durante a crise (BERGER; BOUWMAN, 2013).

O tamanho da IMC's também foi utilizado como controle, pois IMC's maiores têm práticas diferentes no mercado de microcrédito que resultam em desempenhos diferentes e ganhos de eficiência (CYREE; SPURLIN, 2012). As variáveis independentes do modelo são descritas na tabela 1.

Tabela 1 – Variáveis independentes utilizadas. Nas regressões são utilizadas as mesmas variáveis independentes.

TIPO	DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	SIGLA
Intercepto	Representando o grupo dos bancos rurais e das instituições financeiras não bancárias	α
<i>Dummy</i>	Variável Binária representando bancos	BANCO
<i>Dummy</i>	Variável Binária representando cooperativas de crédito	COOPERATIVA
<i>Dummy</i>	Variável Binária representando organizações sem finalidade lucrativa	ONG
Contínua	Tamanho da IMC, medido pelo logaritmo do ativo total	TAM
Contínua	Razão de solvência da IMC, medido pela razão entre o total do patrimônio líquido e o ativo total	RSOL

Fonte: Elaboração própria (2014)

Para mensurar o desempenho financeiro das instituições foram utilizados: o retorno sobre o ativo (ROA), que foi utilizado por permitir a comparação entre instituições com e sem fins lucrativos (BRUETT, 2005); a autossuficiência operacional (ASOP), que permite observar o quanto as IMC's conseguem suprir os gastos com receitas financeiras (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010); e a margem de lucro (LUCR), que indica a capacidade das IMC's de controlar os custos e despesas e de gerar receitas, indicando a capacidade das IMC's se sustentarem em longo prazo (LOUIS; SERET; BAESSENS, 2013).

A autossuficiência operacional das IMC's é obtida pela razão da receita financeira com a soma dos gastos. Para a formação da variável ASOP, são considerados como gastos os custos financeiros, as despesas operacionais e a perda por imparidade, que é inerente à atividade de crédito (MIXMARKET, 2012).

Com o intuito de medir o desempenho social foram utilizadas duas variáveis: o número de clientes ativos (NUCL), que é uma indicação do impacto das IMC's para a sociedade (IMC's que atendem mais clientes causam maior impacto (HARTARSKA, 2005)) e valor médio dos empréstimos (MEEC) dividido pela renda nacional *per capita*, que é um indicador *proxy* para o nível de pobreza dos clientes da IMC (clientes pobres contratam empréstimos menores (HARTARSKA; NADOLNYAK, 2007; CULL; DEMIRGÜÇ-KUNT; MORDUCH, 2007)).

A justificativa para o valor médio dos empréstimos considerar a renda nacional bruta *per capita* é que é evitar distorções causadas pelo nível de renda dos países, já que a quantia significativa para uma pessoa pobre de um determinado país pode ser bem inferior que em outro país (TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010).

Para investigar a eficiência em relação aos gastos operacionais das IMC's, foi utilizado o custo da carteira de crédito (CDC), que indica o custo operacional por unidade de

recurso emprestado pelas IMC's. Também foi utilizado o custo médio por cliente (CPC) que é formado pela razão entre os custos operacionais e o número de clientes. Para as variáveis custo da carteira de crédito e custo por cliente, quanto menor o resultado mais eficientes serão as IMC's (GUTIÉRREZ-NIETO; SERRANO-CINCA; MOLINERO, 2007; TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, 2010).

O risco das operações de crédito (PAR) das IMC's foi observado pelo *portfolio at risk* para 30 dias, O *portfolio at risk* indica o percentual de clientes com débitos em atraso maior que 30 dias entre os clientes das IMC's (SERVIN; LENSINK; VAN DEN BERG, 2012). A tabela 2 define, descreve e faz referência aos estudos de origem das variáveis dependentes utilizadas no estudo.

Tabela 2 – Variáveis dependentes. Cada uma das variáveis foi utilizada como variável dependente em cada uma das regressões com dados em painel.

PAINEL	DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	SIGLA	ESTUDOS DE ORIGEM
DESEMPENHO FINANCEIRO			
painel 1	Retorno sobre o ativo	ROA	Bruett (2005)
painel 2	Autossuficiência operacional, medida pela razão da receita financeira com a soma das despesas operacionais, financeiras e a perda por imparidade	ASOP	Tchakoute-Tchuigoua (2010)
painel 3	Margem de lucro	LUCR	Louis, Seret e Baesens (2013)
DESEMPENHO SOCIAL			
painel 4	Logaritmo do número de clientes ativos	NUCL	Hartarska (2005)
painel 5	Razão entre a média dos empréstimos concedidos pela instituição e a renda nacional bruta <i>per capita</i> do país de atuação das IMC's	MEEC	Hartarska e Nadolnyak (2007); Cull, Demirgüç-Kunt e Morduch (2007)
CUSTO POR CLIENTE			
painel 6	Custo por cliente medido pela razão do custo operacional com o número de clientes	CPC	Gutiérrez-Nieto, Serrano-Cinca e Molinero (2007)
CUSTO DA CARTEIRA			
painel 7	Custo para fornecer crédito medido pela razão entre o custo operacional com a carteira bruta	CDC	Tchakoute-Tchuigoua (2010)
RISCO DA CARTEIRA DE CRÉDITO			
painel 8	<i>Portfolio at risk</i> de 30 dias das IMC's	PAR	Servin, Lensink e Berg (2012)

Fonte: Elaboração própria (2014)

3.1 TESTES DE ADEQUAÇÃO DO MODELO

Visando verificar a adequação do modelo à metodologia de dados em painel foram realizados os seguintes testes: teste de [Breusch e Pagan \(1979\)](#) para heterocedasticidade, o teste de [Said e Dickey \(1984\)](#) (teste ADF) para autocorrelação serial nas variáveis, e teste de [Im, Pesaran e Shin \(2003\)](#) para autocorrelação serial dos painéis. O painel é formado por seis períodos para 243 indivíduos, o que torna os testes de dependência *cross-section* e de correlação serial não necessários ([TORRES-REYNA, 2010](#)).

Para verificar a heterocedasticidade foi realizado o teste desenvolvido por [Breusch e Pagan \(1979\)](#). Os resultados demonstraram a existência de heterocedasticidade em todas as regressões. A solução utilizada foi a utilização de erro padrão robusto para heterocedasticidade. Apenas os resultados obtidos utilizando a solução proposta são apresentados na tabela 5.

Foi realizado também o teste de raiz unitária desenvolvido por [Im, Pesaran e Shin \(2003\)](#) visando identificar a existência de não estacionariedade nas séries temporais de dados e nos painéis utilizados. O teste é indicado para painéis de dados com poucos períodos em comparação ao número de indivíduos observados e se baseia no *augmented Dickey–Fuller test* (ADF) ([IM; PESARAN; SHIN, 2003](#)).

As especificações do teste foram: o número máximo de quatro *lags*, o critério para a escolha do número de *lags* foi o *Akaike information criterion* (AIC) e o intercepto foi utilizado como variável exógena. Os resultados encontrados na tabela do Apêndice A demonstram que o pressuposto foi atendido tanto para as variáveis de forma individual como para os painéis.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A tabela 3 apresenta as correlações entre as variáveis de desempenho e as variáveis utilizadas na regressão como controle. A tabela 4 mostra os valores das médias, valores mínimos, valores máximos e o desvio padrão das variáveis de desempenho e das variáveis de controle utilizadas no modelo.

Tabela 3 – Correlações entre as variáveis de desempenho (ROA, ASOP, LUCR, NUCL, EFOP, CPC e PAR) e controle (TAM e RSOL).

	ROA	ASOP	LUCR	NUCL	MEEC	CPC	CDC	PAR	TAM	RSOL
ROA	1,00	0,61 **	0,50 **	0,05 **	0,00	-0,06 **	-0,44 **	-0,09 **	0,11 **	0,13 **
ASOP	0,61 **	1,00	0,35 **	0,01	0,03	-0,02	-0,24 **	-0,10 **	0,08 **	0,14 **
LUCR	0,50 **	0,35 **	1,00	0,00	0,01	-0,07 **	-0,25 **	-0,07 **	0,03	0,18 **
NUCL	0,05 **	0,01	0,00	1,00	-0,16 **	-0,26 **	-0,05 *	0,01	0,76 **	-0,31 **
MEEC	0,00	0,03	0,01	-0,16 **	1,00	0,62 **	-0,22 **	0,00	0,24 **	-0,13 **
CPC	-0,06 **	-0,02	-0,07 **	-0,26 **	0,62 **	1,00	-0,01	0,01	0,11 **	0,02
CDC	-0,44 **	-0,24 **	-0,25 **	-0,05	-0,22 **	-0,01	1,00	-0,01	-0,28 **	0,28 **
PAR	-0,09 **	-0,10 **	-0,07 **	0,01	0,00	0,01	-0,01	1,00	0,01	-0,02
TAM	0,11 **	0,08 **	0,03	0,76 **	0,24 **	0,11 **	-0,28 **	0,01	1,00	-0,37 **
RSOL	0,13 **	0,14 **	0,18 **	-0,31 **	-0,13 **	0,02	0,28 **	-0,02	-0,37 **	1,00

Nota: Significância a 10% e a 5% representadas por * e **, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria (2014)

Os resultados da correlação de [Pearson \(1895\)](#) apresentados na tabela 3 demonstram que o número de clientes atendidos pela IMC é altamente correlacionado com o tamanho das IMC, com correlação de 0,76. Outras correlações com valores, em módulo, maiores que 0,4, foram: o custo por cliente e a média dos empréstimos concedidos com correlação de 0,62; o ROA e a autossuficiência operacional com 0,61 de correlação, o lucro e o ROA com correlação de 0,5 e o ROA com o custo da carteira de crédito com correlação negativa de 0,44.

A correlação entre custo por cliente e a média dos empréstimos era esperada, pois o elevado custo por cliente é um fator que é uma das causas para as IMC's evitarem clientes mais pobres e derivarem da missão social ([SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014](#)). A correlação negativa entre o custo da carteira de crédito e o ROA pode indicar que a redução dos custos está relacionada com a autossuficiência financeira da IMC, concordando com [Roberts \(2013\)](#).

Tabela 4 – Médias, desvios padrão e valores mínimos e máximos das variáveis de desempenho (ROA, ASOP, LUCR, NUCL, CPC, CDC e PAR), das variáveis de controle (TAM e RSOL), das variáveis relacionadas às formas legais (BANCO, COOPERATIVA e ONG) e do grupo representado pelo intercepto das regressões (BANCO RURAL e IFNB).

	MÉDIA	MÍNIMO	MÁXIMO	DESV. PAD.
ROA	0,021	-0,97	0,29	0,08
ASOP	0,09	-5,84	11,19	0,477
LUCR	1,186	-0,10	7,2	0,427
NUCL	4,286	1,959	6,647	0,735
MEEC	0,508	0,01	10,24	0,776
CPC	204,351	5	7610	363,416
CDC	0,234	0,01	2,15	0,202
PAR	0,064	0	7,11	0,264
TAM	16,63	11,98	21,64	1,645
RSOL	0,301	-1,04	0,98	0,219
BANCO	0,115	0	1	0,319
COOPERATIVA	0,082	0	1	0,275
ONG	0,383	0	1	0,486
BANCO RURAL e IFNB	0,42	0	1	0,494

Nota: de acordo com o teste T (STUDENT, 1908), as médias são significantes a 95% de confiança para as IMC's disponíveis no MixMarket.

Fonte: Elaboração própria (2014)

Os valores da estatística descritiva permitem observar que a média do custo por cliente é bastante elevada para as IMC's, cerca de US\$ 204,35; mas, algumas instituições conseguem reduzir bastante os custos por cliente, atingindo valores abaixo de US\$ 10,00, como a BWDA Finance, a Adhikar e a Sarala, todas com atuação na Índia.

É possível perceber que, em média, as IMC's conseguem gerar retornos sobre o ativo de 2,1% chegando a até 29%. O custo da carteira de crédito é, em média, de 23,4% da carteira bruta, mas algumas IMC's operam com custos muito maiores, chegando a gastar duas vezes mais do que emprestam, apenas para manter suas operações.

As médias das variáveis *dummy* permitem identificar a proporção das formas legais das IMC's que formam a amostra deste trabalho. O grupo mais representativo, que representa 42% das IMC's da amostra, é o formado por IFNB e bancos rurais, o grupo das ONG's representa 38% da amostra, os bancos representam 12% da amostra e as cooperativas representam 8% da amostra.

4.2 PRINCIPAIS RESULTADOS

Os resultados das regressões múltiplas são apresentados na tabela 5. Foram utilizadas as mesmas variáveis independentes em todos os casos. Em seguida, são discutidos os resultados para os indicadores de desempenho financeiro (retorno sobre o ativo, lucro e autossuficiência operacional), seguido pelo desempenho social (média dos empréstimos e número de clientes) e, por fim, os referentes à eficiência (custo da carteira de crédito e custo por cliente) e a qualidade da carteira de créditos das IMC's estudadas.

Tabela 5 – Resultados da regressão: ROA representa o retorno sobre o ativo; ASOP, a autossuficiência operacional; LUCR, a lucratividade; NUCL é o logaritmo do número de clientes; MEEC é formado pela média dos empréstimos concedidos; CDC é o custo por unidade de crédito; CPC é o custo médio por cliente; e PAR é o *portfolio at risk* para 30 dias.

	<i>variáveis dependentes</i>							
	ROA (1)	ASOP (2)	LUCR (3)	NUCL (4)	MEEC (5)	CPC (6)	CDC (7)	PAR (8)
TAM	0,022*** (0,006)	0,069*** (0,019)	0,048*** (0,010)	0,287*** (0,011)	0,052*** (0,018)	28,356*** (8,034)	-0,060*** (0,016)	-0,003 (0,005)
RSOL	0,113*** (0,036)	0,559** (0,217)	0,383*** (0,096)	-0,040 (0,035)	-0,078 (0,054)	89,410*** (33,450)	0,016 (0,042)	-0,017 (0,023)
BANCO	-0,033*** (0,011)	0,026 (0,076)	-0,076* (0,044)	-0,164* (0,091)	0,669*** (0,254)	49,626 (46,688)	0,062* (0,038)	0,019 (0,053)
COOPERATIVA	0,026* (0,014)	0,160*** (0,053)	0,043 (0,034)	-0,653*** (0,093)	0,323*** (0,083)	65,981** (27,783)	-0,214*** (0,036)	-0,029** (0,014)
ONG	0,025** (0,011)	0,082** (0,040)	0,088* (0,045)	-0,087 (0,066)	0,097 (0,091)	30,465 (59,794)	-0,082*** (0,031)	-0,015 (0,013)
Constante	-0,388*** (0,114)	-1,278*** (0,370)	0,238 (0,176)	-0,377** (0,189)	-0,480 (0,307)	-316,974** (139,182)	1,265*** (0,288)	0,119 (0,085)
Observações	1.458	1.458	1.458	1.458	1.458	1.458	1.458	1.458
R ²	0,086	0,051	0,027	0,658	0,029	0,013	0,139	0,002
R ² ajustado	0,085	0,051	0,027	0,656	0,029	0,013	0,139	0,002
Teste F (df = 5; 1.452)	27,273***	15,706***	8,109***	559,245***	8,721***	3,946***	47,044***	0,474

Nota: Significância a 10%, a 5% e a 1% representadas por *, ** e ***, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria (2014)

4.2.1 O desempenho financeiro

Os resultados encontrados mostram que ONG's e cooperativas têm ROA mais alto e bancos têm ROA mais baixo que bancos rurais e INFB (representados pelo intercepto). O retorno maior das ONG's e das cooperativas, quando comparadas aos bancos e bancos rurais, coincide com o resultado de [Galema, Lensink e Spierdijk \(2011\)](#). [Tchakoute-Tchuigoua \(2010\)](#) não encontrou diferença significativa entre os ROA das formas legais.

O retorno das ONG's e cooperativas pode ser justificado pela melhoria observada na gestão e transparência das ONG's e instituições sem fins lucrativos ([TUCKER; MILES, 2004](#)). Outra justificativa pode estar relacionada com os menores impostos cobrados das ONG's em alguns países. Por exemplo, no Brasil as ONG's não pagam tributos sobre o lucro ([BRASIL, 1997](#)).

IMC's com maior ativo estão relacionadas com retornos sobre o ativo maiores que os das IMC's com ativos menores, concordando com os resultados de [Hartarska \(2005\)](#) e de [Mersland e Strøm \(2009\)](#). A relação entre o ROA e o tamanho pode ser justificada pelo processo de consolidação das IMC's ([HARTARSKA; SHEN; MERSLAND, 2013](#)). A maior razão de solvência também está relacionada com maiores retornos, que pode ser justificado pela crise de 2008 ([BERGER; BOUWMAN, 2013](#)).

Para a autossuficiência operacional o resultado foi significativo com as variáveis COOPERATIVA e ONG, mostrando que ONG's e cooperativas têm autossuficiência operacional maior que bancos rurais e IFNB. O resultado diverge de [Tchakoute-Tchuigoua \(2010\)](#), mas converge para os trabalhos de [Hartarska \(2005\)](#) e de [Mersland e Strøm \(2009\)](#) que observaram que ONG's são mais autossuficientes que algumas IMC's privadas. O resultado pode estar relacionado com o custo da carteira de crédito mais baixo e os retornos maiores de ONG's e cooperativas para a amostra estudada.

Os resultados também indicam que IMC's maiores conseguem ser mais autossuficientes, concordando com o estudo de [Mersland e Strøm \(2009\)](#). Para a amostra, a autossuficiência operacional das IMC's está diretamente relacionada a uma maior parcela de capital próprio no ativo da IMC's e corrobora com a expectativa de que as IMC's com menor alavancagem financeira obtêm melhores resultados em períodos de crise, como o que foi utilizado no presente estudo ([BERGER; BOUWMAN, 2013](#)).

Os resultados obtidos demonstram que a lucratividade das ONG's foi maior que a dos bancos. A maior lucratividade de ONG's em relação aos bancos pode ser justificada pelo que foi proposto por [Roberts \(2013\)](#), ao indicar que a maior orientação para o lucro pode levar à redução da lucratividade. [Tchakoute-Tchuigoua \(2010\)](#) não encontrou diferenças significantes entre os grupos.

Os resultados das variáveis de desempenho financeiro mostraram que, em geral, ONG's e cooperativas têm maiores retornos, maiores lucros e maior autossuficiência operacional que companhias que adotam outros tipos de forma legal. Os resultados parecem indicar que ONG's e cooperativas estão buscando maiores lucros e retornos para obter

autossuficiência operacional (ROBERTS, 2013).

4.2.2 O desempenho social

Os resultados encontrados demonstram que as IFNB e os bancos rurais atendem mais clientes que as ONG's e os bancos. Os resultados coincidem com Tchakoute-Tchuigoua (2010), exceto para os bancos, que no presente estudo conseguem atender um número de clientes menor. Uma possível explicação é que o resultado encontrado por Tchakoute-Tchuigoua (2010) tem relação com o tamanho maior dos bancos e não com a forma legal.

O tamanho foi significativo a 1% para o número de clientes e o R^2 do modelo foi de 0,659. O resultado encontrado, em conjunto com a correlação entre o tamanho da IMC e o número de clientes, parece indicar que o tamanho da IMC é um fator determinante para o número de clientes atendidos e para o impacto da IMC na sociedade.

A média dos empréstimos foi positivamente significativa com o tamanho das IMC's, o que revela que IMC's maiores fornecem empréstimos maiores, que são obtidos por clientes não tão pobres e, portanto, indicam baixo desempenho social (CULL; DEMIRGÜÇ-KUNT; MORDUCH, 2007). As cooperativas apresentaram menor média de empréstimos que os bancos, os resultados coincidem com Tchakoute-Tchuigoua (2010). Os resultados encontrados podem estar relacionados com a maior orientação social das cooperativas quando comparadas ao bancos (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014).

4.2.3 Eficiência e custos

Para o custo por cliente, foi possível observar que as cooperativas têm custos por clientes mais altos que o grupo formado por IFNB e bancos rurais, o que corrobora com o resultado encontrado por Servin, Lensink e van den Berg (2012), que encontrou que as cooperativas são menos eficientes que as IFNB. Tchakoute-Tchuigoua (2010) também encontrou o resultado de que IMC's privadas são mais eficientes.

O maior custo por cliente das cooperativas pode ser causado, segundo Serrano-Cinca e Gutiérrez-Nieto (2014), pelo baixo uso da tecnologia da informação por algumas das IMC's. O resultado para o grupo das cooperativas se torna preocupante, pois o custo para atender os clientes tem correlação elevada, de 0,62, com a média de empréstimos. Serrano-Cinca e Gutiérrez-Nieto (2014) relataram que a média dos empréstimos está relacionada com a deriva da missão social de algumas IMC's.

O tamanho da instituição de microcrédito está diretamente relacionado com os custos por cliente. O resultado é um indício de que as grandes instituições financeiras talvez não estejam prontas para entrar no mercado de microcrédito, o que contraria Mersland (2009). A razão de solvência também está relacionada com um maior custo por cliente, levando a crer que IMC's menos alavancadas têm maiores custos por cliente.

A explicação para os resultados do tamanho e da razão de solvência estarem relacionados com maiores custos por cliente pode estar relacionada com o maior acesso das IMC's menores, e com maior orientação para o caráter social do microcrédito, a linhas de crédito subsidiadas e mais baratas (GHOSH; TASSEL, 2011).

Em relação ao grupo das IFNB e dos bancos rurais, é possível observar que cooperativas e ONG's conseguem ter custos mais baixos, enquanto os bancos têm custos mais altos. Os resultados coincidem com Tchakoute-Tchuigoua (2010) e Gutiérrez-Nieto, Serrano-Cinca e Molinero (2007) e podem ter relação com o acesso facilitado a doações e linhas de crédito mais baratas que explicariam a maior eficiência obtida por essas IMC's (GHOSH; TASSEL, 2011).

Os resultados encontrados indicam que as maiores IMC's conseguem um menor custo para a carteira de crédito, demonstrando que talvez exista ganho de escala no mercado de microcrédito que pode ser independente da forma legal adotada pela IMC's. Hartarska, Shen e Mersland (2013) constataram que o crescimento e a consolidação pode ser um caminho para o aumento da eficiência das IMC's.

Os resultados das variáveis relacionados à eficiência revelam que o grupo formado por IFNB e bancos rurais consegue ter um custo por cliente mais baixo, mesmo com o custo da carteira de crédito maior que ONG's e cooperativas. É possível que o resultado esteja relacionado com a orientação social das IMC's, que está relacionado com a aplicação de recursos em processos menos retáveis (SERVIN; LENSINK; VAN DEN BERG, 2012).

O resultado da eficiência revela que mesmo atendendo um número menor de clientes que as outras formas legais, os bancos apresentam maiores custos para a carteira de crédito. O resultado parece contradizer as vantagens apresentadas por Mersland (2009), indicando que os grandes bancos podem não ser tão eficientes no mercado de microcrédito. A justificativa pode estar relacionada com a necessidade de intermediários para atender comunidades afastadas dos centros urbanos (JEON; MENICUCCI, 2011).

As cooperativas apresentaram maiores custos por cliente. O resultado, em conjunto com o ROA mais alto das cooperativas, parece indicar que algumas dessas IMC's podem estar privilegiando clientes não tão pobres (LOUIS; SERET; BAESENS, 2013) e, possivelmente, derivando da missão social (SERRANO-CINCA; GUTIÉRREZ-NIETO, 2014).

Quanto à qualidade da carteira de crédito para 30 dias, apenas a variável binária das cooperativas se mostrou significativa no modelo, com resultado negativo, o que não permitiu comparação entre as formas legais. Tchakoute-Tchuigoua (2010) encontrou que ONG's e cooperativas têm maior risco, mas Chakravarty e Pylypiv (2015) encontrou que ONG's e cooperativas têm risco mais baixo, mostrando que não existe consenso quanto ao efeito da forma legal para o risco da carteira de crédito das IMC's.

Contudo a média encontrada por Tchakoute-Tchuigoua (2010) para a variável PAR (0,064) é semelhante á encontrada para a amostra estudada (0,064), indicando que o

baixo risco da carteira de crédito pode ser uma característica inerente ao mercado de microfinanças como um todo.

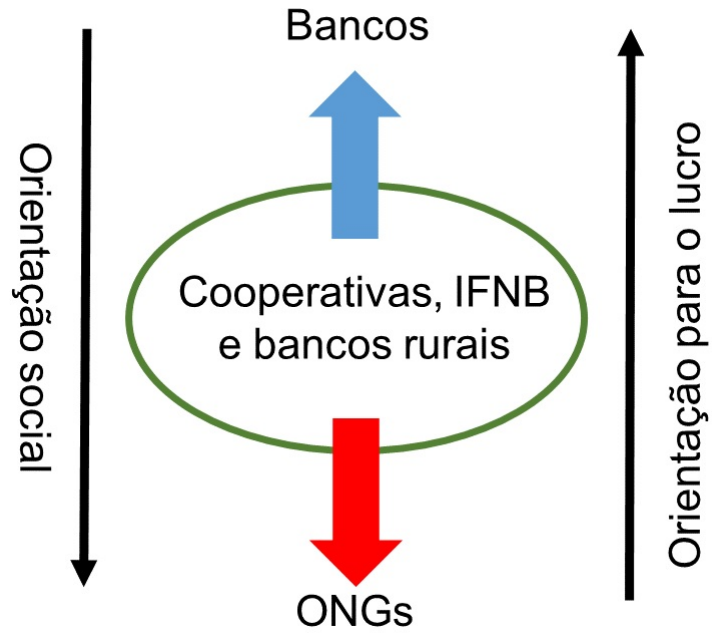
4.2.4 A forma legal e o desempenho

Os resultados encontrados para as cooperativas mostram que elas apresentam maior retorno, maior autossuficiência operacional, menor média de empréstimos concedidos e menor custo por unidade de crédito concedido quando o grupo foi comparado as outras formas legais. As ONG's obtiveram o menor custo da carteira de crédito. O resultado pode ser atribuído à facilidade de acesso que as IMC's com maior orientação social têm para linhas de crédito subsidiadas (HERMES; LENSINK, 2011), mas que podem mascarar processos ineficientes (HERMES; LENSINK, 2011). Isso explicaria o porquê do menor custo da carteira de crédito das ONG's não se refletir no menor custo por cliente se comparadas as cooperativas.

Os bancos obtiveram menor ROA, menor lucratividade, menor número de clientes, maior média de empréstimos e maior custo da carteira de crédito quando comparados ao grupo das IFNB e dos bancos rurais. Cyree e Spurlin (2012) destaca que os bancos rurais são mais eficientes e conseguem maiores lucros que os grandes bancos quando atuam em comunidades rurais. Roberts (2013) destaca que a orientação excessiva para o lucro pode ser prejudicial para o desempenho financeiro das IMC's. A maior eficiência para atender comunidades rurais e a menor orientação para o lucro são possíveis explicações para a maior lucratividade e retorno do grupo das IFNB e dos bancos rurais quando comparado ao grupo dos grandes bancos.

Os resultados do grupo dos bancos são um indício que a excessiva orientação para o lucro pode ser prejudicial para as IMC's, como destacado por Roberts (2013). Por outro lado, a excessiva orientação social também pode ser prejudicial para as IMC's, o que explicaria os resultados encontrados por Fernando (2004) em relação as ONG's que mudaram de forma legal. neste contexto, as IMC's que adotam formas legais intermediárias entre a orientação social das ONG's e a orientação para o lucro dos bancos, aparentemente, conseguem o equilíbrio para a atuação no mercado de microfinanças. A figura 1 ilustra a situação das cooperativas, dos bancos rurais e das IFNB, essas instituições atuam entre a orientação social e a orientação para o lucro.

Figura 1 – Ilustração do mercado de microfinanças, representando o equilíbrio encontrado por cooperativas, bancos rurais e IFNB entre a orientação social das ONG's e a orientação social para o lucro dos grandes bancos.



Fonte: Elaboração própria (2014)

5 CONCLUSÕES

No presente trabalho mostrou-se que as maiores IMC's obtiveram maiores retornos, maiores índices de autossuficiência, maiores lucros, maior número de clientes atendidos e menor custo da carteira de crédito que as instituições menores. Os resultados são indícios de que os investidores interessados no microcrédito, com objetivo principal de obter lucro, deveriam investir em IMC's maiores.

Os resultados parecem indicar que o crescimento das IMC's é importante para a sobrevivência e consolidação das IMC's no mercado de microfinanças. Neste sentido, as fusões e assimilações podem ser alternativas interessantes para as IMC's menores, elas poderiam se juntar e obter os ganhos que as IMC's maiores conseguem. No Equador, que foi o país com mais IMC's na amostra, 14 das 27 IMC's atuantes no país são cooperativas, algumas dessas IMC's poderiam se unir para obter os mesmos ganhos que as maiores IMC's conseguem.

Contudo, as maiores IMC's apresentaram maiores custos por cliente e maiores médias de empréstimos concedidos, indicando que IMC's muito grandes podem não ser socialmente adequadas para atender os clientes mais pobres. O menor custo por cliente apresentado por IMC's menores pode estar relacionado com a proximidade com a comunidade, evitando que sejam necessários intermediários (JEON; MENICUCCI, 2011), o que permitiria o atendimento de clientes mais pobres.

Também foi observado que as cooperativas, IFNB e bancos rurais são as formas legais que, aparentemente, conseguem equilibrar o desempenho financeiro e o desempenho social necessário para o mercado de microcrédito. Kent e Dacin (2013) relata que o mercado de microfinanças necessita de equilíbrio entre o lucro e a atuação social das IMC's para garantir a sobrevivência das IMC's e o fornecimento de empréstimos para as pessoas realmente necessitadas.

Aparentemente, as ONG's e os bancos não conseguem atingir o equilíbrio necessário para o mercado de microfinanças. O que se observou é que a orientação social das ONG's não se refletiu em maior impacto na sociedade ou menores empréstimos para os mais pobres, do mesmo modo, os bancos não conseguem os maiores lucro nem os maiores retornos. No estudo foram as cooperativas que obtiveram os maiores retornos e o grupo das IFNB e dos bancos rurais que conseguiram atender mais clientes e causar mais impacto na sociedade.

REFERÊNCIAS

- AHLIN, C.; LIN, J.; MAIO, M. Where does microfinance flourish? microfinance institution performance in macroeconomic context. *Journal of Development Economics*, v. 95, n. 2, p. 105–120, jul. 2011.
- BERGER, A. N.; BOUWMAN, C. H. How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*, v. 109, n. 1, p. 146–176, 2013.
- BRASIL. Lei ordinária nº 9.532 de 1997. Altera a legislação Tributária Federal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, p. 29432, dez. 1997.
- BRASIL. Lei ordinária nº 10.735 de 2003. Dispõe sobre o direcionamento de depósitos à vista captados pelas instituições financeiras para operações de crédito destinadas à população de baixa renda e à microempresendedores, autoriza o Poder Executivo a instituir o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - PIPS, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, p. 8, set. 2003.
- BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, p. 1287–1294, 1979.
- BRUETT, T. Measuring performance of microfinance institutions. *Washington, SEEP Network*, 2005.
- CHAKRAVARTY, S.; PYLYPIV, M. I. The role of subsidization and organizational status on microfinance borrower repayment rates. *World Development*, v. 66, p. 737–748, 2015.
- CROISSANT, Y.; MILLO, G. Panel data econometrics in R: The plm package. *Journal of Statistical Software*, v. 27, n. 2, 2008.
- CULL, R.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MORDUCH, J. Financial performance and outreach: a global analysis of leading microbanks. *The Economic Journal*, v. 117, n. 517, p. F107–F133, fev. 2007.
- CULL, R.; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MORDUCH, J. Does regulatory supervision curtail microfinance profitability and outreach? *World Development*, v. 39, n. 6, p. 949–965, jun. 2011.
- CYREE, K. B.; SPURLIN, W. P. The effects of big bank presence on the profit efficiency of small banks in rural markets. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, n. 9, p. 2593–2603, 2012.
- D'ESPALLIER, B.; HUDON, M.; SZAFARZ, A. Unsubsidized microfinance institutions. *Economics Letters*, v. 120, n. 2, p. 174–176, ago. 2013.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. *Journal of law and Economics*, p. 327–349, 1983.
- FERNANDO, N. A. *Micro Success Story?: Transformation of Nongovernment Organizations Into Regulated Financial Institutions*. [S.l.]: Asian Development Bank, 2004.

- GALEMA, R.; LENSINK, R.; SPIERDIJK, L. International diversification and microfinance. *Journal of International Money and Finance*, v. 30, n. 3, p. 507–515, 2011.
- GHOSH, S.; TASSEL, E. V. Microfinance and competition for external funding. *Economics Letters*, v. 112, n. 2, p. 168–170, ago. 2011.
- GUÉRIN, I.; ROESCH, M.; VENKATASUBRAMANIAN, G.; KUMAR, S. The social meaning of over-indebtedness and creditworthiness in the context of poor rural south indian households (tamil nadu). *Microfinance, Debt and Over-Indebtedness. Juggling with Money*, Routledge, Londres, p. 125–150, 2013.
- GUTIÉRREZ-NIETO, B.; SERRANO-CINCA, C.; MOLINERO, C. M. Microfinance institutions and efficiency. *Omega*, v. 35, n. 2, p. 131–142, 2007.
- HARTARSKA, V. Governance and performance of microfinance institutions in central and eastern europe and the newly independent states. *World development*, v. 33, n. 10, p. 1627–1643, 2005.
- HARTARSKA, V.; NADOLNYAK, D. Do regulated microfinance institutions achieve better sustainability and outreach? cross-country evidence. *Applied Economics*, v. 39, n. 10, p. 1207–1222, 2007.
- HARTARSKA, V.; SHEN, X.; MERSLAND, R. Scale economies and input price elasticities in microfinance institutions. *Journal of Banking & Finance*, v. 37, n. 1, p. 118–131, jan. 2013.
- HERMES, N.; LENSINK, R. Microfinance: Its impact, outreach, and sustainability. *World Development*, v. 39, n. 6, p. 875–881, jun. 2011.
- HERMES, N.; LENSINK, R.; MEESTERS, A. Outreach and efficiency of microfinance institutions. *World Development*, v. 39, n. 6, p. 938–948, jun. 2011.
- IM, K. S.; PESARAN, M. H.; SHIN, Y. Testing for unit roots in heterogeneous panels. *Journal of Econometrics*, v. 115, n. 1, p. 53–74, 2003.
- JEON, D.-S.; MENICUCCI, D. When is the optimal lending contract in microfinance state non-contingent? *European Economic Review*, v. 55, n. 5, p. 720–731, 2011.
- KENT, D.; DACIN, M. T. Bankers at the gate: Microfinance and the high cost of borrowed logics. *Journal of Business Venturing*, v. 28, n. 6, p. 759–773, 2013.
- KODONGO, O.; KENDI, L. G. Individual lending versus group lending: An evaluation with Kenya's microfinance data. *Review of Development Finance*, v. 3, n. 2, p. 99–108, abr. 2013.
- LOUIS, P.; SERET, A.; BAESENS, B. Financial efficiency and social impact of microfinance institutions using self-organizing maps. *World Development*, v. 46, p. 197–210, jun. 2013.
- MERSLAND, R. The cost of ownership in microfinance organizations. *World Development*, v. 37, n. 2, p. 469–478, 2009.
- MERSLAND, R.; STRØM, R. Ø. Performance and governance in microfinance institutions. *Journal of Banking & Finance*, v. 33, n. 4, p. 662–669, 2009.

- MIX. About MIX. 2012. Disponível em: <<http://www.mixmarket.org/about>>. Acesso em: 2014-10-11.
- MIXMARKET. What are the diamonds rankings? *What are the Diamonds Rankings?*, 2012. Disponível em: <<http://www.mixmarket.org/faq/diamond-rankings>>. Acesso em: 2014-03-31.
- PEARSON, K. Note on regression and inheritance in the case of two parents. *Proceedings of the Royal Society of London*, The Royal Society, v. 58, n. 347-352, p. 240–242, 1895.
- PIOT-LEPETIT, I.; NZONGANG, J. Financial sustainability and poverty outreach within a network of village banks in cameroon: A multi-DEA approach. *European Journal of Operational Research*, v. 234, n. 1, p. 319–330, abr. 2014.
- R CORE TEAM. *R: A Language and Environment for Statistical Computing*. Vienna, Austria, 2014. Disponível em: <<http://www.R-project.org/>>.
- ROBERTS, P. W. The profit orientation of microfinance institutions and effective interest rates. *World Development*, v. 41, p. 120–131, jan. 2013.
- SAID, S. E.; DICKEY, D. A. Testing for unit roots in autoregressive-moving average models of unknown order. *Biometrika*, v. 71, n. 3, p. 599–607, 1984.
- SANFELIU, C. B.; ROYO, R. C.; CLEMENTE, I. M. Measuring performance of social and non-profit microfinance institutions (MFIs): an application of multicriterion methodology. *Mathematical and Computer Modelling*, v. 57, n. 7–8, p. 1671–1678, abr. 2013.
- SCHICKS, J. Over-indebtedness in microfinance – an empirical analysis of related factors on the borrower level. *World Development*, v. 54, p. 301–324, fev. 2014.
- SERRANO-CINCA, C.; GUTIÉRREZ-NIETO, B. Microfinance, the long tail and mission drift. *International Business Review*, v. 23, n. 1, p. 181–194, fev. 2014.
- SERVIN, R.; LENSINK, R.; VAN DEN BERG, M. Ownership and technical efficiency of microfinance institutions: Empirical evidence from latin america. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, n. 7, p. 2136–2144, jul. 2012.
- SOARES, M. M.; MELO, A. D. Microfinanças: o papel do Banco Central do Brasil e a importância do cooperativismo de crédito. *Brasília: Banco Central do Brasil*, 2008. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br/htms/public/microcredito/livro_microfinan%E7as_miolo_internet_1.pdf>. Acesso em: 2014-04-01.
- STRØM, R. Ø.; D’ESPALLIER, B.; MERSLAND, R. Female leadership, performance, and governance in microfinance institutions. *Journal of Banking & Finance*, v. 42, p. 60–75, maio 2014.
- STUDENT. The probable error of a mean. *Biometrika*, p. 1–25, 1908.
- TCHAKOUTE-TCHUIGOUA, H. Is there a difference in performance by the legal status of microfinance institutions? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 50, n. 4, p. 436–442, nov. 2010.

TORRES-REYNA, O. Panel data analysis, fixed & random effects (using stata 10.x)(ver. 4.1). *Panel 101, Princeton University*, 2010.

TUCKER, M.; MILES, G. Financial performance of microfinance institutions: A comparison to performance of regional commercial banks by geographic regions. *Journal of Microfinance*, v. 6, n. 1, p. 41–54, 2004.

WAGNER, C.; WINKLER, A. The vulnerability of microfinance to financial turmoil – evidence from the global financial crisis. *World Development*, v. 51, p. 71–90, nov. 2013.

APÊNDICE A – TESTE DE RAIZ UNITÁRIA

Teste para raiz unitária com o resultado individual das variáveis para o teste ADF e o resultado do teste de Im, Pesaram e Shin (2003) (p-valor < 0,05 indica ausência de raiz unitária no painel).

Variáveis Dependentes	Teste ADF				Teste de Im, Pesaram e Shin	
	Lag	Observações	RHO	T-RHO	Estatística do painel	P-Valor
ROA	3	1.454	-0,7440590	-15,07206	-36,984	0,001
ASOP	3	1.454	-0,9487522	-18,11851	-38,405	0,001
LUCR	3	1.454	-0,8527744	-17,02451	-37,895	0,001
NUCL	4	1.453	-0,6020739	-13,95501	-36,431	0,001
MEEC	0	1.457	-0,9444184	-36,10402	-46,918	0,001
CPC	0	1.457	-10,188.923	-38,89985	-48,226	0,001
CDC	3	1.454	-0,6581544	-14,24176	-36,597	0,001
PAR	0	1.457	-0,9801112	-37,41879	-47,533	0,001
Variáveis Independentes	Lag	Observações	RHO	T-RHO		
TAM	3	1454	-0.5976075	-14.45922		
RSOL	4	1453	-0.7876652	-14.44070		
BANCO	3	1454	-0.8735713	-18.76323		
COOPERATIVA	4	1453	-0.5047995	-11.77343		
ONG	4	1453	-0.6907524	-13.79993		

Variáveis Exógenas: Intercepto

Seleção Automática de lags usando AIC: 0 - 4 lags (máximo: 4)

Fonte: Elaboração própria (2014)

APÊNDICE B – LISTA DAS IMC'S UTILIZADAS

Nome da IMC	Forma Legal	País
AccessBank	Banco	Azerbaijão
ACF	IFNB	Cazaquistão
ACORDE	ONG	Costa Rica
Actuar Caldas	ONG	Colômbia
Actuar Tolima	ONG	Colômbia
Adhikar	IFNB	Índia
ADICH	ONG	Honduras
ADIM	ONG	Nicarágua
ADRI	ONG	Costa Rica
AFK	ONG	Kosovo
AFODENIC	ONG	Nicarágua
AgroInvest - Sérvia	IFNB	Sérvia
AGUDESA	ONG	Guatemala
ALIDÉ	ONG	Benim
ALSOL	IFNB	México
AMC de R.L.	IFNB	El Salvador
AMK	IFNB	Camboja
AML	IFNB	Índia
AMRET	IFNB	Camboja
Apoyo Económico	IFNB	México
Apoyo Integral	IFNB	El Salvador
AREGAK UCO	IFNB	Armênia
Arohan	IFNB	Índia
ASA Filipinas	ONG	Filipinas
ASALA	ONG	Palestina
ASDIR	ONG	Guatemala
ASEI	ONG	El Salvador
Azercredit	IFNB	Azerbaijão
Azeri Star	IFNB	Azerbaijão
Bai Tushum	Banco	Quirguistão
Banco ADOPEM	Banco	República Dominicana
Banco da Família	ONG	Brasil
Banco FIE	Banco	Bolívia
Banco Popular	Banco	Honduras
Banco Solidario	Banco	Equador
BancoSol	Banco	Bolívia
Bandhan	IFNB	Índia
Banco Eshkata	Banco	Tajiquistão
BASIX	IFNB	Índia
BEES	ONG	Bangladesh
Bereke	ONG	Cazaquistão
BJS	ONG	Índia
BPR Pinang Artha	Banco Rural	Indonésia
BRAC - LKA	ONG	Sri Lanka
BWDA Finance	IFNB	Índia
BZMF	ONG	Kosovo
CACMU	Cooperativa	Equador
CAME	IFNB	México
Cashpor MC	ONG	Índia
Caspian Invest	IFNB	Azerbaijão
CBB	Banco Rural	Nepal
CCC	ONG	Equador
CDRO	ONG	Guatemala

CEAPE MA	ONG	Brasil
CEP	ONG	Vietnã
CEPRODEL	ONG	Nicarágua
CEVI	ONG	Filipinas
CFPA	ONG	China
Chamroeun	IFNB	Camboja
CIDRE	ONG	Bolívia
CMAC Arequipa	IFNB	Peru
CMAC Huancayo	IFNB	Peru
CMAC Sullana	IFNB	Peru
CMAC Tacna	IFNB	Peru
CMAC Trujillo	IFNB	Peru
CMEDFI	ONG	Filipinas
COAC 4 de Octubre	Cooperativa	Equador
COAC Ambato	Cooperativa	Equador
COAC Artesanos	Cooperativa	Equador
COAC Kullki Wasi	Cooperativa	Equador
COAC La Benéfica	Cooperativa	Equador
COAC Luz del Valle	Cooperativa	Equador
COAC MCCH	Cooperativa	Equador
COAC San Antonio	Cooperativa	Equador
COAC San Gabriel	Cooperativa	Equador
COAC San José	Cooperativa	Equador
COAC Santa Anita	Cooperativa	Equador
COCDEP	IFNB	México
CODESARROLLO	Cooperativa	Equador
Compartamos Banco	Banco	México
Conserva	IFNB	México
Contactar	ONG	Colômbia
Coop Juan XXIII	Cooperativa	Panamá
COOPROGRESO	Cooperativa	Equador
CRAC Señor de Luren	IFNB	Peru
CRECER	ONG	Bolívia
CREDO	IFNB	Geórgia
Crezcamos	IFNB	Colômbia
CRYSOL	ONG	Guatemala
Crystal	IFNB	Geórgia
CTS	Cooperativa	Bangladesh
CUMO	ONG	Malawi
DAMEN	ONG	Paquistão
DBACD	ONG	Egito
DemirBanco	Banco	Azerbaijão
Diaconia	ONG	Bolívia
D-Miro	Banco	Equador
Doveriye- Bulgária	Cooperativa	Bulgária
ECLOF - ARM	IFNB	Armênia
EcoFuturo FFP	IFNB	Bolívia
EDPYME Alternativa	IFNB	Peru
EKI	IFNB	Bósnia e Herzegovina
Emprenda	IFNB	Argentina
Emprender	ONG	Bolívia
Enda	ONG	Tunísia
ENLACE	IFNB	El Salvador
Equity Banco	Banco	Quênia
ESAF	IFNB	Índia
Express Finance	IFNB	Romênia
FACES	ONG	Equador

FAFIDESS	ONG	Guatemala
FAMA OPDF	IFNB	Honduras
FAPE	ONG	Guatemala
FDL	ONG	Nicarágua
FFSA	IFNB	Cazaquistão
FIACG	ONG	Guatemala
FIDERPAC	ONG	Costa Rica
FIE Gran Poder	IFNB	Argentina
Financiera Fama	IFNB	Nicarágua
Financiera Independencia	IFNB	México
FINCA - AZE	IFNB	Azerbaijão
FINCA - GEO	IFNB	Geórgia
FINCA - MEX	IFNB	México
FINCA - NIC	IFNB	Nicarágua
FinComún	IFNB	México
FINSOL	IFNB	Honduras
FMFB - AFG	Banco	Afganistão
FMFB - Paquistão	Banco	Paquistão
FMFB - TJK	Banco	Tajiquistão
FODEMI	ONG	Equador
FONDECO	ONG	Bolívia
FONDESOL	ONG	Guatemala
Forjadores de Negocios	Banco	México
FORWARD	ONG	Nepal
FUBODE	ONG	Bolívia
FUNBODEM	ONG	Bolívia
Fundación Alternativa	ONG	Equador
Fundación CAMPO	ONG	El Salvador
Fundación Espoir	ONG	Equador
Fundación Paraguaia	ONG	Paraguai
FUNDAHMICRO	ONG	Honduras
FUNDAMIC	ONG	Equador
FUNDEA	ONG	Guatemala
FUNDECOCA	ONG	Costa Rica
FUNDENUSE	IFNB	Nicarágua
FUNDESER	ONG	Nicarágua
FUNDESPE	ONG	Guatemala
FUNED	IFNB	Honduras
FUNSALE	ONG	El Salvador
General Toshevo	Cooperativa	Bulgária
Genesis Empresarial	ONG	Guatemala
GFSPL	IFNB	Índia
GRAINE sarl	IFNB	Burkina Faso
GU	ONG	Índia
HDH OPDF	IFNB	Honduras
Horizonti	ONG	Macedônia
ICC BluSol	ONG	Brasil
IDEPRO	ONG	Bolívia
IDF	ONG	Bangladesh
IDH	ONG	Honduras
Imkoniyat Hovar	IFNB	Tajiquistão
IMON	IFNB	Tajiquistão
IMPRO	ONG	Bolívia
INECO	Banco	Armênia
INSOTEC	ONG	Equador
Interactuar	ONG	Colômbia
JSC Banco Constanta	Banco	Geórgia

JSCCS	Cooperativa	Nepal
KAMURJ	ONG	Arménia
KBSLAB	Banco Rural	Índia
KEP	IFNB	Kosovo
Khan Banco	Banco	Mongólia
Khushhali Banco	Banco	Paquistão
KMF	IFNB	Cazaquistão
Kompanion	IFNB	Quirguistão
KosInvest	ONG	Kosovo
KredAqro NBCO	IFNB	Azerbaijão
KWFT	IFNB	Quênia
LOK Microcredit Foundation	IFNB	Bósnia e Herzegovina
Mahuli	ONG	Nepal
Manuela Ramos	ONG	Peru
MDF	ONG	Sérvia
MDO Arvand	IFNB	Tajiquistão
MFW	IFNB	Jordânia
MiBanco	Banco	Peru
MI-BOSPO	IFNB	Bósnia e Herzegovina
Microfinanciera Prisma	IFNB	Honduras
Microserfin	IFNB	Panamá
MIKRA	IFNB	Bósnia e Herzegovina
Mikro ALDI	IFNB	Bósnia e Herzegovina
MIKROFIN	IFNB	Bósnia e Herzegovina
Mikrofond	IFNB	Bulgária
MLF MWI	ONG	Malawi
Moris Rasik	ONG	Timor Leste
Moznosti	Cooperativa	Macedônia
Nirdhan	Banco	Nepal
Nor Horizon	IFNB	Armênia
NWTF	ONG	Filipinas
OBS	Banco	Sérvia
ODEF Financiera	IFNB	Honduras
Oportunidad Microfinanzas	IFNB	México
OXUS - AFG	IFNB	Afganistão
PADECOMSMCREDITO	IFNB	El Salvador
Partner	IFNB	Bósnia e Herzegovina
PGBB	Banco Rural	Nepal
PILARH OPDF	IFNB	Honduras
POMFB	Banco	Paquistão
PRASAC	IFNB	Camboja
PRESTANIC	ONG	Nicarágua
Pro Mujer - BOL	ONG	Bolívia
Pro Mujer - MEX	ONG	México
ProCaja	ONG	Panamá
ProCredit - ECU	Banco	Equador
PRODESA	IFNB	Nicarágua
RGVN	IFNB	Índia
Sarala	ONG	Índia
Sartawi	ONG	Bolívia
SB Bank	Banco Rural	Nepal
SCNL	IFNB	Índia
SEF-ARM	IFNB	Armênia
SemiSol	IFNB	México
SEWA Bank ¹	Banco	Índia

¹A instituição foi alocada no grupo dos bancos pelos autores.

Shakti	ONG	Bangladesh
SOGESOL	IFNB	Haiti
SOLFI	IFNB	México
Sonata	IFNB	Índia
Spandana	IFNB	Índia
SPBD Samoa	ONG	Samoa
Sunrise	IFNB	Bósnia e Herzegovina
Swadhaar	IFNB	Índia
Te Creemos	IFNB	México
TMFB	Banco	Paquistão
TPC	IFNB	Camboja
UCADE Ambato	ONG	Equador
UCADE Latacunga	ONG	Equador
UCADE Santo Domingo	ONG	Equador
Ujjivan	IFNB	Índia
VFC	IFNB	Camboja
VFS	IFNB	Índia
Vision Fund - MEX	IFNB	México
Vital Finance	ONG	Benim
World Relief - HND	ONG	Honduras
XacBank	Banco	Mongólia

Fonte: Elaboração própria (2014)