

UNIVERZITET U NOVOM SADU
EKONOMSKI FAKULTET U SUBOTICI
STUDIJSKI PROGRAM: EKONOMIJA

**RAZVOJ MODELA ZA ANALIZU KAMATNIH STOPA
U MIKROKREDITNOM SEKTORU U SRBIJI**
DOKTORSKA DISERTACIJA

Mentor:
Prof. dr Vera Zelenović

Kandidat:
Maja Drobnjaković

Subotica, 2016. godina

„Previše se čudimo onome što retko vidamo,
a premalo onome što vidimo svakoga dana.”

Stéphanie Félicité du Crest de Saint-Aubin (1746 – 1830)

Hvala svima onima koji su me svesno ili nesvesno podsticali na promišljanje!

Posebno mami i sestri.

**UNIVERZITET U NOVOM SADU
EKONOMSKI FAKULTET U SUBOTICI**

KLJUČNA DOKUMENTACIJSKA INFORMACIJA

Redni broj: RBR	
Identifikacioni broj: IBR	
Tip dokumentacije: TD	Monografska dokumentacija
Tip zapisa: TZ	Tekstualni štampani materijal
Vrsta rada (dipl., mag., dokt.): VR	Doktorska disertacija
Ime i prezime autora: AU	Maja Drobnjaković
Mentor (titula, ime, prezime, zvanje): MN	Prof. dr Vera Zelenović, vanredni profesor
Naslov rada: NR	Razvoj modela za analizu kamatnih stopa u mikrokreditnom sektoru u Srbiji
Jezik publikacije: JP	Srpski jezik
Jezik izvoda: JI	Srpski jezik / Engleski jezik
Zemlja publikovanja: ZP	Republika Srbija
Uže geografsko područje: UGP	Autonomna Pokrajina Vojvodina
Godina: GO	2016. godina
Izdavač: IZ	Autorski reprint
Mesto i adresa: MA	Ekonomski fakultet u Subotici Segedinski put 9-11, 24000 Subotica

Fizički opis rada: FO	Broj poglavlja: 4 Broj stranica: 250 Broj slika: 3 Broj grafikona i tabela: 55/134 Broj referenci: 161
Naučna oblast: NO	Finansije
Naučna disciplina: ND	Bankarstvo
Predmetna odrednica, ključne reči: PO	Mikrokreditiranje, procena rizika, utvrđivanje kamatnih stopa, CAPM model, fenomen „predatorstva”, održivi model mikrofinansiranja
UDK	
Čuva se: ČU	Biblioteka Ekonomskog fakulteta u Subotici
Važna napomena: VN	
Izvod: IZ	<p>Osnovni cilj istraživanja u ovoj disertaciji je da se teorijski identifikuje i kritički analizira uticaj određenih komponenti na utvrđivanje kamatnih stopa na mikrokredite u Srbiji, ali i Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori (komparativna analiza), kao i da se empirijski sagleda da li je očekivani profit (marža) ključni činilac prilikom utvrđivanja kamatnih stopa na mikrokredite, a ne operativni (transakcioni) troškovi, kako se najčešće navodi (literatura, javno mnjenje).</p> <p>U svrhu procene „fer“ kamatnih stopa, koristiće se jedan od najpopularnijih metoda za vršenje procena, kao što je CAPM.</p> <p>Sporedni cilj istraživanja u disertaciji je analiza korelacije između ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita u ovim državama i pojedinih makroekonomskih i alternativnih pokazatelja razvoja (stopa zaposlenosti, bruto domaći proizvod, indeks ljudskog razvoja).</p>
Datum prihvatanja teme od strane Senata: DP	12.11.2015. godine
Datum odbrane: DO	

Članovi komisije: (ime i prezime / titula / zvanje / naziv organizacije / status) KO	<p>Vera Zelenović, doktor ekonomskih nauka, vanredni profesor, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu, mentor – član</p> <p>Novo Plakalović, doktor ekonomskih nauka, redovni profesor, Ekonomski fakultet Pale, Univerzitet Istočno Sarajevo, član</p> <p>Ivan Milenković, doktor ekonomskih nauka, vanredni profesor, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu, član</p>
---	---

**UNIVERSITY OF NOVI SAD
FACULTY OF ECONOMICS IN SUBOTICA**

KEY WORD DOCUMENTATION

Accession number: ANO	
Identification number: INO	
Document type: DT	Monographic documentation
Type of record: TR	Textual printed material
Contents code: CC	Doctoral Thesis / Doctoral Dissertation
Author: AU	Maja Drobnjaković
Mentor: MN	Vera Zelenović, Phd, Associate Professor
Title: TI	Development of a Model for the Analysis of Interest Rates in the Microcredit Sector of Serbia
Language of text: LT	Serbian language
Language of abstract: LA	Serbian language / English language
Country of publication: CP	Republic of Serbia
Locality of publication: LP	Autonomous Province of Vojvodina
Publication year: PY	2016
Publisher: PU	Author's reprint
Publication place: PP	Faculty of Economics in Subotica Address: Segedinski put 9-11, 24000 Subotica

Physical description: PD	Number of chapters: 4 Number of pages: 250 Number of pictures: 3 Number of figures and tables: 55/134 Number of references: 161
Scientific field SF	Finance
Scientific discipline SD	Banking
Subject, Key words SKW	Microcredit, risk assessment, determining interest rates, CAPM model, the phenomenon of "predation", sustainable microfinance model
UC	
Holding data: HD	The Library of the Faculty of Economics in Subotica
Note: N	
Abstract: AB	<p>The main research objective of this dissertation is to theoretically identify and critically analyze the impact of certain components on the process of determining microcredit interest rates in Serbia, Bosnia and Herzegovina and Montenegro (comparative analysis), as well as to empirically determine whether the expected profit (profit margin) is actually a key factor in determining microcredit interest rates, rather than operational (transaction) costs, as it is typically stated (according to literature, public opinion etc.).</p> <p>In order to assess "fair" interest rates, one of the most popular methods for carrying out assessments, such as CAPM, will be used.</p> <p>The secondary research objective of this dissertation is to analyze the correlation between the total amount of approved micro-credits in the mentioned countries and certain macroeconomic and alternative development indicators (e.g. employment rate, gross domestic product, human development index).</p>
Accepted on Senate on: AS	November 12, 2015
Defended: DE	

Thesis Defend Board: DB	<p>Vera Zelenović, Phd, Associate Professor, Faculty of Economics in Subotica, University of Novi Sad, mentor – member</p> <p>Novo Plakalović, Phd, Full Professor, Faculty of Economics Pale, University of East Sarajevo, member</p> <p>Ivan Milenković, Phd, Associate Professor, Faculty of Economics in Subotica, University of Novi Sad, member</p>
----------------------------	--

SADRŽAJ

Uvod	1
1. Uvodna razmatranja.....	1
1.1. Pregled relevantne literature u okviru područja istraživanja	3
1.2. Definisanje i opis predmeta (problema) istraživanja	6
1.3. Definisanje ciljeva istraživanja	9
1.4. Definisanje hipoteza istraživanja	10
1.5. Metodologija naučnog istraživanja	12
1.6. Očekivani rezultati istraživanja i mogućnost njihove primene	17
I Konceptualni okvir za analizu mikrofinansijskog sektora	18
1. Terminološko i suštinsko diferenciranje pojmove mikrofinansiranje i mikrokreditiranje	18
1.1. Koncept mikrofinansiranja kao derivat koncepta etičnog (humanog) bankarstva	21
1.1.1. Analiza siromaštva u Bosni i Hercegovini, za period 2011-2015. godine	23
1.1.2. Analiza siromaštva u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine	25
1.1.3. Analiza siromaštva u Srbiji, za period 2011-2015. godine	27
1.2. Analiza „trouglja“ koncepta mikrofinansiranja: obuhvat, finansijska održivost i uticaj.....	29
2. Mikrofinansiranje u funkciji finansijske inkluzije	33
2.1. Dostupnost (penetracija) finansijskih usluga	34
2.1.1. Komparativna analiza: Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Srbija	36
2.1.2. Komparativna analiza: Švajcarska, Nemačka, Holandija, Finska i Švedska	38
2.2. Distinkcija između „finansijalizacije“ i komercijalizacije	39
3. Definisanje najrasprostranjenijih pristupa mikrofinansiranju	41
3.1. Zajedničko (solidarno, grupno) kreditiranje	41
3.2. Ruralno bankarstvo	45
3.3. Individualno kreditiranje	47
4. Percepcija internih i eksternih rizika u sektoru mikrofinansiranja	49
4.1. Finansijski rizik	51

4.1.1. Kreditni rizik	51
4.1.1.1. Rizik kolateralala (zaloge)	55
4.1.2. Tržišni rizik	57
4.1.2.1. Uticaj makroekonomskog okruženja	60
4.1.2.1.1. Rizik inflacije	62
4.1.2.1.2. Rizik monetarne politike	62
4.1.3. Rizik likvidnosti	63
4.2. Operativni rizik	64
4.2.1. Rizik tehnologije	64
4.2.2. Zakonski rizik	66
4.3. Strategijski rizik	68
4.3.1. Reputacioni rizik	71
4.3.2. Rizik zemlje	74
4.3.2.1. Politička nestabilnost	75
5. Analiza jaza između finansijskog i socijalnog, kao i kulturnog aspekta koncepta mikrofinansiranja	75
5.1. Dimenzije održivosti sektora mikrofinansiranja	79
5.2. Analiza trade-offa između profitne orijentisanosti i misije redukcije siromaštva	82
6. Analiza zakonskog okruženja kao preduslova za razvoj sektora mikrofinansiranja	83
6.1. Analiza zakonske regulative o mikrofinansiranju u Bosni i Hercegovini	83
6.2. Analiza zakonske regulative o mikrofinansiranju u Crnoj Gori	85
6.3. Analiza opasnosti nepostojanja zakonske regulative o mikrofinansiranju u Srbiji	87
II Empirijska analiza višedimenzionalnog uticaja mikrofinansijskog sektora	88
1. Komparativna analiza procesa odobravanja mikrokredita: Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Srbija ...	88
1.1. Analiza dominantnih razloga podnošenja zahteva za mikrofinansiranjem	88
1.2. Analiza dominantnih razloga odbijanja zahteva za mikrofinansiranjem	90
2. Komparativna analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i stope zaposlenosti	90
2.1. Analiza na nivou Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine	92

2.2. Analiza na nivou Crne Gore, za period 2011-2015. godine	94
2.3. Analiza na nivou Srbije, za period 2011-2015. godine	95
3. Komparativna analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i iznosa bruto domaćeg proizvoda	99
3.1. Analiza na nivou Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine	100
3.2. Analiza na nivou Crne Gore, za period 2011-2015. godine	101
3.3. Analiza na nivou Srbije, za period 2011-2015. godine	103
4. Komparativna analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i indeksa ljudskog razvoja	105
4.1. Analiza na nivou Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine	110
4.2. Analiza na nivou Crne Gore, za period 2011-2015. godine	112
4.3. Analiza na nivou Srbije, za period 2011-2015. godine	113
III Empirijska analiza mikrofinansijskog sektora na svetskom i regionalnom nivou	115
1. Komparativna analiza preseka stanja mikrofinansijskog sektora u svetu	115
1.1. Komparativna analiza regionalnih dispariteta.....	119
1.2. Problem nedostajuće decentralizacije	122
2. Analiza mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini	123
2.1. Herfindal-Hiršmanov indeks mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini	126
2.2. Analiza troškova, rizika, profitabilnosti i makroekonomskog ambijenta kao ključnih činilaca prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa	131
2.2.1. Analiza kreditnih politika i procedura upravljanja kreditnim rizikom	131
2.2.2. Analiza transakcionih troškova obrade zahteva za mikrofinansiranjem	136
2.2.3. Analiza pokazatelja ROA i ROE mikrofinansijskog sektora	142
2.2.4. Analiza minimalno zahtevane stope prinosa.....	147
2.2.5. Analiza pokazatelja LTD (Loan-To-Deposit Ratio)	151
2.2.6. Analiza pokazatelja VaR (Value at Risk)	152
2.2.7. Analiza kreditnog rejtinga Bosne i Hercegovine	156
2.2.8. Analiza pokazatelja Country Risk Premium (rizik zemlje)	157

2.2.9. Analiza „zamki” nepostojanja referentne kamatne stope Centralne banke Bosne i Hercegovine	159
2.2.10. Analiza inflacije i inflacionih očekivanja	160
2.2.11. Analiza režima monetarne politike	161
3. Analiza mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori	165
3.1. Herfindal-Hiršmanov indeks mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori	165
3.2. Analiza troškova, rizika, profitabilnosti i makroekonomskog ambijenta kao ključnih činilaca prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa	167
3.2.1. Analiza kreditnih politika i procedura upravljanja kreditnim rizikom	167
3.2.2. Analiza transakcionih troškova obrade zahteva za mikrofinansiranjem	168
3.2.3. Analiza pokazatelja ROA i ROE mikrofinansijskog sektora	169
3.2.4. Analiza minimalno zahtevane stope prinosa	171
3.2.5. Analiza pokazatelja LTD (Loan-To-Deposit Ratio)	172
3.2.6. Analiza pokazatelja VaR (Value at Risk)	173
3.2.7. Analiza kreditnog rejtinga Crne Gore	176
3.2.8. Analiza pokazatelja Country Risk Premium (rizik zemlje)	176
3.2.9. Analiza „zamki” nepostojanja referentne kamatne stope Centralne banke Crne Gore	177
3.2.10. Analiza inflacije i inflacionih očekivanja	179
3.2.11. Analiza režima monetarne politike	180
4. Analiza mikrofinansijskog sektora u Srbiji	181
4.1. Herfindal-Hiršmanov indeks mikrofinansijskog sektora u Srbiji	181
4.2. Analiza troškova, rizika, profitabilnosti i makroekonomskog ambijenta kao ključnih činilaca prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa	184
4.2.1. Analiza kreditnih politika i procedura upravljanja kreditnim rizikom	184
4.2.2. Analiza transakcionih troškova obrade zahteva za mikrofinansiranjem	185
4.2.3. Analiza pokazatelja ROA i ROE mikrofinansijskog sektora	186
4.2.4. Analiza minimalno zahtevane stope prinosa	187
4.2.5. Analiza pokazatelja LTD (Loan-To-Deposit Ratio)	188
4.2.6. Analiza pokazatelja VaR (Value at Risk)	189

4.2.7. Analiza kreditnog rejtinga Srbije	191
4.2.8. Analiza pokazatelja Country Risk Premium (rizik zemlje)	191
4.2.9. Analiza referentne kamatne stope Centralne banke Srbije i kamatnih stopa u Evrozoni	192
4.2.10. Analiza inflacije i inflacionih očekivanja	193
4.2.11. Analiza režima monetarne politike	194
IV Predlog za razvoj održivog modela mikrofinansiranja u Srbiji	200
1. Kritička analiza prednosti i nedostataka, kao i stepena primenljivosti „beskamatnog” bankarstva	200
1.1. Analiza koncepta islamskog bankarstva	201
1.2. Analiza „zamke siromaštva“	202
2. Kritička analiza fenomena „predatorstva” i ekspanzije zloupotreba u mikrofinansijskom sektoru	203
2.1. Analiza medijske slike o konceptu mikrofinansiranja	204
2.2. Analiza mikrofinansijskih „mehura“	206
3. Predlog mera za podsticanje razvoja koncepta mikrofinansiranja u Srbiji	207
3.1. Izrada i implementacija Zakona o mikrofinansiranju	207
3.2. Smanjenje regionalnog jaza	208
3.3. Klasifikacija zajmotražilaca prema stepenu izloženosti riziku	219
4. Traženje „zlatne sredine”: predlog načina formiranja i definisanja visine aktivnih kamatnih stopa u mikrokreditnom sektoru	219
4.1. Načela za utvrđivanje kamatnih stopa na mikrokredite	224
4.2. Formula za izračunavanje kamatnih stopa na mikrokredite	227
4.3. Definisanje „zelene”, „žute” i „crvene” zone (prilagođena i korigovana metodologija Muhameda Junusa)	228
V Zaključak	231
VI Literatura	233
VII Spisak tabela, grafikona i slika	240
VIII Spisak skraćenica	249

Rezime

Predmet istraživanja u okviru ove doktorske disertacije je analiza i komparacija različitih metodologija utvrđivanja kamatnih stopa na mikrokredite (u Srbiji, ali i u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori). Poštujući specifičnosti posmatranih država, u disertaciji je izvršeno osmišljavanje predloga modela za analizu kamatnih stopa na mikrokredite. U tom kontekstu, izdvojene su četiri osnovne komponente koje utiču na utvrđivanje kamatnih stopa na mikrokredite: operativni (transakcioni) troškovi, troškovi finansiranja, visina očekivanog gubitka i očekivani profit (marža).

U uvodnom delu disertacije, najpre je objašnjena suštinska razlika između pojmove „mikrokreditiranje“ i „mikrofinansiranje“, te sagledane situacije u kojima se ovi pojmovi (ne)opravданo poistovećuju. Potom, teorijski su predstavljeni najznačajniji aspekti za razumevanje koncepta mikrofinansiranja: „poreklo“ i evolucija koncepta mikrofinansiranja, vizija i ciljevi koncepta mikrofinansiranja, kontekst siromaštva i finansijske inkluzije, različiti (najrasprostranjeniji) modaliteti mikrofinansiranja, jaz između socijalne i finansijske održivosti koncepta mikrofinansiranja, intenzitet i smer uticaja mikrofinansijskog sektora na određene makroekonomске i socijalne performanse, problem predimenzioniranja dejstva internih i eksternih rizika u sektoru mikrofinansiranja, analiza internih i eksternih faktora koji utiču na visinu kamatne stope na mikrokredite, te mogući pravci izvitoperenja koncepta mikrofinansiranja. Empirijski segment disertacije obuhvata analizu podataka koji se odnose na bankarski i mikrofinansijski sektor Srbije, kao i mikrofinansijski sektor Bosne i Hercegovine i Crne Gore (korelaciona i regresiona analiza, kao i analiza zakonske regulative, finansijskih izveštaja mikrofinansijskih institucija, istorijskih podataka o kamatnim stopama na mikrokredite, i dr.).

Rezultati sprovedenog istraživanja pokazali su da se kamatne stope na mikrokredite u Srbiji, ali i Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, neopravdano postavljaju na izuzetno visokom nivou (godišnja nominalna kamatna stopa viša od 25%). Naslov doktorske disertacije upućuje na srž analize. Kada je u pitanju ova „problematika“, za analizu je posebno značajno sagledavanje stepena i razloga neujednačenosti praksi kalkulacija kamatnih stopa na mikrokredite. U Srbiji, mikrofinansijski sektor nije zakonski regulisan (za razliku od mikrofinansijskog sektora Bosne i Hercegovine i Crne Gore), što primarno otežava funkcionisanje ovog sektora, ali i samu empirijsku analizu. U Srbiji, ne postoji organizovana jedinstvena baza podataka u vezi mikrofinansijskog sektora. U ograničenim uslovima istraživanja, a kada je u pitanju proces prikupljanja podataka u vezi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u okviru disertacije se analizira i opravdanost nužnih aproksimacija i pojednostavljivanja prilikom izrade procena i modela (u ekonomskoj literaturi, neretko se navodi citat statističara George Box-a da su „svi modeli pogrešni, ali da su neki korisni“). Takođe, u disertaciji je naglašeno da postoji svest da osmišljen model analize ne može u potpunosti precizno i tačno da opiše i sažme nadasve kompleksnu mikrofinansijsku stvarnost. Ono što osmišljen model može da pruži jesu analitičke i sintetičke informacije značajne za kvalitetnije razumevanje komponenti koje utiču na visinu kamatnih stopa na mikrokredite u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori.

Summary

The subject of research within the framework of this doctoral thesis is the analysis and comparison of different methodologies for determining microcredit interest rates (in Serbia, but also in Bosnia and Herzegovina and Montenegro). Taking into account the specificities of the observed countries, the most adequate model for the analysis of microcredit interest rates was proposed in the thesis. With respect to that, four main components have been identified which influence microcredit interest rates: operating (transaction) costs, financing costs, the amount of expected loss and expected profit (profit margin).

The introductory part of the thesis provides the explanation of the fundamental difference between the terms “microcredit” and “microfinance”, followed by the analysis of situations in which these terms are (un)justifiably treated as interchangeable. The thesis then offers a theoretical representation of the most important aspects for understanding the concept of microfinance: the “origin” and evolution of the concept of microfinance, vision and objectives of the microfinance concept, the context of poverty and financial inclusion, different (most common) microfinance modalities, the gap between the social and financial sustainability of the microfinance concept, the intensity and direction of impact of the microfinance sector on certain aspects of macroeconomic and social performance, the problem of overblowing the effects of internal and external risks in the microfinance sector, the analysis of internal and external factors affecting the level of microcredit interest rates, as well as possible deviations of the concept of microfinance. The empirical segment of the thesis includes the analysis of data relating to the banking and microfinance sector in Serbia, as well as the microfinance sector in Bosnia and Herzegovina and Montenegro (correlation and regression analysis, analysis of legislative framework, financial statements of microfinance institutions, historical data on microcredit interest rates etc.).

Results of the conducted research have shown that microcredit interest rates in Serbia, as well as in Bosnia and Herzegovina and Montenegro, are unjustifiably high (the annual nominal interest rate is over 25%). The title of this doctoral dissertation directly indicates the essential part of this analysis. In other words, it is particularly important to analyze the extent to which calculations of microcredit interest rates differ in practice and try to identify the reasons for this. In Serbia, the microfinance sector is not regulated by law (as opposed to the microfinance sector in Bosnia and Herzegovina and Montenegro), which significantly hinders the functioning of the sector, as well as the empirical analysis itself. In Serbia, there is no unique database which encompasses the whole microfinance sector. Considering the mentioned limitations of research, particularly in terms of collecting data related to the microfinance sector in Serbia, the thesis also provides the analysis and justification of the necessary approximations and simplifications when making estimates and creating models. In economic literature, there is a famous quote by a statistician, George Box, who claimed that “essentially, all models are wrong, but some are useful”. Finally, the author of this dissertation expresses awareness that the designed model of analysis cannot provide a completely precise and accurate description and overview of the extremely complex reality of microfinance. However, the proposed model can provide analytical and synthetic information needed for a better understanding of the components that affect the level of microcredit interest rates in Serbia, Bosnia and Herzegovina and Montenegro.

RAZVOJ MODELA ZA ANALIZU KAMATNIH STOPA U MIKROKREDITNOM SEKTORU U SRBIJI

Uvod

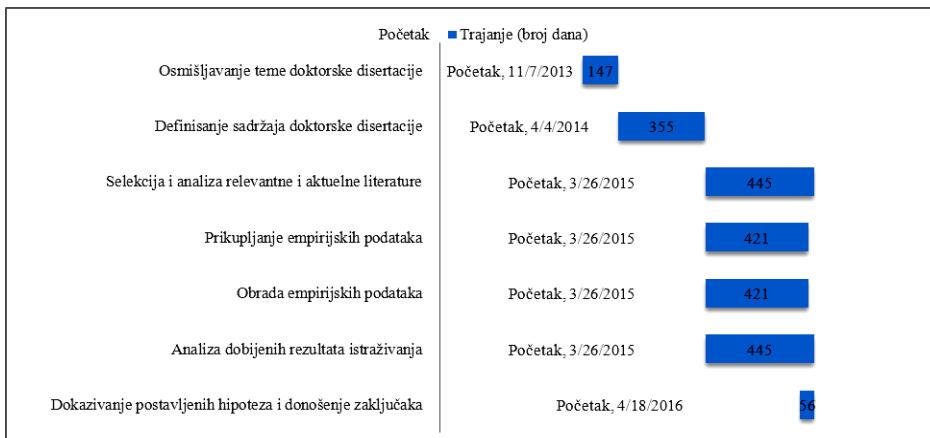
1. Uvodna razmatranja

Pregled faza istraživanja moguće je predstaviti pomoću Gantt-ovih dijagrama, kao što to čine i drugi istraživači (Banerjee, Duflo, Glennerster, Kinnan, 2014, str. 47). Proces istraživanja prilikom pripreme i izrade ove doktorske disertacije koncipiran je na način da obuhvata niz faza:

1. osmišljavanje teme doktorske disertacije (07.11.2013.-03.04.2014.)
2. definisanje sadržaja doktorske disertacije (04.04.2014.-25.03.2015.)
3. selekcija i analiza relevantne i aktuelne literature (26.03.2015.-13.06.2016.)
4. prikupljanje empirijskih podataka (26.03.2015.-20.05.2016.)
5. obrada empirijskih podataka (26.03.2015.-20.05.2016.)
6. analiza dobijenih rezultata istraživanja (26.03.2015.-13.06.2016.)
7. prihvatanje/odbacivanje postavljenih istraživačkih hipoteza i donošenje zaključaka (18.04.2016.-13.06.2016.)

Kontinuirano revidiranje i ažuriranje izabrane literature u periodu istraživanja („pročišćavanje“ literature, što je podrazumevalo uključivanje novih izvora literature koji su se ispostavili kao značajni i odbacivanje određenih izvora literature koja se pokazala nedovoljno informativnom) nije predstavljeno kao posebna faza istraživanja.

Grafikon 1: Faze procesa istraživanja



Izvor: Prikaz autora.

Kada je u pitanju *strukturiranje* doktorskih disertacija, na osnovu analize ukupno osamnaest stranih doktorskih disertacija može se konstatovati da je određen broj njih „kompozitnog“ karaktera (sastoji se iz nekoliko eseja, čak različite tematike). Kao primer može da se navede disertacija u okviru koje su obrađene tri u *potpunosti različite* oblasti (među kojima je jedna o sektoru mikrofinansiranja, druga o uticaju somalijske piraterije na troškove međunarodne trgovine, a treća o elastičnosti veze između pojave monsunskih kiša i poljoprivrednih pokazatelja) (Fetzer, 2014, str. 12). U pitanju je način naučnog rada koji je u potpunosti neuobičajen u Srbiji. S druge strane, pojedini autori su sprovedeno istraživanje koncipirali na način da su prvo bitno pošli od željenih rezultata, te je vršena analiza „*unazad*“, do aktuelnih okolnosti (Akinosi, Nordlund, Turbay, 2011, str. VII), što takođe nije uobičajena metodologija naučno-istraživačkog rada u Srbiji. Analizom stranih doktorskih disertacija, uočeno je i da je rasprostranjena praksa *ko-autorstva* prilikom izrade istih (Mersland, 2009, str. 5), što se ne može tvrditi za praksu izrade doktorskih disertacija u Srbiji.

Autori pojedinih doktorskih disertacija strukturiraju svoju tezu iz dva dela (*implikacije* za teoriju i *implikacije* za praksu). Dakle, ni teoretski deo nije striktno teoretskog karaktera (ne obuhvata isključivo analizu poznatog, na osnovu pregleda relevantne literature, već se domen zaključivanja proširuje i na područje manje poznatog) (Mori, 2012, str. 53/54).

Kada su u pitanju obrada i tumačenje podataka, pojedini autori navode kako se vrednosti pojedinih pokazatelja izračunatih u okviru disertacije (čija se kalkulacija bazira na *empirijskim* podacima, koji su prikupljeni ličnim istraživanjem) *razlikuju* od javno publikovanih vrednosti istih pokazatelja (čiji je proračun zasnovan na javno dostupnim *istorijskim* podacima) (Fetzer, 2014, str. 12). Takođe, trebalo bi naglasiti kako su i u okviru ove disertacije moguća određena *odstupanja*, te kako je evidentan problem nedostupnosti podataka.

Pojedini doktorandi ističu da su za oblast istraživanja izabrali mikrofinansiranje isključivo iz razloga sagledavanja uticaja ovog koncepta na pobošljanje kvaliteta uslova življenja, i „ništa više od toga“ (ovo govori u prilog tome da bi trebalo voditi računa da se *tema doktorske disertacije ne definiše preširoko*). Međutim, istraživači naglašavaju i kako se konačna verzija njihovih disertacija značajno razlikuje od njihovih početnih očekivanja, što ne ističu kao nužno razočaravajuće. Istraživači ističu da kvalitativna analiza (direktno, terensko istraživanje o mikrofinansiranju) nije manje značajna od kvantitativne (u novije vreme, prenaglašeno se insistira na rigoroznim ekonometrijskim analizama, koje u određenoj meri čak mogu da „*zamagle*“ istraživačke vidike, odnosno, da dovedu do toga da se „od drveta ne vidi šuma“) (Augsburg, 2009, str. XVII).

Kao istraživaču, od izuzetnog značaja bilo je konstatovanje načina *zaštite* intelektualne svojine. U većini stranih doktorskih disertacija strogo je naglašavano da kopije delova ili punih verzija disertacija od strane trećih lica mogu da budu napravljenja isključivo u saglasnosti sa *Copyright, Designs and Patents Act* iz 1988. godine (uvažavajući izmene i dopune) ili u skladu sa licencnim sporazumima matičnog Univerziteta (Annim, 2010, str. 10).

1.1. Pregled relevantne literature u okviru područja istraživanja

Kada je u pitanju izbor odgovarajuće literature u ovoj disertaciji strogo se vodilo računa da reference budu aktuelne (da se u minornoj meri koriste istraživanja koja datiraju od pre 2005. godine, s obzirom na trend brzog zastarevanja i posledično neupotrebljivosti rezultata istraživanja, usled kontinuiranog usložnjavanja ekonomske stvarnosti). „Starija“ istraživanja korišćena su isključivo ukoliko je u pitanju fundamentalna literatura od kapitalnog značaja, kao i u slučaju nemogućnosti pronaalaženja novije relevantne literature na određenu temu.

Pod mikrofinansiranjem prvenstveno se podrazumeva obezbeđivanje finansijskih usluga stanovništvu sa nižim prihodima, posebno siromašnima (koji ne poseduju niti jedan izvor prihoda). Jedan od osnovnih postulata koncepta mikrofinansiranja jeste smanjenje finansijske izolacije siromašnijih slojeva populacije, kojima je značajno otežan ili u potpunosti onemogućen pristup finansijskim sredstvima. Prema Izveštaju pod nazivom „The Microcredit Summit Campaign“ iz 2014. godine (predstavljeni su podaci iz 2012. godine), u posmatranom periodu od trinaest godina, broj siromašnih porodica sa uzetim mikrokreditom porastao je više od osamnaest puta (od 7,6 miliona u 1997. godini do 137,5 miliona u 2010. godini). Ovaj izveštaj naglašava da značajno raste i broj siromašnih žena sa uzetim mikrokreditom (od 10,3 miliona u 1999. godini do 113,1 milion u 2010. godini). O tome da li koncept mikrofinansiranja značajno doprinosi iskorenjivanju siromaštva pisali su Berhane i Gardebroek, 2011. Iako koncept mikrofinansiranja nije više „mikro“ u svojoj obuhvatnosti i rasprostranjenosti, siromaštvo je i dalje široko ukorenjeno. O tome da finansijska inkluzija („finansijalizacija“) nije jednostavan niti brz proces piše Goodwin-Groen (istraživanje iz 2012. godine), a o tome da li postoji rodna diskriminacija prilikom odobravanja mikrokredita piše Preeti Voola, 2013 (komparativna analiza stanja u Indiji i Australiji). Termin „mikrofinansiranje“ koristi se i u užem (može se konstatovati, komercijalnijem) kontekstu, odnoseći se na mikrokredite namenjene mikropreduzetnicima (uzimanje mikrokredita u cilju osnivanja sopstvenog poslovanja), kao i fizičkim licima koja zadovoljavaju određene kriterijume da apliciraju za ovakvu vrstu kredita (odnosno, poseduju izvore prihoda, kao garanciju za urednost otplate uzetog mikrokredita). Pružaoci mikrofinansijskih usluga, odnosno, mikrofinansijske institucije mogu da budu manje, neprofitne organizacije, ali i velike, komercijalne banke. Jedna od najznačajnijih klasifikacija mikrofinansijskih institucija odnosi se na činjenicu da li se one bave primanjem depozita ili ne, što je naročito značajno za nacionalne regulatore. Značajan opus istraživačkih radova fokusira se isključivo na finansijski i ekonomski aspekt koncepta mikrofinansiranja (ignoriše se ne manje značajan kulturni aspekt, te uticaj patrijarhalnog vaspitanja na mogućnost zaduživanja: patrijarhalna društva kredite doživljavaju partijarhalno, odnosno, smatraju da osobe ženskog pola ne bi trebalo da uzimaju kredite radi otpočinjanja sopstvenog biznisa). Ipak, rezultati sprovedenog istraživanja pokazuju da se komercijalne banke čak i u liberalnijim društvima pretežno fokusiraju na muškarce (kao potencijalne klijente). Insistiranjem na diskriminaciji osoba ženskog pola, poništava se suština koncepta mikrokreditiranja (a to je redukcija siromaštva, a ne povećavanje jaza između polova).

Mikrofinansiranje predstavlja značajan segment takozvane „socijalne ekonomije“, koja bi trebalo da predstavlja dopunu (i korektiv, u određenoj meri) tržišnoj ekonomiji. O tome da li bi koncept mikrofinansiranja trebalo da bude alternativna solucija u vreme finansijske krize pišu Leire, Retolazza, i Gutierrez (2009). O samoj prirodi koncepta mikrofinansiranja, kao i o njegovim

„originalnim“ karakteristikama, pisali su, između ostalih: Cull, Demirguc-Kunt i Morduch, 2007; Hermes i Lensink, 2007; Lehner, 2009; Armendáriz i Morduch, 2010; Frankiewicz i Churchill, 2011; Milan, 2011; Mori, 2012; Wagner, 2012; i drugi autori. U poslednjem poglavlju disertacije, izvršena je komparacija islamskog bankarstva i koncepta mikrofinansiranja, kao „derivata“ etičnog bankarstva. U srži koncepta islamskog bankarstva počiva ideja o beskamatnom bankarstvu, dok se u središtu koncepta mikrofinansiranja nalazi ideja redukcije siromaštva. Kao literatura je korišćen i rad koji analizira načine na koje mikrofinansiranje može da unapredi život osoba sa određenim smetnjama u razvoju (Sarker, 2013). „Čudotvorstvo“ koncepta mikrofinansiranja preispituju i sledeći autori: Banerjee, Duflo, Glennerster i Kinnan (2014). Društveno odgovornu dimenziju koncepta mikrofinansiranja akcentuje u svojoj doktorskoj disertaciji i Galema, 2011. U cilju vršenja malopre pomenutog poređenja (između islamskog bankarstva i koncepta mikrofinansiranja), konsultovan je rad na temu islamskog bankarstva, gde autori kritički preispituju njegovu polaznu premisu: da li je ova vrsta bankarstva istinski „oslobodena“ od kamate ili je, ipak, zasnovana na kamatama? Reč je o autorima Soon Chong i Liu, a pomenuto istraživanje datira iz 2009. godine. Rezultati istraživanja ovih autora pokazuju da se islamsko bankarstvo ne razlikuje značajno od konvencionalnog bankarstva (istraživanje su zasnovali na podacima prikupljenim za područje Malezije). Isto tako, u tom istraživanju navedeno je da tek nekolicina (zanemarljiv broj) islamskih banaka poštuje pripadajući princip „podele profita i gubitka“ između banke i klijenata. Stoga, izazov je u okviru disertacije izvršiti detaljniju analizu ove, kao i drugih kvazi-retorika, koje su u datom trenutku prepoznate kao takve. O sličnim i drugim mogućim izvitoperenjima u okviru koncepta mikrofinansiranja pisali su: mastrihtski doktorand Augsburg, 2009 (koji u svojoj disertaciji razmatra da li je mikrofinansiranje „dobro ili manje zlo“); Bateman i Chang, 2009 (koji u svom radu razmatraju iluzije koncepta mikrofinansiranja, interpretiraju političku ekonomiju i teoriju neoliberalizma u kontekstu koncepta mikrofinansiranja, te kritički preispituju da li je paradigm mikrofinansiranja zaista u potpunosti oslobođena od ideologija i doktrina); Hulme i Maitrot, 2014 (koji u svom radu razmatraju da li je koncept mikrofinansiranja izgubio „moralni kompas“); i drugi. Kada se pomene gubljenje „moralnog kompasa“, prvenstveno se misli na zloupotrebe. Jer, i u sferi mikrofinansiranja postoji opasnost od takozvanog „predatorskog“ kreditiranja, odnosno, od zaračunavanja visokih aktivnih kamatnih stopa („Shark Lending“). U poslednje vreme, koncept mikrokreditiranja neretko je bio „optuživan“ za uvođenje korisnika kredita u „dugovnu zamku“, odnosno, „kreditnu spiralu“. Neretko, vodi se debata između ekonomista: da li koncept mikrokreditiranja nosi u sebi „seme samouništenja“ ili je on, ipak, žrtva neadekvatne regulative u okviru finansijskog sektora.

Kao potpora zaključivanju u segmentu ove disertacije koji je posvećen istraživanju nedovoljno poznatih faktora koji eksplicitno ili implicitno utiču na sektor mikrofinansiranja, kao i na ekonomiju uopšte, značajna su bila istraživanja londonskog doktoranda De Quidt, 2014 (koji je u svojoj disertaciji pisao o zakonitostima bihevioralne ekonomije).

U funkciji donošenja zaključaka u onom segmentu disertacije koji se bavi proučavanjem uticaja obima mikrofinansiranja na bruto domaći proizvod korišćena su istraživanja autora Abraham i Balogun iz 2012. godine (sa osvrtom na situaciju u Nigeriji). U disertaciji su korišćeni i rezultati jednog domaćeg istraživanja (Janićijević i Petković, 2011), a na srodnu temu (uticaj mikrofinansiranja na bruto domaći proizvod). Pomenutim istraživanjem obuhvaćene su sledeće grupacije ispitanika: top-menadžeri finansijskih institucija, univerzitetski profesori i zaposleni u

Vladi Srbije. Rezultati pomenutog istraživanja potvrđuju da ispitnici pozitivno ocenjuju dejstvo koncepta mikrofinansiranja, kao potencijalnog načina za prevazilaženje krize (odnosno, kao instrumenta za povećanje zaposlenosti i bruto domaćeg proizvoda, te posledično ukupne konkurentnosti ekonomije). O tome da li je koncept mikrofinansiranja katalizator afirmacije preduzetništva i rasta zaposlenosti pišu i Samson, Olunbunmi i Olusegun, 2013 (s osrvtom na situaciju u Nigeriji). O uzročnoj vezi mikrokredita i određenih (makro)ekonomskih indikatora pišu Sharma, Himanshu i Hartika, 2014 (s osrvtom na situaciju u Indiji). S druge strane, da li koncept mikrofinansiranja doprinosi rastu indeksu ljudskog razvoja, indeksa bruto nacionalne sreće i kvalitetu življenja uopšte (alternativni, i još uvek nedovoljno istraženi i egzaktni, pokazatelji razvoja) pišu sledeći autori: Easterlin i Angelescu, 2009 (prvi autor ujedno je i idejni tvorac takozvanog „Isterlinovog paradoksa“, koji zastupa tezu da rast prihoda rezultuje rastom ambicija, te da novac može da utiče na „privremeno ublažavanje osećaja tuge, ali ne i na jačanje trajnog osećaja sreće“); Prasad Sharma, 2013 (analiza korelacije između volumena mikrofinansiranja i rasta bruto nacionalne sreće); Stevenson i Wolfers, 2008 (kritička analiza validnosti Isterlinovog paradoksa).

Prilikom analize komponenti koje utiču na visinu aktivne kamatne stope na mikrokredite, te pravca, načina i jačine njihovog delovanja, a u funkciji boljeg razumevanja pomenute problematike, korišćeni su radovi sledećih autora: Cotler i Almazan, 2013 (analiza determinanti aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite); Cassar, Crowley i Wydick, 2007 (analiza stope otplate mikrokredita kod takozvanog „grupnog“ pozajmljivanja); Chakravarty, Iqbal i Shahriar, 2013 (analiza da li osobe ženskog pola automatski povlače viši kreditni rizik, odnosno, da li se „*Default Risk*“ neopravdano pretežno vezuje za osobe ženskog pola, kada je u pitanju mikrokreditiranje, a s osrvtom na situaciju u Bangladešu); D'Espallier, Guérin i Mersland, 2009 (sličnom temom bave se i ovi autori, tj. analizom stope otplate mikrokredita kod osoba ženskog pola); Flosbach, 2013 (analiza da li „komercijalizacija“ sektora mikrofinansiranja utiče na rast aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, i posledično, na profitabilnost mikrofinansijskih institucija); Hudon i Sandberg, 2011 (analiza da li postoje fer aktivne kamatne stope na mikrokredite); Muhammad, Waweru i Porporato, 2011 (analiza strukture troškova mikrofinansijskih institucija); Mukherjee, 2013 (komparativna analiza kamatnih stopa klasičnih banaka, mikrofinansijskih institucija i lokalnih „zelenaša“); Laureti, 2012 (analiza fleksibilnosti i discipline otplate mikrokredita); Karlan i Zinman, 2008 (analiza elastičnosti ponude i tražnje mikrokredita); i drugih. Prilikom zaključivanja u onom delu disertacije koji analizira da li povećanje operativne efikasnosti (i posledično, smanjenje operativnih troškova) doprinosi smanjenju aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite značajno je pomogla analiza radova sledećih autora: Basharat, Hudon i Nawaz, 2015; Caudill, Gropper i Hartarska, 2009; Chu-Fen, 2007; Garmaise i Natividad, 2010 i 2012; Vong i Song, 2015; Wijesiri, 2014; i drugih.

Kada su u pitanju rizici u sektoru mikrofinansiranja, za proširivanje postojećih znanja iz te oblasti korišćena je literatura sledećih autora: Priberny i Dorfleitner, 2013 (analiza percepcije rizika u sektoru mikrofinansiranja); Brière i Szafarz, 2011 (analiza strukture kapitala mikrofinansijskih institucija, stope prinosa mikrofinansijskih institucija, te strategije diverzifikacije portfolija mikrofinansijskih institucija); Crabb i Keller, 2006 (analiza rizika portfolija mikrofinansijskih institucija); Hussain, Fareed i Saleem, 2012 (analiza mogućnosti i prednosti implementacije standarda Bazela II u okviru mikrofinansijskog sektora, s osrvtom na situaciju u Pakistanu); Idama, Asongo i Nyor, 2014 (upravljanje kreditnim rizikom

mikrofinansijskih institucija); Kirchstein, 2011 (analiza prednosti uvođenja rejting-sistema u okviru sektora mikrofinansiranja, analiza problematike izbora odgovarajuće metodologije za što je preciznije moguće merenje i obradu podataka o ukupnom broju siromašnih); Reeder, 2010 (analiza investicionog odlučivanja u uslovima neizvesnosti, a u kontekstu sektora mikrofinansiranja); i drugih. Prilikom zaključivanja u onom segmentu koji je fokusiran na ispitivanje na koji način devizni rizik (i druge makroekonomske varijable) direktno ili indirektno utiče na koncept mikrofinansiranja, usvojena su određena polazišta iz radova autora Al Azzam, Mimouni, i Sarangi, 2014.

U ekonomskoj, ali i neekonomskoj teoriji i praksi, poznat je veliki broj „večitih kompromisa“ (*Trade-Off*). Jedan od takvih „kompromisa“ u sektoru mikrofinansiranja jeste odnos između finansijskih performansi (finansijska opravdanost) i stepena doslednosti u borbi protiv siromaštva (socijalna i etička opravdanost). Do koje mere mikrokreditne institucije mogu da „žongliraju“ i balasiraju između ostvarenja socijalnih ciljeva i postizanja finansijske održivosti? Slično pitanje postavljaju i brojni drugi autori (u okviru većine citiranih istraživanja). Striktno „finansijski“ pristup naglašava značaj tržišnosti, komercijalnosti, te profitabilnosti. S druge strane, „socijalni“ pristup naglašava značaj istrajne i dosledne borbe u iskorenjivanju siromaštva. Za izvođenje konačnih zaključaka o prednostima i nedostacima koncepta mikrofinansiranja, korišćena je literatura sledećih autora (između ostalih): Marulanda i grupa autora, 2010 (prepoznavanje „dobrog“ i „lošeg“ u konceptu mikrofinansiranja, te izvlačenje poučnih lekcija iz dosadašnjeg iskustva zemalja Latinske Amerike).

1.2. Definisanje i opis predmeta (problema) istraživanja

Predmet istraživanja u okviru ove doktorske disertacije je analiza različitih metodologija definisanja aktivnih kamatnih stopa u mikrokreditnom sektoru (prvenstveno u Srbiji, ali i u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori). Poštujući specifičnosti posmatranih država, u disertaciji je izvršeno osmišljavanje predloga modela za analizu aktivnih kamatnih stopa u mikrokreditnom sektoru (u analizu se uvrštavaju dve susedne države kako bi se izvršila komparacija u funkciji potpunijeg zaključivanja). U uvodnom delu disertacije, pre svih potonjih analiza, najpre je objašnjena suštinska razlika između pojmove „mikrokreditiranje“ i „mikrofinansiranje“, te sagledane situacije u kojima se ovi pojmovi (ne)opravdano poistovjećuju. Zatim, teorijski su predstavljeni najznačajniji aspekti za razumevanje koncepta mikrofinansiranja: „poreklo“ i evolucija koncepta mikrofinansiranja, vizija i ciljevi koncepta mikrofinansiranja, kontekst siromaštva i finansijske inkluzije, različiti (najrasprostranjeniji) modaliteti mikrofinansiranja, jaz između socijalne i finansijske održivosti koncepta mikrofinansiranja, intenzitet i smer uticaja mikrofinansijskog sektora na određene makroekonomske i socijalne performanse, problem predimenzioniranja internih i eksternih rizika u sektoru mikrofinansiranja (u odnosu na percipiranje rizika kod klasičnih bankarskih poslova), analiza internih i eksternih faktora koji utiču na visinu aktivne kamatne stope na mikrokredite, te mogući pravci izvitoperenja koncepta mikrofinansiranja. Empirijska analiza obuhvata bankarski i mikrofinansijski sektor Srbije, kao i mikrofinansijski sektor Bosne i Hercegovine i Crne Gore (zakonsku regulativu, zvanične finansijske izveštaje, statistike kamatnih stopa), kao i određene nefinansijske pokazatelje (indikatori siromaštva, kao i alternativni pokazatelji razvoja poput indeksa ljudskog razvoja i indeksa bruto nacionalne sreće).

Naslov doktorske disertacije upućuje na suštinu analize. Kada je u pitanju pomenuta „problematika“, za analizu je posebno značajno sagledavanje stepena i razloga neujednačenosti praksi kalkulacija aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite. U Srbiji, mikrofinansijski sektor nije zakonski regulisan (za razliku od mikrofinansijskog sektora Bosne i Hercegovine i Crne Gore), što primarno otežava funkcionisanje ovog sektora, ali i samu empirijsku analizu. U Srbiji, ne postoji organizovana jedinstvena baza podataka u vezi mikrofinansijskog sektora, iz razloga što Narodna banka Srbije ne vrši monitoring ovog sektora, i posledično, ne uvrštava ga u svoje statistike (za razliku od praksi centralnih banaka Bosne i Hercegovine i Crne Gore). U obrazloženim ograničenim uslovima istraživanja, a kada je u pitanju proces prikupljanja podataka u vezi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u okviru disertacije se analizira i opravdanost nužnih aproksimacija i pojednostavljivanja prilikom izrade projekcija, procena, prognoza i modela (u ekonomskoj literaturi, neretko se navodi citat statističara George Box-a da su „svi modeli pogrešni, ali da su neki korisni“). Takođe, u disertaciji je naglašeno da postoji svest da osmišljen model analize ne može u potpunosti precizno i tačno da opiše i sažme nadasve kompleksnu mikrofinansijsku stvarnost u Srbiji. Ono što osmišljen model može da pruži jesu analitičke i sintetičke informacije značajne za dublje razumevanje komponenti koje utiču na visinu aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori. Prilikom izrade modela za analizu, vodilo se računa o dva međusobno suprotstavljenih zahteva: s jedne strane, da model uključi što više relevantnih informacija, a s druge, da ipak ostane što jednostavniji. Međutim, to ne znači da vanmodelski faktori nisu uopšte bili uzimani u razmatranje, već su oni implicitno bili uključivani kao dodatne fineze u tumačenjima, u slučaju da se procenilo da je njihov uticaj na interpretaciju i zaključivanje značajan (primera radi, fenomen kašnjenja reakcija na mere monetarne politike, fenomen „inercione“ inflacije, fenomen bihevioralnih finansija, i slično).

Gorespomenut termin „problematika“, a kada je u pitanju definisanje aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, naveden je sa namerom da se direktno sugerise kompleksnost prepoznavanja i „merenja“ uticaja određenih komponenti na visinu aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite (disertacija se bavi ovim „problemom“ na nivou Srbije, Bosne i Hercegovine i Crne Gore, ali on je prisutan generalno). U okviru disertacije, izdvojene su četiri osnovne komponente: operativni troškovi, troškovi finansiranja, visina gubitka i očekivani profit (marža). U disertaciji su analizirane i brojne podkomponente od uticaja. Kada su u pitanju operativni troškovi, analizirane podkomponente su: zastupljenost terenskog rada, obim i sadržaj zahtevane dokumentacije prilikom podnošenja zahteva za mikrokredit, efektivna dužina vremenskog trajanja obrade pojedinačnog mikrokreditnog zahteva, vrsta zahtevanog kolateralu od potencijalnog mikrozajmotražioca, stepen osavremenjenosti i implementacije informacionih tehnologija, visina plata i bonusa zaposlenih, troškovi usluga računovodstva i revizije, troškovi marketinga, te odnos stalne i obrtne imovine. Kada su u pitanju troškovi finansiranja, analizirane podkomponente su: cena eksternog finansiranja (eksplicitni trošak) i cena sopstvenog finansiranja (opportunitetni trošak). Kada je u pitanju pretrpljeni gubitak, analizirane podkomponente su: nivo problematičnih/neperformansnih mikrokredita i uticaj pola na verovatnoću i dinamiku otplate mikrokredita. Kada je u pitanju očekivani profit (marža), analizirane podkomponente su: bankarska orijentacija na određenu vrstu usluge/proizvoda, stepen konkurenčije i koncentracije, diskontna stopa, bezrizična stopa, beta koeficijent, premija na tržišni rizik, te minimalno zahtevana stopa prinosa.

Pomenuta „problematika“ odnosi se i na sledeće: rezultati istraživanja pokazali su da prilikom kalkulacije aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, banke i mikrofinansijske institucije ne uvode neophodna diferenciranja, odnosno, vrše neopravdana *uprosečavanja* (jednoobrazna retorika finansijskih institucija). Primera radi, operativni troškovi kod mikrokreditiranja postavljaju se na *jednako* visokom nivou, *bez razgraničavanja* da li je reč o finansijskoj instituciji koja izlazi na teren radi odobravanja mikrokredita ili finansijskoj instituciji koja zahteva da potencijalni mikrozajmotražioci dolazi lično (operativni troškovi viši su kod finansijskih institucija koje rade terenski, zbog visokih troškova goriva, između ostalih troškova). Dalje, operativni troškovi kod mikrokreditiranja postavljaju se na značajno višem nivou u poređenju sa operativnim troškovima kod klasičnih potrošačkih kredita, bez obaziranja na činjenicu da je u većini slučajeva *prosečno vreme* potrebno za obradu zahteva za mikrokreditom gotovo identično prosečnom vremenu potrebnom za obradu zahteva za klasičan potrošački kredit (čak moguće i kraće). Isto tako, iako retorika finansijskih institucija ističe kako su zahtevi za kolateral kod mikrofinansiranja značajno strožiji u poređenju sa zahtevima za kolateral kod klasičnog kreditiranja (što je jedan od argumenata za pravdanje postavljanja operativnih troškova kod mikrokreditiranja na značajno višem nivou), pokazalo se da se proces selekcije kolaterala ne razlikuje značajno kod pomenutih dveju vrsta kreditiranja. Takođe, u Srbiji se zanemaruje/prenebregava činjenica da informatičko osavremenjivanje može značajno da doprinese smanjivanju operativnih troškova, čak 50-90%, kako se *uobičajeno* predstavlja u literaturi (u disertaciji se analizira da li finansijske institucije „prevaluju“ svoje interne „neracionalnosti“ na potencijalne mikrozajmotražioce). Takođe, vrši se i analiza dominacije plata i bonusa zaposlenih i naknada za angažovane revizore u strukturi operativnih troškova mikrofinansijskih institucija, kao i nesklad između retorike finansijskih institucija u vezi operativnih troškova kod mikrokreditiranja i podkomponenti koje realno utiču na visinu operativnih troškova kod mikrokreditiranja. Nesklad se prepoznaje i kod problematike određivanja očekivanog profita (marže). Rezultati istraživanja pokazali su i da se prosečna očekivana kamatna marža (kao kategorija koja se procenjuje pre kalkulacije aktivnih kamatnih stopa) u Srbiji postavlja na nivou od preko 5%, dok se u Evro zoni postavlja na nivou od oko 2%, a u Sjedinjenim Američkim Državama od oko 3%. Isto tako, konstatovano je da se ni ovde ne prave neophodna *diferenciranja* (definisanje očekivane kamatne marže razlikuje se u zavisnosti od tipa banke i poslova na koje je pretežno fokusirana, zatim, za različite tipove banaka i adekvatnost kapitala definiše se na drugačiji način, i slično). U disertaciji se konstatiše i analizira sledeća nelogičnost: istovremeno postojanje jake konkurenциje u bankarskom sektoru (retorički, formalno) i nesmanjivanje aktivnih kamatnih stopa (nepojeftinjavanje kredita). Stoga, u disertaciji se kritički preispituje stepen realne konkurenциje u bankarskom i mikrofinansijskom sektoru u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, kao i da li se uopšte može govoriti o konkurenциji, u pravom smislu te reči (relativizacija pojma konkurenциje, u funkciji vršenja što je moguće objektivnije procene i analize). Generalno, u disertaciji se postavlja pitanje i analizira stepen reprezentativnosti kamatnih stopa kao oblika prinosa banaka i mikrofinansijskih institucija u pomenutim državama, te se akcentuje da i to u određenoj meri relativizuje donošenje zaključaka.

1.3. Definisanje ciljeva istraživanja

Osnovni cilj istraživanja u ovoj disertaciji jeste da se na osnovu teorijsko-empirijske analize sektor mikrofinansiranja sagleda na drugačiji način, u poređenju sa načinom na koji je do sada naviknuto da se analizira pomenuti sektor, kao i da se osmisli predlog modela za analizu aktivnih kamatnih stopa u mikrokreditnom sektoru u Srbiji. U disertaciji je izvršen pokušaj da se predstavi argumentovana kritička analiza. Dakle, u okviru istraživanja, izvršena je analiza već poznatog (provera postojanja koncepta mikrofinansiranja u svom suštinskom/izvornom obliku, komparativna analiza stepena primene koncepta mikrofinansiranja kao takvog, komparativna analiza zakonske regulative o mikrofinansiranju, pregled relevantne literature o „većitom raskoraku“ između socijalnog i finansijskog aspekta koncepta mikrofinansiranja), ali i pokušaj sistematizacije saznanja o manje poznatom (kritičko preispitivanje osnovnih postavki koncepta mikrofinansiranja i mogućnosti za njihovu „neiskriviljenu“ primenu, analiza smera i jačine uticaja mikrofinansiranja na određene makroekonomске i socijalne pokazatelje, komparativna analiza kreditnih i mikrokreditnih politika finansijskih institucija, procenjivačka analiza uticaja različitih komponenti na definisanje visine aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite). U tom kontekstu, u vezu su dovodeni različiti parametri (u određenim slučajevima, čak i naizgled nespojivi) i ispitivani karakteri njihovih međusobnih odnosa. Takođe, u disertaciji su svesno spomenuti i određeni faktori koje nije moguće čak ni precizno izolovati, a kamoli kvantifikovati, kako bi se proširio horizont razmišljanja, istraživanja i pisanja doktorske disertacije.

Kako je u domaćoj literaturi analiza sektora mikrofinansiranja izuzetno slabo zastupljena, evidentna je potreba za ovakvom vrstom istraživanja. Potencijalni korisnici rezultata ovih istraživanja mogu da budu ekonomski i šira javnost, potencijalni preduzetnici, studenti doktorskih studija, procenjivačke agencije, i eventualno državni i bankarski menadžment. U okviru disertacije je izvršen pokušaj da se osmisli i ponudi nov model posmatranja i analize sektora mikrofinansiranja. Podrazumeva se, u disertaciji je naglašeno da je ponuđeni model ograničen (kao i bilo koji drugi, jer ipak, svaki model pruža samo pojednostavljenu sliku stvarnosti i kao takav nikada ne može u potpunosti precizno i tačno da opisuje i predviđa). Takođe, naglašeno je i da tokom vremena veze između promenljivih mogu da se menjaju, te da objašnjenost istorijskih podataka u disertaciji ne mora da bude podjednako dobra u različitim vremenskim periodima. U ovom istraživanju, kvantitativna analiza dodatno je otežana zbog odsustva stabilnih i relativno dugih mikrofinansijskih vremenskih serija (u analiziranim državama, mikrofinansijske vremenske serije neretko su kratke i imaju strukturne lomove, te kao takve nisu najpodesnije za preciznu kvantitativnu analizu). Ipak, učinjen je značajan napor da procene i analize u disertaciji zadovoljavaju osnovne statističke kriterijume, kao i da slede fundamentalnu ekonomsku logiku. Podrazumeva se, neophodno je duže vreme da bi se pokazalo u kojoj meri je predložen model za analizu ustvari informativan i relevantan na makro-nivou. Ono što osmišljeni model svakako može jesti da pruži *nepretenciozne* odgovore na brojna pitanja: u kojoj meri su dostupne mikrofinansijske usluge, da li postoji suštinska decentralizacija u sektoru mikrofinansiranja, na koji način se percipiraju i kvantifikuju rizici u mikrofinansijskom sektoru, u kojoj meri mikrofinansiranje doprinosi rastu zaposlenosti, bruto domaćeg proizvoda i indeksa ljudskog razvoja, kako operativni troškovi, troškovi finansiranja, visina gubitka i očekivani profit (marža) utiču na kalkulaciju aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, kako određeni implicitni faktori (primera radi, stepen nezvanične evroizracije, stepen nezavisnosti

centralne banke, stepen poverenja, i slično) utiču na formiranje aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, šta se podrazumeva pod „predatorstvom“ u mikrofinansijskom sektoru, te koje mere mogu da doprinesu jačanju sektora mikrofinansiranja u analiziranim državama.

1.4. Definisanje hipoteza istraživanja

Pre predstavljanja hipoteza, trebalo bi napomenuti da je definisanje istih bilo uslovljeno raspoloživim informacijama i ličnim procenama u trenutku njihove formulacije.

Osnovna (opšta) hipoteza glasi: aktivne kamatne stope na mikrokredite u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori neopravданo se postavljaju na izuzetno visokom nivou. Termin „izuzetno“ relativnog/diskutabilnog je karaktera, a o njemu bi se detaljnije raspravljalo u samoj disertaciji (konotacija se značajno menja i bolje razumeva u zavisnosti od analiziranog i prikazanog konteksta, odnosno, stanja u analiziranim državama). U **ovom** istraživanju, termin „izuzetno“ odnosi se na aktivne kamatne stope na mikrokredite više od 25% na godišnjem nivou (definisanje ovog „praga“ zavisi od ekonomске situacije u određenoj državi i lične procene istraživača). U okviru razrade opšte istraživačke hipoteze, analizira se i prisutnost zloupotreba u sektoru mikrofinansiranja (u određenim slučajevima, javlja se problem „dvostrukog računanja“). Primera radi, ispituje se da li se rizik zemlje dvostruko ugrađuje u visinu aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite (ugrađivanje u bezrizičnu stopu prinosa i neopravданo ponovno ugrađivanje u premiju na tržišni rizik). Dalje, postavlja se pitanje i vrši analiza da li je očekivani profit (marža) dominantan faktor prilikom određivanja visine aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, a ne operativni troškovi (kako se retorički predstavlja).

Osim osnovne (opšte) hipoteze, istraživanje će biti usmereno i na dokazivanje/odbacivanje (delimično ili potpuno) pet posebnih (parcijalnih) hipoteza.

Posebna hipoteza 1: U Srbiji postoji manja transparentnost sektora mikrofinansiranja, u poređenju sa sektorom mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori. U Srbiji, ne postoje zakonski i podzakonski akti koji regulišu sektor mikrofinansiranja (u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori postoje odgovarajući akti), što otežava funkcionisanje ovog sektora. Primera radi, u okviru Zakona o bankama Crne Gore, u okviru člana 105, navodi se da Centralna banka u obavljanju kontrolne funkcije vrši kontrolu i mikrokreditnih finansijskih institucija. Takođe, monetarna vlast Crne Gore donela je i Odluku o minimalnim standardima za upravljanje rizicima u mikrokreditnim finansijskim institucijama. U Bosni i Hercegovini, postoji poseban Zakon o mikrokreditnim organizacijama. U Srbiji, ne postoji jedinstvena i javno dostupna baza podataka u vezi sektora mikrofinansiranja, a Narodna banka Srbije ne vrši monitoring ovog sektora, i posledično, ne uvrštava ga u svoje statistike (za razliku od praksi centralnih banaka Bosne i Hercegovine i Crne Gore).

Posebna hipoteza 2: U poređenju sa stepenom penetracije mikrofinansijskih usluga u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, u Srbiji je prisutna slabija penetracija mikrofinansijskih usluga. U okviru istraživanja, sprovedena je analiza unutrašnje strukture ukupno odobrenih mikrokredita u ove tri države po svom tipu (vrsti), po polu mikrozajmotačioca (stepen diskriminacije), kao i po regionima (teritorijalno). S obzirom na izuzetno mali broj mikrokreditnih organizacija u Srbiji,

kao i na manjinsku opredeljenost klasičnih banaka da se uopšte bave poslovima mikrokreditiranja, a za razliku od situacije u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori (gde je mikrokreditno tržište značajno aktivnije), može se načelno konstatovati da su u Srbiji usluge mikrofinansiranja manje prisutne i dostupne.

Posebna hipoteza 3: U Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori ne postoji suštinska decentralizacija mikrofinansijskih usluga, već decentralizacija ovih usluga postoji isključivo pro forma. U okviru analize broja ukupno odobrenih mikrokredita u ovim državama, fokus je stavljen na analizu ravnomernosti distribucije mikrokredita po regionima. Primera radi, kada je Srbija u pitanju, najveći je broj odobrenih mikrokredita na teritoriji Šumadije, potom, Jugoistočna Srbija i Vojvodina su gotovo izjednačene, zatim, sledi teritorija grada Beograda (koji je posmatran posebno), i naposletku, zanemarljivo mali broj mikrokredita odobren je na teritoriji Kosova i Metohije. U okviru Vojvodine, najveći broj mikrokredita odobren je na teritoriji Bačke (bankarski menadžment ovo objašnjava činjenicom da se na području Bačke nalazi plodnije tlo i veće zemljische parcele, kada su u pitanju mikrokrediti za poljoprivrednike). U disertaciji se preispituje stepen istinske decentralizacije usluga mikrofinansiranja, ukoliko se uzme u obzir i činjenica da pojedine banke ne rade terenski, već da je nužno da mikrozajimatražioci dolaze lično kako bi podneli zahtev za mikrokredit (može se prepostaviti da pojedinci iz nepristupačnih, ruralnih područja nemaju čak ni saobraćajni pristup mestima gde se nalaze filijale finansijskih institucija).

Posebna hipoteza 4: Mikrofinansiranje utiče na rast zaposlenosti, bruto domaćeg proizvoda i indeksa ljudskog razvoja (postoji pozitivna korelacija između posmatrane nezavisne i zavisnih varijabli). U okviru istraživanja, statistički se ispituje stepen signifikantnosti ovog pretpostavljenog pozitivnog uticaja. Od tri izabrane zavisne variable, indeks ljudskog razvoja svrstava se u alternativne indikatore razvoja, stoga ga je i teže precizno kvantifikovati (teže ga je izraziti u obliku jednačine, odnosno, formule). Kako u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori ne postoji jedinstvena i javno dostupna baza podataka u vezi indeksa ljudskog razvoja, vrednosti ovog indikatora preuzete su iz eksternih/inostranih izvora. Dalje, analizira se smer i jačina uticaja mikrofinansiranja na smanjivanje siromaštva, podsticanje samozapošljavanja i preduzetništva generalno, te na privredni i ekonomski rast.

Posebna hipoteza 5: U bankarskom/mikrofinansijskom sektoru u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, raste udeo teško objašnjivog ili čak neobjašnjivog dela u ukupnoj strukturi aktivnih kamatnih stopa (faktori koje je teško ili čak nemoguće precizno izolovati i kvantifikovati, poput političke nestabilnosti, „inercione“ inflacije, očekivanja, i dr.). U okviru istraživanja, pomenuti faktori koje je teško ili čak nemoguće precizno izolovati se „egzogenizuju“ (na osnovu procene), s obzirom na činjenicu da ne mogu precizno da se izmere u okviru osmišljenog modela za analizu. U ovom slučaju, čak postoji verovatnoća da bi isforsirana ekonometrijska analiza bila nepouzdana i mogla da navede na pogrešan trag prilikom zaključivanja, kada ne bi bilo moguće razdvojiti uzrok i posledicu. Ipak, usvajanjem ove pretpostavke, ne gubi se značajno na objašnjenosti predloženog modela za analizu u celosti, ali se značajno doprinosi jačanju kvalitativnosti tumačenja i procena. Primera radi, logično je pretpostaviti da pad inflacije posledično dovodi do pada inflacionih očekivanja (uticaj na komponentu očekivanog profita prilikom kalkulacije aktivnih kamatnih stopa). No, u analiziranim državama, pad inflacije ne mora

nužno da dovede i do pada inflacionih očekivanja (reč je o državama kontinuirano narušavanog kredibiliteta, kada se očekivanja formiraju više „gravitaciono“, nego sledeći elementarnu ekonomsku logiku). Generalno, nacionalne statistike ne uzimaju u obzir ovakve „nepravilnosti“, međutim, na pojedinačnom nivou, ovakve stavke ipak se uvrštavaju u proces procene (primera radi, investitori prilikom donošenja odluka sve više u obzir uzimaju delovanje zakonitosti bihevioralne ekonomije). Ovi parametri kalibrirani su na način da njihova svojstva što je više moguće odraže realne karakteristike ekonomije u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori (iskustvo drugih, takođe tranzicionih zemalja može da bude od značajne koristi). Zaključak o dejstvu ovih parametara donosi se na osnovu iskustvene prakse analiziranih država, a delimično i intuitivno.

U brojnim stranim doktorskim disertacijama uočena je *jednostavnost* prilikom definisanja hipoteza istraživanja (primera radi, mikrofinansijske usluge u maloj meri pozitivno utiču na popravljanje finansijskog stanja klijenata) (Wagner, 2013, str. 62).

Takođe, i autori stranih doktorskih disertacija uvode određene *prepostavke*, u cilju *pojednostavljanja* analize (primera radi, da banka može da „skenira“ potencijalne klijente na osnovu njihove lokacije, odnosno, da banka iz jednog mesta može da derivira podatke o potencijalnim klijentima iz banke iz drugog mesta, te da ukoliko je određeni klijent u drugoj banci ocjenjen kao problematičan, automatski bude odbijen i u prvoj banci) (Lehner, 2008, str. 13).

1.5. Metodologija naučnog istraživanja

U toku procesa izrade doktorske disertacije, korišćene su sledeće istraživačke metode: metod analize i sinteze (metod analize posebno je izražen kod raščlanjivanja rizika i komponenti koje utiču na definisanje visine aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, a metod sinteze kod agregiranja uticaja malopre pomenuih komponenti kako bi se doneo zaključak o prirodi ukupnog uticaja), metod konkretizacije i apstrakcije (metod konkretizacije posebno je izražen kod analize teško objasnjivog dela aktivnih kamatnih stopa, a metod apstrakcije kod analiza gde su podaci nedostatni), metod kompilacije i „mozaika“ (posebno je izražen u uvodnom delu istraživanja gde je predstavljen pregled relevantne literature na temu mikrofinansiranja), metod klasifikacije (posebno je izražen u uvodnom delu istraživanja gde su predstavljeni najrasprostranjeniji modaliteti mikrofinansiranja), metod komparacije (posebno je izražen kod uporedne analize tržišta mikrofinansiranja u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori), matematičko-kvantitativni metod (posebno je izražen kod analize troškova, rizika, profitabilnosti i pojedinih makroekonomskih varijabli kao ključnih činilaca koje bi trebalo uzeti u obzir prilikom kalkulacije aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, kao i u završnom delu istraživanja gde je predstavljen predlog formule za izračunavanje aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite), statistički metod (posebno je izražen u delu gde je predstavljena korelaciona analiza između mikrofinansiranja i određenih makroekonomskih, kao i socijalnih pokazatelja), iskustveni metod (posebno je izražen kod nadograđivanja analiza, kako bi se kompenzovala nedostatnost podataka). U okviru procesa istraživanja, primenjena je analiza vremenskih serija, korelaciona analiza, kao i pojedine mere varijacije.

I u drugim istraživanjima iste tematike korišćena je *jednostavna deskriptivna* statistika (Torres García, 2009, str. 220), a za analizu korelacije između određenih ekonomskih indikatora i siromaštva korišćeni su *linearni koeficijenti* (Torres García, 2009, str. 245), kao što je Pirsonov koeficijent korelacije (Torres García, 2009, str. 364).

Formiranje uzorka vršeno je na način da on podržava donošenje zaključaka o stanju sektora mikrofinansiranja u Srbiji. U tom kontekstu, pošlo se najpre od uzorka koji obuhvata podatke vezane za sektor mikrofinansiranja u Srbiji. Međutim, on je proširen podacima koji se tiču sektora mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, iz razloga što je u ove dve države sektor mikrofinansiranja značajno uređeniji i razvijeniji, te je donošenje opštih zaključaka merodavnije ukoliko se izvrše međusobna poređenja. Veličina uzorka je zadovoljavajuća. U Srbiji, istraživanjem je obuhvaćeno 29 banaka i 3 mikrokreditne institucije (od kojih je jedna u međuvremenu prestala da radi). Što se tiče Crne Gore, isključeno je analiziranje banaka, iz razloga što ova država posede licencirane mikrofinansijske institucije (trenutno ih ima ukupno 5, a u momentu otpočinjanja ovog istraživanja bilo ih je 6, ali je jedna mikrofinansijska institucija u međuvremenu transformisana u banku, koja odobrava i kredite iznosa preko 10.000 EUR), te nije prisutan upliv banaka u mikrofinansijske poslove. Što se tiče Federacije Bosne i Hercegovine, analizom je obuhvaćeno 12 mikrofinansijskih institucija koje poseduju dozvolu za rad, dok je u Republici Srpskoj analizom obuhvaćeno 6 mikrofinansijskih institucija (kao i u slučaju Crne Gore, isključeno je analiziranje klasičnih banaka, iz identičnih razloga). Takođe, u disertaciji je formulisana definicija mikrokredita (kredit iznosa do 10.000 EUR).

Na osnovu analize izabrane literature može se konstatovati da su pojedini autori za analizu oblasti mikrofinansiranja izabrali „*Random Walk*“ metod istraživanja, kako bi se izbegla teritorijalno uslovljena kulturološka homogenost (heterogenost u funkciji objektivnijeg zaključivanja). U tim istraživanjima, ne-klijenti mikrofinansijskih institucija neretko se nalaze u funkciji „*kontrolne grupe*“ (Milan, 2011, str. 18). Autor drugog istraživanja obrazlaže izbor metode intervjuja, *umesto* metode upitnika, a primenjenu u okviru analize Bank Islami Pakistan (direktna, lična komunikacija smanjuje rizik nesporazuma ili nerazumevanja pitanja) (Sallberg, 2009, str. 27/28). Isto tako, u istraživanjima iz ove oblasti koriste se i *analiza glavnih komponenti* (Annim, 2010, str. 46), *Hausman-Taylor testovi* (Annim, 2010, str. 124), *DEA analiza* (Annim, 2010, str. 149), *Kaiser-Meyer-Olkin testovi* (Torres García, 2009, str. 254), *Fama-French-Carhart model* (Brière, Szafarz, 2014, str. 21), *metod najmanjih kvadrata* i *Lagranžev polinom* (Bramanti, 2013, str. 8), *ANOVA test* (Bramanti, 2013, str. 68), metod „*snežne grudve*“ (Mori, 2012, str. 76/77), *CAPM model* (Brière, Szafarz, 2011, str. 15), *metod „Intent-To-Treat“* (Banerjee, Duflo, Glennerster, Kinnan, 2014, str. 14), *model stohastičkih efekata*, uz sugerisanje da se koristi model fiksnih efekata ukoliko se podaci odnose na nekoliko geografskih regiona (D’Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 14).

Primera radi, autor citirane disertacije navodi kako su analizirane i određene varijable teže „merljive“ (terensko prikupljanje podataka u nepristupačnim ruralnim područjima vršeno je dva puta, a kada su podaci međusobno komparirani, ustanovljene su značajne razlike među njima, ali autori naglašavaju kako ih je nedostatak izvora finansiranja sprečio u ponovnom prikupljanju podataka) (Augsburg, 2009, str. 144). U tom istraživanju primenjena je *tehnika poklapanja rezultata trendova* (Propensity Score Matching, PSM) (Augsburg, 2009, str. 158).

Pojedini istraživači ističu kako se neuključivanjem izuzetno specifičnih, individualnih, promenljivih faktora u analizu postiže veći stepen *konzervativnosti* dobijenih rezultata (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 19). Ipak, javlja se *dilema* da li je bolje dobiti preciznije i konzervativnije ili, pak, manje precizne i sveobuhvatnije rezultate.

Pojedini autori ističu kako „rigorozna statistika“ može proces procene čak da *omete*, a ne da ga olakša („*od drveta se ne vidi šuma*“) (Kirchstein, 2011, str. 94).

U okviru ove disertacije, istraživanjem su obuhvaćeni bankarski sektor i mikrofinansijsko tržište Republike Srbije, kao i mikrofinansijska tržišta Bosne i Hercegovine i Crne Gore (u periodu 2011-2015. godine). U okviru empirijskog dela disertacije, predstavljen je i sažet pregled trenutnog stanja i trenda razvoja sektora mikrofinansiranja u svetu (takođe, u periodu 2011-2015. godine), u svrhu poređenja, a radi donošenja ispravnijih zaključaka (neuvrštavanje svetskih država u analizu, već insistiranje na analizi isključivo tranzicionih država, moglo bi da dovede do neželjene neobjektivne jednostranosti i apsolutizacije zaključivanja).

Dakle, period istraživanja koji ova doktorska disertacija pokriva jeste period 2011-2015. godine. Pojedine doktorske disertacije pokrivaju značajno duži period, no, uvezši u obzir izabranu temu i nerazvijenost analiziranog sektora u Srbiji, kao i otežanost pristupa podacima o istom, *procenjeno* je da je vremenski okvir analize prihvatljiv. Takođe, prikupljeni su podaci o drugim disertacijama koje takođe obrađuju kraći vremenski period (što potkrepljuje činjenicu da ova disertacija nije izuzetak, u tom kontekstu). Za primer može da posluži disertacija u kojoj se analizira mikrofinansijska institucija AMK iz Kambodže, gde je doktorand koji je ujedno bio i zaposlen u istraživačkom odjeljenju ove mikrofinansijske institucije analizirao period 2007-2009. godine (Milan, 2011, str. XI). Zatim, period praktičnog istraživanja u drugoj disertaciji je kratak, a obuhvata samo februar i maj 2008. godine (Goodwin-Groen, 2012, str. 279). Isto tako, moguće je navesti i primer disertacije koja pokriva period od svega dve godine (jul 2011 - jun 2012. godine) (Preeti Voola, 2013, str. 90). Pojedine doktorske disertacije takođe pokrivaju istraživački period od pet godina (2005-2009. godine) (Khachatryan, 2013, str. 128). Takođe, kao primer može da se navede i istraživanje gde uzorak čini 40.000 mikrokreditnih klijenata (iz 3 mikrofinansijske institucije iz Supsaharske Afrike), koji su analizirani za period od oktobra 2010. godine do oktobra 2011. godine (Wagner, 2013, str. 11). S obzirom na to da se u okviru ove disertacije analizira aspekt mikrofinansijskih institucija (mehanizam definisanja aktivnih kamatnih stopa), nisu prikupljeni podaci o mikrofinansijskim klijentima.

Kako su faze procesa istraživanja ranije već navedene, u nastavku će detaljnije biti obrazložen način prikupljanja relevantne literature i empirijskih podataka. Korišćeni su javno publikovana dokumentacija sa zvaničnih internet stranica Centralnih banaka, Ministarstava finansija i Statističkih zavoda Srbije, Bosne i Hercegovine i Crne Gore (kao i drugih institucija), servisi KoBSON-a (elektronski časopisi, elektronske knjige, digitalna biblioteka stranih doktorskih disertacija), drugi internet izvori (zvanične internet stranice svetski priznatih procenjivačkih agencija, i dr.). Prikupljanje odgovarajućih empirijskih podataka u vezi sektora mikrofinansiranja u Srbiji posebno je bilo otežano, iz razloga što se većina banaka i mikrofinansijskih organizacija izjasnila da podatke u vezi obima odobrenih mikrokredita i aktivnih kamatnih stopa smatra

poslovnom tajnom (iako je u Zakonu u bankama Republike Srbije, u članu 46, navedeno da se bankarskom tajnom ne smatraju konsolidovani podaci na osnovu kojih se ne otkriva identitet pojedinačnog klijenta). Nužna dopunjavanja podataka vršena su pomoću različitih metoda (neformalan terenski rad, iskustveni metod, metod procene i aproksimacije, te metod generalizacije).

S obzirom na *ograničenost* pristupa podacima u analiziranim državama (Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Srbija), izvršena je analiza korišćenih *stranih izvora* podataka koji se odnose na oblast mikrofinansiranja. I u drugim disertacijama, uočene su *žalbe* istraživača sličnog karaktera (primera radi, svega 47,6% mikrofinansijskih institucija odazvalo se na saradnju) (Mori, 2012, str. 39). Zbog nemogućnosti direktnog prikupljanja podataka od mikrofinansijskih institucija, u brojnim radovima i doktorskim disertacijama korišćeni su podaci sa sajta The Mix Market (uprkos njihovoj nepotpunosti, u određenoj meri) (Annim, 2010, str. 9). Uočeno je da značajan broj studija crpi podatke sa sledećih internet stranica: Doing Business, The World Bank (Annim, 2010, str. 119). Međutim, drugi autori kritički sagledavaju podatke koji se preuzimaju iz baze podataka Doing Business Indicators (baza podataka postoji tek od 2003. godine, što značajno smanjuje veličinu uzorka (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 27). Takođe, jedan od često korišćenih izvora podataka za istraživanja iz ove oblasti je i rejting agencija MicroRate (Garmaise, Natividad, 2011, str. 7). Kao izvori podataka koriste se i baze podataka World Governance Indicators, kao i Heritage Foundation (Muriu, 2011, str. 7). U istraživanjima iz oblasti mikrofinansiranja, korišćeni su i sledeći izvori podataka: internet stranice rejting agencija Microfinanza, Planet Rating, Crisil i M-Cril (Mori, 2012, str. 11). Autor ovde navedenog istraživanja podatke je preuzimao iz izveštaja pod nazivom Microfinance Review, iz 2011. godine (Lanka Microfinance Practitioners' Association, koja primenjuje identičnu metodologiju formiranja baze podataka kao MixMarket) (Wijesiri, 2014, str. 18). U drugom istraživanju korišćena je FinScope baza podataka o percepcijama korisnika finansijskih usluga (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 59). Pojedini autori su, pak, koristili podatke koje su preuzeли sa internet stranice Microfinance Centre for Central & Eastern Europe and the New Independent States (MFC) (Khachatryan, 2013, str. 21).

Istraživači koji su *povezali oblast mikrofinansiranja i korporativnih finansija* koristili su podatke sa internet stranica Datastream (podaci o tržišnoj kapitalizaciji) i Morgan Stanley Capital International (svetski berzanski indeksi) (Brière, Szafarz, 2011, str. 5). U istom radu je objašnjen i postupak „ugradnje“ lokalnih mikrofinansijskih indeksa u jedan opšti, globalni (Brière, Szafarz, 2011, str. 8). Prilikom tumačenja i komparacije rezultata, naglašeno je da bi trebalo uvažiti diverzifikaciju na geografskoj osnovi (Brière, Szafarz, 2011, str. 8).

Primera radi, autori jednog od citiranih istraživanja navode kako su koristili podatke sa MixMarket-a, i to isključivo one sa oznakom „*četiri ili pet dijamanata*“, što je najveći broj dijamanata koji može da bude dodeljen (sistem rangiranja kvaliteta podataka, u odnosu na kriterijum transparentnosti, detaljnosti i obuhvatnosti). Čak i uprkos tome, autori istraživanja naglašavaju kako postoji svest da *uzorak nije reprezentativan* u najvećoj mogućoj meri (jer, čak i izveštaji označeni sa četiri i pet dijamanata sadrže nepotpune informacije; takođe, prepostavka je i da se u okviru baze podataka MixMarket-a u većem broju nalaze izveštaji *razvijenih* mikrofinansijskih institucija, te je analiza podataka o slabije razvijenim mikrofinansijskim

institucijama zapostavljena) (Al Azzam, Mimouni, Sarangi, 2014, str. 6). I drugi autori koristili su podatke sa MixMarket-a, isključivo one označene sa „četiri ili pet dijamanata“ (međutim, i oni konstatuju da su koristi podatke koju su se u ovoj bazi *zatekli u trenutku istraživanja*, ističući kako su svesni da je moguće da su podaci kasnije *nadopunjivani*, što posledično utiče na same rezultate istraživanja, kao i na njihovo tumačenje) (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 8).

Autor ovde navedenog istraživanja ističe da je podatke koje je koristio u okviru analize preuzimao sa internet stranice Rating Fund. Podaci, odnosno, izveštaji se ne upload-uju samostalno od strane mikrofinansijskih institucija (kao na MixMarket), već se prikupljaju od strane trećeg lica (rejting agencija, poput MicroRate, Microfinanza, Planet Rating, Crisil, M-Cril). Navodi se kako je izbegnut problem „jednoličnosti“ podataka, u meri u kojoj je to moguće (primera radi, MixMarket sadrži podatke pretežno o većim mikrofinansijskim institucijama). S obzirom da nekoliko različitih rejting agencija podnosi izveštaje za potrebe integralne baze podataka Rating Fund-a, autor navodi da je pre otpočinjanja ovog istraživanja i analize najpre bilo neophodno izvršiti *komparaciju njihovih metodologija* sastavljanja izveštaja i ujednačiti ih (autor rada ustanovio je da ne postoje značajne međusobne razlike koje bi uticale na proces definisanja varijabli, kao i za dalje ekonometrijske analize). Kada je to bilo neophodno, podaci iz izveštaja „svođeni“ su na godišnji nivo i na dolarske iznose (Mersland, 2009, str. 14-16).

Primera radi, pojedini doktorandi kao *nužan preduslov* da bi sproveli istraživanje u određenim mikrofinansijskim institucijama u *Bosni i Hercegovini* navode neophodnost prethodnog pismenog garantovanja anonimnosti i poverljivosti podataka, kao i da će se po završetku istraživanja analiziranim mikrofinansijskim institucijama priložiti kopija disertacije (Goodwin-Groen, 2012, str. 75). Drugi autori navode kako cilj njihovog istraživanja *nije da osuđuje ili da stigmatizuje*, te su iz tog razloga imena analiziranih institucija i ispitanih pojedinaca u potpunosti eliminisana, kako bi im se obezbedila anonimnost (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 4).

Autori citiranog istraživanja naglašavaju kako postoji mogućnost da njihov uzorak nije formiran na *sistematičan* način (zbog *ograničenog* pristupa podacima), te kako je moguće da nije postignuta maksimalna *komparabilnost* tretirane i kontrolne (netretirane) grupe (Banerjee, Duflo, Glennerster, Kinnan, 2014, str. 11).

I drugi autori samokritički konstatuju kako bi predstavljene rezultate trebalo *revidirati i ponovno potvrditi*, jer se odnose na nesavršen uzorak, zbog ograničenog pristupa podacima (apelujući na buduće istraživače kako je ovo gotovo u potpunosti **neistražena** oblast, te kako bi je trebalo u većoj meri proučavati) (Flosbach, 2013, str. 14).

U citiranom istraživanju navodi se kako *nijedna baza podataka* u vezi sektora mikrofinansiranja nije perfektno reprezentativna (autori rada podatke su preuzele sa internet stranice Rating Fund of CGAP, gde samokritički ističu „zamerku“ da su u analizu uvrstili isključivo podatke o većim mikrofinansijskim institucijama, iz razloga što podaci o manjim mikrofinansijskim institucijama nisu dostupni). Takođe, navodi se kako je izvršeno *prilagođavanje* podataka (svođenje lokalnih monetarnih jedinica konvertovanjem u USD, prema *tekućem* deviznom kursu), radi postizanja *uporedivosti* (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 12).

U uzorku u okviru istraživanja koje je izvršila Khachatryan se, između ostalih, nalaze i podaci u vezi sektora mikrofinansiranja u *Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji* (analiza određenih država Evrope i Centralne Azije) (2013, str. 88). Ovo predstavlja *retkost*, jer većina istraživačkih studija o konceptu mikrofinansiranja u značajnijoj meri analizira područje Bosne i Hercegovine, dok postoji *svega nekoliko* radova koji u analizu uključuju Crnu Goru i Srbiju (naučni *doprinos* ove disertacije jeste upravo izrada objedinjujućeg istraživanja).

U ovoj disertaciji, naglašava se osećaj odgovornosti da se i nakon formalno završenog istraživanja *prate ostvarenja* osmišljene verzije modela za analizu, te da se u budućnosti koriguju uočeni nedostaci i pogrešni stavovi (u tom kontekstu, osmišljena verzija modela nije konačna i definitivna, ona će i u budućnosti nastaviti da se menja, kako se bude menjala nacionalna i nadnacionalna ekomska stvarnost). Određena ogradijanja ne vrše se u funkciji opravdavanja, već u funkciji pokušavanja da se pronađe još bolji model za analizu u predstojećim istraživanjima u budućnosti.

Prilikom pisanja *zahvalnica* svojim mentorima, doktorandi neretko ističu kako se „dive njihovim ekonometrijskim znanjima, te kako oni neosporno kaskaju za njima nekoliko svetlosnih godina“ (Mersland, 2009, str. 5). U ovoj doktorskoj disertaciji, naglašeno je kako dobijeni rezultati u značajnoj meri *zavise* od ograničenih mogućnosti prikupljanja podataka (o mikrofinansijskom sektoru u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji), a posledično, i od izbora modela za analizu koji uopšte može da bude primjenjen.

Pojedini istraživači postavljaju pitanje u kojoj proporciji rezultati istraživanja mogu da se pripisu modelskim varijablama, a u kojoj proporciji vanmodelskim? Takođe, postavljaju pitanje i u kojoj meri *randomizacija* prilikom formiranja uzroka utiče na dobijene rezultate? (Woolcock, 1999, str. 19)

1.6. Očekivani rezultati istraživanja i mogućnost njihove primene

Kada je u pitanju situacija u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, može se konstatovati da postoji ukorenjen jaz između teorije (naučnog sektora) i prakse (privrednog sektora). U tom kontekstu, za očekivati je da rezultati istraživanja *neće u značajnoj* meri uticati na bankarski i mikrofinansijski sektor (bilo bi pretenciozno tvrditi suprotno). *Realnije* je prepostaviti da će rezultati istraživanja prevashodno biti primenljivi u oblasti analiza sektora mikrofinansiranja drugih autora (studenti doktorskih studija i naučni kadar uopšte, i eventualno proceniteljske agencije), kao i u funkciji finansijskog opismenjavanja i edukacije, a u cilju dubljeg razumevanja fundamentalnih ekonomskih kategorija i odnosa (potencijalni preduzetnici, kao i šira javnost zainteresovana za oblast ekonomije). Dalje, istraživanje ovog tipa doprineće širenju baze referenci na temu mikrofinansiranja, s obzirom na činjenicu da su istraživački radovi na pomenutu temu izuzetno slabu prisutni u domaćoj literaturi. Posledično, postoji mogućnost da disertacija u *određenoj* meri doprinese promeni uobičajenog načina posmatranja i analize sektora mikrofinansiranja. Kako je u okviru istraživanja izvršen pokušaj da se predstave i određeni teško objašnjivi faktori koji utiču na definisanje visine aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite (koje je teško ili čak nemoguće precizno izložiti i kvantifikovati), postoji mogućnost da disertacija u

određenoj meri doprinese proširenju koncepta „*Fan Chart*“, odnosno, koncepta alternativnih scenarija, koji služe kao sredstva za naglašavanje rizika i neizvesnosti.

Pojedini istraživači ističu kako su određene delove disertacije prezentovali na konferencijama *pre objavlјivanje* iste, te da su prikupljali komentare i dileme učesnika konferencije na izabranu temu i objavlјivali ih u određenim poglavljima, konstatujući da u okviru disertacije ipak nisu uspeli da pronadu sva „rešenja i odgovore“ (Annim, 2010, str. 193).

Autori citiranog rada naglašavaju kako njihovo istraživanje ima određenih *manjkavosti*, kada je u pitanju „dubina i širina“ ekonometrijske analize (ograničenost, zbog nedostupnosti podataka). Stoga, svoje istraživanje okarakterisali su kao *preliminarno*, ali ističu kako se nadaju da će ono *podstaknuti druga istraživanja* na ovu temu u budućnosti (Brière, Szafarz, 2011, str. 18).

Doprinos jedne disertacije ogleda se u predstavljanju kako teorijskih, tako i empirijskih perspektiva, *na datu temu, na drugačiji način* (Khachatryan, 2013, str. 143). Podrazumeva se, istraživanje bi trebalo potkrepliti *činjenicama*, a ne zasnivati ga na ideološkim uverenjima (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 70).

Naposletku, trebalo bi naglasiti da ne postoji doktorska disertacija koja je napisana pod rukovodstvom isključivo jedne osobe (aspekt *odgovornosti*) (Kirchstein, 2011, str. V).

I Konceptualni okvir za analizu mikrofinansijskog sektora

1. Terminološko i suštinsko diferenciranje pojmove mikrofinansiranje i mikrokreditiranje

Prema stanovištu većine autora¹ čiji su radovi proučavani prilikom izrade ove disertacije, mikrofinansiranje prvenstveno znači pružanje finansijskih usluga populaciji sa *nizim prihodima, naročito siromašnima* i veoma siromašnima. Termin „mikrofinansiranje“ se neretko koristi u *užem* smislu, odnoseći se u principu na *mikrokredit* namenjen mikropreduzetnicima, uz korišćenje metoda razvijenih uglavnom nakon 1980. godine od strane socijalno orijentisanih nevladinih organizacija. Pored svoje osnovne misije (pružanja finansijskih usluga siromašnjima), mikrofinansiranje u savremenom svetu postaje jedna od značajnijih poluga ekonomskog razvoja, sa evidentnim društveno-ekonomskim efektima. Mikrofinansiranje je neretko jedini način da se finansijske usluge omoguće onima koji imaju ograničen, ili uopšte nemaju pristup tradicionalnim pružaocima finansijskih usluga. Pojedini autori ističu kako je termin „mikrokreditiranje“ nastao prvi i kako je devedesetih godina prethodnog veka zamenjen terminom „mikrofinansiranje“, podrazumevajući ne isključivo mikrokreditiranje, već i dijapazon drugih finansijskih usluga namenjenih siromašnoj populaciji (Guntz, 2011, str. 7).

U citiranom istraživanju, navodi se kako je koncept mikrofinansiranja prvenstveno osmišljen u cilju finansiranja siromašnih, ali se potom primenjivao i za *osnaživanje žena, dok „ekstenziju“* ovog koncepta predstavljaju mikrokrediti (*komercijalno mikrofinansiranje*) (Sharma, Puri,

¹ Samo neki od autora su Tundui, C., Tundui, H.; Hussain, R., Fareed, Saleem, Hussain, S., Adnan; Khachatryan; Prasad Sharma; Armendáriz, Morduch; Akinosi, Nordlund, Turbay; Cull, Demirgüç-Kunt, Morduch; D'Espallier, Guérin, Mersland; Sarker; i dr.

Chhatwal, 2014, str. 104). U Srbiji, suštinski, koncept mikrofinansiranja postoji isključivo u formi mikrokreditiranja.

U posleratnom periodu, sektor mikrofinansiranja doživeo je „procvat“ (Sallberg, 2009, str. 13). Broj mikrofinansijskih institucija rapidno je povećan u proteklih 15 godina. Primera radi, korisnici mikrofinansijskih usluga u Indiji čine 30% od ukupnog broja korisnika mikrofinansijskih usluga na nivou sveta (Banerjee, Duflo, Glennerster, Kinnan, 2014, str. 8).

Kada je u pitanju metodologija određivanja šta se svrstava u mikrokredit, a šta ne, literatura je *podeljena*. Prosečna veličina mikrokredita varira u zavisnosti od geografskog područja (do 5.000 EUR ili do 10.000 EUR), dok je njihov prosečan rok dospeća do godinu dana (Guntz, 2011, str. 3).

Prvi program mikrokreditiranja osmislio je Muhamed Junus, profesor ekonomije iz Bangladeša. On je smatrao da bi bankarstvo trebalo da bude ekonomsko-socijalnog karaktera, a ne striktno ekonomskog (ostvarivanje profita isključiv i jedini cilj). Još 1976. godine, osnovao je mikrokreditnu instituciju pod nazivom Grameen Bank. Čineći kredite dostupnim i siromašnom stanovništvu čak i u udaljenim ruralnim područjima, pokrenuo je *revoluciju* u sferi finansija. Iznosi tih kredita bili su minimalni, a dodeljivana sredstva pretežno su upotrebljavana za nabavku stoke i oruđa za rad. Korisnici kredita formirali su solidarne grupe, gde je jedan pojedinac jemčio za drugog, i obrnuto. Usmena reč predstavljala je kolateralno obezbeđenje. Brojne statistike potvrđuju da je, upravo zahvaljujući mikrokreditiranju, redukovano globalno siromaštvo, zbog čega je Muhamed Junus bio nagrađen Nobelovom nagradom za mir 2006. godine. Nakon postignutog uspeha u Bangladešu, mikrokreditni programi počeli su da se primenjuju i u Indiji, Peruu, Indoneziji, Gani, kao i u ostalim nerazvijenim državama širom planete.

Davne 1976. godine, profesor ekonomije iz Bangladeša Muhamed Junus iskoristio je *sopstveni* novac i *neformalno* odobrio 42 kredita od po 27 USD ženama iz ruralnih područja (neformalni počeci koncepta mikrofinansiranja). Nije se rukovodio pravilima klasičnog bankarstva, odnosno, nije zahtevao od njih formalan kolateral, već je garancija otplate bila njihova radna produktivnost. Insistirao je da se žene udruže u *grupe* od po njih četiri, jer je smatrao da u okviru grupa vlada viši nivo *discipline* (Muhammad, Waweru, Porporato, 2011, str. 1).

Pojedini autori čak smatraju da „koreni“ koncepta mikrofinansiranja potiču iz srednjovekovne Evrope, posebno iz Irske i Nemačke, a ne u Bangladešu, kako se rasprostranjeno smatra. U Evropi u XV veku, Katolička crkva osnovala je takozvane „zalagaonice“ koje su odobravale novčane pozajmice, u cilju zaštite ljudi od „zelenaša“ koji su odobravali kredite po lihvarskim kamatnim stopama. Vremenom, ove „zalagaonice“ proširile su se čitavim kontinentom (Guntz, 2011, str. 5).

Pružaoci mikrofinansijskih usluga, odnosno, mikrofinansijske institucije mogu da budu manje neprofitne, nevladine organizacije, ali i velike komercijalne banke. Kao jedan od načina finansiranja mikrofinansijskih institucija navode se i *koncesioni* krediti (*Low-Cost* finansiranje). U citiranom istraživanju navodi se kako *način* finansiranja zavisi od *faze* razvoja

mikrofinansijskih institucija (u početnim fazama razvoja, mikrofinansijske institucije više se oslanjaju na grantove, dok se u kasnijim fazama razvoja u većoj meri oslanjaju na tržišta kapitala i komercijalne izvore finansiranja) (Khachatryan, 2013, str. 119-121).

Jedna od najznačajnijih klasifikacija mikrofinansijskih institucija odnosi se na činjenicu da li se one bave primanjem depozita ili ne, što je naročito značajno za nacionalne regulatore. Pojedini autori tvrde kako su ukupni *troškovi* mikrobanaka organizovanih kao NVO niži, zbog manjeg prisustva *asimetričnih* informacija na relacijama mikrobanka-zajmotražioc i mikrobanka-depozitari (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 24). Primera radi, kao regulisana finansijska institucija (ponekad se definiše i kao socijalno preduzeće), Grameen Bank ima dozvolu za prikupljanje **depozita** (Akinosi, Nordlund, Turbay, 2011, str. 216).

Mikrofinansiranje nije nov i u potpunosti nepoznat koncept. U literaturi, termin „inovacija“ tumači se na različite načine. Šumpeter inovaciju definiše kao „komercijalnu primenu invencije“. Oblast mikrofinansiranja pre se posmatra kao inovacija, nego invencija (u određenoj meri izmenjena primena postojećeg finansijskog modela). Inovaciju u ovoj oblasti možemo da prepoznamo u sledećim njenim aspektima: „targetiranje“ siromašnih, „targetiranje“ osoba ženskog pola, nova metodologija mikrofinansiranja, nova organizaciona rešenja, te alternativni izvori finansiranja. Takođe, inovacija se razlikuje od difuzije (lokacijski prilagođena i „prostorno mobilna“ inovacija). Sektor mikrofinansiranja dostigao je i određeni stepen difuzije, startno skromno počevši, da bi kroz vreme doživljavao brojne promene (pojedine mikrofinansijske institucije nisu zadržale originalni model funkcionisanja, već su se transformisale u klasične, komercijalne banke). Pojedini autori ističu kako bi ovaj sektor trebalo dalje da se eksplazira, te da bi trebalo da razmatra mogućnosti ***unapredjenja operativne efikasnosti***, ili posredstvom konsolidacije, ili preusmeravanjem na tradicionalne bankarske operacije (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 2-32).

Kada se uz usluge mikrofinansiranja nude i određene nefinansijske usluge (zdravstvene, edukativne, i sl.), takav koncept naziva se „*holistički*“ ili „*integrisani*“ (Augsburg, 2009, str. 86).

Tabela 1: Karakteristike koncepta mikrofinansiranja u zemljama u razvoju i razvijenim zemljama

Kriterijum	Zemlje u razvoju	Razvijene zemlje
Vrsta mikrofinansijske institucije	Profitna	Neprofitna
Orientacija mikrofinansijske institucije	Tržišni principi	Fokus na obuhvat
Proizvodi/usluge	Mikrokredit Mikroosiguranje Mikroštendija	Mikrokredit Socijalni mikrokredit
Metodologija mikrokreditiranja	Grupno, solidarno mikrokreditiranje	Individualno mikrokreditiranje
Ciljna grupa	„Ranjive“ grupe, žene	„Siva“ zona, imigranti

Izvor: Bramanti, 2013, str. 50.

Autor ove disertacije smatra da je koncept mikrofinansiranja potrebno implementirati u zemlje u razvoju, ali *isključivo* pod uslovom doslednog poštovanja prvobitno definisanih principa ovog koncepta (realizacija ciljeva socijalnog karaktera).

1.1. Koncept mikrofinansiranja kao derivat koncepta etičnog (humanog) bankarstva

Pre svega, sa etičke tačke gledišta, postavlja se pitanje da li je uopšte moralno prihvatljivo *zarađivati* na osnovu transakcija sa siromašnim slojevima populacije? (Guntz, 2011, str. 2). S druge strane, pojedini autori čak ističu kako je koncept mikrofinansiranja „misija Boga“ (Crabb, Keller, 2006, str. 27).

Postoje brojni pokušaji da se precizno kvantifikuje uticaj mikrofinansiranja na redukciju siromaštva. Međutim, svi naponsetku bivaju „jalovi“, prvenstveno zbog nedostatka dugačkih i potpunih vremenskih serija podataka (najpre, o broju siromašnih), čija je potpunost narušena i usled dejstva promenljivih i neopservabilnih faktora, poput onih psiholoških, a koji su ovde od izuzetnog značaja u kontekstu *doživljavanja* intenziteta smanjenja siromaštva (individualna i društvena *neusaglašenost* prilikom određivanja „praga“ siromaštva) (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 3). S druge strane, pojedini autori povlače distinkciju između *hronično i tranzitorno* siromašnih (Milan, 2011, str. 59). Takođe, pojedini autori prave razliku između monetarnog i nemonetarnog pristupa siromaštvu (Annim, 2010, str. 45). U okviru ovde citiranog istraživanja, navodi se kako je empirija o uticaju mikrofinansiranja na klijente „tanka“ (Milan, 2011, str. XIII). Autor istog istraživanja postavlja pitanje i da li je moguće napraviti preciznu *distinkciju* između uticaja na nove klijente i one na dugoročnoj osnovi? (Milan, 2011, str. 5).

Distinkcija između *relativne i absolutne granice* siromaštva od izuzetnog je značaja (pojedine mikrofinansijske institucije fokusiraju se isključivo na urbana područja i platežnije klijente, dok su druge mikrofinansijske institucije posvećene isključivo izuzetno siromašnim klijentima). Primera radi, ukoliko se relativno siromaštvo procenjuje u siromašnjim područjima, pojedinci mogu da budu ocenjeni kao manje siromašni u poređenju sa prosekom na tom lokalitetu, nego što bi bili ocenjeni kada bi se posmatrao nacionalni prosek (kao jedan od pokazatelja siromaštva može da bude bruto društveni proizvod po glavi stanovnika) (Torres García, 2009, str. 64).

Tabela 2: Evolucija značenja i merila siromaštva

Period	Koncept siromaštva	Merilo siromaštva
1960-e	Ekonomski aspekt	Rast BDP <i>per capita</i>
1970-e	Zadovoljenje osnovnih potreba + ekonomski aspekt	Rast BDP <i>per capita</i> + zadovoljenje osnovnih potreba
1980-e	Ekonomski aspekt	BDP <i>per capita</i>
1990-e	Ljudski razvoj + ekonomski aspekt	Indeks ljudskog razvoja (UNDP)
2000-e	Multidimenzionalna „sloboda“	Milijumski razvojni ciljevi

Izvor: Torres García, 2009, str. 66.

Siromaštvo bi trebalo posmatrati kao *dinamički*, a ne statički fenomen (zbog fluktuabilne prirode rizika). U tom kontekstu, značajno je razlikovanje *ex-ante (vulnerabilnost) i ex-post (siromaštvo)* merila stepena opšteg blagostanja (Torres García, 2009, str. 67). Jedan od poznatijih multidimenzionalnih indikatora opšteg blagostanja jeste *indeks ljudskog razvoja* (HDI, Human Development Index) (Torres García, 2009, str. 83). Indeks ljudskog razvoja u sebe uključuje i komponentu očekivanog trajanja života (primera radi, u Bocvani iznosi 34,9 godina, a u Kambodži 56,5 godina; s druge strane, po teoriji pariteta kupovne moći, BDP *per capita* u Bocvani iznosi 9.945 USD, a u Kambodži 2.423 USD (iako je površinom bar tri puta manja, Kambodža ima bar 8 puta više stanovnika od Bocvane) (Torres García, 2009, str. 84). **GDI**

(Gender-related Development Index) sličan je HDI, ali uzima u obzir i rodne neravnopravnosti (Torres García, 2009, str. 124). Ocena kvaliteta određenog indikatora trebalo bi da podleže „SMART“ kriterijumima (Specific, Measurable, Achievable, Realistic, Time-bound). Takođe, indikatori bi trebalo da budu relevantni, *jednostavni*, u kontinuitetu ažurirani (Torres García, 2009, str. 98).

„Socijalno mapiranje“ predstavlja alat identifikacije različitih kategorija siromašnih (koji žive ispod i iznad linije siromaštva) (Augsburg, 2009, str. 93). Ukoliko se govori o „granicama“ siromaštva, prema podacima citiranog istraživanja iz 2009. godine, više od 4 milijarde ljudi živi sa manje od 3.000 USD na godišnjem nivou (Reeder, 2010, str. 77). U drugom istraživanju, navodi se da gotovo polovina ukupne svetske populacije (oko 3 milijardi ljudi) nema više od 2 USD priliva na dnevnom nivou (Hussain, R., Fareed, Saleem, Hussain, S., Adnan, 2012, str. 65).

Pojedini autori navode kako se trećina od ukupne populacije koja nema pristup formalnim izvorima finansiranja nalazi u *Aziji*, i koja živi od priliva do 5 USD na dnevnom nivou (aproksimativno, oko 800 miliona ljudi) (Vong, Song, 2015, str. 12). U drugom istraživanju navodi se kako 40-80% populacije u *zemljama u razvoju* nemaju pristup formalnim bankarskim uslugama (Cotler, Almazan, 2013, str. 69).

Bramanti u okviru svog istraživanja navodi kako većina finansijskih institucija *ne servisira siromašnije* slojeve populacije, jer su „previše rizični, a transakcioni troškovi koji nastaju usled njihovog usluživanja previše visoki“ (2013, str. 11). U razvijenijim državama, u *marginalne* grupe spadaju nezaposleni, stariji, osobe sa određenim invaliditetom, samohrani roditelji, imigranti, žene (Bramanti, 2013, str. 20). Međutim, postoje i drugačiji primeri. Extra Banca iz Italije predstavlja uspešan primer *finansiranja imigranata* (Bramanti, 2013, str. 29).

Prilikom ispitivanja uticaja mikrofinansiranja na iskorenjivanje siromaštva, trebalo bi najpre ustanoviti da li ono utiče samo na *određenu „dimenziju“* siromaštva, ili pak, ima širi uticaj (Torres García, 2009, str. 63).

Mikrofinansijska institucija AMK iz Kambodže ustanovila je određene „alate socijalnih performansi“, pod kojima se podrazumevaju godišnja analiza satisfakcije zaposlenih i klijenata mikrofinansijskih institucija, monitoring procesa zaštite klijenata, merenje „dubine“ pružanja mikrofinansijskih usluga, te analiza sličnih indikatora kod konkurenčije (Milan, 2011, str. XII). Zbog privremenih i trajnih migracija u Kambodži, članovima pojedinih domaćinstava (ispitanicima) nije bilo moguće ući u trag u analiziranom periodu (a koji su, takođe, klijenti mikrofinansijskih institucija). U ovde navedenom istraživanju razmatrano je da li su migranti nužno lošijeg ekonomskog statusa od ne-migranata, te da li je neophodno vršenje određenih korekcija podataka usled izostavljanja migranata iz istraživanja zbog njihovog fizičkog odsustva (Milan, 2011, str. 53-54). Primera radi, na internet stranici <http://sptf.info> moguće je izvršiti uvid u pregled određenih „standardizovanih“ indikatora socijalnih performansi (Milan, 2011, str. 24).

Kao „pioniri“ u merenju socijalnih performansi pozicionirali su se Crecer i ProMujer iz Bolivije, Fonkoze iz Haitija, NWTF sa Filipina, kao i Prizma iz Bosne i Hercegovine (Torres García, 2009, str. 197). Međutim, u toku istraživanja za potrebe izrade ove disertacije došlo se do

saznanja da je Prizmi u oktobru 2014. godine oduzeta dozvola za rad od strane Agencije za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine (u lokalnoj štampi, a kada je u pitanju ova mikrofinansijska organizacija, neretko se pronalaze naslovi „od giganta do stečaja“).

Neretko, ističe se značaj formiranja *rejting* agencija za socijalne performanse, te kako to utiče na jačanje *kredibiliteta* mikrokreditnih institucija koje se podvrgavaju evaluaciji te vrste. Ipak, upozorava se na problem visokih cena njihovih usluga za mikrokreditne institucije (Milan, 2011, str. 112). Brojne mikrokreditne institucije ne usvajaju nove poslovne alate i tehnologije, ukoliko ih smatraju „vremenski i finansijski zahtevnim“ (Milan, 2011, str. 124).

MicroRate jedina je agencija koja u svoje procene *uvrštava i procenu socijalnih* performansi (Kirchstein, 2011, str. 169).

Pojedine razvojne agencije (Imp-Act, The SEEP Network/Argidius Foundation, CGAP/CERISE, USAID, ACCION) razvile su određene alate za monitoring socijalnih performansi mikrofinansijskih institucija (Khachatryan, 2013, str. 75).

Tabela 3: Pokazatelji finansijskih i socijalnih performansi mikrofinansijskih institucija

Indikatori finansijskih performansi	Indikatori socijalnih performansi
<ul style="list-style-type: none"> • kvalitet portfolija • leveridž • adekvatnost kapitala • produktivnost • efikasnost • profitabilnost • finansijska održivost 	<ul style="list-style-type: none"> • broj klijenata • volumen mikroštednje • volumen mikrokredita • broj ekspozitura • diverzitet proizvoda/usluga • procenat obuhvaćene populacije • godišnja stopa rasta • participacija osoba ženskog pola

Izvor: Khachatryan, 2013, str. 75.

Naposletku, postavlja se pitanje da li je potpuna *objektivnost* u okviru socijalnih istraživanja uopšte moguća? (Goodwin-Groen, 2012, str. 80).

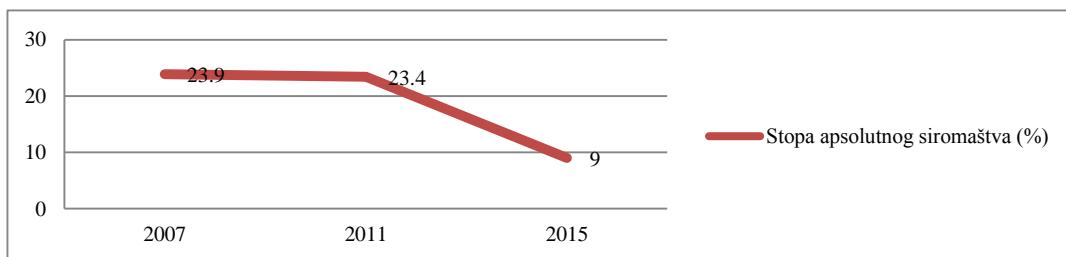
1.1.1. Analiza siromaštva u Bosni i Hercegovini, za period 2011-2015. godine

Iako se siromaštvo najjednostavnije objašnjava kao „neposedovanje dovoljno novca, te posedovanje malo ili nedovoljno imovine“, ne postoji jedinstvena opšteprihvaćena definicija siromaštva. Siromaštvo može da se definiše kao *dohodovno* (bez mogućnosti zadovoljavanja minimalnih životnih potreba) i *nedohodovno* (nemogućnosti za unapređenje obrazovanja, zdravlja, i sl.). Ipak, veća pažnja pridaje se analizi *apsolutnog* i *relativnog* dohodovnog siromaštva. Svetska banka označava pojedinca kao siromašnog ukoliko njegov dohodak nije dovoljan za zadovoljavanje nužnih, bazičnih potreba (nivo tih potreba menja se tokom vremena i u različitim društвima, u skladu sa nivoom opшteg razvoja i društvenim normama). *Apsolutna granica siromaštva* predstavlja minimalni životni standard i obično se temelji na utvrđenoj potrošačkoj korpi prehrambenih proizvoda (za koju procenjuje da podmiruje odgovarajuće minimalne prehrambene potrebe za očuvanje zdravlja), uvećanoj za neke druge osnovne

izdatke (poput stanovanja, odeće, i dr.). Stoga, absolutna granica siromaštva može značajno da se razlikuje između zemalja, u zavisnosti od sadržaja potrošačke korpe. S obzirom na to da postoji određena *proizvoljnost* u vezi sa tim šta je *odgovarajuća* ishrana (računanje stopa siromaštva podložno je određenim metodološkim *ograničenjima*), utvrđena granica siromaštva ipak je svojevrsno uporište za analizu i komparacije. *Relativna granica siromaštva* utvrđuje siromaštvo u odnosu na nacionalni životni standard, jer se ljudi mogu smatrati siromašnima ukoliko je njihov standard značajno niži od standarda drugih osoba u posmatranoj zemlji.

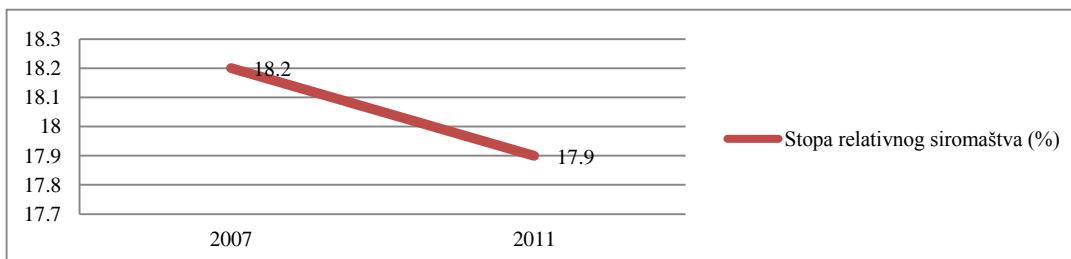
Koncept *relativnog* siromaštva nije najpodesniji za praćenje kretanja stope rizika siromaštva tokom vremena (stopa relativnog siromaštva izračunava se isključivo na osnovu prihoda, dok potrošnja nije uzeta u obzir). Ono što može da se dogodi u praksi jeste da rashodi prevazilaze prihode (ta razlika može da se pokriva iz nekoliko izvora, koji nisu zanemarljivi u analiziranim zemljama, a to su „siva” ekonomija, doznake iz inostranstva ili prihodi iz sopstvene proizvodnje). S druge strane, stopa *apsolutnog* siromaštva izračunava se i na osnovu prihoda i na osnovu rashoda (tj. potrošnje, koja se prilagođava promenama cena). Razvijene države kao pokazatelj siromaštva češće koriste stopu relativnog siromaštva, dok nerazvijene države češće koriste stopu absolutnog siromaštva.

Grafikon 2: Stope absolutnog siromaštva u Bosni i Hercegovini, za peirod 2007-2015. godine



Izvor: Anketa o potrošnji domaćinstava u Bosni i Hercegovini 2007, str. 26; Siromaštvo u Bosni i Hercegovini 2011 – Trendovi i dostignuća, str. 20.

Grafikon 3: Stope reativnog siromaštva u Bosni i Hercegovini, za peirod 2007-2011. godine



Izvor: Anketa o potrošnji domaćinstava u Bosni i Hercegovini 2007, str. 26; Siromaštvo u Bosni i Hercegovini 2011 – Trendovi i dostignuća, str. 20.²

² Podatak za stopu absolutnog siromaštva u 2015. godini predstavlja projektovanu, a ne ostvarenu stopu.

Iako *izvan* okvira analiziranog perioda, a usled objektivne nemogućnosti prikupljanja podataka za period 2012-2015. godine (Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine putem email-a potvrdila je dana 06.05.2016. godine da za period 2012-2015. godine nije vršila obračun stopá absolutnog siromaštva, već isključivo stopá relativnog siromaštva), biće izvršeno tumačenje i podataka o stopama relativnog siromaštva iz 2007. godine (kako bi mogao da se analizira *trend* kretanja za period 2007-2011. godine). U Bosni i Hercegovini, 2007. godine je 193.692 domaćinstva (18,4% od ukupnog broja domaćinstava) ili 627.903 stanovnika (18,2% od ukupnog broja stanovnika) živelo u relativnom siromaštву. Ovaj podatak rezultat je različitih uslova života u tri geografska područja u zemlji. Od 100 siromašnih domaćinstava, 55,4% ih živi u Federaciji Bosne i Hercegovine, gde gotovo svako šesto domaćinstvo živi u oskudici, dok je u Republici Srpskoj siromašno gotovo svako peto, a u Brčko distriktu Bosne i Hercegovine skoro svako četvrt domaćinstvo (Anketa o potrošnji domaćinstava u Bosni i Hercegovini, 2007. godina, str. 53).

U 2011. godini, u Bosni i Hercegovini bilo je 17,9% stanovnika koji žive u relativnom siromaštву (*pad* u odnosu na 2007. godinu). Siromašno je bilo svako šesto domaćinstvo u državi. Prag relativnog siromaštva iznosio je 416,40 KM mesečno po odrasloj osobi. Siromaštvo je bilo izraženije u Republici Srpskoj, gde je gotovo svaki peti stanovnik bio siromašan, a najmanje je bilo u Brčko distriktu Bosne i Hercegovine, gde je gotovo svaki sedmi stanovnik živeo u relativnom siromaštву. Raspodela izdataka za potrošnju bila je prilično nejednaka (20% najbogatijih domaćinstava u proseku je 4,9 puta više trošilo u odnosu na 20% najsilomašnijih), a ova nejednakost je izraženija u Federaciji Bosne i Hercegovine u odnosu na druge delove države (Anketa o potrošnji domaćinstava u Bosni i Hercegovini, 2011. godina, str. 2).

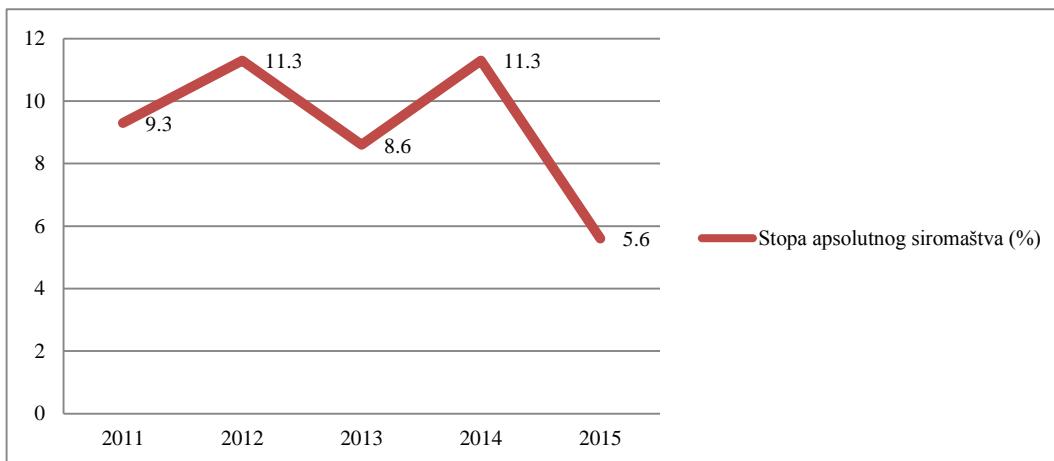
Međutim, broj i stopa siromašnih domaćinstava zavisi od toga *gde je linija siromaštva postavljena*. Njeno postavljanje na 60% od medijane prilagođene potrošnje je konvencionalno. Ono predstavlja „prag“ vrednosti koji deli stanovništvo na siromašno i nesiromašno, i *ne omogućava potpunu analizu ove pojave u svoj njenoj različitosti*. Iz tog razloga, Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine kreira i analizira još dva „praga“ siromaštva: 50% i 70% od medijane prilagođene potrošnje. U tom slučaju, moguće je da se identifikuju četiri kategorije domaćinstava: definitivno siromašna domaćinstva (sa potrošnjom ispod 50% medijane prilagođene potrošnje), slabo siromašna domaćinstva (potrošnja između 50% i 60% medijane), domaćinstva na granici siromaštva (sa potrošnjom između 60% i 70% medijane) i domaćinstva koja definitivno nisu siromašna sa višim iznosima potrošnje (Anketa o potrošnji domaćinstava u Bosni i Hercegovini, 2007. godina, str. 57).

1.1.2. Analiza siromaštva u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine

Crna Gora se kao potpisnica Milenijumske deklaracije obavezala da implementira Milenijumske razvojne ciljeve i da prati njihovo sprovođenje. Milenijumski razvojni ciljevi (MRC) rezultat su pregovora Milenijumskog samita Ujedinjenih Nacija održanog 2000. godine u Njujorku. U skladu sa usvojenom Milenijumskom deklaracijom, sprovođenje i praćenje osam Milenijumskih razvojnih ciljeva definisano je kao jedna od najvažnijih obaveza zemalja članica Ujedinjenih Nacija:

- MRC 1 - Iskorenjivanje ekstremnog siromaštva i gladi,
- MRC 2 - Ostvarivanje univerzalnog osnovnog obrazovanja,
- MRC 3 - Ostvarivanje ravnopravnosti polova i osnaživanje položaja žena,
- MRC 4 - Smanjenje smrtnosti dece,
- MRC 5 - Poboljšanje zdravlja majki,
- MRC 6 - Borba protiv AIDS-a, malarije i drugih bolesti,
- MRC 7 - Obezbeđivanje održivosti životne sredine,
- MRC 8 - Uspostavljanje globalnog partnerstva za razvoj.

Grafikon 4: Stope apsolutnog siromaštva u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine



Izvor: Analiza siromaštva u Crnoj Gori 2011-2015. godine, Zavod za statistiku Crne Gore, Predlog trećeg godišnjeg izveštaja o sprovođenju Milenijumskih razvojnih ciljeva u Crnoj Gori od 01. januara do 31. decembra 2013. godine, 2014. godina, str. 5.³

Kad je reč o profilu siromaštva prema regijama, Monstat navodi da postoji značajna *razlika* u obimu siromaštva između južnog regiona i drugih delova države. Stopa siromaštva u severnom regionu gotovo je tri puta veća od stope siromaštva u južnom. Navodi se i da je stopa siromaštva u *ruralnim* oblastima Crne Gore veća nego u urbanim oblastima. Siromaštvo je, kako se ističe, snažno povezano sa statusom na tržištu rada (najveći rizik od siromaštva imaju lica koja su nezaposlena i deca do 15 godina). Na status siromaštva snažno utiče i nivo obrazovanja (stopa siromaštva je manja što je nivo obrazovanja veći).

Poslednja Anketa o potrošnji domaćinstava Crne Gore je publikovana od strane Monstat-a 25.05.2015. godine, i ona ne sadrži podatke o apsolutnoj stopi siromaštva. Poslednja Analiza siromaštva u Crnoj Gori je publikovana od strane Monstat-a decembra 2014. godine, te iz ovog izvora nije bilo moguće preuzeti podatak o stopi apsolutnog siromaštva za 2015. godinu.

³ Podatak za stopu apsolutnog siromaštva u 2015. godini predstavlja projektovanu, a ne ostvarenu stopu.

1.1.3. Analiza siromaštva u Srbiji, za period 2011-2015. godine

Iako se procene finansijskog položaja i životnog standarda stanovništva vrše pomoću različitih metodologija, uz stalno usavršavanje samih pokazatelja, interesantno je konstatovati da u Srbiji nema značajnijih razlika u *profilu* siromašnih prema konceptu apsolutnog i relativnog siromaštva (Tim za socijalno uključivanje i smanjenje siromaštva, SIPRU). Podaci pokazuju da u najugroženije stanovništvo spadaju:

- deca do 14 godina starosti,
- mlađi (15-24 godine),
- višečlana domaćinstva,
- stanovnici vangradskih sredina,
- neobrazovani nosioci domaćinstva,
- nezaposleni nosioci domaćinstva, i
- neaktivni nosioci domaćinstva.

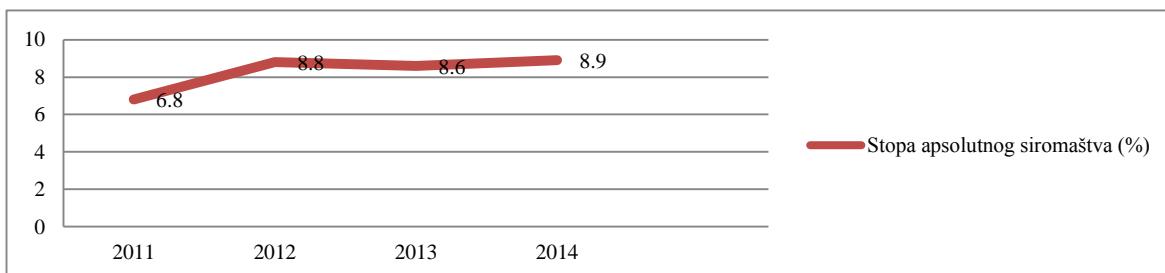
Ovim kategorijama stanovništva trebalo bi posvetiti posebnu pažnju prilikom koncipiranja mera *socijalne* politike, kao i modela mikrofinansiranja.

Kao najznačajniji faktori rizika siromaštva neretko se ističu:

- obrazovanje nosioca domaćinstva (završena ili nezavršena osnovna škola),
- radni status nosioca domaćinstva (nezaposlen),
- brojčanost domaćinstva (petočlana i veća domaćinstva),
- lokacija prebivališta (vangradsko područje, region *Istočne/Jugoistočne Srbije*), i
- starost (deca i mlađi).

Kada je u pitanju region Istočne/Jugoistočne Srbije, o njemu će više reći biti u segmentu disertacije u okviru kog se vrši analiza regionalne „distribucije“ mikrokredita u Srbiji (Opportunity Bank ad Novi Sad), te uočavanja eventualnog regionalnog „jaza“.

Grafikon 5: Stope apsolutnog siromaštva u Srbiji, za period 2011-2014. godine



Izvor: Drugi nacionalni izveštaj o socijalnom uključivanju i smanjenju siromaštva u Republici Srbiji za period 2011-2014. godine, str. 208.

Tabela 4: Stope apsolutnog siromaštva u Srbiji (u %), za period 2011-2014. godine

Stope apsolutnog siromaštva (%)	2011	2012	2013	2014
Procenat siromašnih u Republici Srbiji	6,8	8,8	8,6	8,9
Procenat siromašnih u Vojvodini	6,2	9,3	5,6	7,8
Procenat siromašnih u Beogradu	3,7	3,1	5,6	4,7
Procenat siromašnih u Centralnoj Srbiji	8,3	10,8	11,8	11,4
Procenat siromašnih u Šumadiji i Zapadnoj Srbiji	5,7	5,3	7,2	7,6
Procenat siromašnih u Istočnoj i Južnoj Srbiji	11,7	17,7	18,0	16,4
Procenat siromašnih u gradskim područjima	4,7	6,0	6,3	6,2
Procenat siromašnih u ostalim područjima	9,4	12,3	12,0	12,2
Procenat siromašnih osoba muškog pola	6,7	9,0	8,8	9,1
Procenat siromašnih osoba ženskog pola	6,8	8,6	7,8	8,7

Izvor: Drugi nacionalni izveštaj o socijalnom uključivanju i smanjenju siromaštva u Republici Srbiji za period 2011-2014. godine, str. 208.⁴

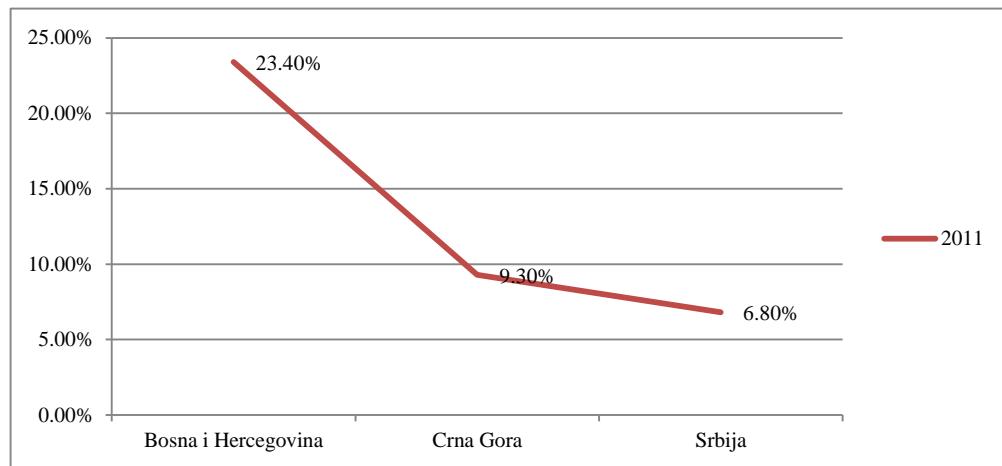
Poslednja Anketa o potrošnji domaćinstava u Srbiji je publikovana 14.11.2014. godine, te iz ovog izvora nije bilo moguće preuzeti podatak o stopi apsolutnog siromaštva za 2015. godinu. Međutim, 31.03.2016. godine je od strane Republičkog zavoda za statistiku Srbije publikovan dokument pod nazivom „Siromaštvo i socijalna nejednakost u Republici Srbiji”, gde je na str. 2 navedeno da stopa relativnog siromaštva u Srbiji u 2015. godini iznosi 25,4% (nije računata stopa apsolutnog siromaštva).

Iz prethodne tabele, može se uočiti da procenat siromašnih u Srbiji iz godine u godinu *raste* (najviši procenat siromašnih je u Istočnoj i Južnoj Srbiji, a analizirajući po tipu naselja, u *ruralnim* područjima). Globalna ekonomska kriza najviše je pogodila one kategorije stanovništva koje su već bile u najtežem položaju pre krize, budući da je njihov relativni položaj u odnosu na prosek populacije pogoršan (meren odnosom stope siromaštva odnosne kategorije i prosečne stope siromaštva). Mladi (15-24 godine) koji su bili ispod-prosečno siromašni pre krize postali su posebno ugroženi s početkom ekonomske krize, što je u skladu sa nalazima o efektima koje je ekonomska kriza imala na tržište rada (mladi su podneli najveći teret krize) (Tim za socijalno uključivanje i smanjenje siromaštva, SIPRU). Na osnovu izvršene analize trenda i konstatovanog rastućeg apsolutnog siromaštva u Srbiji, može se doneti zaključak da postoji **potreba za uvođenjem** koncepta mikrofinansiranja u svom izvornom obliku (u funkciji redukcije siromaštva).

Ukoliko se izvrši *komparativna* analiza, može se konstatovati da je stopa apsolutnog siromaštva u 2011. godini bila najviša u Bosni i Hercegovini, potom u Crnoj Gori, a najniža stopa apsolutnog siromaštva bila je u Srbiji.

⁴ Apsolutna linija siromaštva za 2006. godinu definisana je na osnovu linije hrane, uvećana za iznos ostalih izdataka (odeća, obuća, stanovanje, zdravstvo, obrazovanje, transport, rekreacija, kultura, ostala dobra i usluge), te korigovana za iznos inflacije (merenom indeksom potrošačkih cena) za svaku godinu. Dakle, relativno komplikovana metoda procene apsolutne linije siromaštva ne ponavlja se svake godine, već linija siromaštva za 2006. godinu može da se koristi i za ostale godine, ali mora da se prilagodi za inflaciju u odnosu na baznu 2006. godinu.

Grafikon 6: Komparativna analiza stopá apsolutnog siromaštva u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji, u 2011. godini

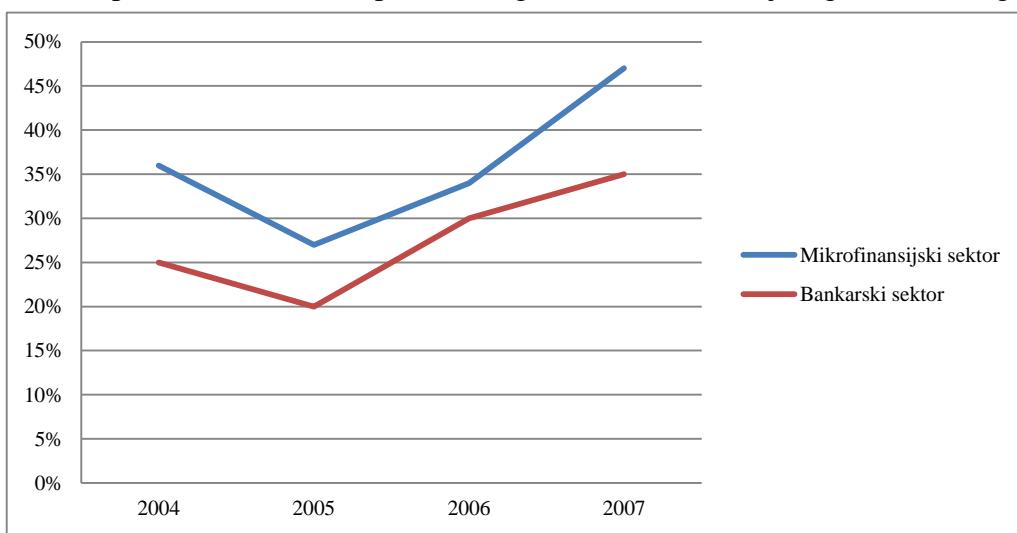


Izvor: Autor.

1.2. Analiza „trouglja“ koncepta mikrofinansiranja: obuhvat, finansijska održivost i uticaj

Nakon 2009. godine, koncept mikrofinansiranja od fenomena *perifernog* značaja postao je težište fokusa Grupe 20 vodećih ekonomija (Goodwin-Groen, 2012, str. 13).

Grafikon 7: Komparativna analiza stopi kreditnog rasta mikrofinansijskog i bankarskog sektora



Izvor: Wagner, 2013, str. 25.

Uprkos intenzivnom razvoju mikrofinansijskog sektora proteklih godina, tražnja za ovakvim vidom usluga i dalje značajno premašuje njihovu ponudu. Pojedine procene potvrđuju da u

brojnim zemljama u razvoju i rastućim ekonomija čak 40-80% populacije nema pristup uslugama formalnog finansijskog sektora (Wagner, 2013, str. 23/24).

Ball i Watt definišu „*trougao*“ koncepta mikrofinansiranja, gde je neophodno kontinuirano balansiranje između tri ključna elementa: *obuhvat* (broj siromašnih koji koriste usluge mikrofinansiranja), *finansijska održivost* (generisanje dovoljno prihoda u cilju pokrivanja svih troškova) i *uticaj* (pozitivni efekti mikrofinansiranja na kvalitet života klijenata). U praksi, problem je i izazov uskladiti ova tri elementa (jer, pristupanje siromašnima povećava troškove putovanja, odnosno, operativne troškove, što posledično redukuje efikasnost) (2013, str. 10).

Kada je u pitanju analiza obuhvata, autor citiranog rada navodi kriterijume za formiranje *indeksa siromaštva* (geografska lokacija tj. da li je u pitanju urbano ili ruralno područje; prehrambene navike tj. nužda smanjivanja broja obroka; kvalitet gradnje objekta stanovanja tj. analiza vlasništva, pristupa vodi, struji, i sl.; analiza imovine; analiza lakoće pristupa ključnim objektima za zadovoljavanje osnovnih potreba tj. apotekama, školama, i sl.; analiza pismenosti i stepena obrazovanja; analiza zanimanja i radne angažovanosti; analiza troškova po osobi u okviru domaćinstva) (Annim, 2010, str. 47). Rezultati drugog istraživanja pokazuju da je obuhvat *veći* kod onih mikrofinansijskih institucija koje se *bave i primanjem depozita* (Khachatryan, 2013, str. 89).

Kada je u pitanju metodologija kvantifikovanja uticaja mikrofinansiranja na redukciju siromaštva, u naučnim krugovima postoji *dilema* koji matematički i statistički metod bi trebalo koristiti (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 10).

Rezultati pojedinih istraživanja pokazuju da ponavljanje uzimanje mikrokredita utiče na rast potrošnje *per capita* (*i nivoa i stope*), i to u značajnijoj meri kod *dugoročnijih* klijenata (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 5). Već je ranije navedeno da su pojedini autori u dilemi da li je moguće napraviti preciznu *distinkciju* između uticaja na nove klijente i one na dugoročnoj osnovi (Milan, 2011, str. 5). Uticaj na poboljšanje životnog standarda ispoljava se nakon jednog mikrokreditnog ciklusa, ali *opada* već nakon *trećeg*. Ipak, značajno je zaključiti da su subjekti mikrofinansiranja različiti, da je efekat mikrofinansiranja multidimenzionalan i nije monoton tokom vremena, te ga je teško svesti na jedan mogući rezultat. Neuključivanje potencijalnih dinamičkih ishoda u analizu može da doprinese potcenjivanju intenziteta uticaja mikrofinansiranja. Isto tako, neophodan je duži vremenski period kako bi se svi potencijalni efekti mikrofinansiranja materijalizovali u potpunosti (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 5).

Objektivan proces evaluacije uticaja mikrofinansiranja trebalo bi da podrazumeva poređenje klijenata (pod dejstvom mikrokreditnih programa) i ne-klijenata (nisu pod dejstvom mikrokreditnih programa). Takođe, značenje trenda u analizi može da se *menja* u zavisnosti od konteksta (trend ne isključivo kao sumiranje podataka o mikrokreditiranju tokom godina, već trend ponavljanog mikrokreditiranja od strane istog klijenata) (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 7-21).

Održivost mikrofinansijskih institucija je *raznostrana*. Jedan od vidova održivosti jeste finansijska održivost. Finansijsku održivost mnogi su definisali na različite načine (The Mix

Market, Accion, Women's World Banking, i dr.), a svaka od tih definicija bila je donekle manjkava i nepotpuna iz određenih razloga, te se može konstatovati da *ne postoji* precizna i uniformna definicija tog pojma.

U dosadašnjoj finansijskoj teoriji i praksi, poznato je nekoliko koeficijenata za koje je smatrano da opredeljuju finansijsku održivost (primera radi, odnos između kapitala i imovine, odnos između operativnih troškova i kredita, vrednost neperformansnih mikrokredita sa čijom se otplatom kasni više od 30 dana ($\text{PaR} > 30 \text{ days}$), i sl.). Pojedini autori ističu kako kalkulacija finansijske održivosti prestaje da bude relevantna u situacijama kada grantovi/donacije u strukturi ukupnih izvora finansiranja mikrokreditnih institucija imaju udeo niži od 1%. Međutim, u okviru ove disertacije *procenjeno* je da finansijska održivost nije kategorija čiju bi neophodnost izračunavanja uopšte trebalo preispitivati i dovoditi u pitanje u bilo kom slučaju (u tom kontekstu, u kasnjem delu disertacije biće analizirani različiti finansijski indikatori poslovanja mikrofinansijskih institucija). Primera radi, The Mix Market definiše finansijsku održivost kao postojanje operativne održivosti na nivou od 110% ili više, dok operativnu održivost definiše kao odnos između finansijskih prihoda i zbiru finansijskih i operativnih troškova. Prema istim autorima, koncept održivosti moguće je podeliti na *četiri* različite, ali međusobno povezane celine: finansijska održivost, ekomska održivost, institucionalna održivost i održivost dužnika. Finansijska održivost odnosi se na činjenicu da bi mikrofinansijska institucija trebalo da „usaglaši“ cenu mikrofinansiranja (troškove) sa cenom koju naplaćuje (aktivnom kamatnom stopom). Ekomska održivost odnosi se na usaglašavanje ekonomskih troškova (opportunitetnih troškova) koje ima po osnovu mikrofinansiranja sa prihodima koje generiše iz mikrofinansijskih aktivnosti. Isti autori ističu kako je otplatna stopa (merena „difolt“ stopom gubitka) može da bude jedan od indikatora finansijske održivosti. S druge strane, merenje finansijske održivosti zahteva kvalitetno interno *računovodstvo*, punu transparentnost računa prihoda i troškova, te kontinuiranu analizu potencijalnih gubitaka. Međutim, ono što se može primetiti jeste to da autori ovog rada *nisu pružili* definiciju institucionalne održivosti i održivosti dužnika (šta se pod tim tačno podrazumeva, niti kako se to meri) (Rai, A., Rai, S., 2012, str. 1-2).

Kada se analizira efikasnost mikrofinansijskih institucija, ističe se kako je krucijalna analiza njihove *otpornosti* na šokove (Annim, 2010, str. 148). U okviru drugog istraživanja, navode se tri komponente za ocenu *operativne efikasnosti*: razlika između aktivne kamatne stope i prosečnog troška kapitala, gubitak usled „difolt“ rizika (neizmirenje mikrokreditnih obaveza), kao i operativni troškovi (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 5).

Pojedini autori kao indikatore operativne performansnosti navode portfolio pod rizikom, operativnu efikasnost, te trošak po dužniku (Khachatryan, 2013, str. 20). Pregledom stranih doktorskih disertacija, ustanovljeno je da postoje određena *ponavljanja* (na str. 74 ponovo se navode indikatori operativne performansnosti, što je već spominjano na str. 20) (Khachatryan, 2013, str. 74).

Drugi autori ističu kako rast nivoa efikasnosti finansijske institucije utiče na rast prosečne *veličine* kredita (Cotler, Almazan, 2013, str. 77).

Među merama efikasnosti, navode se i broj odobrenih mikrokredita po jednom kreditnom službeniku, veličina portfolija, metodologija kreditiranja, struktura izvora finansiranja, i ono što je posebno interesantno, a većina drugih radova ne spominje, *visina i struktura zarada zaposlenih* (Vong, Song, 2015, str. 14).

„Nauči čoveka da peca, i obezbedio si mu hranu za ceo život“. Neretko se spominje ova krilatica u kontekstu poređenja *efikasnosti* mikrofinansijskih institucija (trebalo bi da pružaju dodatne usluge edukacije o preduzetništvu, osim pružanja striktno finansijskih uluga) (Ahmed, Brown, Williams, 2013, str. 213). Autori citiranog istraživanja navode kako se metodologije „merenja“ održivosti *razlikuju* od studije do studije, što otežava izradu komparacija usled njihove *neunificiranosti*. Od izbora metodologije zavisi kakvi će se rezultati dobiti, a zavisi i način njihove interpretacije (Muriu, 2011, str. 48).

Od svih analiziranih faktora koji utiču na održivost mikrofinansijskih institucija, autori ovog istraživanja zaključuju da *najveći* uticaj imaju troškovi finansiranja (u odnosu na operativne troškove, gubitak, i dr.) (Muhammad, Waweru, Porporato, 2011, str. 22).

Annim je u svojim istraživanjima analizirao da li fokusiranje na ostvarivanje finansijske održivosti kao posledicu ima preusmeravanje na manje siromašne klijente (čime se „poništava“ primarna misija mikrofinansijskog sektora). „*Kritični trougao*“ ovog sektora formira se upravo na relaciji: finansijska održivost-obuhvat-uticaj (2010, str. 35). Isti autor sugerije da bi za ocenu obuhvata mikrofinansijskog sektora trebalo koristiti količnik između prosečne veličine mikrokredita i bruto društvenog proizvoda, a profitabilnosti indikator ROA. U okviru analize efikasnosti mikrofinansijskih institucija, spominju se sledeći koeficijenti od značaja: odnos operativnih troškova i ukupnog kreditnog portfolija, trošak personala (zarada zaposlenih) podeljen sa iznosom ukupnog kreditnog portfolija, količnik između operativnih troškova i broja aktivnih klijenata (trošak po dužniku), odnos između troška personala (zarada zaposlenih) i bruto društvenog proizvoda po glavi stanovnika, količnik između operativnih troškova i broja odobrenih mikrokredita (trošak po pojedinačnom mikrokreditu), odnos između broja aktivnih klijenata i broja zaposlenih u mikrofinansijskoj instituciji. Prilikom ocene ekonomske efikasnosti, moguće je koristiti parametarske (ekonometrijske) i neparametarske metode (DEA analizu, uz uvažavanje Pareto-Koopmans definicije efikasnosti). Primera radi, u Gani, visok pokazatelj ROA i visok nivo portfolio rizika stvaraju *konfuznu* percepciju o efikasnosti tamošnjih mikrofinansijskih institucija. Mala prosečna veličina mikrokredita i nizak udeo mikrokredita u bruto društvenom proizvodu *per capita* može da bude signal fokusiranja na siromašnije slojeve društva, ali bi svakako trebalo biti oprezan prilikom donošenja ovakvih zaključaka (Annim, 2010, str. 115-209).

U funkciji identifikacije i razumevanja prirode mogućih *različitih* uticaja, analizu i evaluaciju mikrofinansijskih institucija trebalo bi vršiti na osnovu njihove klasifikacije, spram njihove pravne forme, godišta osnivanja, te frekvencije izveštavanja i kvaliteta dostupnih podataka o njihovom poslovanju (mikrofinansijske institucije različitog tipa *utiču na različite* načine, te ne bi trebalo porebiti uticaj dve mikrofinansijske institucije različitog tipa) (Rai, A., Rai, S., 2012, str. 2).

Značajan broj studija o uticaju koncepta mikrofinansiranja bavi se analizom *metodoloških ograničenja*. Međutim, u pitanju je „jin-jang“ problem (nedonošenje definitivnog i opštevažećeg zaključka o jedinstvenom uticaju koncepta mikrofinansiranja, iz razloga izražene heterogenosti ovog sektora). Ipak, trebalo bi više pažnje posvetiti analizi kontekstualnih razlika između mikrofinansijskih institucija, te razlika u njihovoј operativnoј efikasnosti i troškovnoј strukturi (Annim, 2010, str. 15).

U naučnoj literaturi, neretko se govori o *konjunkturi* između mikrofinansijskog sektora i makroekonomskog okruženja, gde se pritom ističe kako mikrofinansijske institucije lakše osvajaju tržište u bržerastućim ekonomijama. Na svim nivoima (mikro, mezo, makro) može da se pronađe direktna i indirektna veza između sektora mikrofinansiranja, finansijskog sektora i realne ekonomije (Annim, 2010, str. 28-31).

U pojedinim radovima, navodi se formula za izračunavanje ukupne održivosti:

$$90 \times W(P_a R > 30) + 15 \times W\left(\frac{\text{kapital}}{\text{aktivna}}\right) + 80 \times W\left(\frac{\text{operativni troškovi}}{\text{kreditni portfolio}}\right) + 50 \times W(\text{operativna efikasnost}) \quad (1.1)$$

gde je W odgovarajući ponder, a formula za operativnu efikasnost sledeća:

$$\left(\frac{\frac{\text{operativni prihodi}}{(krediti + investicije)}}{\text{operativni troškovi} + \text{kreditne provizije} + \text{troškovi finansiranja}} \right) \quad (1.2)$$

Izvor: Rai, A., Rai, S., 2012, str. 4.

Na istoj stranici, autori kao „referentni skor“ za *indeks održivosti za baznu 2010. godinu* navode vrednost od 63,25 ($90 \cdot 0,32 + 15 \cdot 0,21 + 80 \cdot 0,26 + 50 \cdot 0,21$).

2. Mikrofinansiranje u funkciji finansijske inkluzije

Thomas Edison predviđao je „*kraj siromaštva*“ do 2011. godine. Pojedini autori čak dovode u vezu siromaštvo i *ekologiju*, ističući kako je siromaštvo jedan od primarnih uzroka degradacije prirodnog okruženja. *Kritičari* koncepta mikrofinansiranja ističu kako se mikrofinansijske institucije više fokusiraju na one manje siromašne, nego na one izuzetno siromašne pojedince (kako je prvobitno bilo predviđeno) (Akinosi, Nordlund, Turbay, 2011, str. V-3).

Kada je u pitanju mikrokreditiranje *ekstremno* siromašnih delova stanovništva, prakse su različite. Ili im je u potpunosti blokiran pristup formalnim/neformalnim izvorima finansiranja (objašnjava se na način da koncept mikrofinansiranja nije *utopijskog* karaktera), ili im je pristup formalnim/neformalnim izvorima finansiranja delimično omogućen (ređe formalnim, češće neformalnim). Ovde se javlja već spominjani problem „*raskoraka*“ između dve ključne dimenzije koncepta mikrofinansiranja: finansijske održivosti i humanog karaktera.

Čak i Grameen Bank (koja se neretko definiše i kao „socijalno preduzeće“) i BRAC razvojna organizacija iz Bangladeša su samokritični, te priznaju kako je finansiranje siromašnih kompleksno, te da predstavlja izazov (i među siromašnima postoje *razlike*, primera radi, pojedini imaju zemlju koju obrađuju, a pojedini su beskućnici, praktično „nevidljivi“) (Garmaise, Natividad, 2013, str. 213).

U pojedinim istraživanjima, tvrdi se kako pristup finansijskim sredstvima može da poboljša opšte blagostanje, ali *ne i da u potpunosti* elimiši siromaštvo (dakle, u pitanju je potreban, ali ne i dovoljan preduslov) (Torres García, 2009, str. 296).

Ukoliko se govori o „ranjivim“ grupacijama, dokazano je da su posebno diskriminisane osobe sa invaliditetom ženskog pola, zatim, žene iz ruralnih područja, starije žene, i dr. Takođe, osobe sa invaliditetom suočavaju se sa ekstremnim siromaštvom i *diskriminacijom* od strane društva, institucija i države. Iako se tvrdi kako je koncept mikrofinansiranja i osmišljen u cilju redukcije siromaštva, te osnaživanja „marginalnih“ grupacija, *malo je primera iz prakse* koji ovo potvrđuju (mali je broj mikrofinansijskih institucija koje obezbeđuju pristup finansijskih usluga osobama sa invaliditetom). Mikrofinansijske institucije trebalo bi da uspostave bližu saradnju sa udruženjima osoba sa invaliditetom, u funkciji podsticanja inkluzije (kako na finansijskom, tako i na širem planu). Doprinos mikrofinansiranja unapređenju kvaliteta življenja osoba sa invaliditetom još uvek je *nejasan*, iz razloga što istraživanja ovog tipa gotovo i da nema. Osim što imaju ograničen pristup finansijskim uslugama, osobe sa invaliditetom imaju ograničen pristup i formalnom zapošljavanju. Pojedina istraživanja pokazuju da čak 80-90% osoba sa invaliditetom nemaju formalan posao, te da se posledično preusmeravaju na *samozapošljavanje* (u kasnijem delu disertacije, biće više reći o uticaju mikrofinansiranja na rast zaposlenosti posredstvom podsticanja samozapošljavanja). Prema izveštaju jednog mikrofinansijskog projekta koji je sproveden u Dodomi (u Tanzaniji) tokom 2003-2004. godine, zabeležena stopa otplate mikrokredita uzetih od strane osoba sa invaliditetom iznosi čak 99% (ne doprinose rastu finansijskog rizika, kako se *neopravдано* smatra) (Sarker, 2013, str. 120-122).

Pojedini istraživači u svojim radovima navode primere upitnika za utvrđivanje stepena siromaštva, te izračunavanja indeksa siromaštva (Progress out of Poverty Index, PPI index) (Torres García, 2009, str. 310-312). Ono što je značajno napomenuti jeste da finansijska inkluzija može imati negativne posledice u zemljama u razvoju („dugovne spirale“). Neretko, u pitanju je *faustovska dilema* da li „uzeti kredit ili ostati siromašan“ (Goodwin-Groen, 2012, str. 17). Kada je u pitanju „merenje“ stepena finansijske inkluzije, Mikrofinansijski centar iz Varšave publikovao je listu rangiranja država prema Financial Inclusion Score (FIC), koji je osmišljen zahvaljujući DEA analizi (u analizu uključene isključivo članice EU-27).

2.1. Dostupnost (penetracija) finansijskih usluga

Još 1911. godine Jozef Šumpeter⁵ razmatrao je uticaj finansijskog sektora, inovacija, invencija i tehnologije na ekonomski razvoj (Annim, 2010, str. 21). Nakon devedesetih godina prethodnog

⁵ U svojoj knjizi „Capitalism, Socialism, and Democracy“ (1942), jedno od poglavlja naslovio je „The Process of Creative Destruction“ (str. 81-87).

veka, dolazi do njihove nagle ekspanzije, te deljenja na ekonomije koje su „tržišno orijentisane” i one koje su „bankocentrične”. Nekoliko koeficijenata izdvajaju se kao najznačajniji za procenu „dubine” finansijskog tržišta (deo depozita i tržišne kapitalizacije u bruto društvenom proizvodu), stepena penetracije finansijskog tržišta (volumen odobrenih kredita) i pristupa finansijskim uslugama (broj ekspozitura na 100.000 ljudi) (Annim, 2010, str. 24-25).

U pojedinim istraživanjima, navode se četiri ključna indikatora finansijskog razvoja: odnos monetarnog agregata M3 i bruto društvenog proizvoda, razlika između aktivne i pasivne kamatne stope, te odnos između ukupnog volumena odobrenih kredita i bruto domaćeg proizvoda (Annim, 2010, str. 164).

Tabela 5: Razvijenost finansijskog tržišta i lakoća pristupa kreditima⁶

Država	Stepen razvijenosti finansijskog tržišta		Lakoća pristupa kreditima	
	Rezultat 1 - 7	Rang (od ukupno 140 država)	Rezultat 1 - 7	Rang (od ukupno 140 država)
Crna Gora	4,26	44	3,04	50
Srbija	3,23	120	2,17	120
Bosna i Hercegovina	3,34	113	1,99	125

Izvor: Analiza autora, zasnovana na podacima iz izveštaja pod nazivom The Global Competitiveness Report 2015-2016.

Tabela 6: Komparativna analiza komponenti kvaliteta finansijskog tržišta⁷

Država	Dostupnost finansijskih usluga		Pristupačnost finansijskih usluga		„Zdravlje“ banaka	
	Rezultat 1 - 7	Rang (od ukupno 140 država)	Rezultat 1 - 7	Rang (od ukupno 140 država)	Rezultat ⁸ 1 - 7	Rang (od ukupno 140 država)
Crna Gora	4,06	93	4,04	76	4,21	108
Srbija	3,98	97	3,66	111	4,15	112
Bosna i Hercegovina	3,79	106	3,72	106	3,80	122

Izvor: Analiza autora, zasnovana na podacima iz izveštaja pod nazivom The Global Competitiveness Report 2015-2016.

Iz prethodne dve tabele, može se uočiti da je po svim analiziranim kriterijumima Crna Gora najbolje rangirana, zatim, Srbija, a potom Bosna i Hercegovina (bolje je ocenjena od Srbije, kada je u pitanju stepen razvijenosti finansijskog tržišta, kao i pristupačnost finansijskih usluga). U nastavku je predstavljen i uporedni pregled pojedinih kriterijuma za ocenu „dubine” penetracije finansijskih usluga u Evropskoj Uniji i Sjedinjenim Američkim Državama (može se uočiti da je stepen penetracije finansijskih usluga viši u Evropskoj Uniji, nego u Sjedinjenim Američkim Državama).

⁶ Skor 1 označava najteži, a 7 najlakši pristup.

⁷ Skor 1 označava najlošiji, a 7 najbolji rezultat.

⁸ Skor 1 označava insolventne, a 7 solventne banke.

Tabela 7: Analiza penetracije finansijskih usluga u Evropskoj Uniji i Sjedinjenim Američkim Državama, za 2010. godinu

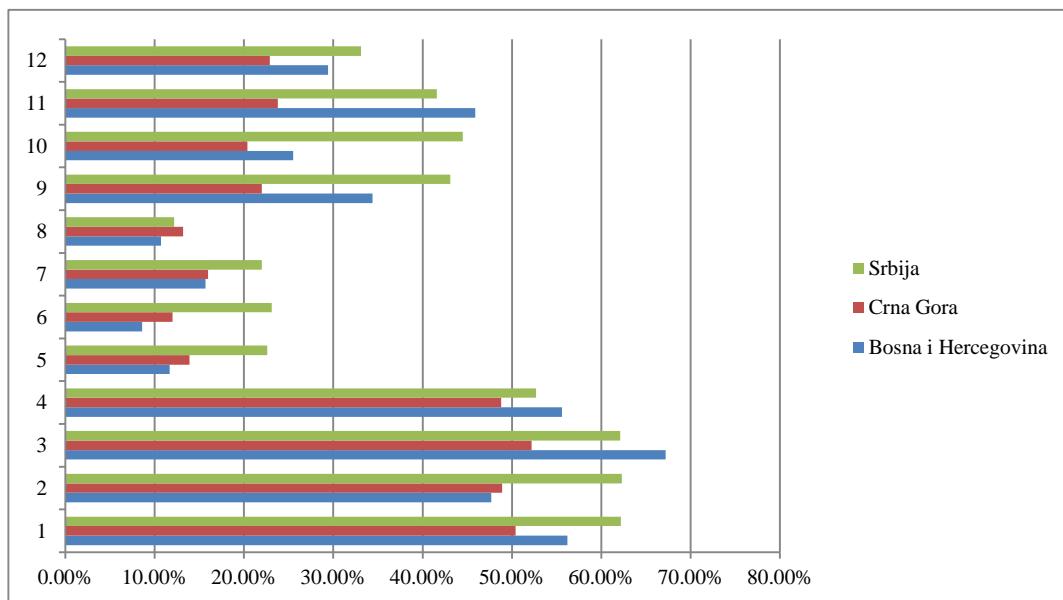
Region	Populacija koja nema otvoren račun u banci (%)	Populacija koja nema kreditnu karticu (%)	Populacija u riziku od siromaštva (%)
Evropska Unija	11,6	35,4	23,0
Sjedinjene Američke Države	8,2	29,0	15,1

Izvor: Bramanti, 2013, str. 48.

2.1.1. Komparativna analiza: Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Srbija

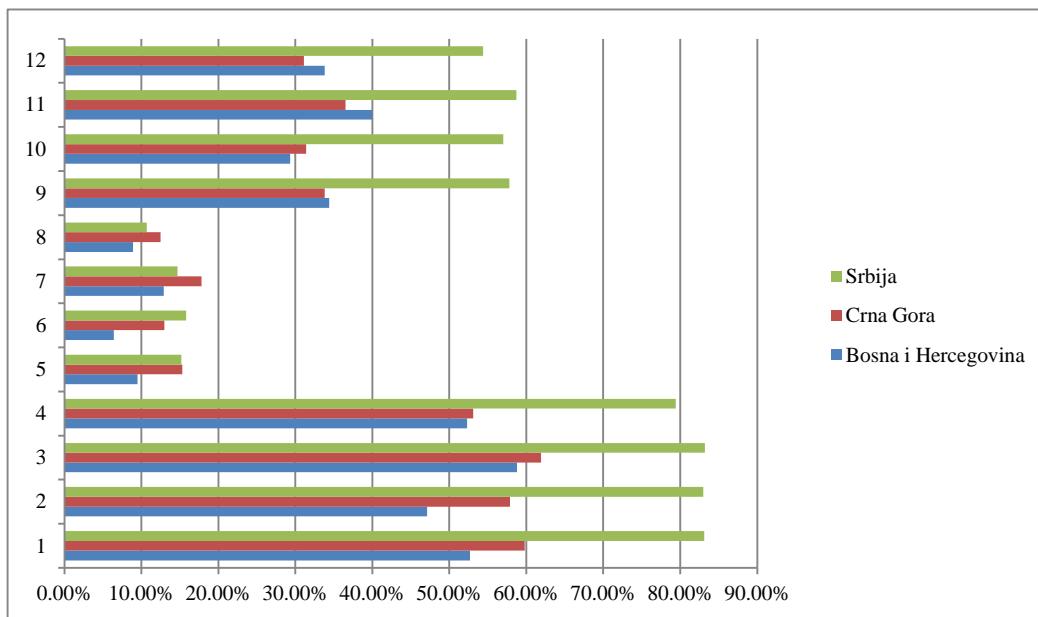
U nastavku, predstavljena je uporedna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije u okviru Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije.

Grafikon 8: Komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije, 2011. godina



Izvor: Analiza autora, na osnovu podataka: The World Bank, Financial Inclusion Data - Global Findex data 2011.

Grafikon 9: Komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije, 2014. godina



Izvor: Analiza autora, na osnovu podataka: The World Bank, Financial Inclusion Data - Global Findex data 2014.

* Napomena (definisanje kriterijuma na vertikalnoj osi):

- 1 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% ukupnog stanovništva starijeg od 15 godina)
- 2 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% žena starijih od 15 godina)
- 3 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% muškaraca starijih od 15 godina)
- 4 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% ruralnog stanovništva starijih od 15 godina)
- 5 - Posedovanje kreditne kartice (% ukupnog stanovništva starijeg od 15 godina)
- 6 - Posedovanje kreditne kartice (% žena starijih od 15 godina)
- 7 - Posedovanje kreditne kartice (% muškaraca starijih od 15 godina)
- 8 - Posedovanje kreditne kartice (% ruralnog stanovništva starijih od 15 godina)
- 9 - Posedovanje debitne kartice (% ukupnog stanovništva starijeg od 15 godina)
- 10 - Posedovanje debitne kartice (% žena starijih od 15 godina)
- 11 - Posedovanje debitne kartice (% muškaraca starijih od 15 godina)
- 12 - Posedovanje debitne kartice (% ruralnog stanovništva starijih od 15 godina)

Na osnovu prethodna dva grafikona, može se uočiti da su vrednosti pomenutih pokazatelja Bosne i Hercegovine niže u 2014. godine u odnosu na one iz 2011. godine, dok su u Crnoj Gori i Srbiji više (posmatrajući sve tri države, *najniži* procenti odnose se na pitanja posedovanja *kreditne* kartice, u proseku 10-20% populacije). Od analizirane tri države, a zaključujući prema *ovom*

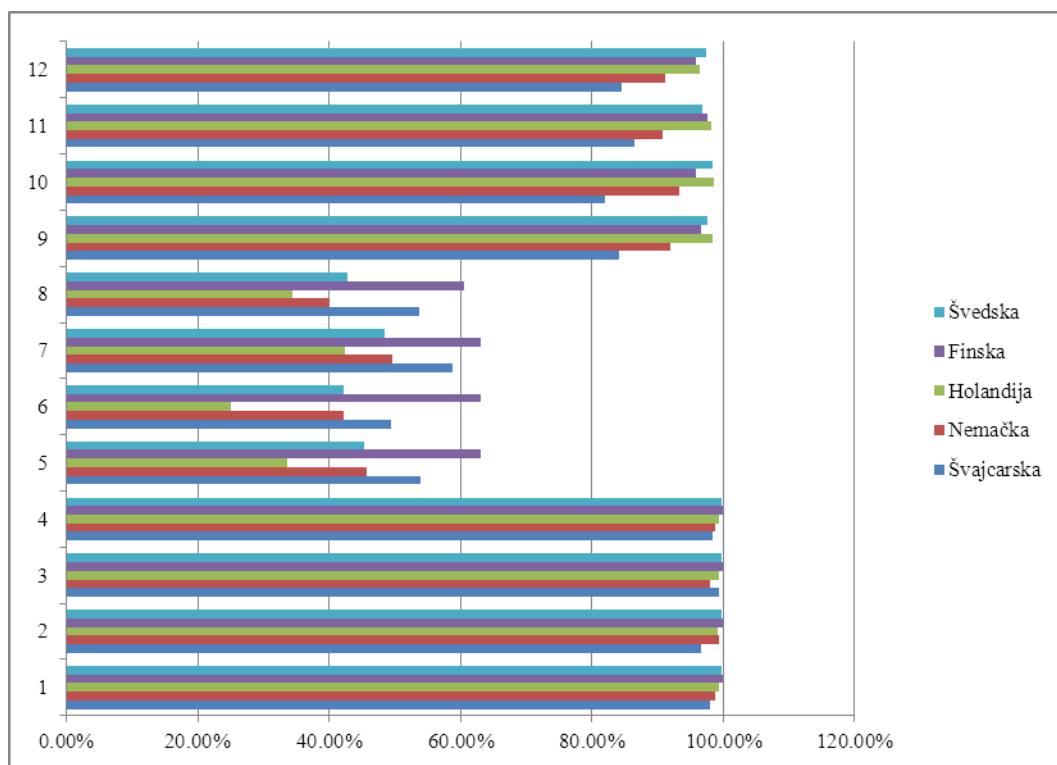
izvoru podataka, najveći stepen inkluzije postoji u Srbiji, zatim u Crnoj Gori, a potom u Bosni i Hercegovini.

2.1.2. Komparativna analiza: Švajcarska, Nemačka, Holandija, Finska i Švedska

Pojedine statistike tvrde da je još u 1884. godini 18,8% populacije Norveške, 19,8% populacije Švedske, i čak 32,3% populacije Danske imalo *otvoren račun* u banci (Mersland, 2009, str. 128).

U nastavku, predstavljena je komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije u okviru pet *najkompetitivnijih evropskih* država (prema Global Competitiveness Report 2015-16), za 2014. godinu (komparativna analiza za 2011. godinu nije *posebno* prikazana, iz razloga što podaci za ovu nisu potpuni; međutim, ukoliko se uporede podaci iz 2011. godine koji su dostupnih i onih iz 2014. godine, može se konstatovati da gotovo i nema razlike između njih).

Grafikon 10: Komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije, 2014. godina



Izvor: Analiza autora, na osnovu podataka: The World Bank, Financial Inclusion Data - Global Findex data 2014.

* Napomena (definisanje kriterijuma na vertikalnoj osi):

1 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% ukupnog stanovništva starijeg od 15 godina)

2 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% žena starijih od 15 godina)

- 3 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% muškaraca starijih od 15 godina)
- 4 - Posedovanje računa u finansijskoj instituciji (% ruralnog stanovništva starijih od 15 godina)
- 5 - Posedovanje kreditne kartice (% ukupnog stanovništva starijeg od 15 godina)
- 6 - Posedovanje kreditne kartice (% žena starijih od 15 godina)
- 7 - Posedovanje kreditne kartice (% muškaraca starijih od 15 godina)
- 8 - Posedovanje kreditne kartice (% ruralnog stanovništva starijih od 15 godina)
- 9 - Posedovanje debitne kartice (% ukupnog stanovništva starijeg od 15 godina)
- 10 - Posedovanje debitne kartice (% žena starijih od 15 godina)
- 11 - Posedovanje debitne kartice (% muškaraca starijih od 15 godina)
- 12 - Posedovanje debitne kartice (% ruralnog stanovništva starijih od 15 godina)

Iz prethodnog grafikona, može se zaključiti da se i u najkompetitivnijim evropskim državama *najniži* procenti odnose na pitanja posedovanja *kreditne* kartice, u proseku 25-60% populacije (posebno izraženo kod Holandije, u proseku 25-45% populacije). Kada je u pitanju kriterijum posedovanja otvorenog računa u finansijskoj instituciji, prednjači Finska (100%). Od svih analiziranih pet država, a zaključujući prema *ovom* izvoru podataka, najveći stepen inkluzije postoji u Finskoj, Švedskoj, Švajcarskoj, zatim u Nemačkoj, a potom u Holandiji. Ukoliko se podaci za ove države uporede sa podacima za Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru i Srbiju može se konstatovati da je u okviru njih prisutan značajno viši stepen finansijske inkluzije, po osnovu svih analiziranih kriterijuma.

2.2. Distinkcija između „finansijalizacije“ i komercijalizacije

Autor citirane disertacije kao nov termin navodi „*mikrofinansijalizaciju*“ (podsticanje finansijske inkluzije), kao opozit procesu „*bankarizacije*“ (podsticanje finansijskog raslojavanja) (Augsburg, 2009, str. 7).

„Pioniri“ mikrofinansiranja preinačili su njegov prvobitni *fokus*, sa finansiranja poljoprivrede na „ne-farmersko“ finansiranje (biznis mikrokrediti, mikrokrediti za fizička lica, i dr.) (Galema, 2011, str. 2).

U pojedinim istraživanjima navodi se kako „borba“ finansijskih institucija sa insolventnošću u razijenim državama traje do godinu dana, dok u nerazvijenim državama duže od pet godina (neretko, ovim se objašnjava manja rešenost finansijskih institucija u *nerazvijenim* državama da finansiraju siromašne) (Galema, 2011, str. 16).

Kao kontrast prethodno navedenom, autori drugog istraživanja analiziraju razloge zbog kojih tradicionalne banke ne žele da se bave mikrofinansiranjem (takođe, postavljaju pitanje zašto i klasične banke ne bi u određenoj meri primenjivale sistem *grupnog* kreditiranja, ukoliko se već u literaturi *neretko* navodi da mehanizam grupnog kreditiranja doprinosi minimiziranju rizika i troškova?). Ipak, kao glavni razlog navodi se niži profit (Muhammad, Waweru, Porporato, 2011, str. 9).

U pojedinim istraživanjima, napravljena je parelela između donatorskog finansiranja mikrofinansijskih institucija i „*Too-Big-To-Fail*“ finansiranja tradicionalnih banaka (Galema, 2011, str. 49/50). U 2007. godini, u Supsaharskoj Africi, Gana je bila najveći primalac donorske pomoći upućene mikrofinansijskom sektoru (186 miliona USD) (Annim, 2010, str. 34). *Komercijalizacija* sektora mikrofinansiranja podrazumeva usvajanje tržišnih principa poslovanja, i „pomeranje“ od donatorskog finansiranja ka komercijalnom finansiranju, kao i izraženju heterogenost (raznolikost vlasničkih struktura, ciljnih grupacija, i dr.) (Khachatryan, 2013, str. 19). Autor drugog istraživanja ističe kako je mikrofinansijski sektor u Latinskoj Americi komercijalizovaniji (profitno orijentisan) u odnosu na mikrofinansijski sektor u Africi (neprofitno orijentisan) (Galema, 2011, str. 12).

Neretko, u istraživanjima se ističe kako proces komercijalizacije mikrofinansijskog sektora *nije linearog* karaktera (Flosbach, 2013, str. 13). Jedan od „*dokaza*

Za razliku od tradicionalnih finansijskih institucija, koje su profitno orijentisane, *dualna priroda ciljeva* mikrofinansijskog sektora stvara plodno tlo za razvijanje sindroma „svakom poslu vičan, ali ni u jednom majstor“ (Annim, 2010, str. 70).

Iako sektor mikrofinansiranja i tradicionalnog bankarstva još uvek pokazuju međusobne strukturne razlike, praksa potvrđuje da sve izraženije manifestuju *konjunkturne sličnosti* (Wagner, 2013, str. 19). U pojedinim istraživanjima, tvrdi se kako finansijski i mikrofinansijski sektor dele sličnu izloženost valutnom riziku (Brière, Szafarz, 2014, str. 2). Takođe, tvrdi se kako mikrofinansijski sektor u manjoj meri koristi leveridž, te kako su efekti od diverzifikacije izraženiji (dualni karakter investicija, strukturiranje portfolija u skladu sa socijalnim i finansijskim ciljevima) (Brière, Szafarz, 2014, str. 3).

U istom istraživanju, autori u svrhu komparacija koriste i međunarodni indeks sektora mikrofinansiranja (Global Microfinance Index, GMI) (Brière, Szafarz, 2014, str. 5). Postoje dve vrste mikrofinansijskih institucija, mikrofinansijske investicione kompanije (MIV, Microfinance Investment Vehicles) i mikrofinansijske institucije (MFI, Microfinance Institution) (Brière, Szafarz, 2014, str. 4). Kao što je već navedeno, prvu inicijalnu javnu ponudu realizovala je banka Compartamos iz Meksika 2007. godine. Ovu aktivnost kritikovali su mnogi, čak i Muhamed Junus, ističući kako je to put „skretanja sa prvo bitne misije“ (Brière, Szafarz, 2014, str. 4/5). Autori citiranog rada tvrde da emitovanje akcija od strane mikrofinansijskih institucija i njihovo približavanje „*mejnstrim*“ finansijskom sektoru za rezultat ima smanjenje udela ženskih klijenata (Brière, Szafarz, 2014, str. 6). S druge strane, u istom istraživanju navodi se *kontradiktorna* informacija (kako listirane mikrofinansijske institucije servisiraju u proseku 78% ženskih klijenata, dok one nelistirane opslužuju 50-76% ženskih klijenata) (Brière, Szafarz, 2014, str. 9). Takođe, isti autori tvrde i da mikrofinansijske institucije koje se kotiraju na berzi naplaćuju više kamatne stope (u proseku preko 50% na godišnjem nivou) u odnosu na one koje se ne kotiraju (u rasponu 24-38% na godišnjem nivou) (Brière, Szafarz, 2014, str. 8). Kao podatak se navodi i to da listirane mikrofinansijske institucije čine svega 0.1% svetske tržišne kapitalizacije (Brière,

Szafarz, 2014, str. 9). Autori su analizom ustanovili i da je veličina mikrokredita veća kod listiranih mikrofinansijskih institucija, nego kod nelistiranih (Brière, Szafarz, 2014, str. 18).

3. Definisanje najrasprostranjenijih pristupa mikrofinansiranju

Mikrofinansijske organizacije primenjuju *različite* koncepte mikrokreditiranja, a u okviru disertacije biće predstavljena *tri bazična* pristupa.

Najpoznatiji pristup naziva se „zajedničko, solidarno ili grupno“ kreditiranje, koji je afirmisan od strane Grameen Bank iz Bangladeša i BancoSol iz Bolivije. Suština ovog pristupa je mikrokreditiranje samoformiranih grupa klijenata, koji potom preuzimaju zajedničku odgovornost za otlatu kredita odobrenih članovima te grupe. Drugi pristup je „ruralno bankarstvo“, i sličan je prethodnom (u kontekstu solidarne odgovornosti), ali ovde su u pitanju *veće* grupe klijenata. Treći pristup je „individualno ili pojedinačno“ mikrokreditiranje, koji se oslanja na tradicionalnu bankarsku praksu i podrazumeva standardan bilateralni odnos između banke i klijenta. U citiranom istraživanju, tvrdi se da ruralne banke zaračunavaju najviše prosečne kamatne stope, iz razloga što se suočavaju sa najvišim prosečnim troškovima, zbog svojih specifičnosti (Cull, Demirgürç-Kunt, Morduch, 2007, str. 4-11).

Nadovezujući se na prethodno, o tri osnovne metodologije odobravanja mikrokredita može se navesti i sledeće: ruralno bankarstvo (kreditiranje grupa sa 20 ili više članova, gde se ne zahteva kolateral, gde postoji obaveza polaganja štednih depozita, gde se ne vrši ekstenzivan skrining, gde se odobravaju krediti u manjim iznosima u odnosu na druge tipove kreditiranja, a naplaćuju više kamatne stope; kao primer institucija koje primenjuju ovu metodologiju mogu se navesti Uganda Women's Finance Trust, Exodus, Ugafode, FOCCUS, Mednet, and Feed the Children); grupno kreditiranje (model solidarne odgovornosti, kreditiranje grupa sa oko 5 članova, u većini slučajeva se zahteva neki vid kolateralnog skrininga prisutan u određenoj meri, odobravaju se krediti u nešto većim iznosima, naplaćuju se nešto niže kamatne stope, uslovi pod kojima se odobravaju krediti nešto su fleksibilniji u odnosu na one koji se postavljaju u okviru ruralnog bankarstva; kao primer institucija koje primenjuju ovu metodologiju mogu se navesti Pride, Uganda Microfinance Union, FAULU) i individualno kreditiranje (krediti se odobravaju pojedincima, zahteva se strožiji kolateral, skrining je organizovan i sprovodi se na rigorozniji način, krediti se odobravaju u *višim* iznosima, naplaćuju se *najviše* kamatne stope; kao primer institucija koje primenjuju ovu metodologiju mogu se navesti Commercial Microfinance, Poverty Alleviation Project) (McIntosh, de Janvry, Sadoulet, 2004, str. 10).

3.1. Zajedničko (solidarno, grupno) kreditiranje

U okviru citiranog istraživanja, obrazlažu se tri bazična sistema kreditiranja: sistem individualnog kreditiranja (bilateralno finansiranje, finansiranje „jedan na jedan“, gde je odgovornost na pojedincu), solidarni sistem kreditiranja (sistem grupnog kreditiranja, gde grupe u proseku sačinjava 3-10 pojedinaca, i gde važi princip „deljenja“ odgovornosti), i ruralne banke (gde se, takođe, primenjuje sistem poput grupnog kreditiranja, ali su grupe veće; navode se primeri FINCA, ProMujer i Freedom from Hunger). Prihodi i troškovi mikrofinansijskih institucija variraju u zavisnosti od sistema kreditiranja koji primenjuju (kao što je već navedeno, i u prethodno citiranom istraživanju) (Cull, Demirgürç-Kunt, Morduch, 2007, str. 11).

Mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem grupnog kreditiranja zaračunavaju niže aktivne kamatne stope, jer se i suočavaju sa nižim troškovima. Autori citiranog istraživanja došli su do zaključka da institucije koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja u najvećem broju slučajeva ostvaruju pozitivan ROA (mada, nizak), u odnosu na mikrofinansijske institucije koje primenjuju druge mehanizme kreditiranja. Kada su troškovi u pitanju, mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem grupnog kreditiranja i ruralne banke imaju više troškove (kao argument za ovu tvrdnju navodi se servisiranje siromašnijih slojeva stanovništva i odobravanje mikrokredita nižih iznosa), u odnosu na mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja. Za ruralne banke tvrdi se da servisiraju najsistemašnije slojeve stanovništva (među kojima i veliki procenat osoba ženskog pola), te da su posledično i najmanje profitabilne (Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 12). **Kontradiktorno**, u istom istraživanju se navodi kako mehanizam grupnog mikrokreditiranja utiče na rast troškova (kao što je već spomenuto), dok se u drugom istraživanju ističe suprotno, kako mehanizam grupnog mikrokreditiranja doprinosi minimiziranju rizika i troškova (Muhammad, Waweru, Porporato, 2011, str. 9). Autori drugog istraživanja koriste kros-sekcijsku analizu za ispitivanje uticaja kreditne metodologije na rizik kreditnog portfolija. Takođe, došli su do rezultata da grupno kreditiranje smanjuje rizik kreditnog portfolija, u odnosu na individualno kreditiranje (Crabb, Keller, 2006, str. 25).

Kao kontrast teoriji, u praksi se došlo do zaključka da mehanizmi solidarne odgovornosti utiču na *rast stope rizičnih investicionih izbora* (ukoliko je članovima unutar grupe dozvoljeno da slobodno međusobno komuniciraju). Primera radi, autori ovde citiranog istraživanja prikazuju kritički osvrt na Štiglicov model analize sektora mikrofinansiranja, kao i na značajan broj drugih modela za analizu ove oblasti, naglašavajući da je **nerealna** njihova pretpostavka da sigurniji projekti povlače više očekivane stope prinosa, odnosno, da se „društveni i bankarski optimum poklapaju”. Autori istog istraživanja potom navode kako je u okviru njihovog pilot-eksperimenta, u uslovima izjednačenih očekivanih stopa prinosa, većina učesnika ipak izabrala sigurniju investiciju. „Difolt” rizik (rizik nevraćanja kredita) javlja se u onim situacijama kada se projekti dva ili više članova u okviru grupe ispostave kao neuspuni. U analizu solidarne odgovornosti uvodi se i pojam *Nešovog ekvilibrijuma* (analiza ravnotežnih „tačaka”, koje su *simetrične*, jer klijenti sa istim nivoima averzije prema riziku koriste identične strategije). S obzirom na to da socijalne *sankcije* nisu primenljive u okviru eksperimentalnih uslova, autori istog istraživanja uvode novčane kazne za učesnike (koje se dodeljuju nakon učinjenih investicionih izbora, a o kojima nisu obavešteni pre početka eksperimenta, te ne bi trebalo da utiču na njihovo ponašanje tokom samog eksperimenta). U drugim istraživačkim studijama, „igra” je osmišljena na način da su učesnici prethodno informisani o mogućim potonjim novčanim sakcijama, koji su čak i voljni da ih plate, kako bi eliminisali nekooperativno ponašanje pojedinih članova u okviru grupe. U ovim slučajevima, svest o mogućim novčanim kaznama može da utiče na ponašanje učesnika eksperimenta, odnosno, da ga oblikuje (model osmišljen na ovaj način ne može da rezultuje analizom *savršenog ekvilibrijuma*). U okviru eksperimenta, definisano je i da odobreni kredit iznosi 100 novčanih jedinica, da „sigurni” projekat povlači prinos od 200 novčanih jedinica (sa sigurnošću), a da „rizični” projekat povlači prinos od 600 novčanih jedinica (sa mogućnošću nastajanja 0% i 50%). Klijenti koji su izabrali „sigurne” projekte, otplaćuju kredit na način da se njegov iznos automatski odbija od iznosa

ostvarenog prinosa (preostali iznos je 100 novčanih jedinica). Klijenti koji su izabrali „rizične“ projekte, i koji su bili neuspešni (nije ostvaren očekivani prinos), nisu bili u mogućnosti da otplate kredit (Gine, Jakielo, Karlan, Morduch, 2009, str. 4-17).

Ono što se iz prethodno navedenog može zaključiti, a kada je sistem grupnog mikrokreditiranja u pitanju, jeste da je evidentan jaz između teorije i empirije, ali i pojedinačnih izvora teorijske literature, kao i pojedinačnih empirijskih podataka (njihova **medusobna neusaglašenost** otežava donošenje jedinstvenog zaključka).

Prvobitno, grupno pozajmljivanje bilo je osmišljeno na način da se formiraju grupe od po pet članova (danас, broј članova u okviru grupe može da bude manji/veći), koji bi međusobno *garantovali* jedni za druge. Pristup novim mikrokreditima izričito je uslovljen uspešnošću otplate prethodno uzetih mikrokredita od strane svih članova grupe (ukoliko jedan član iz grupe nije otpatio uezet mikrokredit, drugi članovi iz grupe su obavezni da to učine umesto njega). Ovo može da prouzrokuje *rastuću tenziju* u okviru grupe, ukoliko se pojedini njeni članovi svesno i strateški neodgovorno ponašaju (zloupotreba solidarne odgovornosti i problem „**besplatnog jahanja**“) (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 21/22). I u drugom istraživanju ističe se kako sistem grupnog kreditiranja doprinosi slabljenju moralnog hazarda, ali s druge strane, kako doprinosi nastanku problema „besplatnog jahanja“ (Chakravarty, Iqbal, Shahriar, 2013, str. 7). S druge strane, početkom devedesetih godina prethodnog veka, primenjujući mehanizam grupnog mikrokreditiranja Grameen Bank iz Bangladeša zabeležila je prosečnu otplatnu stopu od čak 96% (primera radi, čak 100% u distinktu Tangail, a oko 30% u distriktu Rangpur) (Woolcock, 1999, str. 25).

Kada je u pitanju grupno kreditiranje, od presudnog značaja je *poverenje* među članovima grupe (i Cassar, Crowley, Wydick pišu o problemu „besplatnog jahanja“). Pomenuti autori tvrde i kako je „*socijalni kapital*“ (relacije između članova u okviru grupe) snažniji u *tradicionalnim* društвima. Autori čak prave poređenje između mehanizma grupnog kreditiranja i *osiguranja automobila* („grupe“ se uvek tretiraju kao nižerizične, te se i u oblasti osiguranja *oženjeni vozači tretiraju kao sigurniji*, jer se procenjuje da su u manjoj meri spremni na rizik, zbog posledica po porodicu). Rezultati citiranog istraživanja pokazuju i da *etnički homogenije* grupe nose niži rizik (Cassar, Crowley, Wydick, 2005, str. 0-18). U drugom istraživanju, govori se o tome da mehanizam grupnog kreditiranja osnažuje socijalni kapital (*domino* tj. *lančani* efekat, odnosno, upućenost jednih klijenata na druge, građenje međusobnih relacija), za razliku od individualnog kreditiranja (De Quidt, 2014, str. 140).

Autori citiranog istraživanja ustanovili su da se veza socijalne kohezije među članovima grupe i stope otplate mikrokredita može predstaviti *krivom obliku slova U*. U početku, kada je slaba socijalna kohezija, stopa otplate raste, dok sa jačanjem socijalne kohezije, stopa otplate pada (kao primer može da se navede slabija finansijska disciplina ukoliko su članovi grupe povezani na rođačkoj osnovi, kada posledično rastu transakcioni troškovi usled međusobnog „*prevajivanja*“ obaveza). Ovde se navodi kako značajan segment transakcionih troškova predstavljaju troškovi putovanja na sastanke sa mikrofinansijskom institucijom, kao i *vreme* izdvojeno za to (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 21). Aspekt vremena biće *ugrađen* u

kasnijem delu disertacije, prilikom *procene* operativnih troškova, kao jedne od komponenti koje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite.

Rezultati pojedinih istraživanja pokazali su da koncept grupnog pozajmljivanja ima pozitivan uticaj na klijente na dugoročnoj osnovi (Milan, 2011, str. 71). U drugom istraživanju navodi se kako veće mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem grupnog kreditiranja ostvaruju širi *obuhvat*, u odnosu na one manje veličine (Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 29).

Pojedine mikrofinansijske institucije koje primenjuju grupni mehanizam pozajmljivanja pretežno su se fokusirale na *vernike i religiozne* pojedince. Ovde se kao „taktika” pojačavanja osećaja otplatne odgovornosti kod klijenata navodi promocija ideje da je novac ustvari Božiji (Woolcock, 1999, str. 29).

U citiranom radu, govori se o tome da žene *nemaju jednak pristup* izvorima finansiranja kao muškarci, te da između njih postoji ekonomski, društveni, kulurološki, religijski jaz. Autori ovog istraživanja postavljaju hipotezu da je grupno kreditiranje manje rizično u odnosu na individualno, kao i da fokusiranje na kreditiranje žena redukuje rizik portfolija (Crabb, Keller, 2006, str. 28).

Pobornici metodologije grupnog kreditiranja kao ključnu njenu *prednost* navode minimiziranje transakcionih troškova (sastajanje sa više klijenata u isto vreme, a ne sa svakim ponaosob). Svako sastajanje između kreditnog službenika i klijenta podrazumeva određene fiksne i varijabilne troškove. Pod fiksnim troškovima podrazumevaju se troškovi putovanja do mesta sastajanja, troškovi organizacije sastanaka, i sl. *Varijabilni troškovi zavise od broja klijenata na sastanku* (prikljupljanje podataka od svakog klijenta ponaosob, u vezi otplate, i sl.). Autor citiranog istraživanja zaključuje kako je metodologija grupnog kreditiranja *troškovno pogodnija* za kreditora, nego za klijenta (i kreditor i klijent imaju i fiksne i varijabilne troškove, ali ukoliko analiziramo varijabilne troškove, oni su *viši za klijenta, nego za kreditora*: varijabilni troškovi kreditora zavise od broja klijenata, i iznose zbir varijabilnih troškova po svakom klijentu ponaosob, dok se varijabilni troškovi klijenta povećavaju, jer oni i čekaju da dođu na red, odnosno, čekaju da kreditni službenik završi komunikaciju sa prethodnim klijentom, jer je u pitanju grupni sastanak) (De Quidt, 2014, str. 137/138).

I u okviru drugog citiranog istraživanja, navodi se kako mehanizam grupnog kreditiranja utiče na *minimiziranje* transakcionih troškova. Takođe, govori se o tome kako je sistem grupnog kreditiranja troškovno podesniji za kreditora, ali ne i za klijenta. Autor citirane disertacije *svesno uvodi određena pojednostavljivanja*, u funkciji donošenja zaključaka. Prepostavlja da je „*vrednost vremena*” *jednaka* i za kreditora i za klijenta (ali pravi distinkciju da li je ona monetarnog ili nemonetarnog karaktera) (Fetzer, 2014, str. 161). Analizirajući postavljene pretpostavke, dolazi se do zaključka da su ove pretpostavke u *koliziji* (njapre se u analizu uvodi pretpostavka o troškovnoj neravnopravnosti između kreditora i klijenta, a potom, uvodi se i nedovoljno jasna pretpostavka o jednakoj „vrednosti vremena” i za kreditora i za klijenta). U okviru ove disertacije, *procenjeno* je da bi u okviru druge navedene pretpostavke (analiza „vrednosti vremena”) trebalo uvesti razliku između fiksnih i varijabilnih troškova. Ono što je

izuzetno značajno jeste da se izvrši distinkcija između varijabilnih troškova kreditora i klijenta (Fetzer, 2014, str. 162).

Autor citirane disertacije navodi kako učestalije organizovanje sastanaka između kreditnih službenika i klijenata doprinosi povećanju stope otplate (zahvaljujući jačanju „socijalnog kapitala“) (Fetzer, 2014, str. 149/150). Drugi autori, pak, ističu kako je volatilnost kvaliteta portfolija veća u okviru mehanizma grupnog kreditiranja (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 122).

Tabela 8: Analiza prednosti i nedostataka mehanizma grupnog mikrokreditiranja

Prednosti grupnog pozajmljivanja	Nedostaci grupnog pozajmljivanja
Smanjenje informacione asimetrije	Rizik visoke korelacije
Redukcija moralnog hazarda	Rast transakcionih troškova
Smanjivanje troška selekcije klijenata „ekonomija obima“)	Problem evidencije i kontrole sprovodenja ugovora (problem „besplatnog jahanja“)
Pristup izuzetno siromašnima (umesto individualnog kolateralna, zajednička odgovornost)	Rizik dominacije moći pojedinih „članova“ u okviru grupe
Unapređenje mehanizma mobilizacije štednje	Rizik domino efekta Ova vrsta metodologije ne odgovara heterogenim grupama
	Limitiran maksimalni iznos kredita ne odgovara rastu potreba za istim

Izvori: Torres García, 2009, str. 26.

U prethodnoj tabeli, navedeno je da je jedan od nedostataka sistema grupnog mikrokreditiranja rast transakcionih troškova (**kontradiktorno** prethodno iznetim zaključcima iz sledećih istraživanja: De Quidt, 2014, str. 137/138; Fetzer, 2014, str. 161).

U citiranom istraživanju, navodi se primer kako je model kreditnih kooperativa uspeo u Nemačkoj i Italiji, a nije u Irskoj (između ostalog, zbog prisustva rivala u finansijskom sektoru, nedostatka odgovarajuće metodologije za monitoring, te otežane mogućnosti da se izbore za poverenje potencijalnih klijenata) (Woolcock, 1999, str. 23).

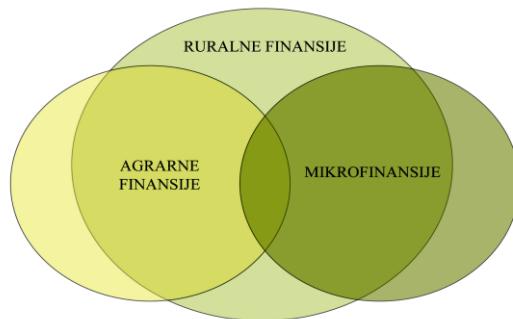
Ipak, smanjeni obim mikrokreditiranja u formi grupnog kreditiranja ide „ruku pod ruku“ sa činjenicom da je sektor mikrofinansiranja u sve većoj meri *komercijalizovan* (De Quidt, 2014, str. 11). U okviru ovog istraživanja, navodi se primer *prelaska* „pionira“ mikrofinansiranja Grameen Bank iz Bangladeša i BancoSol iz Bolivije sa sistema grupnog kreditiranja na sistem individualnog kreditiranja (Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 6). Ovo je akcentovano, iz razloga što brojni autori navode da je *viša profitabilnost* mikrofinansijskih institucija u pozitivnoj korelaciji upravo sa primenom sistema individualnog kreditiranja (o čemu će više reći biti u odeljku posvećenom analizi sistema individualnog mikrokreditiranja) (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 14; Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 5).

3.2. Ruralno bankarstvo

Pojedini autori navode kako je metodologija kreditiranja koja se primenjuje u okviru ruralnog bankarstva *najmanje jasna i precizna* (De Quidt, 2014, str. 123).

U literaturi, neretko se ističe kako ne postoji jedan univerzalno najpogodniji model institucije koja će pružati finansijske usluge agrarnom sektoru (i komercijalne banke, i agrarne razvojne banke, i poljoprivredne zadruge) iskusile su i uspehe i neuspehe u servisiranju agrarnog sektora (Torres García, 2009, str. 12). Kroz vreme, a nakon neuspešnosti određenih programa subvencioniranja, finansiranje ruralnog razvoja poprimilo je *pragmatičniju* notu (definisanje komercijalnog okvira koncepta mikrofinansiranja u okviru dokumenta pod nazivom Pink Book, iz 1995. godine) (Torres García, 2009, str. 16).

Slika 1: Odnos između ruralnih, agrarnih i mikrofinansija



Izvor: Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 411.

Za razliku od koncepta grupnog pozajmljivanja, u okviru ruralnog bankarstva formiraju se *veće* grupe (15-30 članova, ili čak i više). U praksi, to najčešće funkcioniše na način da mikrofinansijska institucija odobri kredit ruralnoj banci, koja potom odobrava mikrokredit grupi ili pojedincu (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 21).

Od pomenuta tri osnovna koncepta mikrofinansiranja, ruralno bankarstvo je u najmanjoj meri razvijeno, iz razloga što je potrošnja *per capita* u urbanim područjima približno ***dvostruko viša*** u odnosu na potrošnju *per capita* u ruralnim oblastima, te je posledično i potreba za izvorima finansiranja u urbanim sredinama izraženija (Milan, 2011, str. 9).

Prilivi i odlivi ruralnih domaćinstava pokazuju *sezonalnost* u značajnoj meri (prilivi i odlivi naglašeniji su u periodu decembar-mart, dok je period sa najmanjim prilivima i odlivima avgust-septembar) (Torres García, 2009, str. 211).

Berhane i Gardebroek su svoje istraživanje zasnovali na analizi ruralnih domaćinstava na području severne Etiopije, gde mikrofinansijski program u DECSI (Dedebit Credit and Savings Institution) obuhvata mikrokredite isključivo za *proizvodne* svrhe. U slučaju ovih mikrokredita, rok dospeća se formira na osnovu činjenice da proizvodnja *zavisi* od pojave monsunskih kiša (prosečan *rok dospeća* mikrokredita kreće se u rasponu 6-12 meseci). Kod mikrokredita za

specifične vrste proizvodnji (pčelarstvo, proizvodnja mleka, i sl.), rok dospeća mikrokredita može da bude i do 2 godine (nužnost uvažavanja bioloških faktora) (2009, str. 8).

Kao primer *osavremenjivanja* može da se navede postavljanje „internet kioska“ od strane ITC-IBD (Indian Tobacco Company's International Business Division) u ruralnim područjima. Zahvaljujući tome, lokalni farmeri u mogućnosti su da u svakom trenutku elektronski prate kretanja i promene tržišnih cena poljoprivrednih proizvoda, kao i podatke o lokalnim i globalnim klimatskim uslovima). Do sada, uvedeno je ukupno 2.600 ovakvih „kioska“, koji su raspoređeni na 6.000 seoskih mesta (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 426).

Autori citiranog istraživanja došli su do zaključka da rast *troškova kapitala* ima veći uticaj na pad profitabilnosti ruralnih banaka, a gotovo da nema uticaj na profitabilnost mikrofinansijskih institucija koje primenjuju sistem grupnog kreditiranja (Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 18).

U okviru drugog istraživanja, navodi se kako su fiksni troškovi ruralnih banaka visoki, ali kako su njihovi *varijabilni operativni troškovi niski*, kao i troškovi finansiranja (Samson, Olubunmi, Olusegun, 2013, str. 521).

3.3. Individualno kreditiranje

Pojedine doktorske disertacije ne fokusiraju se isključivo na jedan, već obrađuju više različitih teoretskih modela o funkcionisanju sektora mikrofinansiranja (jer kako njihovi autori smatraju, „dubinsko“ *poznavanje* oblasti mikrofinansiranja od esencijalnog je značaja za poznavanje oblasti finansija uopšte) (Reeder, 2010, str. 1).

Rezultati citiranog istraživanja pokazuju da se klijenti iz urbanih sredina češće opredeljuju za metodologiju individualnog pozajmljivanja, dok klijenti iz ruralnih sredina češće biraju metodologiju grupnog pozajmljivanja (McIntosh, De Janvry, Sadoulet, 2004, str. 1).

Rezultati drugog istraživanja pokazuju da u okviru modela individualnog kreditiranja klijenti sa stabilnijim i višim novčanim prilivima lakše „napuštaju“ prethodne kreditore i zamenuju ih novim (uticaj heterogenosti) (McIntosh, De Janvry, Sadoulet, 2004, str. 20).

Tabela 9: Uporedni pregled karakteristika sistema individualnog i grupnog mikrokreditiranja

Kriterijum	Individualno kreditiranje	Grupno kreditiranje
Kolateral	Krediti su garantovani <i>kolateralom</i>	Krediti su <i>medusobno</i> garantovani
Skrining	Potencijalni klijenti evaluirani od strane finansijske <i>institucije</i> , na osnovu analize boniteta	Potencijalni klijenti evaluirani od strane <i>članova grupe</i>
Kreditna analiza	Iznos kredita koji se odobrava formira se na osnovu prethodne <i>temeljne</i> analize održivosti	<i>Nedostatnost</i> analize, prisustvo „familijarnosti“ (analiza od strane članova grupe)
Fleksibilnost pri korišćenju kredita	Iznos i rok kredita mogu da budu <i>prilagođeni</i> potrebama	Iznos i uslovi kredita <i>unapred</i> određeni
Veličina i uslovi kredita	Krediti mogu da se odobravaju i u značajno <i>višim</i> iznosima, kao i na dugoročnijoj osnovi, u zavisnosti od specifičnih potreba	Krediti se odobravaju u <i>malim</i> iznosima, kao i na kratkoročnoj osnovi, kako bi se izbegli „poremećaji“ prilikom <i>otplaćivanja</i>
Odnos finansijske institucije i klijenata	Razvijanje <i>bližih</i> , dugoročnih odnosa	Odnos na <i>distanci</i>

Analiza troškova odnosa sa klijentima	Pojedinačni klijent zahteva intenzivniji i vremenski duži rad osoblja (rast troškova usled radne intenzivnosti)	Ne postoje visoki troškovi osoblja (koordinacija sa predstavnicima grupa, a ne sa svakim pojedinačnim članom ponaosob)
Analiza troškova odobravanja kredita	Niski troškovi, zbog manjeg broja kredita većih iznosa	Visoki troškovi, zbog većeg broja kredita manjih iznosa

Izvor: Torres García, 2009, str. 38.

Tabela 10: Poređenje sistema grupnog i individualnog kreditiranja

Kriterijum	Individualno kreditiranje	Grupno kreditiranje
Privlačenje novih klijenata	Privlačenje novih klijenata vrši mikrofinansijska institucija	Privlačenje novih klijenata vrše članovi grupa
Isplata mikrokredita	Klijenti dolaze u mikrofinansijsku instituciju	Mikrofinansijska institucija posećuje grupe, održavaju se sastanci
Remikrokreditiranje	Prilagodeno klijentu	Nije dozvoljeno ukoliko je neki od članova delinkventan
Monitoring otplate	Od strane institucije	Od strane članova grupe, međusobno

Izvor: Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 129/130.

Pojedini autori navode kako mikrofinansijske institucije preferiraju sistem individualnog kreditiranja nad sistemom grupnog kreditiranja, ukoliko su mikrokrediti nižeg iznosa, kao i ukoliko je konkurenčija intenzivna (Lehner, 2008, str. 83).

Drugi autori navode da je viša *profitabilnost* mikrofinansijskih institucija u pozitivnoj korelaciji sa primenom sistema individualnog kreditiranja, kao i sa obezbeđivanjem striktno finansijskih usluga (ne i ne-finansijskih). Takođe, ističu i kako višu profitabilnost ostvaruju veće mikrofinansijske institucije (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 14). I Cull, Demirgüç-Kunt i Morduch u okviru svog istraživanja navode da mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja u proseku ostvaruju najviše stope profita, ali kada je u pitanju *obuhvat*, pokazuju *najslabije* rezultate (u odnosu na druge mehanizme kreditiranja). **Prosečna veličina** mikrokredita koje odobravaju mikrofinansijske institucije⁹ koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja je 1.220 USD, dok prosečna veličina mikrokredita koje odobravaju ruralne banke iznosi 148 USD (u istom radu, na str. 12 se navodi 149 USD), a prosečna veličina mikrokredita koje odobravaju mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem grupnog kreditiranja iznosi 431 USD.

Autori istog rada kao indikator stepena siromašnosti uzimaju upravo veličinu uzetog mikrokredita (zavisi od bruto društvenog proizvoda *per capita*; mikrokredite nižih iznosa preferiraju siromašniji pojedinci). Takođe, naglašavaju i kako ruralne banke u *najvećoj meri* zavise od subvencija (u odnosu na institucije u okviru ostalih mehanizama kreditiranja). Istim se i kako ruralne banke u najvećem procentu finansiraju klijente ženskog pola (čak 88% od ukupnog portfolija), dok je kod mikrofinansijskih institucija koje primenjuju sistem grupnog kreditiranja taj procent nešto niži (75%), a kod mikrofinansijskih institucija koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja taj procent najniži (46% u strukturi ukupnog portfolija) (Cull, Demirgüç-Kunt, Morduch, 2007, str. 5). Isti autori potvrdili su *pozitivnu vezu* između rasta aktivnih kamatnih stopa i rasta procenta delinkventnih mikrokredita (rasta portfolio rizika),

⁹ Cull, Demirgüç-Kunt i Morduch ne preciziraju na koje tačno mikrofinansijske institucije se odnose ovi podaci, ali naslov njihovog rada (Financial Performance and Outreach: A Global Analysis of Leading Microbanks) upućuje na zaključak da su u pitanju *vodeće* mikrofinansijske institucije.

posebno kod mikrofinansijskih institucija koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja (2007, str. 16). Isti autori ističu i kako su mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja sklonije „skretanju“ sa prvobitno definisane misije redukcije siromaštva, u odnosu na ruralne banke (2007, str. 29).

Takođe, oni navode i da u istočnoj Aziji i u oblasti Pacifika dominira sistem individualnog kreditiranja, dok u Južnoj Aziji i Supsaharskoj Africi *dominira* sistem grupnog kreditiranja. U Istočnoj Evropi i Severnoj Africi *ne favorizuje* se dominantno niti jedan od mehanizama kreditiranja (2007, str. 9).

4. Percepcija internih i eksternih rizika u sektoru mikrofinansiranja

Kada je u pitanju procena rizika, značajno je napraviti distinkciju između rizika i neizvesnosti. Neizvesnost *nije moguće kvantificirati*, odnosno, „uklopiti“ u određeni matematički ili statistički model (Taleb, 2008, The Black Swan). Autor pomenute knjige dugo godina je radio kao kvantitativni analitičar, odnosno, „*raketni naučnik*“, ali je sebe prvenstveno smatrao filozofom, ističući kako pravac *bihevioralne* ekonomije postaje sve dominantniji (uviđajući *nemoć* matematike i statistike). Kirchstein ističe kako ni vodeći profesori iz oblasti korporativnih finansija, poput Brealey-a i Myers-a, ne uspevaju da pruže *preciznu* definiciju rizika, već ga predstavljaju kao „Božiju volju“, te se više fokusiraju na *strategije upravljanja* neizbežnim rizikom. Isti autor razgraničava sistemski od idiosinkratskog (specifičnog) rizika (Kirchstein, 2011, str. 47-80). Rizike je moguće klasifikovati na *kovarijantne (relacijske)* i *idiosinkratke (pojedinačne)*. Primer kovarijantnog rizika su poplave usled izlivanja reka, dok je bolest primer za idiosinkratski rizik (Torres García, 2009, str. 132). Drugi autori tvrde kako za investitore nesistemski tj. specifični rizici proizilaze iz činjenice da „oblast mikrofinansija još uvek nije definisana kao *zasebna klasa aktive* u okviru bilansa stanja“ (Janda, Rausser, Svárovská, 2014, str. 12).

U pojedinim istraživanjima, svesno se biraju *jednostavnii* pristupi za oblikovanje modela za analizu (prihodi rizičnih poslovnih subjekata su zavisni, a prihodi nerizičnih poslovnih subjekata nezavisni) (Reeder, 2010, str. 16). Ukoliko se u modelu pretpostavi da se averzija prema riziku menja, trebalo bi pretpostaviti da se i drugi faktori menjaju (*Bernulijeva* ili binomna šema) (Reeder, 2010, str. 47).

Kirchstein povlači distinkciju na koji način na odnos prema riziku utiče odnos prema *žaljenju* zbog neučinjenog. Takođe, ističe i kako eksterne procene (dodeljivanje rejtinga) neretko služe kao „*pilula za umirenje*“ (2011, str. 84).

Autori drugog istraživanja tvrde kako bi svaka mikrofinansijska institucija ponaosob trebalo da *identifikuje set rizika* sa kojima se suočava (uz uvažavanje svih *specifičnosti*) (Idama, Asongo, Nyor, 2014, str. 113). Bankarska metodologija za procenu rizika *razlikuje* se od metodologije za procenu rizika u sektoru mikrofinansiranja (Kirchstein, 2011, str. 165). I u drugom istraživanju ističe se kako je neophodno uvažavanje činjenice da pravila i metodologije koje važe u bankarskom sektoru *nije moguće u potpunosti i na identičan* način primeniti na mikrofinansijski

sektor (prvenstveno, mikrofinansijski i bankarski sektor razlikuju se po ciljnim, targetiranim grupacijama) (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 35/36).

Postoje tri ključna „informaciona problema” sa kojima se suočavaju finansijske institucije: skrining, otpata odobrenih kredita, revizija (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 14). Jedan od supstancialnih rizika u okviru sektora mikrofinansiranja jeste rizik *selekcije klijenata* (a posebno u okviru *grupnog* kreditiranja, gde je prisutna i *samo-selekcija*, kao što je navedeno u tabeli 10). Kada je u pitanju selekcija klijenata, jedan od ključnih problema sa kojima se suočavaju finansijske institucije jeste nemogućnost donošenja konačnih odluka na bazi egzaktnih, empirijskih informacija o klijentima, koje im neretko *nisu dostupne* (donošenje odluka na osnovu opšte situacione analize, te poređenja novih i postojećih klijenata, gde se novi klijenti posmatraju kao „tretirana”, „eksperimentalna” grupa, a novi klijenti kao „kontrolna” grupa) (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 6).

Autor citiranog istraživanja ističe kako postoje dva aspekta posmatranja moralnog hazarda, *ex-ante* (odnosi se na selekciju klijenata) i *ex-post* (odnosi se na ponašanje klijenata nakon zasnivanja kreditnog odnosa) (Reeder, 2010, str. 2/3). U srži problematike asimetričnosti informacija nalaze se kako „skrivene informacije”, tako i „skrivene aktivnosti” (Reeder, 2010, str. 11).

Privatne mikrofinansijske institucije pokazuju *manju senzitivnost* na tržišne signale i zavisnost od tržišta kapitala, u odnosu na one državne. Takođe, mikrofinansijske institucije imaju niži operativni i finansijski leveridž u odnosu na komercijalne banke. Isto tako, one mikrofinansijske institucije koje se *fokusiraju pretežno na ženske klijente imaju bolje otplatne stope* (veća finansijska disciplina). CGAP je izvršio analizu mikrobiznisa na području Indije, Kenije i Filipina, a rezultati su pokazali da se njihov ROI kreće u rasponu od čak 117-847% (*kontra*-argument tezi da mikrobiznisi nužno pokazuju manju sposobnost za ostvarivanjem povrata, što predstavlja osnovu za procenu otplatne sposobnosti) (Krauss, Walter, 2009, str. 3).

Tabela 11: Analiza statistički značajnih korelacija između određenih pokazatelja poslovanja i tržišnih indeksa (posebno za mikrofinansijske institucije i komercijalne banke)

Testirani parametri	TOP 325 mikrofinansijskih institucija				
	S&P 500	MSCI indeks	MSCI EM indeks	Nacionalni berzanski indeksi	Nacionalni BDP
NOI					
ROE					+
Profitna margina		+			+
Promena ukupne aktive (%)					+
Promena kreditnog portfolija (%)					+
PaR 30					+
Testirani parametri	TOP 325 komercijalnih banaka (tržišta u razvoju)				
	S&P 500	MSCI indeks	MSCI EM indeks	Nacionalni berznaski indeksi	Nacionalni BDP
NOI	+	+	+		+
ROE	+	+	+		+
Profitna margina	+	+	+		+
Promena ukupne aktive (%)	+	+	+		+
Promena kreditnog portfolija (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PaR 30	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Izvor: Krauss, Walter, 2009, str. 18.¹⁰

¹⁰ NOI (Net Operating Income) predstavlja neto poslovni prihod; MSCI indeksi su indeksi kreirani od strane Morgan Stanley Capital International (EM predstavlja oznaku za *Emerging Markets*).

Iz prethodne tabele, može se uočiti da mikrofinansijske institucije u značajno manjoj meri reaguju na promene na tržištu, u odnosu na komercijalne banke u zemljama u razvoju (u citiranom istraživanju, *nije urađena* i analiza za razvijena tržišta, te nije moguće konstatovati da li bi isti zaključak važio i u okviru razvijenih zemalja). Međutim, u kasnijem delu disertacije biće analizirana literatura u kojoj se *tvrđi* da je finansijska *kriza* čak više pogodila mikrofinansijske institucije koje posluju u bogatijim državama (Hitchcock, 2014, str. 7), zatim, da kriza iz 2000/2001. godine nije pogodila sektor mikrofinansiranja, ali on nije ostao „imun“ na narednu *krizu* iz 2007/2008. godine (rastuća „ranjivost“, usled sve izraženije globalizacije) (Brière, Szafarz, 2011, str. 13), i potom, da su se, u vreme globalne finansijske i ekonomske krize, mikrofinansijske institucije *srednje* veličine suočile sa značajnjim padom kreditne aktivnosti, u odnosu na male i velike mikrofinansijske institucije (Wagner, 2013, str. 9/10).

Barijere koje se javljaju u tradicionalnom finansijskom sektoru povećavaju rizike koji se javljaju u okviru njega, dok ujedno *snižavaju* rizike (neprofitno orijentisanog i slabije regulisanog) mikrofinansijskog sektora (Galema, 2011, str. 118).

Autor ovde citiranog istraživanja testirao je teoriju Stiglitz/Weiss, o kreditnoj racionalizaciji u uslovima *nesavršenih* informacija. Sprovedena su dva *bihevioralna eksperimenta* (u Jordanu), jedan u vezi preferencija rizika, a drugi u vezi preferencije faktora vremena. U okviru prvog eksperimenta, pred učesnike je postavljen izbor od šest različitih preferencija rizika (razlikuju se u iznosu i verovatnoći isplate, kao i varijansi). U okviru drugog eksperimenta, pred učesnike je postavljen izbor da biraju između toga da prime manji novčani iznos u roku od nedelju dana ili da prime veći iznos novca u roku od pet nedelje. Izvršeni eksperimenti *nisu uspeli da „pokriju“ dinamičan* aspekt koji se nalazi u pozadini donošenja odluka, međutim, ono što je značajno jeste da ovi eksperimenti *dovode u pitanje* primenu postojećih okvira bihevioralnih modela u okviru sektora mikrofinansiranja. Prvi eksperiment osmišljen je na način da „*oponaša*“ mehanizam *časovnika* (pozicija kazaljki na 13 časova predstavlja najsigurniji izbor, koji podrazumeva garantovanu nižu isplatu i nultu varijansu; kako teče „vreme“ i kazaljka se pomera na kasnije sate (do 18 časova), verovatnoće isplata se smanjuju, dok se iznosi za isplatu i varijanse povećavaju) (Start, 2013, str. 1-8).

Autor citirane disertacije naglašava kako ista predstavlja samo *početak* istraživanja determinanti rizika koji se javljaju u sektoru mikrofinansiranja, ali da će izvori novih rizika tek biti identifikovani i istraženi u budućnosti (Galema, 2011, str. 165).

4.1. Finansijski rizik

4.1.1. Kreditni rizik

Pojedini autori zaključuju kako mikrofinansijske institucije u velikom broju slučajeva *greše* prilikom procene njihovog kreditnog rizika (opasnost od *precenjivanja/potcenjivanja* očekivanog gubitka) (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 83).

Drugi autori izdvajaju dva ključna faktora, na osnovu kojih se vrši *distinkcija* između „prirode“ kreditnog portfolija mikrofinansijskih institucija i kreditnog portfolija klasičnih banaka. Prvo, kreditni portfolio mikrofinansijskih institucija je ili *delimično* kolateralizovan (obezbeđen), ili nije uopšte. Drugo, rokovi dospeća mikrokredita *kraći* su u odnosu na rokove dospeća kredita tradicionalnih banaka (iz tog razloga, postoji mogućnost da se mikrofinansijske institucije suoče sa pojavom rizika deterioracije kvaliteta portfolija već nakon nekoliko nedelja trajanja kreditnog odnosa) (Mersland, 2009, str. 95).

Rezultati određenih istraživanja pokazali su da su klijenti mikrofinansijskih institucija pokazali veću sposobnost štednje u poređenju sa ne-klijentima (Milan, 2011, str. 65).

Kada je u pitanju analiza kamatnih stopa na mikrokredite, ona čak može da se proširi uvođenjem *rodnog* aspekta (u kasnijem delu disertacije biće analizirana literatura u okviru koje se navodi da su u pojedinim državama *kamatne stope za žene više* su nego za muškarce, primera radi u Bangladešu i Indiji). Takođe, brojna istraživanja potvrđuju da je ovo u potpunosti neopravdano, a statistike čak pokazuju da su žene *urednije* platiše od muškaraca. O tome da žene karakteriše *redovnija* dinamika otplate mikrokredita pišu autori Chakravarty, Iqbal, Shahriar (2013, str. 11), uvođeći u ekonomsku analizu čak i **biološka** objašnjenja (da je hormon oksitocin koji je prisutniji kod osoba ženskog pola odgovoran za viši nivo pouzdanosti prilikom otplate mikrokredita). Primera radi, u Malaviju (Afrika) 92% klijenata ženskog pola plaćaju uzet mikrokredit tačno na vreme, dok to čini 83% klijenata muškog pola. U Grameen Bank, 98,7% klijenata ženskog pola uredno plaćaju uzet mikrokredit, dok to čini 85,7% klijenata muškog pola. Do sličnih rezultata došlo se i u Gvatemali, kao i u Pakistanu. Kao objašnjenje toga navodi se *konzervativnost* žena u pogledu doživljavanja investicija, kao i njihova naglašena *averzija* prema riziku (niži rizik moralnog hazarda). Takođe, klijenti ženskog pola u značajnijoj meri osećaju stid, zbog izraženijeg verbalnog i psihološkog **stigmatizovanja** od strane društva u slučaju neotplaćivanja uzetog mikrokredita. Kod klijenata ženskog pola izraženija je svest o limitiranosti pristupa različitim izvorima finansiranja, te je posledično izraženija i svest da sebi ne smeju da dopuste da „prokockaju“ jedini dostupan način za prikupljanje izvora finansiranja (mikrofinansiranje) (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 22).

Ono što može da se dogodi jeste da mikrofinansijske institucije pribegnu „ulepšavanju“ sumiranih prikaza otplatnih stopa, ne bi li se prikazale što atraktivnijima, kako bi zadovoljile uslove koje pred njih postavljaju donatori. Iz tog razloga, bilo kakvo procenjivanje na bazi podataka o otplatnim stopama, bez temeljne analize pojedinačnih otplatnih šema, *nepotpuno* je i neretko nerealno. Dokazano je da mikrokreditni programi koji povlače i *ne-kreditne* usluge, poput edukacije i zdravstvenih usluga, u proseku pokazuju bolje otplatne stope (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 23). I drugi autori ustanovili su da dodatne ne-finansijske usluge (poput zdravstvenih i edukativnih) imaju pozitivan uticaj na urednost otplate mikrokredita, kao i jačanje veze između klijenata i mikrofinansijske institucije (D'Espallier, Isabelle Guérin, Roy Mersland, 2009, str. 10/11). Takođe, dokazano je i da su otplatne stope kod onih klijenata čije je mesto stanovanja bliže lokaciji mikrofinansijske institucije *niže*. Dokazano je i da otplatna stopa opada kod *starijih* klijenata, u odnosu na one mlađe (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 23/24). U drugom istraživanju navodi se, pak, da se *mlada* populacije smatra rizičnijom, kao i zahtevnijom (kada je u pitanju monitoring, zbog veće mobilnosti) (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 307).

Međutim, navodi se ***kontradiktoran*** podatak da se analizom došlo do zaključka da veličina domaćinstva *ne utiče* na dinamiku otplate uzetog kredita (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 24; a na str. 20 se navodi da utiče!), ali da veličina kredita utiče. Autori istraživanja došli su i do zaključka da „socijalne odgovornosti“ ženskih klijenata (briga o deci, i sl.) negativno utiču na njihovu sposobnost otplate uzetog mikrokredita. Jedan od rezultata istraživanja je i to da su otplatne stope kod mikrokredita većih iznosa *niže*, i obrnuto. Isti autori napominju kako rezultati istraživanja mogu da budu generalizovani, ali da je za potpuno razumevanje stanja u nekoj mikrofinansijskoj instituciji od vitalnog značaja uvažavanje ***specifičnih*** uslove države u kojoj posluje, i sl. (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 24-29).

Zasnivanje kreditnog odnosa trebalo bi da se bazira na analizi podataka iz izveštaja o ***novčanim tokovima***, a ne iz bilansa uspeha (procena potencijalnog klijenta od strane kreditora) (Goodwin-Groen, 2012, str. 99). Autor ove disertacije, takođe, smatra da su za ***kvalitativnu*** analizu značajniji podaci iz izveštaja o novčanim rokovima, u odnosu na podatke iz bilansa uspeha.¹¹

U okviru citiranog istraživanja, polovina uzorka ispitivana je pre, a polovina nakon *Ramadana* (procentualno više ne-delinkventnih potencijalnih klijenata u odnosu na delinkventne bilo je *u toku* Ramadana, prepostavlja se iz razloga što tada Muslimani poseduju viši stepen samodiscipline, u odnosu na druge delove godine). Autor istraživanja dokazao je i da je među *obrazovanijim* slojevima društva više delinkventnih, nego ne-delinkventnih klijenata. Međutim, ***nisu uspeli*** da donesu zaključak o tome da li veličina uzetog kredita utiče na stepen delinkvencije. Isti autori zaključili su da bi osmišljavanje ***indeksa pouzdanosti*** doprinelo potpunijem zaključivanju o tipu klijenta (stepen njegove delinkvencije). Ovu vrstu indeksa moguće bi bilo osmisiliti na osnovu *bihajvoralnih* intervjuja, sastavljenih od pitanja poput onih koja ispituju stepen otpora prema novom i prema promenama, i sl. (ispitanik koji bi se izjasnio da rado prihvata promene i isprobava nove stvari bio bi ocenjen kao više delinkventan). Važno je napomenuti da se do ovih rezultata došlo uz nivo značajnosti 5-10% (Start, 2013, str. 13/14). Autor konstatiše i kako u okviru svakog modela za analizu postoji određena doza ***slobode*** (Start, 2013, str. 15).

Rezultati istog istraživanja pokazuju da li delikventni i ne-delikventni klijenti pokazuju razlike u percepciji rizika i faktora vremena. ***Kontradiktorno*** postojećoj literaturi o rizicima i hazarderstvu (primera radi, teorija Stiglitz/Weiss), dokazano je da ne-delikventni klijenti imaju ***manju averziju*** prema riziku i manje strpljenja, u poređenju sa delikventnim klijentima (Start, 2013, str. 0).

Autori drugog istraživanja logističkom regresijom dokazali su da veličina mikrokredita, visina kamatne stope i dužina odnosa sa mikrofinansijskom institucijom ne utiču na dinamiku otplaćivanja mikrokredita, dok posedovanje poslovnih veština, veličina domaćinstva i broj članova u okviru domaćinstva sa fiksnom zaradom *utiču* (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 20).

¹¹ Ono o čemu bi *posebno* trebalo voditi računa prilikom analize jeste *način* klasifikacije određenih aktivnosti (pojedinačna transakcija, primera radi kreditna aktivnost, jednim delom može da bude klasifikovana kao aktivnost finansiranja, a drugim delom kao poslovna aktivnost, što MRS 7 – Izveštaj o tokovima gotovine u okviru paragrafa 12 dozvoljava).

Faktori koji utiču na otplaćivanje mikrokredita *variraju* od klijenta do klijenta, od mikrokreditnog programa do mikrokreditnog programa, od države do države (Tundui, C., Tundui, H., 2013, str. 21).

Na internet stranici <http://scholarlyoa.com> je 2015. godine objavljena lista *potencijalno „predatorskih“ časopisa*, među kojima se nalazi i časopis *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, u okviru kog je 2013. godine publikovan rad koji je u nastavku disertacije citiran (prilikom selekcije literature vršena je *striktna eliminacija* časopisa ovog statusa, međutim, u izuzetnom slučaju će biti napravljen izuzetak, zbog značaja citiranog sadržaja za kritičku analizu postojećih metodologija mikrofinansiranja). Autori ovde citiranog istraživanja došli su do rezultati da 66% ispitanika smatra da otplatna šema osmišljena od strane mikrofinansijske institucije *nije odgovarajuća* (od njih 27% ipak uspeva da ispoštuje postavljene uslove otplate, dok se njih 39% nalazi u docnji sa plaćanjem), a njih 34% smatra da je ponuđena metodologija u potpunosti adekvatna (u pitanju su ispitanici koji su u potpunosti otplatili uzet mikrokredit). Od ukupnog broja ispitanika, njih 74% imalo je određeni iznos sopstvenih sredstava pre uzimanja mikrokredita, dok njih 26% nije. Kada je u pitanju prva grupa ispitanika, kao najčešći razlog neuspevanja poštovanja definisane otplatne šeme navodi se neprofitabilnost pokrenutog biznisa (ovo je izjavilo njih 23%). Ukoliko se analiziraju *motivi* urednog servisiranja mikrokredita, njih 18% odgovorilo je da oseća strah od socijalnih sankcija koje bi bile posledica neredovne otplate mikrokredita, a njih 5% da oseća strah od gubitka prava na uzimanje mikrokredita u budućnosti. Jedan od zaključaka istraživanja je i to da mikrofinansijske institucije *više pažnje polažu na monitoring otplate, nego na reviziju namene korišćenja* mikrokredita. Kada se analizira uticaj mikrokreditiranja na kvalitet životnog standarda, njih 98% je izjavilo da su primetni pozitivni efekti, dok njih 2% ne oseća unapređenje (Bichanga, Aseyo, 2013, str. 325-331).

Postoje različite analitičke tehnike koje se koriste za procenu kreditnog rizika. Postoje statički i dinamički modeli, modeli zasnovani na proceni potencijalnih potraživanja i stepena pokrivenosti dugova imovinom, linearno i kvadratno programiranje, analiza obavijanja podataka (DEA, Data Envelopment Analysis), te neuralne mreže. Takođe, trebalo bi istaknuti i značaj „*alarmnih*“ sistema upozorenja (modeli za rano predviđanje „stresova“), koje mogu da budu zasnovane na probit/logit analizama. Autori citiranog istraživanja konstatuju kako postoji mnogo radova na temu mikrofinansiranja koji potvrđuju da mehanizam *grupnog* kreditiranja u određenoj meri otklanja problem asimetričnih informacija (Idama, Asongo, Nyor, 2014, str. 115). Autor drugog istraživanja navodi primer *indeksa ranog upozorenja*, kao indikatora kreditnog rizika određene države. Međutim, kao ograničenje navodi nemogućnost prikupljanja kompletnih podataka (Kirchstein, 2011, str. 248).

Autori drugog istraživanja navode kako viši nivo kvaliteta aktive nije automatski garantovan ukoliko su „difolt“ stope niske (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 39). Isti autori navode primer mikrofinansijske institucije, koja je definisala maksimalni nivo tolerancije rizika (*stopa delinkvencije do 2%*) (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 57). Kada je u pitanju nivo *neperformansnih* kredita (Non Performing Loans, NPL), napravljena je *distinkcija* između „kredita u docnji“ (postoje različite definicije, PaR 30, PaR 90, PaR 270, i dr.) i „kredita u difoltu“ (krediti koji neće biti otplaćeni, delimično ili u celosti, a kao indikator „otpisa“ navodi

se WOR tj. Write-Off Ratio) (Hitchcock, 2014, str. 10). Nekontrolisano mikrokreditiranje, u cilju ostvarivanja što viših stopa rasta i profita, vodi rastu stope delinkvencije (mikrofinansijske *krize* u Nikaragvi, Moroku, Bosni i Hercegovini, kao i Pakistanu) (Galema, 2011, str. 162). U drugom istraživanju navodi se kako se klijenti neretko upuštaju u nove dugove, kako bi otplatili prethodne (opasnost od „*dugovne spirale*“) (Berhane, Gardebroek, 2009, str. 13). U dva značajna mikrofinansijska tržišta (Indija i Meksiko), primetan je trend rasta udela problematičnih mikrokredita tokom poslednjih godina (na drugim tržištima, stopa loših mikrokredita „miruje“). Takođe, primetan je i trend pada operativnih troškova u Africi i EAP (The Eastern Partnership), dok u drugim regionima stagniraju. Što se tiče analize prosečne veličine mikrokredita, Rosenberg, Gaul, Ford i Tomilova navode kako je primetan *trend pada* veličine mikrokredita među profitno orijentisanim, regulisanim mikrofinansijskim institucijama (što je **kontradiktorno** sa navođenjima na str. 79, u istom radu!) (2013, str. 98).

Autori drugog istraživanja predlažu korišćenje visine *provizije* kao merilo za procenjeni kreditni rizik. Isti autori iznose zaključak kako *iskusnije* osoblje u većoj meri utiče na dinamiku otplate klijenata (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 9-10). U ovom istraživanju navodi se kako uspostavljanje adekvatnog menadžment sistema može pozitivno da utiče na visoke stope otplate mikrokredita (primer pojedinih mikrofinansijskih institucija u *Bosni i Hercegovini*) (Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 2). U drugom istraživanju navodi se kako razvijenije zemlje u većem procentu uspevaju da naplate odobrene mikrokredite, u odnosu na slabije razvijene države. Međutim, navode se i izuzeci (loša naplata u Ujedinjenim Arapskim Emiratima, a bolja u *Bosni i Hercegovini*, Jamajci i Kolumbiji) (Galema, 2011, str. 116). S druge strane, ranije je već navedeno da mikrokreditiranje u nekontrolisanom obimu, u cilju ostvarivanja što viših stopa profita, vodi rastu stope delinkvencije, a kao primer navodi se mikrofinansijska *kriza u Bosni i Hercegovini* (**kontradiktorni** podaci u vezi Bosne i Hercegovine!) (Galema, 2011, str. 162).

Pojedini autori ističu kako rapidan rast obima kreditiranja može da utiče *deterioraciju* kvaliteta portfolija. Takođe, navode i kako podizanje aktivnih kamatnih stopa može da bude *signal povećane* očekivane stope gubitka (Hitchcock, 2014, str. 25). Isti autor naglašava kako nije pronašao pozitivnu vezu između visine aktivne kamatne stope i stope delinkventnih kredita, mada, ističe kako *postoji mogućnost pronalaženja ove veze u slučaju većeg uzorka* (Hitchcock, 2014, str. 33).

Kreditni rizik zavisi od „*delatnosti*“ klijenta (u slučaju biznis mikrokredita). Autor citiranog istraživanja navodi kako su klijenti koji posluju u okviru *neformalnog* sektora *manje* pogodjeni makroekonomskim faktorima, kao i inflacijom (Galema, 2011, str. 132).

4.1.1.1. Rizik kolaterala (zaloge)

Nakon što je Hernando Soto 2000. godine napisao knjigu „Misterije kapitala“, mnogi su smatrali da će obezbeđivanje zemljišta olakšati farmerima pristup kreditiranju (regulisanje imovinskih prava u funkciji ekonomskog razvoja), jer zemljište može da služi kao *kolateral* za kredit. Međutim, farmeri su se i dalje suočavali sa brojnim rizicima (visoki troškovi formalne aplikacije za kredit) (Goodwin-Groen, 2012, str. 51).

Kreditni rizik raste ukoliko raste broj *neobezbeđenih* kredita (bez kolateralala). Na kreditni rizik utiču kako interni (operativni, transakcioni), tako i eksterni rizici (tržišni). Interni rizici obuhvataju rizik neadekvatnog zaposlenog osoblja, nedostatak savremenih tehnologija, „labavu“ internu kontrolu, nepoštovanje poslovne etike, i sl. U eksterne rizike svrstavaju se monetarni, politički rizik, rizik zemlje, i sl. (Hussain, R., Fareed, Saleem, Hussain, S., Adnan, 2012, str. 65/66).

Drugi autor ističe kako su WOR (Write-Off Ratio) i LLR (Loan Loss Rate) *slični* u praksi, s obzirom na to da značajan broj mikrokredita *nije obezbeđen kolateralom*. LLR se izračunava na sledeći način:

$$LLR = \frac{(WOR - \text{iznos povraćenih kredita})}{\text{kreditni portfolio}} \quad (1.3)$$

Izvor: Hitchcock, 2014, str. 19.

U kasnijem delu disertacije, biće analizirana *statusna i bilansna* dokumentacija koja se zahteva od klijenata prilikom apliciranja za mikrokredit (u slučaju Opportunity Bank ad Novi Sad), kao i traženi ***kolateral***, u kontekstu *procene operativnih* troškova (do podataka ove vrste *nije bilo moguće doći*, kada su u pitanju druge mikrofinansijske institucije u Srbiji, Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori). U slučaju *biznis* mikrokredita, a kada je u pitanju statusna dokumentacija, zahtevaju se rešenje o osnivanju (iz Agencije za privredne registre), PIB (poreski identifikacioni broj), OP obrazac (overeni potpisi lica za zastupanje), kao i overena fotokopija lične karte. Kada je u pitanju bilansna dokumentacija, zahtevaju se završni računi za poslednje dve poslovne godine (zavisi od oblika pravnog organizovanja poslovnog subjekta), ukoliko je poslovni subjekt u sistemu PDV-a prijava za poslednjih 12 meseci, zaključni list (ukoliko je poslovni subjekt u sistemu dvojnog knjigovodstva), ključne analitičke kartice (kupci, dobavljači, i sl.), kopija planova otplate drugih kredita (ukoliko ih ima). Kod *paušalaca*, većina od navedenih vrsta bilansne dokumentacije ne postoji (posledično, *otežana* je procena njihovog kreditnog rizika). Kada je reč o kolateralu, to može biti jemac (menica; administrativna zabrana; druga firma u funkciji jemca, a u tom slučaju, vrši se i kontrola statusne i bilansne dokumentacije jemca), zaloga (pokretnosti, primera radi, vozilo, a u slučaju *poljoprivrednih* mikrokredita, mašina, stoka, i sl.), hipoteka (nepokretnosti). U slučaju poljoprivrednih mikrokredita, zahtevana statusna dokumentacija obuhvata dokument o aktivnom/pasivnom statusu registrovanog gazdinstva, potvrda o posedovanju namenskog računa iz Uprave za trezor, izvod iz registra poljoprivrednog gazdinstva, overena fotokopija lične karte za sve punoletne članove porodice, uverenje iz Poreske uprave sa stanjem obaveza klijenta prema državi (po raznim osnovama), overena fotokopija ugovora o poslovnoj saradnji/kooperaciji, overena fotokopija ugovora o zakupu zemljišta, overena fotokopija dokaza o vlasništvu, odnosno, izvoda iz zemljišnih knjiga (odnosi se i na mehanizaciju), overena fotokopija dokaza o nasleđivanju (većina poljoprivrednika koji su klijenti ove banke ne sastavljaju finansijske izveštaje, iz razloga što se ne deklarišu kao komercijalni poslovni subjekti, već to banka čini umesto njih).

4.1.2. Tržišni rizik

Veliki broj mikrokredita malih iznosa u okviru portfolija vode visokom stepenu „granularnosti” i *diverzifikacije*, što može da bude jedna od strategija zaštite u kriznim vremenima (Wagner, 2013, str. 22).

U mikrofinansijskom sektoru, jedino je moguće koristiti beta koeficijent zasnovan na *računovodstvenim* podacima (*Accounting Beta*), za razliku od beta koeficijenta zasnovanog na istorijskim podacima (*Historical Beta*), jer još uvek nema mnogo mikrofinansijskih institucija koje se kotiraju na berzi, kao i od beta koeficijenta zasnovanog na fundamentalnim odlukama u instituciji (*Fundamental Beta*), jer još uvek nema dovoljno komparabilnih praksi iz oblasti procene beta koeficijenta na ovaj način (Krauss, Walter, 2009, str. 7).

Pojedini autori su pomoću Wald testa ustanovili da je beta koeficijent mikrofinansijskog sektora **viši** u odnosu na beta koeficijent bankarskog sektora (Brière, Szafarz, 2011, str. 16). Rezultati drugog istraživanja od istih autora pokazuju da su *tržišne* bete *više* u odnosu na beta koeficijent mikrofinansijskog i klasičnog finansijskog sektora (Brière, Szafarz, 2014, str. 24).

U državama gde se mikrofinansijske institucije kotiraju na berzi, moguće je konstruisati indeks sektora mikrofinansiranja (ukoliko postoji mogućnost praćenja podataka o vrednosti akcija na dnevnom nivou). Autori ovde navedenog istraživanja doneli su zaključak da se sektor mikrofinansiranja i sektor tradicionalnog bankarstva nalaze u tesnoj, pozitivnoj *korelaciji* (posebno izraženo nakon 2003. godine). U istraživanju se ističe kako sektor mikrofinansiranja ima **viši** beta koeficijent u odnosu na sektor konvencionalnih finansijskih institucija, kao i da su gotovo podjednako izloženi deviznom riziku. Isti autori naglašavaju da se u okviru sektora mikrofinansiranja čak *promenio Trade-Off* između rizika i prinosa. Takođe, navode i kako je tokom vremena kapital mikrofinansijskih institucija postao manje rizičan, kao i da su u okviru sektora mikrofinansiranja mogućnosti za ostvarivanje viših prinosa putem diverzifikacije sve manje (usled rasta „sličnosti” da sektorom tradicionalnog bankarstva) (Brière, Szafarz, 2011, str. 0-4).

Doprinos ovde citiranog istraživanja jeste to što autor *proširuje* klasičnu portfolio teoriju (Markowitz, 1952) dodavanjem *socijalne* dimenzije („misija“ koncepta mikrofinansiranja). Autor istraživanja vrši i analizu određenih modela (Stiglitz/Weiss, Arnold/Riley) koji pretpostavljaju da su prihodi poslovног subjekta *nezavisni*, ističući kako je ovakva pretpostavka restriktivna i rigidna, uzimajući u obzir globalizovanost finansijskog i realnog sektora, te sve izraženiju korelisanost između različitih vrsta aktiva. Pretpostavka o nezavisnosti prihoda vodi prepostavci o *perfektnoj* diverzifikaciji idiosinkratskog rizika, što ove modele o načinu funkcionisanja tržišta kapitala čini krajnje *pojednostavljenima*. Usvajanje realnije pretpostavke o zavisnosti prihoda dalje bi podrazumevalo razvoj modela za analizu odluka o potrošnji, štednji, (bez)rizičnim stopama (Reeder, 2010, str. 3/4). Ukoliko investitori formiraju *identičan* portfolio rizičnih aktiva, da li informacije o tražnji ovih rizičnih aktiva mogu da budu iskorišćene za određivanje cena ovih vrsta aktiva? U CAPM modelu, ključna determinanta cena aktive jeste očekivana stopa prinosa (analiza kovarijanse između prinosa na različite vrste aktiva i tržišnog prinosa; tržišni beta koeficijent). CAPM model proširen je dodavanjem komponente dinamizma

(ICAPM, Intertemporal Capital Asset Pricing Model). Postoji i CCAPM (Consumption Capital Asset Pricing Model), koji analizira kovarijansu između prinosa na različite vrste aktiva i potrošnje (prilagođeni beta koeficijent) (Reeder, 2010, str. 167/168). Autor citiranog istraživanja konstatiše da čak i kada bi bilo moguće precizno izmeriti „*socijalne prinose*“ (prinose po osnovu investicija sa socijalnom misijom), i dalje bi bilo ***teško inkorporirati ih u funkciju*** prinosa investitora (Reeder, 2010, str. 191). Investitorima nedostaju znanja u vezi rizika koji prate sektor mikrofinansiranja, te se iz tog razloga najčešće odlučuju da ni ne investiraju u isti (Priberny, Dorfleitner, 2013, str. 69).

U okviru citirane disertacije, u jednom poglavlju „*socijalni prinosi*“ posmatraju se kao deterministička varijabla, a u drugom poglavlju kao stohastička (analiza istih kategorija na dva, suprotstavljena načina). Kada se u analizu uvede pretpostavka da su socijalni prinosi *determinističkog* karaktera, prethodno mora da bude zadovoljen uslov da se investitori razlikuju *isključivo* u averziji prema riziku (tada postoji *jedinstven* optimalni portfolio sastavljen od rizičnih aktiva, ali investitori donose različite odluke o proporciji ulaganja u bezrizične i rizične aktive). Kada se u analizu uvede pretpostavka da su socijalni prinosi *stohastičkog* karaktera, prethodno mora da bude zadovoljen uslov da investitori imaju različite percepcije o rizicima, ali se razlikuju i po drugim kriterijumima (vremenski horizont ulaganja, očekivanja o prinosima, i sl.), te da postoje *različiti* optimalni portfoliji sastavljeni od rizičnih aktiva (Reeder, 2010, str. 5).

Galema navodi kako je odsustvo berzanskog tržišta sektora mikrofinansiranja prouzrokovalo niz komplikacija prilikom izrade analize mikrofinansijskih investicija (oslanjanje na *knjigovodstvene*, a ne tržišne podatke, prilikom računanja ROI i drugih indikatora). Markowitz-eva teorija optimizacije portfolija može da bude primenjena na ispravan način ukoliko se koriste isključivo tržišni podaci (u ovom slučaju, analiza je nužno morala da bude *prilagođena*, odnosno, knjigovodstvene vrednosti korišćene su kao *aproksimacije* tržišnih) (2011, str. 5).

Isti autor navodi kako je u proseku struktura izvora finansiranja mikrofinansijskih institucija sledeća: udio donacija iznosi 39%, udio komercijalnog kreditiranja iznosi 26%, udio nekomercijalnog (takozvanog „mekog“) kreditiranja iznosi 16%, i *određeni* manji udio alternativnih izvora finansiranja (pretežno nekomercijalnog karaktera). Kod tradicionalnih banaka, struktura je drugačija: udio depozita iznosi 71%, udio komercijalnog kreditiranja iznosi 13%, dok postoji i *određeni* udio alternativnih izvora finansiranja (pretežno komercijalnog karaktera) (Galema, 2011, str. 11). Pojedina istraživanja pokazuju kako je za mikrofinansijske institucije ponuda izvora finansiranja savršeno *elastična*. Posledično, to znači da je za mikrofinansijske institucije trošak kapitala *egzogeno* određen (Reeder, 2010, str. 97).

Analizirajući stubove Bazelskih standarda, pojedini autori smatraju kako je opravdano da se zahtevi za minimalnu adekvatnost kapitala *smanje* za mikrofinansijske institucije (ovo se odnosi isključivo na *regulisane* mikrofinansijske institucije), zahvaljujući njihovom „*granularno*“ strukturiranom portfoliju, kao i zahvaljujući *nizoj rizičnosti* u odnosu na klasično bankarstvo (Hussain, R., Fareed, Saleem, Hussain, S., Adnan, 2012, str. 67/68). U prethodno navedenim istraživanjima, ističe se kako sektor mikrofinansiranja ima *viši* beta koeficijent u odnosu na sektor konvencionalnih finansijskih institucija, što je *kontradiktorno* (Brière, Szafarz, 2011, str. 0; Brière, Szafarz, 2014, str. 24). Isti autori ističu i kako u pojedinim slučajevima nije

jednostavan zadatak proceniti stepen rizičnosti određene industrije, zbog nedostatnosti istorijskih ili empirijskih podataka o samom sektoru usled nedovoljne razvijenosti istog. Takođe, u istom radu se konstataže i kako bi *uvodenje prilagođenih Bazelskih standarda* prouzrokovalo *rast administrativnih troškova* (Hussain, R., Fareed, Saleem, Hussain, S., Adnan, 2012, str. 67-69).

Regresiona analiza koju su izvršili pojedini autori potvrđuje kako ulaganje u sektor mikrofinansiranja investitorima donosi *prinos viši* od tržišnog (analiza na osnovu istorijskih podataka, uključujući i podatke sa „Bull” tržišta, i podatke sa „Bear” tržišta, i podatke nakon svetske finansijske krize). Takođe, rezultati istog istraživanja potvrđuju da se beta koeficijent za mikrofinansijski sektor kreće oko **nule**, što govori o tome da na njega sistemski rizik utiče u *manjoj meri* (postoji negativna korelacija). Uzevši u obzir prethodno rečeno, portfolio i investicione teorije ističu kako bi, pored tradicionalnih investicija (akcije, obveznice), u portfolio trebalo uključivati i investicije u oblast mikrofinansija (nižerizične u odnosu na akcije i obveznice; strategija diverzifikacije) (Janda, Rausser, Svárovská, 2014, str. 1). Ipak, u okviru ove disertacije je procenjeno da su ove tvrdnje „*pravolinijske*”, te da bi procenu beta koeficijenta za sektor mikrofinansiranja trebalo revidirati, kao i da bi trebalo revidirati trade-off između rizika i prinosa (jer, citirani autor u istom radu, na str. 4, navodi da su prinosi usled investiranja u sektor mikrofinansija umereni, ali stabilni, što je **kontradiktorno** sa već iznetim podatkom da je prinos viši od tržišnog; takođe, sve procene trebalo bi vršiti *posebno* za razvijene i tranzicione države, kao i za različite valute). Procene ovog tipa tek od nedavno se javljaju u literaturi, i ima ih svega nekoliko (Gonzales, 2007; Koivulehto, 2007; Krauss, Walter, 2009; Janda, Svárovská, 2010; Ahlin i koautori, 2011; Galema i koautori, 2011).

Jednofaktorski CAPM i višefaktorski APT *nisu jedini* modeli za procenu portfolio investicija (autori citiranog istraživanja primenjuju Mean Variance Spanning Test, Likelihood Ratio, Lagrange multiplier i GMM-Wald tj. tehniku „generalizovanih metoda momenata” – za nelinearne prinose) (Janda, Rausser, Svárovská, 2014, str. 7). Autori citiranog istraživanja u svojoj proceni su kao „*reperne*” vrednosti koristili desetogodišnje nemačke obveznice (u EUR) i desetogodišnje obveznice Sjedinjenih Američkih Država (u USD). Podaci o bezrizičnim stopama prinosa preuzete su sa internet stranice agencije Bloomberg (Janda, Rausser, Svárovská, 2014, str. 10). Isti autori dodaju i da procene na bazi podataka izraženih u USD *nisu rezultirale statistički značajnim beta koeficijentom*, te su ključna zaključivanja vršena na osnovu beta koeficijenta zasnovanog na podacima denominovanim u EUR (Janda, Rausser, Svárovská, 2014, str. 14). Takođe, isti autori *samokritički ističu nedostatke* svog istraživanja: oblast mikrofinansija predstavlja relativno nov „fenomen” (do 2006. godine, kada je i započeto ovo istraživanje, postojalo je svega nekoliko aktivnih mikrofinansijskih investicionih fondova), te je iz tog razloga prisutna nemogućnost obuhvatanja i analiziranja podataka tokom dužeg vremenskog perioda. Kao „manu” svog istraživanja navode i fokus isključivo na najpoznatije mikrofinansijske investicione fondove, kao i na one koji posluju isključivo u određenim, razvijenijim delovima sveta (Janda, Rausser, Svárovská, 2014, str. 15).

Kada se govori o *listiranim* mikrofinansijskim institucijama, spominju se Compartamos u Meksiku i Equity Bank u Keniji (Lehner, 2008, str. 67).

U Istočnoj Evropi, udeo *stranih* banaka u 1995. godini bio je 11%, dok je u 2003. godini bio 65% (Lehner, 2008, str. 36). Autor istraživanja ističe kako veće prisustvo stranih banaka utiče na snižavanje *troškova* poslovanja finansijskih institucija (Lehner, 2008, str. 41). Drugi autori ističu kako klijenti mikrofinansijskih institucija „*plaćaju cenu*“ *limitirane konkurenčnosti* u ovom sektoru, što je *komplementarno* sa navođenjima prethodno citiranog istraživanja (Mersland, 2009, str. 40).

4.1.2.1. Uticaj makroekonomskog okruženja

U pojedinim istraživanjima ističe se kako su bilo kakve analize i komparacije mikrofinansijskih sektora koje ne uvrštavaju makroekonomске i makroinstitucionalne faktore *nepotpune* (navodi se kako makroekonomski ambijent nije jedini činilac koji određuje „sudbinu“ razvoja mikrofinansijskih institucija, ali je izuzetno značajan i ne bi ga trebalo izostavljati iz analize). Kao primer se navodi BRI (mikrofinansijska banka iz Indonezije), za koju se smatra da svoj razvoj „duguje“ makroekonomskom „bumu“ u toj zemlji. Takođe, ističe se i kako sektori mikrofinansiranja „cveta“ u onim državama u kojima je razvijena *neformalna ekonomija* (Ahlin, Lin, Maio, 2011).

Iako je ranija literatura zastupala stanovište da sektor mikrofinansiranja nije izložen makroekonomskim uticajima, u novije vreme se smatra da su mikrofinansijske institucije izložene *sličnim* rizicima kao što su to klasične bankarske institucije (Hitchcock, 2014, str. 8).

Pojedini autori ističu kako postoji pozitivna *korelacija* između makroekonomskih događaja i kretanja u mikrofinansijskom sektoru (međutim, ističe se i kako se ova korelacija *ne ispoljava uvek i u svakom pojedinačnom slučaju*) (Galema, 2011, str. 12). Rezultati drugog istraživanja takođe pokazuju da postoji pozitivna veza između performansi mikrofinansijskih institucija i makroekonomskih parametara (Garmaise, Natividad, 2010, str. 6). MicroFinanza Rating jedina je reiting agencija koja u procene performansi sektora mikrofinansiranja uvrštava i procenu makroekonomskih faktora (Kirchstein, 2011, str. 173).

Rezultati drugog istraživanja pokazuju da između mikrofinansijskog sektora i globalnog tržišta kapitala ne postoji međusobna korelacija, dok između mikrofinansijskog sektora i nacionalne ekonomije postoji *značajna međusobna korelacija* (uprkos tome, u *manjoj* meri od drugih sektora izložena je uticaju domaće ekonomije) (Krauss, Walter, 2009, str. 1/2).

Garmaise i Natividad navode kako *održavanje dobrih* odnosa zemlje u kojoj posluje mikrofinansijska institucija sa zemljom u kojoj se nalazi njen kreditor značajno utiče na *cenu međunarodnog finansiranja* (2011, str. 0). Čak tvrde kako ovo utiče na rast ponude *politički motivisanih* subvencija, koje se ne dodeljuju isključivo na osnovu analize performansi pojedinačnih mikrofinansijskih institucija (u tom kontekstu, politički faktor posmatra se kao eksterni faktor koji utiče na rast „jeftinog“ kreditiranja). Isti autori ističu kako „jeftino“ finansiranje utiče na rast osoblja zaposlenog u mikrofinansijskim institucijama (načelno, postavlja se *pitanje* da li je rast kamatnih stopa uzrokovan rastom onog dela transakcionih troškova koji se tiče procesa odobravaja mikrokredita, ili onog dela transakcionalnih troškova koji se tiče rasta zarada personala?). Međutim, ono što je potvrđeno ovim istraživanjem jeste da

mikrofinansijske institucije koje se finansiraju pretežno putem subvencija zaračunavaju niže aktivne kamatne stope, ali i da pokazuju nižu produktivnost (manji prosečan iznos mikrokredita po zaposlenom) i veći obim neperformansnih mikrokredita (2011, str. 1/2).

Veću ponudu „jeftinih“ izvora finansiranja ne bi trebalo automatski poistovetiti sa rastom obima mikrokreditiranja, jer bi rast mikrokreditiranja trebalo da se poklapa i sa rastom *mogućnosti* za pokretanje mikrobiznisa (osim u slučaju da se radi o nekomercijalnim mikrokreditima koji su namenjeni za potrebe stanovništva, za potrebe „premoščavanja“ nelikvidnosti). Autori analiziraju i kako kretanje *eskontne i referentne* kamatne stope **različito** utiče na mikrofinansijske i klasične bankarske institucije (Garmaise, Natividad, 2011, str. 23). Analizom je povrđeno i da do rasta volumena mikrokreditiranja usled rasta politički motivisanog „jeftinog“ finansiranja dolazi sa **zakašnjnjem od oko sedam godina** u proseku (*Time Lag*), dok se postavlja i pitanje da li **do rasta zaposlenog osoblja** dolazi u značajno kraćem roku (u radu se navodi i kako „jeftino“ finansiranje utiče na rast zarada osoblja) (Garmaise, Natividad, 2011, str. 24). Takođe, autori razmatraju i da li se „period kašnjenja“ menja u zavisnosti da li su u pitanju neprofitne ili profitne mikrofinansijske institucije, i zaključuju da nema značajnijih razlika (Garmaise, Natividad, 2011, str. 26).

Rezultati drugog istraživanja pokazuju da većina mikrofinansijskih institucija smatra da su *inostrani* izvori finansiranja *jeftiniji* u odnosu na domaće komercijalne izvore finansiranja. Isti autori ističu kako su mikrofinansijski institucije koje se u značajnoj meri oslanjaju na inostrane izvore finansiranja izložene *riziku deviznog kursa* (rizik konvertibilnosti i transfera platežnih sredstava), odnosno, riziku ostvarivanja gubitka usled nepovoljnih promena deviznog kursa (depresijacija, apresijacija). Kao dodatna činjenica, navodi se nerazvijenost *hedžing* strategija (otežana zaštita od ovih vrsta rizika). I ono što se posledično dešava jeste „*prevaljivanjestruktura troškova ima najveći uticaj na definisanje aktivnih kamatnih stopa. Međutim, oni tvrde kako postoje i drugi relevantni činioci (makroinstitucionalni, rizik deviznog kursa, i dr.). Kod analize uticaja promena deviznog kursa, zaključuje se da države koje primenjuju **režim fiksног** deviznog kursa zaračunavaju **niže** aktivne kamatne stope, u odnosu na države koje primenjuju režim fluktuirajućeg deviznog kursa (ipak, autori ističu kako na ovu temu manka empirijske literature) (Al Azzam, Mimouni, Sarangi, 2014, str. 1-13). Ova tvrdnja biće preispitana u segmentu disertacije u okviru kog se vrši procena kamatnih stopa mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini (gde je na snazi režim fiksног deviznog kursa).*

Ahlin, Lin i Maio ističu kako makroekonomski rast nije u značajnoj meri korelisan sa rastom broja klijenata, ali je u *značajnijoj* meri korelisan sa rastom veličine kredita (2008, str. 18).

Autori drugog istraživanja ističu kako samo pojedine mikrofinansijske institucije nisu izložene *valutnom* riziku, pod uslovom da posluju u uslovima potpuno *dolarizovane* ekonomije ili da posluju isključivo u lokalnoj valuti. Podrazumeva se, analiza od države do države daje nehomogenizovane rezultate (uticaj specifičnih faktora i okolnosti) (Brière, Szafarz, 2011, str. 16-18). Ova tvrdnja biće uzeta u obzir u segmentu disertacije u okviru kog će biti vršena procena kamatnih stopa mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori (na snazi zvanična evroizacija).

4.1.2.1.1. Rizik inflacije

U većini istraživanja, inflacija se analizira na nacionalnom nivou (retko je analiza podeljena na analizu inflacije u urbanim i ruralnim područjima) (Torres García, 2009, str. 262).

Studija slučaja izvršena od strane Opportunity International pokazala je da hiperinflacija *umanjuje* otplatnu sposobnost. Takođe, dokazano je da ukoliko se poboljšavaju makroekonomski parametri, smanjuje se i rizik portfolija mikrofinansijske institucije (Crabb, Keller, 2006, str. 30/31).

Autori drugog istraživanja konstatuju da se mikrofinansijske institucije prilikom kalkulacije aktivnih kamatnih stopa ponašaju krajnje ***konzervativno***, te u njihovu visinu, pored anticipirane inflacije, ugrađuju i ***neanticipiranu inflaciju*** (procena očekivane neočekivane inflacije) (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 24).

Empirijski rezultati potvrđuju da visoke aktivne kamatne stope *u većoj meri utiču* na prinos portfolija mikrofinansijskih institucija (u konkretnom istraživanju, analizirano je ukupno 12 portfolija), u odnosu na stopu inflaciju (koja je uticala na prinos 3 od 12 posmatranih portfolija). S druge strane, utvrđeno je da industrijska proizvodnja, ponuda novca i cena nafte nemaju značajan uticaj na prinos portfolija (Sharma, Himanshu, Hartika, 2014, str. 103).

U okviru citiranog istraživanja, navodi se kako je nivo neperformansnih kredita u pozitivnoj korelaciji sa inflacijom (objašnjava se i kako inflacija snižava realan trošak otplaćivanja kredita, ukoliko je prisutan *fenomen „lepljivih plata“*, odnosno, kada plate ostaju na istom nivou uprkos fluktuacijama na tržištu). U pojedinim studijama, ova veza je statistički značajna, dok u drugima nije (Hitchcock, 2014, str. 14).

U istraživačkim radovima, neretko se ističe kako ***nijedna*** baza podataka u vezi sektora mikrofinansiranja nije u potpunosti reprezentativna. Različite su stope inflacije u državama čiji se podaci kompariraju, što dodatno otežava proces analize (ovaj problem citirani autori rešavaju na način što sve monetarne jedinice *konvertuju* u USD, po *aktuuelnom* deviznom kursu, poštujući teoriju pariteta kupovne moći) (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 13).

4.1.2.1.2. Rizik monetarne politike

Autori citiranog istraživanja ističu kako je u naučnoj i stručnoj literaturi empirijska analiza uticaja rizika deviznog kursa na poslovanje mikrofinansijskih institucija u potpunosti *zanemarena*. Takođe, oni ističu kako mikrofinansijski sektor svoj nagli rast i razvoj u periodu 2006-2010. godine „duguje“ intenzivnijoj interakciji sa međunarodnim tržištim kapitala (veće mogućnosti (re)finansiranja omogućile su mikrofinansijskim institucijama širenje kapaciteta za odobravanje mikrokredita). Međutim, postoji i „druga strana medalje“ (korišćenje stranih izvora finansiranja u većem obimu povećala je osetljivost mikrofinansijskih institucija na široku lepezu rizika sa kojima se do tada suočavalo isključivo klasično bankarstvo). Rizik deviznog kursa nastaje usled valutnog nepodudaranja aktive (imovina, odnosno, sredstva) i pasive (izvori finansiranja, odnosno, kapital i obaveze). Ovo je posebno izraženo u zemljama u razvoju, jer one

nisu u mogućnosti (nisu dovoljno „zrele“) da obezbede dovoljno izvora finansiranja denominovanih u nacionalnoj valuti, te su mikrofinansijske institucije „primorane“ da se finansiraju pozajmljivanjem u „tvrdim“ valutama (najčešće USD, EUR, potom GBP, CHF). Kao moguća zaštita od rizika deviznog kursa navodi se upotreba *hedžing* instrumenata, poput unakrsnih valutnih svopova, fjučersa, i sl. (međutim, u zemljama u razvoju ovi instrumenti zaštite *slabo* su prisutni i gotovo da se ne primenjuju). Isti autori ističu i kako su došli do saznanja da instrumente hedžinga u većoj meri koriste mikrofinansijski investicioni fondovi u odnosu na mikrofinansijske institucije (Priberny, Dorfleitner, 2013, str. 68/69).

Rezultati istog istraživanja pokazuju da mikrofinansijske *institucije* smatraju da politička stabilnost i promene deviznog kursa ne utiču značajno na njihovo funkcionisanje (dok ih mikrofinansijski investicioni *fondovi* smatraju značajnim). S druge strane, kao faktore od značaja i mikrofinansijske institucije i mikrofinansijski investicioni fondovi navode stopu nezaposlenosti, inflacije, te makroekonomski ambijent uopšte (Priberny, Dorfleitner, 2013, str. 70).

4.1.3. Rizik likvidnosti

U cilju upravljanja rizikom likvidnosti, svaka mikrofinansijska institucija trebalo bi da definiše dinamički finansijski plan (poželjno na dnevnom nivou), uz uvažavanje principa „*uparivanja*

Fleksibilnost u okviru kreditnog odnosa podrazumeva prilagođavanje finansijskih transakcija (dinamika otplata) novčanim tokovima klijentima (primera radi, definisanje povoljnijih uslova kreditiranja za kvalitetne, dugoročne klijente). U sektoru mikrofinansiranja, potencijalni klijenti su siromašniji slojevi stanovništva (*otežana* mogućnost planiranja njihovih novčanih tokova, koji su podložniji fluktuacijama), što predstavlja glavnu prepreku za ostvarivanje pomenute fleksibilnosti (način zasnivanja i definisanja uslova kreditnog odnosa zavisi od činjenica koje se tiču najnižih nivoa egzistencije). U citiranom istraživanju, autori analiziraju mogućnosti uvođenja određenog stepena fleksibilnosti u mikrofinansijske odnose (*ex-ante*, *ex-post* i puna fleksibilnost), te predlažu kako bi za fleksibilne proizvode/usluge trebalo uvesti *strožiji* monitoring, te određene nagrade i sankcije (finansijske, psihološke, i dr.). Kao primer fleksibilnog mikrokreditnog odnosa može da se navede metodologija definisanja uslova mikrokredita odobrenog poljoprivredniku spram biološkog ciklusa njegove proizvodnje (definisanje otplatnih rokova spram sezonskih „spiceva“ likvidnosti). *Ex-ante* fleksibilnost podrazumeva definisanje uslova mikrokreditiranja unapred (na osnovu procene očekivanih mogućnosti potencijalnog klijenta u budućnosti), *ex-post* fleksibilnost podrazumeva dozvoljavanje izmena uslova mikrokreditiranja tokom vremena (prilagodavanje uslova mikrokreditiranja trenutnim mogućnostima klijenta, koje se menjaju usled dejstva internih i eksternih „šokova“), dok puna fleksibilnost ne podrazumeva determinizam u bilo kom smislu, već podrazumeva zasnivanje mikrokreditnog odnosa u bilo kom trenutku, pod uslovima definisanim u tom trenutku (otplatna šema, rok dospeća). Rezultati ovog istraživanja pokazuju da veća fleksibilnost utiče na bolju otplatnu disciplinu (međutim, navodi se i kako fleksibilnost može negativno da utiče na jačanje osećaja „lagodnosti“, i posledično neodgovornosti, kod klijenata). Kao tehniku za unapređenje finansijske discipline, autori istraživanja predlažu vođenje

takozvanih „finansijskih dnevnika“ (vođenje uredne evidencija o prilivima i odlivima). Kada se govori o finansijskoj disciplini, navodi se i kako preterano rigidni mehanizmi rezultiraju višim obimom delinkventnih mikrokredita (Laureti, 2012, str. 2-5).

U okviru istog istraživanja, navodi se i podatak kako se u sektoru mikrofinansiranja pod uobičajenom *otplatnom šemom* smatraju otplate na nedeljnem nivou, uz određeni grejs period (Laureti, 2012, str. 2). Međutim, kao primeri navode se Banco Los Andes iz Bolivije i Confianza iz Perua, gde se definisanje uslova mikrokreditiranja vrši od *pojedinačnog* slučaja do pojedinačnog slučaja (Laureti, 2012, str. 9).

4.2. Operativni rizik

4.2.1. Rizik tehnologije

Jedna od „kočnica“ razvoja sektora mikro-preduzeća jeste i nedovoljna primena adekvatne tehnologije i inovacija (Bateman, Chang, 2009, str. 15). Rezultati drugog istraživanja pokazuju da su mlađe mikrofinansijske institucije inovativnije i spremnije na uvođenje savremenih tehnologija, u cilju unapređenja produktivnosti (Wijesiri, 2014, str. 57).

McIntosh, De Janvry i Sadoulet u svom istraživanju ukazuju na to da kvalitet informacionog sistema mikrofinansijske institucije (prikljanje informacija o kreditnoj istoriji klijenata) u značajnoj meri utiče na stopu otplate mikrokredita (2004, str. 3/4).

Chu-Fen navodi kako implementacija naprednijih informacionih tehnologija može da *smanji* operativne troškove i poboljša operativnu efikasnost. Ipak, *intuitivno zaključivanje* poput ovog trebalo bi *potkrepliti* detaljnijim objašnjenjima. U trenutku istraživanja, isti autor navodi kako je u analiziranim bankama bila prisutna niska operativna efikasnost, zbog predimenzioniranog korišćenja postojeće i nedovoljnog ulaganja u nove informacione tehnologije. Ustanovljena je *statistički značajna i pozitivna* korelacija između usvajanja savršenijih informacionih tehnologija i postizanja viših nivoa operativne efikasnosti, a merena je putem različitih modela za *analizu granice efikasnosti* (analiza uticaja ekonomije obima na nivo efikasnosti) (2007, str. 36). U ovakvim statističkim modelima ekonomske efikasnosti (tehničke, alokativne, i dr.), neretko se uvodi termin „jedinice o kojima se odlučuje“ (DMU, Decision Making Units) kako bi obuhvatilo, na fleksibilan način, sve subjekte koji se ocenjuju, kao deo skupa koji koristi slične ulaze za proizvodnju sličnih izlaza. Procenjeni rezultati mogu da imaju vrednosti između nule i jedinice, i predstavljaju „stepen efikasnosti“ (*Degree of Efficiency*) subjekata koji je procenjivan. Takođe, analiza obavljanja podataka (DEA) identificuje i izvore neefikasnosti za svaki ulaz i izlaz za svaku DMU. Isto tako, identificuje i DMU koje su pozicionirane na „granici efikasnosti“ (*Efficiency Frontier*). Ovi subjekti su efikasne jedinice i stoga mogu da služe kao reperi na putu ka poboljšanju u budućim procenama. Sve ove analize nemerljivo su *potentnije* i sveobuhvatnije u poređenju sa klasičnom finansijskom (ratio) analizom.

U istom radu dokazano je i da *vlasnička* struktura utiče na stepen doprinosa informacionih tehnologija operativnoj efikasnosti (kao i vrsta finansijske institucije). Autor rada konstatuje da finansijska institucija može da poboljša operativnu efikasnost intenzivnjim razvojem

kartičarstva, kao i razgranatijim postavljanjem bankomata (analiza 30 banaka u Tajvanu za period 1996-2000. godine (od kojih je 5 državnih, 12 privatnih, i 13 banaka mešovitog vlasništva), gde je finansijska industrija tehnološki-intenzivna). Ipak, konstatuje i kako postoji *malo empirijskih analiza ovog tipa primenjenih na bankarski sektor*, dok ih je značajno više usmereno na sektor proizvodnje, zdravstva, i dr. S druge strane, u istom radu se navodi i kako pojedina druga istraživanja nisu dokazala pozitivan uticaj informacionih tehnologija na operativnu efikasnost („**IT paradox**“). Takođe, navodi se nekoliko mogućih objašnjenja za to: „lagovi“ između troškova i prihoda, neodgovarajuća preraspodela dobitka, i dr. Za merenje stope tehnološkog progresa može da se koristi *Kob-Daglasova funkcija* (Chu-Fen, 2007, str. 36-38).

Isti autor predstavlja i pregled drugih empirijskih istraživanja o uticaju informacionih tehnologija na operativnu efikasnost: Strassman 1990 (istraživanje primenjeno na 38 uslužnih firmi), Weill 1992 (istraživanje primenjeno na 33 proizvodne firme u periodu 1982-1987.), Loveman 1994 (istraživanje primenjeno na 60 proizvodnih firmi u periodu 1978-1984.), Mitra i Chaya 1996 (istraživanje primenjeno na 448 javnih preduzeća u periodu 1988-1992.), Rai i Patnayakuni 1997 (istraživanje primenjeno na 497 javnih preduzeća u 1994.), Devaraj i Kohli 2000 (istraživanje primenjeno na 8 bolnica), Lee i Menon 2000 (istraživanje primenjeno na 83 bolnice u periodu 1976-1994.), Ham, Kim i Joeng 2005 (istraživanje primenjeno na 21 hotel u 2002.), Andersen i Foss 2005 (istraživanje primenjeno na 88 multinacionalnih kompjuterskih firmi) (Chu-Fen, 2007, str. 38/39).

U okviru citiranog istraživanja, definisano je osam ključnih *varijabli*: broj zaposlenih u IT sektoru u okviru finansijske institucije, broj ATM-ova, broj kompjutera i terminala, broj izdatih finansijskih kartica, diverzifikacija usluga informacionih tehnologija, ostvarena dobit pre oporezivanja, ukupni troškovi informacionih tehnologija, ukupni operativni troškovi. Pomoću *Pirsonove korelacije* (nivo značajnosti/rizika od 1%, interval pouzdanosti/sigurnosti od 99%) ustanovljena je pozitivna veza između „input“ i „output“ varijabli (**pozitivan** uticaj informacionih tehnologija na unapređenje operativne efikasnosti, odnosno, **redukciju** operativnih troškova i rast profita). Identična analiza urađena je i pri nivou značajnosti od 10%, međutim, posmatrane relacije nisu u toj meri bile značajne. Međutim, dobijeni rezultati su u određenoj meri **oprečni**. Ističe se kako investicije u informacione tehnologije imaju u značajnijoj meri pozitivan uticaj na *slabije performansne* poslovne subjekte (u kratkom roku). Takođe, u radu se navodi kako ne-IT kapital u većoj meri doprinosi produktivnosti, u odnosu na IT kapital (Chu-Fen, 2007, str. 39-46). Kada je u pitanju analiza profitabilnosti mikrofinansijskih institucija, pojedini autori ističu kako su koristili System-Generalized Method of Moments (GMM estimator), kako bi u određenoj meri uspeli da kontrolišu **problem endogenosti** (Muriu, 2011, str. V; str. 203).

Tabela 12: Korelaciona matrica formirana za određene indikatore performansi

	Profit	IT	Operativni troškovi	CCRTE	BCCPTE	SCALE
IT	0,765 (***)					
Operativni troškovi	0,948 (***)	0,817 (***)				
CCRTE	0,540 (***)	0,227	0,385 (**)			
BCCPTE	0,231	-0,163	0,068	0,740 (***)		
SCALE	0,495 (***)	0,332 (*)	0,391 (**)	0,893 (***)	0,410 (**)	
COBBTE	0,254	0,098	0,096	0,632 (***)	0,280	0,728 (***)

Izvor: Chu-Fen, 2007, str. 48.¹²

¹² CCRTE = tehnička efikasnost (varijabla izvedena iz DEA), BCCPTE = „čista“ tehnička efikasnost (varijabla izvedena iz DEA), SCALE = sposobnost banke da pomoći upotebe informacionih tehnologija generiše profit, koja

Rezultati sprovedene DEA analize pokazuju da najviše nivoe efikasnosti postižu državne banke, zatim, mešovite banke, dok najniže nivoe efikasnosti ostvaruju privatne banke (međutim, ovo nije ujedno potvrđeno i SFA analizom). Rezultati istraživanja pokazuju i da broj ATM-ova, kompjutera i terminala pozitivno utiče na operativnu efikasnost, dok broj izdatih kartica utiče na povećavanje operativnih troškova (i za državne, i za privatne, i za banke mešovitog vlasništva). Rast broja zaposlenih u IT sektoru, takođe, utiče na rast operativnih troškova (ovo važi za banke mešovitog vlasništva) (Chu-Fen, 2007, str. 48-52).

Ono što je posebno značajno jeste navođenje autora da uvođenje poslovanja putem **mobilnih** telefona i adekvatnih aplikacija („mobilno mikrofinansiranje“) u značajnoj meri menja tok kompletног procesa (prethodno opisanog), odnosno, **skraćuje** neophodno vreme za njegovu realizaciju, što posledično **snižava** operativne troškove (transakcione i administrativne). Primera radi, vreme neophodno za kreditnu evaluaciju može da bude skraćeno putem primene aplikacije za kreditni scoring. Na sličan način, može da se skrati i vreme neophodno za (samo)ekudaciju klijenata, povlačenje novca i polaganje depozita (koji više ne zahtevaju fizički odlazak u mikrofinansijsku instituciju), monitoring (mrežna klijent-server aplikacija) (Vong, Song, 2015, str. 22).

Drugi autori navode kako potencijalno rešenje za redukciju transakcionih troškova predstavlja prelazak na **mobilno** mikrobankarstvo (kao primer navodi se mikrofinansijska institucija Safaricom iz Gane, koja obezbeđuje usluge mobilnog mikrobankarstva putem servisa M-Pesa) (Muriu, 2011, str. 95). Isti autor navodi kako uvođenje informacionih tehnologija (uprkos rastu **određenih** troškova usled implementacije) doprinosi **minimiziranju ukupnih** transakcionih i administrativnih troškova, kao i unapređenju produktivnosti zaposlenih (kao primer navode mobilno mikrobankarstvo, internet mikrobankarstvo, tehnologije skoringa mikrokredita). Autor istraživanja razmatra i potencijalne rizike uvođenja informacionih tehnologija (opasnost od narušavanja privatnosti podataka o klijentima) (Muriu, 2011, str. 210).

Ima autora koji navode kako uvođenje savremenih komunikacionih tehnologija utiče na **snižavanje** transportnih troškova (koji ulaze u sastav transakcionih troškova) (Lehner, 2008, str. 25).

4.2.2. Zakonski rizik

U citiranom istraživanju, analizira se i „*De Soto efekat*“. On se odnosi na analizu veze između stepena kompetitivnosti tržišta i *regulacije* imovinskih prava, sa jedne strane, i unapređenja procesa korišćenja aktive kao kolateralala od strane dužnika, sa druge strane. Hernando de Soto, smatrao je da u uslovima nedovoljne kompetitivnosti tržišta **unapređenje regulacije** imovinskih prava **ne doprinosi poboljšanju** pozicije dužnika, kako se očekuje (De Quidt, 2014, str. 81). Značajan broj ekonomista smatrao je da će privatno vlasništvo biti mnogo efikasnije od državnog, i da će krajem devedesetih godina prethodnog veka dovesti do brzog ekonomskog

se meri količnikom CCRTE i BCCTPE (varijabla izvedena iz DEA), COBBTE = tehnička efikasnost (korišćenje Kob-Daglasove funkcije iz SFA); * / ** / *** predstavljaju oznake za nivo značajnosti od 10% / 5% / 1%.

razvoja. Hernando de Soto je smatrao da se to neće dogoditi. Objasnio je da države koje vrše privatizaciju nemaju institucije koje to mogu da izvedu, a da stanovništvo nema kapital kojim bi moglo da učestvuje u privatizaciji, te da će se privatizacija svesti na podelu aktiva licima bliskim vlasti i da ga ona neće efikasno koristiti, a zbog niskih transakcionih troškova sticanja aktiva oni neće prelaziti u posed efikasnijih subjekata (ono što je optimalno za vlasnika ne mora da bude optimalno i za društvo). To je objasnio na istraživanju koje je sproveo u *zemljama u razvoju*. Dakle, *privatna svojina* ne može dati efekat ukoliko *nema izgrađenih institucija* (Besley, Ghatak, 2009, str. 2-4; Besley, Burchardi, Ghatak, 2012, str. 237).

Mori navodi kako je većina mikrofinansijskih institucija ili *neregulisano* ili pod upravom *centralnog bankarstva* (2012, str. 33). Muriu čak zaključuje da *neregulisanе* mikrofinansijske institucije ostvaruju *više* stope prinosa, u odnosu na regulisane, ali imaju i više troškove (2011, str. 253).

Autor drugog istraživanja analizira i postojeću regulativu vezanu za sektor mikrofinansiranja. Istiće kako u Evropi ne postoji specifična regulativa za ovaj sektor, *osim* u Francuskoj, Italiji i Rumuniji (u kasnijem segmentu disertacije, biće analizirana specifična mikrofinansijska legislativa i u drugim evropskim državama). Takođe, navodi kako je i u Sjedinjenim Američkim Državama veliki broj mikrofinansijskih institucija neregulisan (Bramanti, 2013, str. 27).

Pojedini autori ističu kako regulisane mikrofinansijske institucije lakše i brže *pridobijaju* poverenje potencijalnih klijenata (kao i potencijalnih finansijera), što se posledično pozitivno odražava na njihove finansijske performanse. S druge strane, intenzivirana regulacija povlači i više troškove (investicije u informacionu tehnologiju, i sl.) (Mersland, 2009, str. 103/104).

Autori drugog istraživanja čak navode kako viši stepen regulacije mikrofinansijske industrije može da doprine „*skretanju* sa prvobitnog puta“ (misija redukcije siromaštva), iz razloga što uvećana birokratija i ispunjavanje određenih kriterijuma pomera fokus na unapređenje kapitalne adekvatnosti, i sl. (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 12). I u ovom istraživanju navodi se kako je strožija i zahtevnija regulacija pre „*uništavač*“ sektora mikrofinansiranja, nego njegov podstrek. Definisanje regulative smatra se početnim korakom razvoja bilo čega (*paradoks*) (Wijesiri, 2014, str. 8).

Što je opsežnija regulativa u okviru mikrofinansijske institucije, sporiji je rast prosečne veličine mikrokredita (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 26). Takođe, i u okviru ovog istraživanja dokazano je da rigoroznije interne kreditne kontrole vode *usitnjavanju* kredita (Garmaise, Natividad, 2010, str. 23). Rezultati drugog istraživanja pokazuju da je indeks regulacije prava i obaveza koji proizilaze iz kreditnog odnosa u pozitivnoj *korelaciji* sa sporijim rastom veličine mikrokredita i sa višim rizikom po osnovu „*difolta*“ (PaR-30) (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 29). Drugi autori, pak, smatraju da na rast neperformansnih kredita utiče „*labavljenje*“ regulative od strane kreditnih službenika (Hitchcock, 2014, str. 24). Autor citirane disertacije navodi kako je za uspešnu realizaciju mikrokreditiranja neophodna kako disciplina klijenata, tako i *institucionalna disciplina* (Augsburg, 2009, str. 37).

Rosenberg, Gaul, Ford i Tomilova ističu kako regulisane mikrofinansijske institucije u proseku u većoj meri nude mikrokredite *viših* iznosa, i to po *nizim* kamatnim stopama, dok neregulisane mikrofinansijske institucije u proseku u većoj meri nude mikrokredite *nizih* iznosa, i to po *višim* kamatnim stopama (2013, str. 79).

Garmaise i Natividad u svom istraživanju pokazuju da one mikrofinansijske institucije koje „urednije” podležu *eksternim procenama* pokazuju efikasnije „ponašanje”, da generišu više mikrokredita po zaposlenom, kao i da u manjoj meri ulažu u fiksnu imovinu (2010, str. 25).

4.3. Strategijski rizik

Jedan od ključnih elemenata koji opisuju „opredeljenje” i uopšte funkcionisanje mikrofinansijske institucije jeste **metodologija** servisiranja klijenata (da li postoji organizovan terenski rad, i sl.). Kao jedan od ključnih razloga neuspeha mikrofinansijskih institucija jeste neusvajanje ili delimično usvajanje odgovarajuće metodologije poslovanja (zanemarivanje poštovanja osnovnih postulata metodologije tokom vremena ili, pak, njihova „iskriviljena” primena). Neretko, određena metodologija poslovanja usvaja se bez prethodne temeljne analize tipa potencijalnih klijenata sa kojima bi trebalo da posluju i tržišta u okviru kog se posluje (neuvažavanje tržišne demografije). Autori citiranog istraživanja ukazuju na esencijalni problem **nedostatka specijalizovane** metodologije poslovanja mikrofinansijskih institucija (mikrofinansijske institucije ne bi trebalo da „slepo” preuzimaju metodologije poslovanja klasičnih bankarskih institucija, bez njihovih korigovanja i prilagođavanja). S druge strane, ni tradicionalne banke ne bi trebalo da vrše procene mikro-klijenata pomoću identične metodologije kojom evaluiraju srednje i velike klijente (njihova očekivanja o prilivima i otplatne sposobnosti značajno se razlikuju). Isto tako, ne bi trebalo preuzimati metodologije poslovanja srodnih institucija iz drugih država, bez uvažavanja društvenih, ekonomskih, političkih i kulturno-istorijskih specifičnosti konkretnе države (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 12/13).

Nedostatak odgovarajuće kreditne metodologije i neadekvatno tržišno targetiranje neretko se označavaju kao „**Ahilova peta**” sektora mikrofinansiranja (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 65).

Wijesiri u svom istraživanju navodi da nedostatak *korporativnog* upravljanja negativno utiče na uspešnost mikrofinansijske institucije (2014, str. 70/71).

Bateman i Chang u svom istraživanju ističu kako koncept mikrofinansiranja ignoriše ključne **principle ekonomije obima** (masovno mikrokreditiranje osnivanja poslovnih subjekata iz *iste* delatnosti otežava njihovo diferenciranje, pozicioniranje i „preživljavanje“ na tržištu, a postojanje značajnog broja neefikasnih subjekata posledično u određenoj meri podriva razvoj efikasnih subjekata) (2009, str. 7). U tom kontekstu, navodi se primer nepoštovanja principa ekonomije obima u oblasti poljoprivrede (rezultat je proliferacija i primitivizacija agrarnog sektora). Isti autori navode i primer *Bosne i Hercegovine*, gde se značajan broj poljoprivrednika prijavio za mikrokreditna sredstva, kako bi otpočeli proizvodnju *mleka*. Prisustvo *velikog broja* proizvodača mleka rezultiralo je padom prodajne cene mleka, što je rezultiralo padom profitne marže (viši rizik od ulaska u „zonusi siromaštva“). Ističe se kako se nakon 1995. godine i u

Hrvatskoj dogodio sličan „scenario“ (kako je sektor mikrofinansiranja na indirektan način ugrozio mlekovski sektor). Ovaj problem može da se nazove i „*zabluđom kompozicije*“ (saturacija i prezasićenost tržišta *jednoličnom ponudom*). U istom istraživanju navodi se kako je u gradu Daka (prestonica Bangladeša) čak 63% populacije zaposleno u neformalnom sektoru. Kao rezultat toga, javlja se *hiper-konkurenca* „mikrokosmosa“ sačinjenog od poslovnih subjekata iz oblasti neformalnog sektora, što za posledicu ima pad ostvarenih *prinosa ispod troškova finansiranja*. Do ovakvih situacija dolazilo je i u *Poljskoj*, koja je smatrana „čudom mikrofinansiranja“. Jedna od prepreka razvoja sektora mikro-preduzeća jeste i ignorisanje značaja *vertikalne* (podugovaranje) i *horizontalne* povezanosti (klasterizacija) (Bateman, Chang, 2009, str. 8-18).

Frankiewicz i Churchill u svom istraživanju govore se o „*nišama*“ mikrofinansijskog sektora (ruralna područja, migranti, i dr.), a u tom kontekstu se navodi i primer *Bosne i Hercegovine* (model „targetiranja“ tržišta od strane mikrofinansijske institucije Eki) (2011, str. 8). Isti autori govore i o mogućoj međusobnoj „*kanibalizaciji*“ kreditnih proizvoda (ne bi trebalo da postoji „preklapanje“ kreditnih proizvoda za različite grupacije) (2011, str. 13). Takođe, ističu i kako proizvodi/usluge sektora mikrofinansiranja ne mogu u potpunosti da budu *standardizovani*, te kako bi mikrofinansijske institucije prilikom definisanja profitnih margina trebalo da uzmu u obzir i prosečne veličine *profitnih marži* sektora mikro, malih i srednjih preduzeća (2011, str. 443).

U pojedinim državama (primera radi, u Gruziji, Kazahstanu, Azerbejdžanu), nije dozvoljeno da se mikrofinansijske institucije bave primanjem depozita (odnosno, ova zabrana važi za sve nebankarske institucije). Autor ovde navedenog istraživanja spominje kako mikrofinansijske institucije mogu da nude i određene *nefinansijske* proizvode/usluge (mikroštendna, obavezna i dobrovoljna). Obavezna (prinudna) mikroštendna definiše se kao iznos koji bi trebalo položiti, kao preduslov za apliciranje za mikrokredit (poput substituta za kolateral). U tim slučajevima, ne dozvoljava se povlačenje i korišćenje položenih novčanih sredstava, dok se uzet mikrokredit u potpunosti ne otplati (mikroštendna se tretira kao integralna komponenta mikrokredita). S druge strane, dobrovoljna (fleksibilna) mikroštendna dozvoljava povlačenje i korišćenje položenih novčanih sredstava spram potrebe (mikroštendna i mikrokrediti tretiraju se kao ravnopravne integralne komponente finansijske intermedijacije) (Khachatryan, 2013, str. 26-38).

Tabela 13: Analiza stepena diverzifikacije ponude u pojedinim mikrofinansijskim institucijama

Naziv mikrofinansijske institucije	Država	Broj mikrokreditnih proizvoda
ASA	Bangladeš	18
Banan	Indija	3
Crediamigo	Brazil	6
FMM Bucaramanga	Kolumbija	8
FONDEP Micro-Credit	Moroko	3
ACSI	Etiopija	7
Compartamos	Meksiko	5
Al Amana	Moroko	3
FMM Popayan	Kolumbija	7
WWB Cali	Kolumbija	9
EKI	Bosna i Hercegovina	5
Partner	Bosna i Hercegovina	10
Grameen Koota	Indija	6
CMAC Cusco	Peru	14
BRAC	Bangladeš	7

Izvor: Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 566.

Autor citirane disertacije u istraživanje uvodi nekoliko *prepostavki*: da regulisane mikrofinansijske institucije imaju veći upravljački aparat u odnosu na neregulisane, da regulisane mikrofinansijske institucije imaju nezavisnije upravne odbore u odnosu na neregulisane, da neregulisane mikrofinansijske institucije u okviru svojih upravljačkih odbora imaju više članova ženskog pola u odnosu na regulisane, da regulisane mikrofinansijske institucije imaju „jednoličnije“ upravljačke odbore u odnosu na neregulisane (u većoj meri zastupljena povezana lica), da međunarodno „obojene“ mikrofinansijske institucije imaju veći upravljački aparat u odnosu na one mikrofinansijske institucije čiji je okvir delovanja isključivo na nacionalnom nivou, da međunarodno „obojene“ mikrofinansijske institucije imaju nezavisniji upravljački aparat u odnosu na one mikrofinansijske institucije čiji je okvir delovanja isključivo na nacionalnom nivou, da međunarodno „obojene“ mikrofinansijske institucije imaju „raznolikije“ strukturiran upravljački aparat (viši diverzitet) u odnosu na one mikrofinansijske institucije čiji je okvir delovanja isključivo na nacionalnom nivou, da mikrofinansijske institucije kojima upravlja njihov osnivač imaju manji upravljački aparat u odnosu na one kojima ne upravlja osnivač, da mikrofinansijske institucije kojima upravlja njihov osnivač imaju u manjoj meri nezavistan upravljački aparat u odnosu na one kojima ne upravlja osnivač, da mikrofinansijske institucije kojima upravlja njihov osnivač imaju u manjoj meri „raznolik“ upravljački aparat u odnosu na one kojima ne upravlja osnivač (Mori, 2012, str. 34-38).

Isti autor postavlja dve hipoteze, da međunarodni karakter mikrofinansijskih institucija (veće prisustvo inostranih članova u upravljačkim organima) i veće prisustvo nezavisnijih članova u upravljačkim organima *pozitivno utiču na širinu obuhvata delovanja mikrofinansijskih institucija*. Autor navodi i kako su članovi upravljačkih organa ženskog pola motivisaniji u misiji servisiranja klijenata ženskog pola (takođe, navodi se i kako su informisaniji u pogledu potreba osoba ženskog pola, kao i u pogledu toga koje i kakve finansijske usluge su neophodne siromašnjim slojevima stanovništva). I ovde se navodi kako *rast broja članova upravljačkih organa ženskog pola pozitivno utiče* na širinu obuhvata delovanja mikrofinansijskih institucija. Takođe, navode se i dve opozitne hipoteze (kako značajnije prisustvo osnivača u upravljačkim organima pozitivno utiče na širinu obuhvata delovanja mikrofinansijskih institucija, i kako značajnije prisustvo osnivača u upravljačkim organima negativno utiče na širinu obuhvata delovanja mikrofinansijskih institucija). Kod hipoteze o pozitivnoj korelaciji prethodno navedene dve varijable, naglašava se da pozitivna veza *slabi tokom životnog ciklusa* mikrofinansijske institucije (2012, str. 71-74).

Rezultati istog istraživanja (sprovedenog na području Centralne i Istočne Evrope) pokazuju da veća zastupljenost zaposlenih ili *donatora* u upravljačkim organima mikrofinansijskih institucija utiče na *smanjenje* efikasnosti, dok veća zastupljenost domaćih i internacionalnih finansijera u upravljačkim organima mikrofinansijskih institucija utiče na povećanje efikasnosti (2012, str. 107). Takođe, rezultati istraživanja pokazuju i da *vrsta upravljanja* utiče na performanse mikrofinansijske institucije (*manji* upravni aparat doprinosi *boljim* performansama). Isto tako, u disertaciji je zaključeno i da veće *prisustvo donatora* u upravnim organima utiče na poboljšanje performansi (**oprečni** rezultati). Isto tako, zaključeno je i kako određene karakteristike upravnih odbora utiču na veću performansnost (nezavisnost, diverzitet) (2012, str. 7). U okviru istog istraživanja, navodi se kako su „glomazniji“ upravljački aparati (više od 7 ili 8 članova) ujedno i manje efikasni (problem „besplatnog jahanja“ i rastućih troškova koordinacije). Veličina

„upravljačkog aparata” u značajnoj meri može da blokira njegovu inicijativnost, te da uspori njegovo delovanje (2012, str. 129).

Paralelno sumirajući rezultate brojnih istraživanja, dolazi se do zaključka da se troškovi koordinacije na drugačiji način tretiraju prilikom analize troškova koji nastaju usled primene sistema grupnog kreditiranja (navodi se da su niži, sa aspekta mikrofinansijske institucije) i troškova koji nastaju usled koordinacije „upravljačkim aparatom” (navodi se da su viši, sa aspekta mikrofinansijske institucije).

U drugom istraživanju navodi se da *u početku* mikrofinansijske institucije sa manjim „upravljačkim aparatom” postižu bolje performanse, ali da protokom vremena kod njih u većoj meri dolazi do izražaja problem „besplatnog jahanja” među rukovodicima (Wijesiri, 2014, str. 75).

4.3.1. Reputacioni rizik

Rezultati intervjuja sa ekspertima iz ove oblasti pokazuju da postoji nekoliko ključnih *uzroka neuspeha* u sektoru mikrofinansiranja: neadekvatno definisanje metodologije odobravanja i analize mikrokredita, sistemske prevare i zloupotrebe, gubitak poslovnog fokusa i nekontrolisano širenje dijapazona proizvoda/usluga, neadekvatno koncipiranje načina funkcionisanja mikrofinansijske institucije, rizik od prenaglašenog upliva delovanja države. Takođe, autori istog istraživanja naglašavaju kako ne postoji jedan, univerzalni „recept” za uspeh, koji bi važio za sve mikrofinansijske institucije. Kao jedan od mogućih razloga stagniranja sektora mikrofinansiranja jeste *nedostatak odgovarajućih znanja* zaposlenog osoblja o mikrofinansijama. U pojedinim slučajevima, javlja se fenomen formiranja baze „*klijenata-duhova*” (primer propusta u internoj kontroli i evidentiranja klijenata greškom). Prilikom analize *internih zloupotreba* u sektoru mikrofinansiranja (odobravanje mikrokredita *povezanim licima*), autori istraživanja navode kako prevare mogu da se vrše na dva nivoa: na nivou menadžmenta i na nivou kreditnih službenika. Kao primer niza prevara navode meksičke kreditne unije (osamdesetih godina prethodnog veka) (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 6-25).

S druge strane, u drugom istraživanju analizira se i situacija pojedinih mikrokreditnih službenika koji su *prisiljavani* od strane svojih nadređenih da se ponašaju nasilno prema klijentima, ukoliko postoji kašnjenje u otplati mikrokredita (pojedini klijenti čak pronalaze razumevanje za ovakvo ponašanje, jer su svesni da nije lično inicirano, već da je instruisano) (Hulme, Maitrot, 2014, str. 10).

Marulanda, Fajury, Paredes i Gomez kao primer jednog od mogućih uzroka rastućih *zloupotreba* navode *rapidan rast* (mikrofinansijska institucija koja ostvari naglu ekspanziju neretko pristupa „*relaksiranju*” regulative i procedura za kontrolu, što posledično vodi eroziji kvaliteta kreditnog portfolija) (2010, str. 23). Isti autori navode primer mikrofinansijske institucije (nije navedeno u kojoj državi), koja odobrava mikrokredite prosečne veličine 50-3.000 USD, koja **ne odbija čak** ni klijente koji su prethodno *negativno* ocenjeni od strane kreditnog biroa (2010, str. 54). Autori istog istraživanja navode primer *iznenadne degradacije* jedne mikrofinansijske institucije, koja je

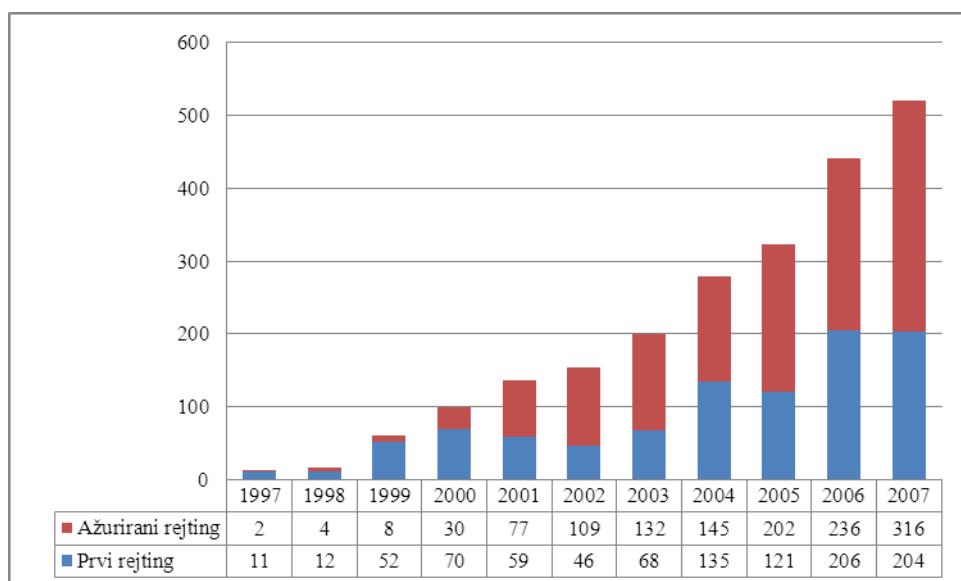
u kontinuitetu 2002-2005. godine generisala profit (godišnji ROA na nivou od 18%) (2010, str. 111).

U drugom istraživanju navodi se kako je reputacija sektora mikrofinansiranja *ugrožena* (navode se primeri slabljenja regulacije i kvaliteta, kao i rast stopi „difolta“, usled rapidne ekspanzije, u Moroku, Bosni i Hercegovini, Pakistanu i Nikaragvi) (Kirchstein, 2011, str. 38).

Autor citirane disertacije dovodi u vezu „*zelenoško*“ kreditiranje i povećan broj *samoubistava* (Fetzer, 2014, str. 22).

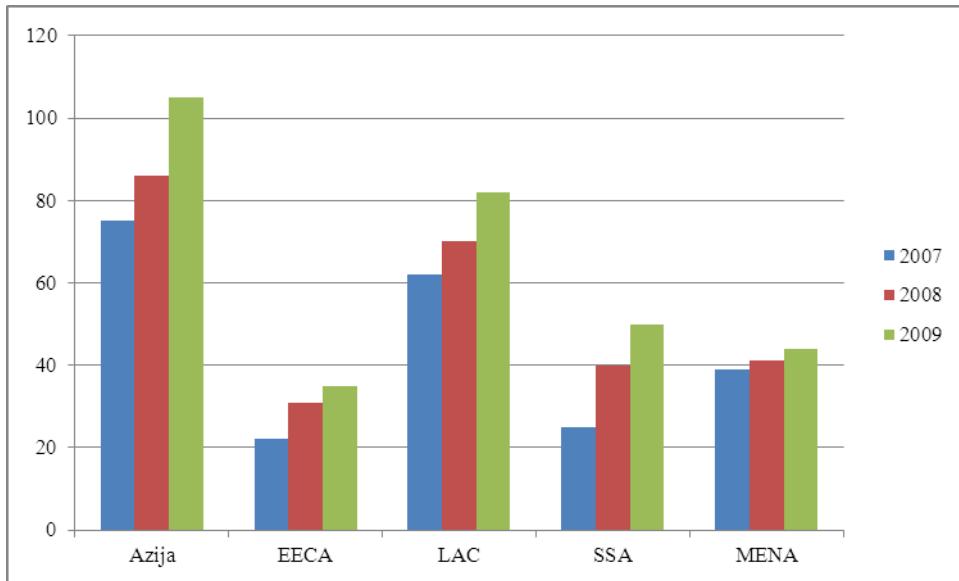
Prvi pokušaji evaluacije mikrofinansijskih institucija izvršeni su od strane ACCION International, devedesetih godina prethodnog veka (usvojen je The Moody's CAMEL pristup). Prva formalna agencija specijalizovana za vršenje *eksternih* procena bila je MicroRate, osnovana 1997. godine, kao produkt pilot-projekta pod nazivom „Standards of Performance for Microfinance Institutions“, koji je bio koordiniran od strane The Inter-American Development Bank. Potom, bile su osnovane i sledeće rejting agencije: M-CRIL (1998. godine), PlanetRating (1999. godine), MicroFinanza Rating (2001. godine) (Kirchstein, 2011, str. 41). MixMarket koristi strategiju dodeljivanja „*dijamanata*“ (tri dijamanta su simbol za mikrofinansijske institucije slabije transparentnosti, odnosno, koje nisu dostavile kompletne podatke, zatim, četiri dijamanta su simbol za mikrofinansijske institucije koje su dostavile finansijske izveštaje revizorski prekontrolisane, a pet dijamanata simbol je za mikrofinansijske institucije koje su povrh svega i eksterno evaluirane). Kategorije koje se procenjuju evaluacijama su: politička stabilnost, stabilnost tržišta kapitala, sistem sudstva, računovodstveni standardi za sektor mikrofinansiranja, državni standardi za sektor mikrofinansiranja, kao i transparentnost sektora mikrofinansiranja (Kirchstein, 2011, str. 149-157).

Grafikon 11: Broj mikrofinansijskih institucija koje su koristile usluge eksternog procenjivanja



Izvor: Kirchstein, 2011, str. 44.

Grafikon 12: Distribucija broja izvršenih procena u okviru mikrofinansijskog sektora, po regionima



Izvor: Kirchstein, 2011, str. 47.

Kirchstein ističe kako je od značaja da rejting agencije *javno publikuju metodologije* koje koriste prilikom izrade procena (transparentnost) (2011, str. 119). Isti autor navodi primer evaluacije kompanije **Enron**, ističući kako su joj **tek četiri** dana pred proglašenja bankrota snizili rejting (*sumnja* u proces procena, odnosno, sumnja u stručnost i nezavisnost) (2011, str. 124). Takođe, navodi i kako se rejting izveštaji značajno **razlikuju** među sobom, odnosno, postoji problem **narušene komparabilnosti** (u pojedinim agencijama, forma i metodologija su unapred determinisani, dok se u drugim agencijama procene vrše *od slučaja do slučaja*) (2011, str. 161).

Tabela 14: Činioci eksternih procena pojedinih rejting agencija iz oblasti mikrofinansiranja

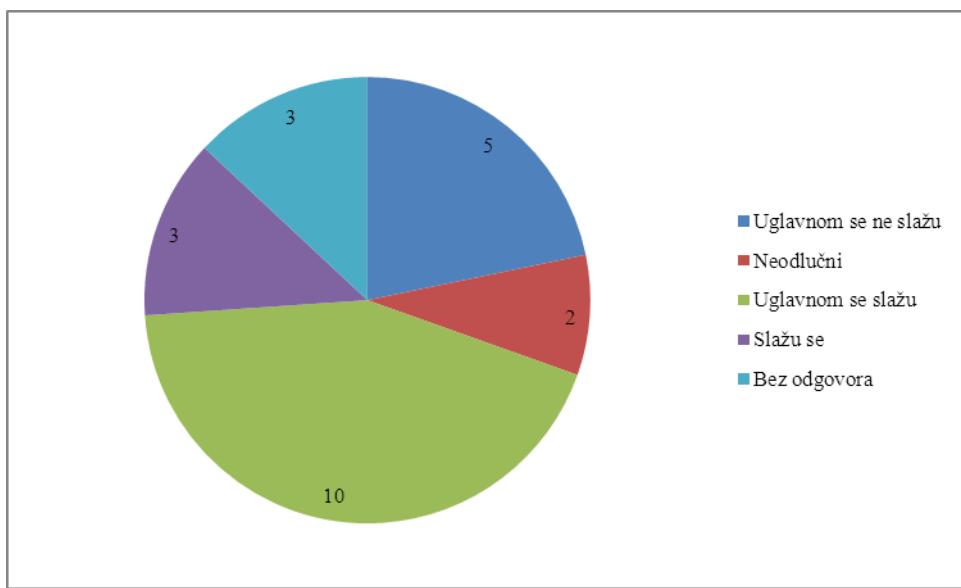
Planet Rating	MicroRate	M-CRIL	MicroFinanza Rating
Skala rejtinga			
od A++ do E (14 stupnjeva)	od α++ do γ (9 stupnjeva)	od α+++ do γ (10 stupnjeva)	od AAA+ do D- (30 stupnjeva)
Metodologija			
Unapred determinisana	Od slučaja do slučaja Uvođenje socijalnih performansi	Pojedinačni rejtinzi za ključne oblasti	Unapred determinisana Uvažavanje konteksta
Odnos kvantitativnih i kvalitativnih faktora u okviru procene			
43 : 57	50 : 50	60 : 40	50 : 50
Benčmarking			
Sopstveni i podaci sa MixMarket-a	Sopstveni podaci	Sopstveni podaci	Podaci sa MixMarket-a
Tip izveštaja			
Sveobuhvatan	Koncizan	Sveobuhvatan	Izuzetno detaljan
Pokrivenost			
Svi regioni, posebno SSA i MENA	Nisu aktivni u Aziji	Azija, posebno Indija	Svi regioni, posebno EECA

Izvor: Kirchstein, 2011, str. 174.

Autor istog istraživanja navodi da je *odnos značajnosti kvantitativnih i kvalitativnih faktora* prilikom izrade procena u proseku 75:25. Prilikom procena, rejting agencije koriste *Monte Carlo*

simulaciju (izračunavanje „difolt“ stope) (2011, str. 185). U istom istraživanju, u okviru Aneksa 5 detaljnije se obrazlažu i skale rejtinga. Isti autor citira rejting agenciju Fitch, koja je svojevremeno izjavljivala kako ***nema potrebe razdvajati*** metodologiju za procenu banaka od metodologije za procenu mikrofinansijskih institucija. Autor istraživanja smatra da je ovakvo stanovište ***pogrešno*** (2011, str. 179-185).

Grafikon 13: Pozitivan uticaj rejtinga na troškove finansiranja mikrofinansijskih institucija¹³



Izvor: Kirchstein, 2011, str. 203.

Autor istog istraživanja zaključuje kako su isključivo ***veće*** mikrofinansijske institucije „osetile“ pozitivan uticaj posedovanja rejtinga na redukciju troškova finansiranja (rejting utiče na jačanje poverenja kod kreditora).

Autor istraživanja ističe i kako je ***potreba*** za evaluacijama mikrofinansijskih institucija veća u ***nerazvijenim*** državama. S druge strane, autor navodi slučaj „***Too-Big-To-Fail***“ (Lehman Brothers), ali ukazuju i na opasnost da i sektor mikrofinansiranja podleže sličnom scenariju (***zaštita*** od strane značajnih donatora). Takođe, ističe kako je proces procene neretko pitanje ***navike***, a ne sistematičnosti. Isto tako, ističe kako je došlo do deterioracije kvaliteta rejting agencija, te kako su poznati brojni slučajevi ***kupovine*** rejtinga (Kirchstein, 2011, str. 204-269).

4.3.2. Rizik zemlje

Institutional Reform and Informal Sector (IRIS) Center of the University of Maryland publikovali su priručnik o indikatorima ***rizika zemlje***: korupcija, oblast zakonodavstva, kvalitet birokratije, te rizik eksproprijacije (Goodwin-Groen, 2012, str. 63).

¹³ Ukupan broj ispitivanih mikrofinansijskih institucija je 23.

Rezultati pojedinih istraživanja pokazuju da postoji pozitivna korelacija između indeksa transparentnosti i odgovornosti (VA, *The Voice and Accountability index*) i profitabilnosti mikrofinansijskih institucija. Zatim, da postoji pozitivna korelacija između postojanja političkog sistema koncipiranog uz uvažavanje razvojne vizije na dugi rok (vladavina prava, umesto zakona „džungle“) i profitabilnosti mikrofinansijskih institucija. Isto tako, pronađena je i pozitivna veza između kvaliteta regulatorne prakse i profitabilnosti mikrofinansijskih institucija. U ovde navedenom radu je izdvojen zaključak kako kontrola korupcije utiče na rast operativnih troškova mikrofinansijskih institucija (izraženije kod „starijih“ mikrofinansijskih institucija) (Murić, 2011, str. 183-186). Takođe, pronađena je pozitivna veza i između političke stabilnosti i profitabilnosti mikrofinansijskih institucija (veći uticaj na „mlađe“ mikrofinansijske institucije, koje tek otpočinju proces privlačenja novih klijenata) (2011, str. 183-195).

U segmentu disertacije u okviru kog će biti vršena procena rizika zemlje na nivou Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije biće više reči o metodologiji računanja istog.

4.3.2.1. Politička nestabilnost

Već je spomenuto da na *cenu* međunarodnog finansiranja u značajnoj meri utiče *politički faktor* (bilateralni odnosi između zemalja). Postoje i brojni drugi faktori, koji na indirektni način utiču na *cenu* međunarodnog finansiranja (makroekonomski ambijent, sloboda medija, i dr.) (Garmaise, Natividad, 2011, str. 17).

U citiranom istraživanju navodi se kako je **pogrešno** praviti poređenja aktivnih kamatnih stopa onih mikrofinansijskih institucija koje su finansirane od strane države (postavljaju se na nižem nivou, iz *političkih razloga*) i onih koje su u privatnom vlasništvu (Fernando, 2006, str. 4).

Autori drugog istraživanja kao jedan od razloga rasta stope *delinkvencije* navode uticaj finansijske krize i pogoršanje političkih okolnosti (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 38).

U ovom istraživanju, navodi se kako je nacionalna „kreditna šema“ neretko *uslovljena* političkim interesima (Abraham, Balogun, 2012, str. 168).

Politički rizik bi trebalo „*ugraditi*“ u *procenu* rizika zemlje, što će detaljnije biti objašnjeno u segmentu disertacije u okviru će biti vršena procena rizika zemlje na nivou Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije.

5. Analiza jaza između finansijskog i socijalnog, kao i kulturalnog aspekta koncepta mikrofinansiranja

Prema izveštajima Microcredit Summit Campaign, 70% korisnika usluga mikrofinansiranja su osobe ženskog pola (Chakravarty, Iqbal, Shahriar, 2013, str. 23). Autori citiranog istraživanja navode kako se regulisane mikrofinansijske institucije u manjoj meri fokusiraju na klijente ženskog pola (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 11). U pojedinim mikrofinansijskim institucijama (Centre for Agricultural Research and Development, Filipini) primenjuje se „*dvojaka*“ strategija: s jedne strane, fokusiranje na odobravanje mikrokredita pretežno klijentima

ženskog pola, a s druge strane, prikupljanje mikrodepozita podjednako i od klijenata ženskog i od klijenata muškog pola (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 338). Kada se govori o *polnoj nejednakosti*, obično se misli na „opipljivu“ (materijalnu) nejednakost, dok se u manjoj meri analizira „neopipljiva“ (nematerijalna) nejednakost (Preeti Voola, 2013, str. 51). Kada se govori o komercijalizaciji sektora mikrofinansiranja, misli se na *preusmeravanje* na profitabilnije klijente, pretežno iz urbanih područja, i na one muškog pola. Pod „*Win-Win*“ strategijom podrazumeva se i servisiranje siromašnijih slojeva stanovništva i ostvarivanje finansijske održivosti (D’Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 5).

Tabela 15: Komparativni pregled udela klijenata ženskog pola (izraženo u %)

	2005	2006	2007	2008
Banke	47,6	50,2	48,5	43,5
Kreditne unije	44,8	51,3	45,7	45,1
Ruralne banke	46,9	68,5	70,6	45,3
Sistem individualnog mikrokreditiranja	51,5	51,3	49,7	46,2
Sistem grupnog mikrokreditiranja	100,0	99,3	99,3	98,7
Afrika	60,0	64,0	62,9	57,2
Azija	99,4	99,0	99,4	93,8
ECA	46,8	46,5	45,1	43,1
LAC	60,0	61,8	61,4	59,6
MENA	71,8	69,5	67,9	65,4

Izvor: Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 332.

Autori istog istraživanja ističu kako mikrofinansijske institucije koje se fokusiraju na klijente ženskog pola u proseku nude mikrokredite *nižih* iznosa, što *povećava* njihove transakcione troškove. Udeo klijenata ženskog pola u Grameen Bank povećao se sa 44% u 1983. godini na 95% u 2001. godini. Ipak, ističe se kako fokus mikrokreditnih institucija nije oduvek bio na klijentima ženskog pola (uticaj feminističkog *lobija*). U ovom istraživanju, navodi se kako mikrokrediti odobreni klijentima ženskog pola imaju veći efekat na polju globalnog razvoja, nego što to imaju mikrokrediti odobreni klijentima muškog pola (D’Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 5-7).

I u drugom istraživanju zaključuje se kako mikrokredit odobren klijentu ženskog pola ima značajniji uticaj na *sveopšti* razvoj, od mikrokredita odobrenog klijentu muškog pola (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 17/18). I ovde se navodi kako kreditiranje osoba ženskog pola ima veći razvojni učinak (na globalnom nivou), u odnosu na kreditiranje osoba muškog pola (D’Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 6).

Koncept *sveopšteg* razvoja podrazumeva ekonomске, socijalne, kulturološke, političke transformacije, što predstavlja epicentar istraživačkog polja Adama Smita (Wealth of Nations, 1776) i Karla Marksa (Das Kapital, 1867). Međutim, tek nakon objavljivanja publikacije Ester Boserup 1970. godine (Women’s Role in Economic Development), osobe ženskog pola postaju „vidljivije“ u razvojnoj teoriji i praksi (Preeti Voola, 2013, str. 10). Međutim, autor istog istraživanja navodi „*paradoks uticaja*“ mikrofinansiranja (mikrokrediti odobreni klijentima ženskog pola doprinose poboljšanju stanja domaćinstva, ali *ne i njih samih*) (Preeti Voola, 2013, str. 22). Statistike pokazuju da iako žene čine 50% svetske populacije, one poseduju svega 1% svetske imovine (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 333).

Chakravarty, Iqbal i Shahriar izvršili su analizu zajednica koje su *patrijarhalnog* karaktera, i *matrijarhate* u Bangladešu, i zaključili da klijenti ženskog pola pokazuju *veću volju* da otplate uzet mikrokredit (bez obzira na vrstu mikrokredita). Ističu i kako klijenti ženskog pola povlače niži kreditni rizik (bolje kreditno ponašanje), *po prirodi* (2013, str. 2). Međutim, to ne upućuje automatski na zaključak da su biznisi pokrenuti od strane žena ujedno i uspešniji (statistike pokazuju da biznisi pokrenuti od strane žena imaju nižu stopu „preživljavanja” u odnosu na biznise osnovane od strane muškaraca). U istom istraživanju sproveli su eksperimentalnu „igru”, gde su proučavali uticaj različitog *vaspitanja i kulturoloških razlika* na kreditno ponašanje (došli su do zaključka da različite zajednice pokazuju *različite obrasce* kreditnog ponašanja, dok je razlika u kreditnom ponašanju primećena i kod analize muškaraca i žena). Konkretno, vršena je komparacija zajednice Khasi (matrijarhat) i Patro (patrijarhat) u severnom Bangladešu. Od ukupno 280 ispitanika, 160 ispitanika pripadaju zajednici Khasi (70 muškaraca i 90 žena), a 120 ispitanika pripadaju zajednici Patro (60 muškaraca i 60 žena). Sproveli su i *individualnu otplatnu igru (simulacija)*, koja bi se okončala ukoliko pojedinac usled nesposobnosti ili ličnom odlukom ne bi otplatio uzet kredit, kao i *grupnu otplatnu igru*, koja bi se okončala ukoliko grupa ne bi uspela da otplati uzet mikrokredit. U ovom delu istraživanja, autori analizu proširuju i na rodno *neutralnu* zajednicu Marma (*jednak* tretman muškaraca i žena), koja je geografski značajno udaljena od zajednica Khasi i Patro. Kada su u pitanju ispitanici iz zajednice Marma, analizirano je ukupno 80 muškaraca i 70 žena (ukupno 150 ispitanika). U okviru sprovedenih eksperimentalnih „igara” grupnog i individualnog kreditiranja, skrenuta je pažnja i na još neke *faktore* od uticaja: godište ispitanika, nivo edukacije, bračni status (oženjen/udata, razveden/razvedena, udovac/udovica), kao i da li su u pitanju farmeri ili ne-farmeri. Rezultati istraživanja pokazuju da i u zajednicama ovog tipa *klijenti ženskog pola pokazuju veću volju* da otplate uzet mikrokredit. Takođe, rezultati istraživanja pokazuju i da je u okviru individualne otplatne igre otplatna stopa klijenata ženskog pola viša za 16% u odnosu na otplatnu stopu klijenata muškog pola. U okviru grupne otplatne igre, otplatna stopa klijenata ženskog pola viša je za 17% u odnosu na otplatnu stopu klijenata muškog pola. Iskazani procenti pokazuju da je stopa uspešnosti otplate uzetih mikrokredita od strane klijenata ženskog pola viša u odnosu na stopu uspešnosti otplate uzetih mikrokredita od strane klijenata muškog pola u sistemu *grupnog*, a ne *individualnog* kreditiranja. **Kontradiktorno**, autori kasnije navode kako je procenat otplaćenih kredita viši u sistemu individualnog, a ne grupnog kreditiranja. Rezultati *nisu intuitivnog karaktera, već su i statistički potvrđeni* (putem multivarijatne regresione analize, i metoda najmanjih kvadrata, gde je kao zavisna varijabla definisana stopa otplate). Isti autori ističu i kako veći procenat ženskih klijenata doprinosi *snižavanju* portfolio rizika, kao i *nižim* stopama otpisa (nenaplativi mikrokrediti). Kada je u pitanju rodno zasnovana analiza korisnika mikrofinansijskih usluga, pravi se distinkcija između dva stanovišta („esencijalisti“ i „konstruktivisti“). Esencijalisti smatraju da se muškarci i žene rađaju drugačiji, odnosno, da se „koren“ međusobnih razlika krije u biologiji i *genetici*. Konstruktivisti smatraju da se muškarci i žene rađaju jednaki, odnosno, da se „koren“ međusobnih razlika nalazi u *kontekstualnom* okruženju (razlike nisu unapred date, već nastaju, protokom vremena, i pod uticajem raznih faktora). Isti autori ističu kako osobe ženskog pola imaju *manje mogućnosti*, kada je u pitanju pristup izvorima finansiranja (čak i u *razvijenim* državama). *Svesne* svojih limitiranih mogućnosti, pribegavaju *opreznijim/konzervativnijim* strategijama investiranja i poslovanja, kao i ulaganju *značajnijih* napora u uspeh pokrenutih projekata. Takođe, navode i da je proces monitornga klijenata ženskog pola *jednostavniji* u odnosu na monitoring klijenata muškog pola

(klijenti ženskog pola u većoj su meri vezane za mesto prebivališta, dok su klijenti muškog pola u većoj meri izloženi poslovnim putovanjima) (Chakravarty, Iqbal, Shahriar, 2013, str. 2-18).

I u okviru ovog istraživanja, navodi se kako je fokusiranje na servisiranje klijenata ženskog pola povezano sa nižim rizikom portfolija, kao i nižim stopama otpisa problematičnih kredita (više je *izraženo* kod mikrofinansijskih institucija koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja, kao i kod regulisnih mikrofinansijskih institucija) (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 1).

Tražnja za mikrokreditima izraženija je među osobama ženskog pola (iz razloga što su u brojnim državama žene *ograničenije* po pitanju pristupa izvorima finansiranja). Autori citiranog istraživanja navode kako su u patrijarhalnim sredinama žene u potpunosti finansijski zavisne od muškaraca, kao i da su *diskriminisane* od strane osoblja zaposlenog u mikrofinansijskim institucijama. U pojedinim državama, žene čak *nemaju zakonsko pravo* da otvore račun u banci (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 5). U Lesotu i Bocvani žene nemaju jednak zakonska prava kao muškarci. Primera radi, nemaju jednak zakonska *prava nasleđivanja* zemlje. Takođe, običajno pravo ovih država nalaže da bi *udate žene trebalo tretirati kao maloletnike* (nemogućnost pozajmljivanja novčanih sredstava od finansijskih institucija bez prethodnog odobrenja supruga) (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 333/334).

U pojedinim istraživanjima, čak se navodi i biološka pozadina (nivo pouzdanosti potencijalnog klijenta u pozitivnoj je vezi sa nivoom oksitocina, a nivo *oksitocina* viši je kod osoba ženskog pola, nego kod osoba muškog pola). S druge strane, evolucijski psiholozi navode kako su žene istorijski „*predodređene*“ za *intenzivnije posvećivanje brige* o potomcima i uređenju doma, dok su muškarci „*predodređeno*“ agresivniji, preferiraju rizik, izraženog su takmičarskog duha (Chakravarty, Iqbal, Shahriar, 2013, str. 11).

Autori ovde navedenog istraživanja prikazuju rezultate analize prikupljenih podataka, otkrivajući kako 15,3% klijenata muškog pola Grameen Bank imaju *problema sa otplatom*, dok probleme tog tipa ima svega 1,3% klijenata ženskog pola. Slični su podaci i iz drugih mikrofinansijskih institucija iz Bangladeša (u proseku, da 92% klijenata ženskog pola uredno otplaćuje uzete mikrokredite na vreme, dok to čini 83% klijenta muškog pola). Iz Malezije su podaci sledeći: 95% klijenata ženskog pola otplaćuje uzete mikrokredite blagovremeno, dok to čini 72% klijenata muškog pola. U okviru analize uticaja pola na dinamiku otplate, uvode se još i sledeći faktori od uticaja: nivo edukacije, nivo poslovnog iskustva, pravni status (ukoliko poseduje sopstveni biznis), metodologija kreditiranja koju primenjuje mikrofinansijska institucija, kao i stepen regulacije mikrofinansijske institucije. Takođe, isti autori razmatraju i da li bi trebalo definisati *zasebne poslovne politike*, za klinente muškog i ženskog pola. U ovom istraživanju navodi se zaključak o pozitivnom uticaju fokusiranja na klijente ženskog pola na dinamiku otplate uzetih mikrokredita, koji je *izraženiji* u okviru sistemu individualnog kreditiranja (u odnosu na sistem grupnog kreditiranja i ruralnog mikrobankarstva), u regulisanim mikrofinansijskim institucijama (u odnosu na neregulisane), kao i u mikrofinansijskim institucijama organizovanim u obliku nevladinih organizacija. Autori istog istraživanja navode kako se mehanizam grupnog kreditiranja obično smatra *uobičajenom* metodom finansiranja klijenata ženskog pola (žene lakše podnose trošenje vremena na grupne sastanke). Međutim, ovaj sistem *češće je kritikovan* u odnosu na druge metodologije kreditiranja (brojne su

mikrofinansijske institucije koje su prešle na sistem individualnog kreditiranja) (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 7-21).

Koncept mikrofinansiranja ima za cilj da doprinese ekonomskom osnaživanju žena, kako bi se redefinisalo „nepisano pravilo“ da „muškarci kontrolišu finansije“ (Preeti Voola, 2013, str. 201). Feministički lobi pol ne tretira kao biološki atribut, već kao politički proces koji uključuje moć (Preeti Voola, 2013, str. 225).

S druge strane, drugi autori konstatuju kako se *u literaturi diskutuje isključivo* o tome da li su klijenti ženskog pola revnosniji u otpлатi uzetih mikrokredita, lojalniji, nižerizičniji (posmatrano sa aspekta mikrofinansijske institucije), i slično, dok se gotovo uopšte ne govori o uticaju mikrokredita na dobrobit osoba ženskog pola (koncept mikrofinansiranja vodi *osnaživanju žena*, ali i „*feminizaciji duga*“, odnosno, njihovom uvođenju u „dugovnu spiralu“) (D'Espallier, Guérin, Mersland, 2009, str. 24).

5.1. Dimenzije održivosti sektora mikrofinansiranja

„*Trougao*“ koncepta mikrofinansiranja čine tri ključne komponente: održivost (pokrivanje troškova i kontinuitet poslovanja), obuhvat (broj servisiranih klijenata) i uticaj (doprinos kvalitetu življenja klijenata). Pod održivošću, najčešće se misli na finansijsku održivost (pokrivanje troškova finansiranja, operativnih troškova, troškova problematičnih kredita, ostvarivanje profita radi održavanja kapitalne adekvatnosti) (Preeti Voola, 2013, str. 26/27). Broj aktivnih klijenata i prosečna veličina mikrokredita smatraju se bazičnim pokazateljima „širine i dubine“ obuhvata mikrofinansijskih institucija (Wijesiri, 2014, str. 68).

Autor citiranog istraživanja definiše nekoliko ključnih aspekata *evaluacije performansi* mikrofinansijskih institucija: troškovi (eksplicitni i implicitni), „dubina“ (targetiranje klijenata koji pripadaju različitim kategorijama, u zavisnosti od stepena siromaštva), „širina“ (odnosi se na broj aktivnih klijenata), „dužina“ (vremenski okvir pružanja usluge), diverzitet (raznolikost lepeze usluga/proizvoda), vrednost (na koji način klijenti vrednuju mikrofinansijske usluge i instituciju) (Mersland, 2009, str. 70).

U okviru izveštaja Finance for All (World Bank, 2008), definiše se kako je *pristup izvorima* finansiranja jedan od ključnih faktora razvoja (Lehner, 2008, str. 1).

Razumevanje koncepta mikrofinansiranja je *dvojako*. S jedne strane, neophodno je razumeti informacione probleme sa kojima se susreću i prirodu tržišta u okviru kojih posluju, a s druge strane, kontekst *misije* redukcije siromaštva i borbe protiv rodne neravnopravnosti (Armendáriz, Morduch, 2010, str. 2). U *marginalnu* grupu spadaju i osobe obolele od HIV virusa, između ostalih (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 259). Autorka citiranog istraživanja prognozira da će mikrofinansijske institucije *tek dobiti* na značaju, ukoliko budu imale širi pristup tržištima kapitala (Lehner, 2008, str. 5). Drugi rad istražuje uticaj obima mikrofinansiranja i porasta broja mikrofinansijskih institucija na razvoj Šri Lanke nakon devastiranja usled *cunamija* koji su se dogodili 2004. godine (Wijesiri, 2014, str. 7/8). Prilikom analize strane literature, došlo se do zaključka da se od tri analizirane države u ovoj disertaciji (Bosna i Hercegovina, Crna Gora i

Srbija), *Bosna i Hercegovina najčešće spominje* kada je ova tema u pitanju (u kontekstu mikrofinansiranja, Srbija se gotovo ne spominje u stranoj literaturi). Konkretno, u ovom citiranom radu navodi se kako je mikrofinansiranje kreiralo nove razvojne mogućnosti u „ratom razrušenoj Bosni”. Navode se i drugi primeri gde je sve zastupljeno mikrofinansiranje (područje Amazona, Bolivija, Bangladeš, Indonezija, Meksiko, Indija, čak i predgrađa Los Andelesa i Pariza) (Armendáriz, Morduch, 2010, str. 3).

Ipak, rezultati citiranog istraživanja pokazuju da *nijedna* od analiziranih mikrofinansijskih institucija *ne postiže jednako dobre* performanse i na socijalnom, i na finansijskom „polju“ (Wijesiri, 2014, str. 30). Koncept mikrofinansiranja nije niti *panacea*, niti „magični metak“, niti se može očekivati da uvek i za sve podjednako donosi dobre rezultate (Armendáriz, Morduch, 2010, str. 5).

Autori Frankiewicz i Churchill navode kako mikrofinansijske institucije nemerno kreiraju tražnju za *dečjom* radnom snagom (u siromašnjim zemljama, osnivanjem porodičnih biznisa pomoću mikrokredita, u određenim slučajevima se odlučuje da deca obustavljaju školovanje, kako bi radila). S druge strane, ProMujer poseduje iskustva u radu sa osobama ženskog pola sa određenim *invaliditetom* (mikrokredit kao instrument borbe protiv njihovog društvenog i ekonomskog izopštavanja, kao i diskriminacije njihovih specifičnih potreba). Grameen Bank čak je osmisnila i specijalan program za pojedince koji se bave *prosjačenjem* (Struggling Members Program). U okviru ovog programa, mikrokrediti se odobravaju *bez polaganja kolateralala*, ne postoji obračun kamatnih stopa, postoji zabrana otplaćivanja rata mikrokredita iz izvora finansiranja prikupljenih prosjačenjem (*već iz poslovnih* aktivnosti pokrenutih zaključujući odobrenom mikrokreditu) (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 266-301).

Autori citiranog istraživanja kreirali su nekoliko različitih eksperimentalnih „igara“ (*simuliranje* nekoliko različitih mehanizama mikrokreditiranja), koje su sprovodili na području grada Lima (Peru), tokom perioda od 7 meseci, a izvršili su ih ukupno 29 puta, sa istim ispitnicima (kako bi „raspakovali“ mehanizam mikrofinansiranja na *sistematičan* način, u funkciji boljeg razumevanja). Simulacija je podrazumevala da se učenicima eksperimenta odobravaju mikrokrediti, koje bi trebalo da iskoriste za finansiranje investicije koju izaberu (rizičnu ili sigurnu). Učesnici su bili mikro-preduzetnici, po demografskim i ekonomskim karakteristikama slični potencijalnim klijentima mikrofinansijskih institucija (međutim, autori *ne navode* koji su tačno demografski i ekonomski kriterijumi u pitanju). Cilj autora istraživanja bio je da sagledaju *ponašanje* potencijalnih korisnika usluga mikrofinansiranja (u cilju uspešnijeg upravljanja „difolt“ rizikom od strane mikrofinansijske institucije). Kao i u brojnim drugim, i u ovom istraživanju se ističe kako finansiranje *siromašnijih* područja klasične banke ne smatraju niti jednostavnim niti profitabilnim poslom (zbog neadekvatnog kolateralala, loše kreditne istorije, izraženog moralnog hazarda, visokih transakcionih troškova, i dr.) (Gine, Jakielo, Karlan, Morduch, 2009, str. 1/2).

Rezultati istraživanja koje je Wijesiri izvršio 2014. godine pokazuju da su dužina poslovanja mikrofinansijske institucije i odnos između njenog kapitala i aktive ključni za procenu njene *finansijske efikasnosti*. Rezultati istraživanja pokazuju i da finansijski efikasnije mikrofinansijske institucije u većoj meri koriste finansijski leveridž. Isto tako, pronađena je negativna veza

između pokazatelja ROA i socijalne efikasnosti. Takođe, rezultati istog istraživanja pokazuju i da tip vlasništva nad mikrofinansijskom institucijom ima uticaj na njenu efikasnost. Kao merilo *socijalne* efikasnosti mikrofinansijske institucije navodi se broj klijenata *ženskog* pola. Rezultati istog istraživanja pokazuju i kako „zrelije”/starije mikrofinansijske institucije ostvaruju više nivoje finansijske efikasnosti. S druge strane, „zrelost”/starost mikrofinansijske institucije **negativno** utiče na njenu socijalnu efikasnost (kroz vreme, mikrofinansijske institucije više se usmeravaju na finansijsku održivost, a sve manje na socijalnu dimenziju, što ukazuje na „skretanje” sa inicijalne misije). Takođe, i oblik organizovanja utiče na nivo socijalne efikasnosti (mikrofinansijske institucije organizovane kao nevladine organizacije socijalno su najefikasnije). Istiće se i kako mikrofinansijske institucije koje imaju niži koeficijent koji reflektuje odnos između kapitala i aktive ujedno ostvaruju viši nivo finansijske efikasnosti (moguće objašnjenje za to jeste da u većoj meri koriste finansijski leveridž). Takođe, rezultati ovog istraživanja pokazuju da veće prisustvo *žena* na direktorskim mestima u okviru mikrofinansijskih institucija negativno utiče na njenu efikasnost (manji obuhvat ruralnog stanovništva). Isto tako, rezultati pokazuju i da se finansijske performanse mikrofinansijske institucije poboljšavaju sa većim prisustvom angažovanih direktora međunarodnog porekla, kao i sa većim prisustvom direktora ženskog pola. Autor istraživanja konstatuje kako se u literaturi premalo pažnje poklanja analizi uticaja modela korporativnog upravljanja na (ne)uspeh mikrofinansijske institucije (2014, str. 6-68).

Rezultati drugog istraživanja koje je sproveo Mersland pokazuju da tip *vlasništva* mikrokreditnih institucija predodređuje njihove mogućnosti pristupa izvorima finansiranja. Kada je u pitanju procena očekivanog iznosa gubitka, pretpostavka je da je iznos gubitka viši kod mikrofinansijskih institucija organizovanih kao nevladine organizacije, dok su troškovi finansiranja niži. Za mikrofinansijske institucije organizovane kao nevladine organizacije ističe se kako ostvaruju i nižu profitabilnost. U istom istraživanju navodi se i da se finansijske performanse mikrofinansijskih institucija poboljšavaju usled većeg prisustva rukovodilaca lokalnog porekla, kao i usled većeg prisustva žena na direktorskim pozicijama (2009, str. 55-94).

Jedna od najznačajnijih „lekcija” iz ekonomije jeste ona o *principu opadajućih marginalnih prinosa na kapital*. Ovaj princip objašnjava da bi investicija sa relativno malo pokretačkog kapitala trebalo da ima potencijal da ostvari višu stopu povrata u odnosu na investicije u čijoj se osnovi nalazi veća količina kapitala. Ukoliko je ovo zaista tačno, međunarodni investitori su u određenoj vrsti zablude. Robert E. Lucas Jr, dobitnik Nobelove nagrade 1995. godine (za razvoj i primenu hipoteze o *racionalnim očekivanjima*), kvantifikovao je razliku između očekivanih prinosa na uložena sredstva u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju (uzimajući u obzir isključivo pretpostavku o *marginalnim* prinosima koji zavise isključivo od količine uloženog kapitala, a *ne i od ostalih* uslova, koji determinišu produktivnost) i došao do zaključka da bi dužnici u Indiji trebalo da budu spremni da plate i do 58 puta više za pozajmljeni kapital u odnosu na dužnike u Sjedinjenim Američkim Državama. Dakle, u teoriji, kapital bi trebalo da se kreće od Njujorka ka Nju Delhiju (Armendáriz, Morduch, 2010, str. 5).

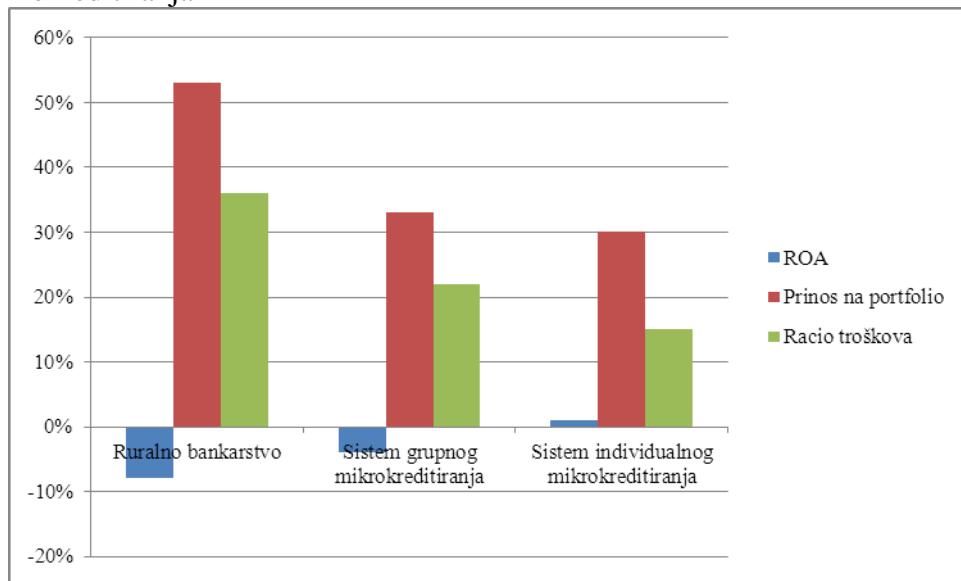
5.2. Analiza trade-offa između profitne orijentisanosti i misije redukcije siromaštva

Praksa potvrđuje da postoji mogućnost da mikrofinansijske institucije ostvare profit uprkos činjenici da se bave finansiranjem siromašnih, ali trade-off se javlja između dostizanja profitabilnosti i finansiranja *izuzetno* siromašnih (Cull, Demirgürç-Kunt, Morduch, 2007, str. 1). Primera radi, autori citiranog istraživanja ističu kako mikrofinansijske institucije u Nigeriji nemaju adekvatan *kapital*. Mali iznosi kapitala utiču na rast „probirljivosti“ mikrofinansijskih institucija, te odbijanje finansiranja siromašnijih slojeva stanovništva (kojima je mikrofinansiranje i najpotrebnije). Kao jedno od rešenja nameće se *komercijalizacija* (kao što je učinjeno u Boliviji) (Samson, Olubunmi, Olusegun, 2013, str. 295).

Trade-off može da bude i *rodno* kontekstualizovan (analiza trade-offa kod kreditiranja muškaraca i analiza trade-offa kod kreditiranja žena, te kod kog pola je izraženiji) (Annim, 2010, str. 146).

Statistike potvrđuju da veće mikrobanke imaju „*plitkiji*“ obuhvat (što govori u prilog postojanju trade-offa između ostvarivanja profitabilnosti i misije redukcije siromaštva) (Cull, Demirgürç-Kunt, Morduch, 2007, str. 7).

Grafikon 14: Komparativna analiza određenih pokazatelja poslovanja u zavisnosti od različitog sistema mikrokreditiranja



Izvor: Cull, Demirgürç-Kunt, Morduch, 2007, str. 46.

Isti autori kao merilo finansijske samoodrživosti navode racio pokazatelj koji se predstavlja odnosom između ostvarenih prihoda i troškova (sposobnost pokrivanja troškova ostvarenim prihodima). Navode i kako je ovaj indikator *bolji* u poređenju sa klasičnim pokazateljima, poput ROA ili ROE. Ipak, autori u svom istraživanju koriste i ROA (ustanovljena *pozitivna, ali ne i savršena* veza između koeficijenta finansijske samoodrživosti i ROA). Takođe, isti autori

ustanovili su *negativnu* korelaciju između prinosa portfolija mikrofinansijskih institucija i prosečne veličine mikrokredita koje odobravaju (2007, str. 10-24).

6. Analiza zakonskog okruženja kao preduslova za razvoj sektora mikrofinansiranja

Kako se mikrofinansijski sektor širio, veća je bila i potreba za opsežnijom i preciznijom dokumentacijom (kako onom koju sačinjava mikrofinansijska institucija, tako i onom koja se zahteva od potencijalnih klijenata) (Woolcock, 1999, str. 20). Međutim, pojedini autori čak smatraju da *preterana* regulacija može da „ubije“ sektor mikrofinansiranja (Goodwin-Groen, 2012, str. 192).

6.1. Analiza zakonske regulative o mikrofinansiranju u Bosni i Hercegovini

U Zakonu o mikrokreditnim organizacijama u Federaciji Bosne i Hercegovine (Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine, br. 09/16) u okviru člana 2 navodi se da je mikrokreditna organizacija *nedepozitna* finansijska organizacija čija je osnovna delatnost odobravanje mikrokredita (i u članu 15, navodi se da mikrokreditna organizacija ne može da prima novčane depozite i uloge na štednju od fizičkih i pravnih lica). Zatim, u okviru člana 3 navodi se da je mikrokreditna organizacija *pravno* lice koje može biti osnovano kao mikrokreditno društvo ili mikrokreditna fondacija, a u članu 24 navodi se da mikrokreditno društvo može da se osnuje kao privredno društvo sa ograničenom odgovornošću ili akcionarsko društvo, dok se u članu 26 navodi da minimalan iznos osnovnog kapitala mikrokreditnog društva iznosi 500.000 KM i da u celosti mora da bude uplaćen u novcu. Kada je u pitanju osnivanje mikrokreditne fondacije, u članu 34 navodi se da se primenjuju odredbe Zakona o udruženjima i fondacijama Federacije Bosne i Hercegovine, dok se u članu 36 navodi da minimalan novčani iznos osnovnog kapitala mikrokreditne fondacije iznosi 50.000 KM. U okviru člana 4, navodi se da mikrokredit predstavlja kredit *maksimalnog* iznosa do 10.000 KM (u slučaju mikrokreditnih fondacija, odnosno, neprofitnih mikrokreditnih organizacija) ili 50.000 KM (u slučaju mikrokreditnih društava, odnosno, profitnih mikrokreditnih organizacija). Ukoliko se iznos od 50.000 KM konvertuje u evre, u pitanju je iznos od 25.565 evra (1 BAM = 0,5113 EUR, kurs na dan 02.06.2016.) Iako ovaj iznos premašuje onaj koji je postavljen u disertaciji (u fokusu su mikrokrediti iznosa do 10.000 EUR), analizom je ipak utvrđeno da se i mikrokreditne organizacije koje posluju kao mikrokreditna društva *pretežno* bave odobravanjem mikrokredita iznosa do 10.000 EUR (primera radi, MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka na zvaničnoj internet stranici navodi da odobrava mikrokredite iznosa do 4.000 KM), te iz tog razloga neće biti isključene iz analize. U članu 7, navodi se da mikrokreditnu organizaciju mogu da osnuju najmanje tri domaća ili strana fizička lica, ili najmanje jedno domaće ili strano pravno lice. U članu 17, navodi se da je mikrokreditna organizacija dužna da objavljuje efektivnu kamatnu stopu na mikrokredite. U članu 27, navodi se da je mikrokreditno društvo dužno da formira i održava rezerve za pokriće kreditnih gubitaka (pored obavezne rezerve). U članu 37, navodi se da je mikrokreditna fondacija dužna da formira i održava obavezne rezerve za pokriće kreditnih gubitaka. U članu 39, navodi se da je fondacija dužna da višak prihoda nad rashodima investira u obavljanje mikrokreditne delatnosti (nije dozvoljena direktna ili indirektna raspodela viška prihoda nad rashodima osnivačima, članovima organa, odgovornim licima i zaposlenim u mikrokreditnoj fondaciji i drugim povezanim licima, donatorima i trećim licima).

U Zakonu o mikrokreditnim organizacijama Republike Srpske (Sl. glasniku RS, br. 64/06, 116/11), u članu 2 navodi se da je mikrokreditna organizacija *nedepozitna* finansijska organizacija čija je osnovna delatnost odobravanje mikrokredita (i u članu 16, navodi se da mikrokreditna organizacija ne može da prima novčane depozite i uloge na štednju od fizičkih i pravnih lica). Potom, u članu 3 navodi se da je mikrokreditna organizacija pravno lice koje može da bude osnovano kao mikrokreditno društvo ili mikrokreditna fondacija. U članu 4 navodi se da mikrokredit predstavlja kredit odobren u maksimalnom iznosu 50.000 KM od strane mikrokreditnog društva ili 10.000 KM od strane mikrokreditne fondacije (međutim, iz istih razloga kao i u slučaju Federacije Bosne i Hercegovine, ni mikrokreditna društva Republike Srpske neće biti isključena iz analize). U članu 7, navodi se da mikrokreditnu organizaciju mogu da osnuju najmanje tri domaća ili strana fizička lica ili najmanje jedno domaće ili strano pravno lice. U članu 18, navodi se da je mikrokreditna organizacija dužna da objavljuje efektivnu kamatnu stopu na mikrokredite. U članu 25, navodi se da mikrokreditno društvo može da bude osnovana u pravnom obliku privrednog društva kapitala, i to društva s ograničenom odgovornošću ili akcionarskog društva. U članu 27, navodi se da minimalan iznos osnovnog kapitala mikrokreditnog društva iznosi 500.000 KM, i da u celosti mora da bude uplaćen u novcu. U članu 28, navodi se da je mikrokreditno društvo dužno da formira i održava rezerve za pokriće kreditnih gubitaka (pored obavezne rezerve). Kada je u pitanju osnivanje mikrokreditne fondacije, u članu 35 navodi se da se primenjuju odredbe Zakona o udruženjima i fondacijama Federacije Republike Srpske, dok se u članu 37 navodi da minimalan novčani iznos osnovnog kapitala mikrokreditnog fondacije iznosi 50.000 KM. U članu 38, navodi se da je mikrokreditna fondacija dužna da formira i održava obavezne rezerve za pokriće kreditnih gubitaka. U članu 40, navodi se da je fondacija dužna da višak prihoda nad rashodima investira u obavljanje mikrokreditne delatnosti (nije dozvoljena direktna ili indirektna raspodela viška prihoda nad rashodima osnivačima, članovima organa, odgovornim licima i zaposlenim u mikrokreditnoj fondaciji i drugim povezanim licima, donatorima i trećim licima).

Tabela 16: Pregled Odluka koji regulišu oblast mikrofinansiranja u Federaciji Bosne i Hercegovine

	Odluke Agencije za poslovanje mikrokreditnih organizacija	Službene novine Federacije Bosne i Hercegovine
1.	Odluka o uslovima i postupku za izdavanje dozvole za rad mikrokreditnoj fondaciji nastaloj promenom oblika mikrokreditne organizacije	27/07
2.	Odluka o uslovima i postupku izdavanja i oduzimanja dozvole za rad i drugih saglasnosti mikrokreditnim organizacijama	27/07 i 46/11
3.	Odluka o nadzoru poslovanja mikrokreditnih organizacija	27/07
4.	Odluka o obliku i sadržaju izveštaja koje mikrokreditne organizacije dostavljaju Agenciji za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine i rokovima izveštavanja	27/07, 110/12 i 15/13
5.	Odluka o visini i načinu formiranja i održavanja rezervi za pokriće kreditnih gubitaka mikrokreditnih organizacija	27/07
6.	Odluka o ostalim opštim uslovima za poslovanje mikrokreditne organizacije	27/07
7.	Odluka o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite (prečišćeni tekst)	48/12
8.	Odluka o uslovima i postupku za izdavanje dozvole za rad i saglasnosti za sticanje vlasničkih udela ulaganjem i prenosom imovine mikrokreditne fondacije	27/07
9.	Odluka o naknadama koje se za rad mikrokreditne organizacije plaćaju Agenciji za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine	46/11

10.	Odluka o minimalnim standardima mikrokreditnih organizacija na sprečavanju pranja novca i finansiranju terorističkih aktivnosti	48/12
11.	Odluka o uslovima i načinu postupanja banke, mikrokreditne organizacije i lizing društva po prigovoru klijenta	23/14, 26/14 i 62/14
12.	Odluka o minimalnim standardima za dokumentovanje kreditnih aktivnosti mikrokreditnih organizacija i procenu kreditne sposobnosti	23/14
13.	Odluka o uslovima i načinu postupanja po zahtevu žiranta za oslobadanje od obaveze jemstva	23/14 i 62/14
14.	Odluka o minimalnim zahtevima u pogledu sadržaja, razumljivosti i dostupnosti opštih i posebnih uslova poslovanja davaoca finansijskih usluga	62/14

Izvor: Informacija o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 30.

Tabela 17: Pregled Uputstava koji regulišu poslovanje mikrokreditnih organizacija u Federaciji Bosne i Hercegovine

Upustva Agencije za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine za poslovanje mikrokreditnih organizacija	
1.	Uputstvo za primenu Odluke o jedinstvenom načinu obračuna i iskazivanja efektivne kamatne stope na kredite i depozite
2.	Uputstvo za izračunavanje ponderisane nominalne i efektivne kamatne stope
3.	Uputstvo za izračunavanje prilagodenog povrata na aktivu
4.	Uputstvo za izračunavanje pokazatelja operativne efikasnosti
5.	Uputstvo za izradu izveštaja mikrokreditnih organizacija

Izvor: Informacija o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 30.

Međutim, uprkos činjenici da je mikrofinansijski sektor Bosne i Hercegovine uređen (*de jure*) određenim zakonskim propisima, čiju su izradu pomagale međunarodne donatorske institucije, neretko se u stručnoj štampi ističe kako u ovom sektoru postoje brojne nepravilnosti, kako je prisutna „labava” supervizija mikrofinansijskih institucija, kao i da su u pojedinim mikrokreditnim fondacijama otkrivene aktivnosti koje predstavljaju nezakonito sticanje materijalne koristi, te da su u tim slučajevima najveću korist ostvarile upravo mikrokreditne institucije koje pružaju svoje usluge siromašnijoj populaciji (*de facto*).

6.2. Analiza zakonske regulative o mikrofinansiranju u Crnoj Gori

U okviru Zakona o bankama Crne Gore (Sl. list Crne Gore, br. 17/08 od 11.03.2008. godine, 44/10 od 30.07.2010. godine), u članu 105 navodi se da Centralna banka u obavljanju kontrolne funkcije vrši *kontrolu* banaka, filijala stranih banaka, *mikrokreditnih* finansijskih institucija i kreditnih unija, kao i drugih lica kojima Centralna banka daje dozvolu za rad, te lica koja se bave kreditno-garantnim poslovima. U okviru članova 149-157, reguliše se oblast poslovanja *mikrofinansijskih* organizacija (izdavanje dozvole za rad, sticanje svojstva pravnog lica, osnivanje mikrofinansijskih organizacija, minimalna visina osnivačkog kapitala, delatnost mikrofinansijskih organizacija, kontrola poslovanja mikrofinansijskih organizacija, preuzimanje mera i sankcija prema mikrofinansijskim organizacijama od strane Centralne banke, oduzimanje dozvole za rad, stečaj i likvidacija mikrofinansijskih organizacija).

Na osnovu člana 17 (stav 1, tačka 2) u okviru Zakona o Centralnoj banci Crne Gore (Sl. list RCG, br. 52/00 i 47/01) i člana 20 (stav 3) Zakona o bankama Crne Gore (br. 17/08 od 11.03.2008. godine, 44/10 od 30.07.2010. godine), Savet Centralne banke Crne Gore je na sednici održanoj septembra 2008. godine doneo Odluku o sadržaju i načinu vođenja registara

banaka, filijala stranih banaka, *mikrokreditnih* finansijskih institucija, kreditnih unija i predstavništava stranih banaka (Sl. list Crne Gore, br. 60/08 od 09.10.2008. godine).

Na osnovu člana 44 (stav 2, tačka 3) u okviru Zakona o Centralnoj banci Crne Gore (Sl. list Crne Gore, br. 40/10 i 46/10) i člana 157 (stav 2) Zakona o bankama Crne Gore (br. 17/08 i 44/10), Savet Centralne banke Crne Gore je na sednici održanoj novembra 2012. godine doneo Odluku o izmenama odluke o *minimalnim standardima za upravljanje rizicima u mikrokreditnim finansijskim institucijama* (Sl. list Crne Gore, br. 24/09 od 01.04.2009. godine, 41/09 od 26.06.2009. godine, 61/12 od 07.12.2012. godine).

Na osnovu člana 17 (stav 1, tačka 2) Zakona o Centralnoj banci Crne Gore (Službeni list RCG, br. 52/00, 47/01) i člana 65 (stav 1), a u vezi sa članom 67 Zakona o bankama (Službeni list RCG, br. 52/00, 32/02), Savet Centralne banke Crne Gore je na sednici održanoj u decembru 2002. godine doneo Odluku o *mikrokreditnim* finansijskim institucijama. U okviru Odluke, u članu 2 navodi se da je mikrokreditna finansijska institucija čija je *osnovna* delatnost odobravanje namenskih kredita za realizaciju razvojnih projekata privrednih društava i odobravanje namenskih kredita fizičkim licima. Zatim, u članu 4 navodi se da mikrokreditna finansijska institucija može da se osnuje kao akcionarsko društvo ili kao društvo sa ograničenom odgovornošću. U članu 10 navodi se da minimalni novčani iznos osnovnog kapitala mikrokreditnih finansijskih institucija iznosi 100.000 EUR. U okviru člana 15, navodi se da je mikrokreditna finansijska institucija dužna da formira rezerve za potencijalne gubitke po stavkama aktive, primenom kriterijuma docnje u otplati kredita, u sledećim procentima:

- ukoliko postoji docnja u otplati kredita do 30 dana, postoji obaveza formiranja rezervi 2-24% od neotplaćenog iznosa kredita;
- ukoliko postoji docnja u otplati kredita dužine 31-90 dana, postoji obaveza formiranja rezervi 25-49% od neotplaćenog iznosa kredita;
- ukoliko postoji docnja u otplati kredita dužine 91-180 dana, postoji obaveza formiranja rezervi 50-74% od neotplaćenog iznosa kredita;
- ukoliko postoji docnja u otplati kredita dužine 180-270 dana, postoji obaveza formiranja rezervi 75-99% od neotplaćenog iznosa kredita;
- ukoliko postoji docnja u otplati kredita preko 270 dana, postoji obaveza formiranja rezervi 100% od neotplaćenog iznosa kredita.

Trošak rezervisanja trebalo bi „ugraditi” prilikom procene kamatnih stopa na mikrokredite, ali bi u obzir trebalo uzeti i *empirijski* potvrđenu činjenicu da su stope neotplaćenih mikrokredita izuzetno niske, što je navedeno i u pregledu *literature; računovodstveno* posmatrano, ukidanje neiskorišćenih rezervisanja vrši se u korist prihoda. U okviru člana 16, navodi se da mikrokreditna finansijska institucija može da odobri pojedinačnom korisniku, odnosno, grupi povezanih korisnika kredit čiji iznos ne prelazi 10% kapitala institucije, a najviše do 3.000 EUR fizičkom licu koje prvi put koristi kredit (s tim da nijedan naredni kredit koji se odobri tom licu ne može da bude veći od 8.000 EUR), do 5.000 EUR privrednom društvu i preduzetniku koji prvi put koriste kredit (s tim da nijedan naredni kredit koji se odobri nekom od ovih korisnika ne može da bude veći od 20.000 EUR). Takođe, navodi se i da se povezanim korisnicima smatraju supružnici, lica koja su u krvnom srodstvu u pravoj liniji ili u pobočnoj liniji zaključno sa drugim

stepenom, kao i grupa lica koja zbog njihovih međusobnih odnosa predstavlja jedinstveni rizik za instituciju.

6.3. Analiza opasnosti nepostojanja zakonske regulative o mikrofinansiranju u Srbiji

Dugi niz godina, sektor mikrofinasiranja u Srbiji suočava se sa značajnim zakonskim *barijerama*.

U okviru Zakona o bankama Republike Srbije (Prečišćeni tekst sačinjen na osnovu teksta Zakona o bankama (Službeni glasnik RS, br. 107/2005, i njegovih izmena i dopuna objavljenih u Službenom glasniku RS, br. 91/10 i 14/15), u članu 5 navodi se sledeće:

- **niko** osim banke ne može se baviti primanjem depozita,
- **niko** osim banke ne može se baviti odobravanjem kredita i izdavanjem platnih kartica, osim ukoliko je za to ovlašćen zakonom.

Za organizacije koje se bave mikrokreditiranjem u Srbiji to podrazumeva da mogu da posluju isključivo *posredstvom* banaka (kao što to čini *Agroinvest* preko Societe Generale banke). Moguće je da partnerstva ovog tipa imaju određene prednosti, međutim, mikrofinansijske organizacije su prethodnih godina bile izložene i određenim poteškoćama (poput ponovnog pregovaranja i/ili promena partnerstva sa bankom svaki put kada banka-partner promeni svoju strategiju). Prethodno navedeno stvara institucionalnu nesigurnost, a može i da dovede do prekida rada. *Agroinvest*-u je poslat *upit* o troškovima posredovanja koje nameću banke-partneri za svoj administrativni rad, kao i visinama nominalnih i efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite koji se odobravaju, međutim, usledio je odgovor da su zahtevane informacije vezane za poslovnu banku sa kojom sarađuju, te da ne mogu da pruže detaljnije informacije.

Nadovezujući se na prethodno navedeno (neotkrivanje istorijskih podataka o kamatnim stopama), u članu 46 Zakona o bankama Republike Srbije navodi se da se ***bankarskom tajnom ne smatraju*** javni podaci i podaci koji su zainteresovanim licima sa opravdanim interesom dostupni iz drugih izvora, konsolidovani podaci na osnovu kojih se ***ne otkriva identitet*** pojedinačnog klijenta, podaci o akcionarima banke i visini njihovog učešća u akcionarskom kapitalu banke, kao i podaci o drugim licima sa učešćem u banci i podaci o tom učešću, bez obzira na to da li su oni klijenti banke, podaci koji se odnose na urednost ispunjavanja obaveza klijenta prema banci.

Tabela 18: Uporedna analiza specifične mikrofinansijske legislative, koja bi trebalo da *razdvoji* socijalne od klasičnih pozajmica

Država	Mikrofinansijska legislativa	Monopol banaka nad kreditnim aktivnostima
Belgija	ne postoji specifična legislativa	ne postoji
Francuska	French Monetary and Financial Code, članovi R518/57 - R518/62	ne postoji
Nemačka	ne postoji specifična legislativa	postoji
Grčka	ne postoji specifična legislativa	ne postoji
Irska	Microenterprise Loan Fund Act 2012	ne postoji
Italija	Legislative Decree br. 141/2010	ne postoji
Malta	ne postoji specifična legislativa	ne postoji
Holandija	ne postoji specifična legislativa	ne postoji

Ujedinjeno Kraljevstvo	ne postoji specifična legislativa	ne postoji
Srbija	ne postoji specifična legislativa	postoji

Izvor: Cozarenc, 2015, str. 5.

Dakle, sektor mikrofinansiranja u Srbiji karakterišu sledeće „slabosti”: pravni položaj mikrofinansijskih organizacija je neregulisan, nepostojanje čvrstih procedura za upravljanje rizicima, vlasništvo nad kreditnim kapitalom nije definisano (uprkos tome što mikrofinansijske organizacije imaju ugovore sa vlasnicima kapitala tj. donatorima da im se izvori finansiranja prenesu na raspolažanje i upravljanje, ostaje nejasno ko je titular vlasništva, odnosno, šta se događa sa kapitalom u slučaju gašenja organizacije ili promene forme organizovanja).

Na osnovu prethodno izvršene analize, moguće je zaključiti da mikrofinansijski sektor u Srbiji odlikuje niži stepen transparentnosti, u odnosu na mikrofinansijski sektor u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori (*potvrđena je posebna hipoteza 1*).

II Empirijska analiza višedimenzionalnog uticaja mikrofinansijskog sektora

1. Komparativna analiza procesa odobravanja mikrokredita: Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Srbija

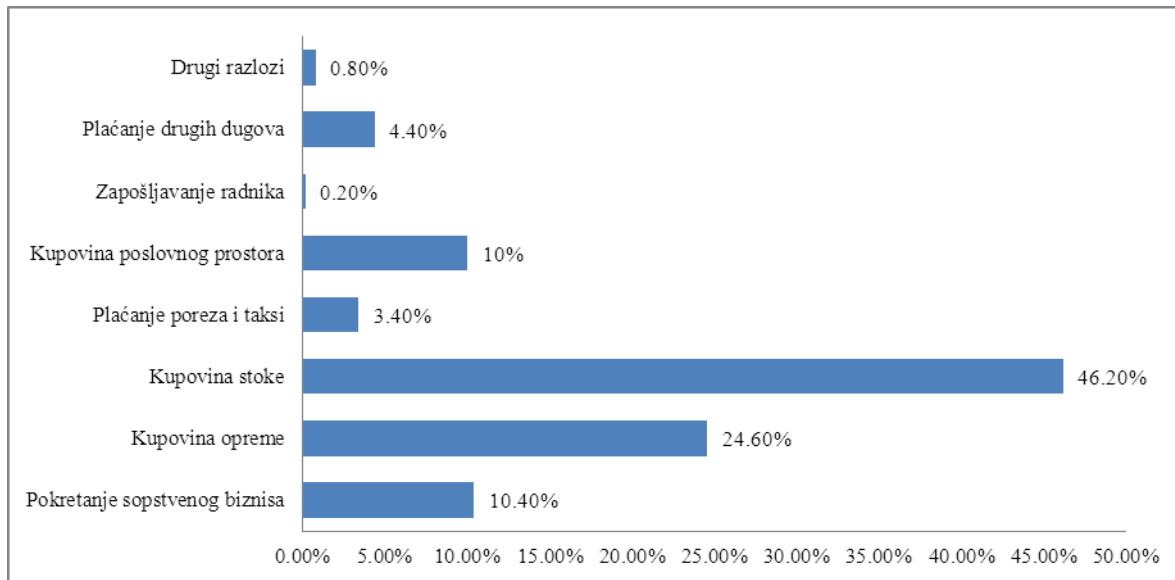
Proces odobravanja i monitoringa kredita metaforički može da se poistoveti sa *pričom o štalu i šargarepi*. Štap predstavlja proces monitoringa i supervizije, dok šargarepe predstavljaju kredite koji se po povlašćenim uslovima odobravaju kvalitetnim klijentima ili čak bonuse za poštovanje otplatne šeme (Torres García, 2009, str. 23).

Vong i Song u svom istraživanju pokazuju da je u proseku za *proces odobravanja mikrokreditnog zahteva* neophodno 5-15 dana, za *proces finansijskog opismenjavanja i edukacije potencijalnih klijenata* neophodno 5-7 dana, za *proces transfera novčanih sredstava* neophodno 3-5 dana, i od slučaja do slučaja procenjeno neophodno vreme za *proces monitoringa* (posete na nedeljnem, sve dok se u potpunosti ne otplati uzet mikrokredit) (2015, str. 20/21).

1.1. Analiza dominantnih razloga podnošenja zahteva za mikrofinansiranjem

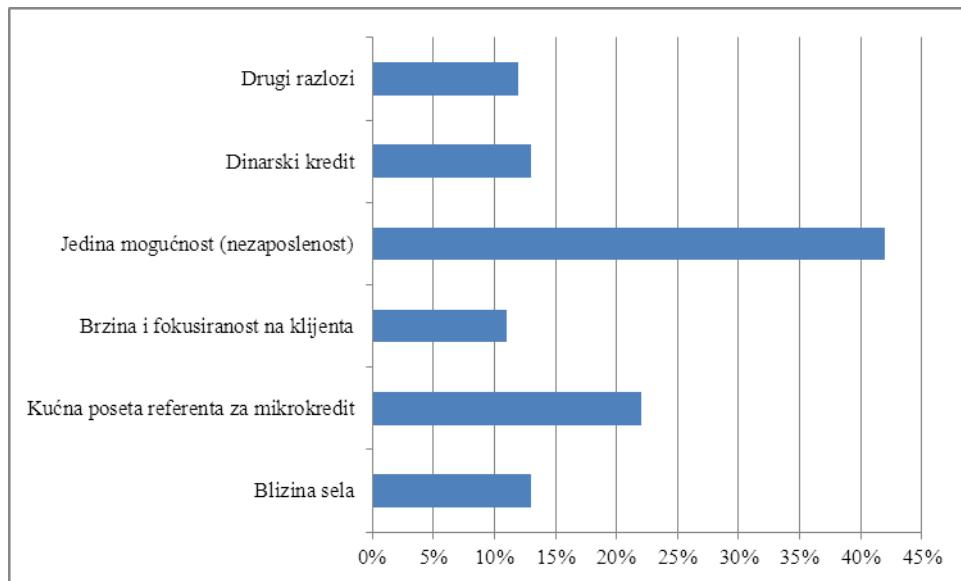
U nastavku je predstavljena komparativna analiza razloga podnošenja zahteva za mikrokredit u Srbiji, u 2010. godini (uzorak obuhvata 500 ispitanika, od kojih 216 muškog pola, a 284 ženskog pola). Istraživanje je sprovedeno u Nišu (14% ispitanika), Leskovcu (11% ispitanika), Kraljevu (10% ispitanika), Užicu (9% ispitanika), Kruševcu (8% ispitanika), Kragujevcu (6% ispitanika), Čačku (6% ispitanika), Jagodini (6% ispitanika), Valjevu (5% ispitanika), Vranju (5% ispitanika), Zaječaru (5% ispitanika), Pirotu (5% ispitanika), Prijepolju (5% ispitanika) i Novom Pazaru (5% ispitanika). Što se tiče klasifikacije anketiranih, njihova struktura je sledeća: 34,53% nezaposlenih, 16,6% vlasnika malog biznisa, 15,7% državnih činovnika, 8,9% registrovanih poljoprivrednih gazdinstava, 8,8% penzionera, 6,9% vozača, 6,2% samozaposlenih, i 2,2% ostalih.

Grafikon 15: Uporedni pregled deklarisanog razloga apliciranja za mikrokredit u Srbiji, u 2010. godini (% ispitanika)



Izvor: Gies, 2010, str. 10.

Grafikon 16: Uporedni pregled razloga za zaduživanje kod mikrofinansijske institucije u Srbiji, u 2010. godini (% ispitanika)



Izvor: Gies, 2010, str. 10.

Iz prethodne analize, može se zaključiti da su tri *dominantna* razloga podnošenja zahteva za mikrokredit u Srbiji kupovina stoke (poljoprivredni mikrokredit), kupovina opreme i pokretanje sopstvenog posla (biznis mikrokredit), kao i da je *ključni* razlog opredeljivanja za

mikrofinansijsku instituciju nezaposlenost (nemogućnost podnošenja zahteva za kredit u klasičnoj banci). Što se tiče Bosne i Hercegovine, na osnovu analize sukcesivnih Izveštaja o stanju u bankarskom sektoru u Republici Srpskoj i Informacija o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine može se konstatovati da su glavni razlozi podnošenja zahteva za mikrokreditiranjem potreba za finansiranjem određenih poljoprivrednih aktivnosti, kao i finansiranjem ostalih aktivnosti. Kada je u pitanju Crna Gora, na osnovu analize dokumenta pod nazivom „Statistika kamatnih stopa mikrokreditnih finansijskih institucija“ (postavljenog na internet stranici Centralne banke Crne Gore), u okviru odeljka „Iznosi kredita po nameni“ može se uočiti da su ključni razlozi podnošenja zahteva za mikrokreditiranjem potreba za nabavkom određenih osnovnih sredstava, kao i finansiranjem likvidnosti (u značajno manjoj meri, reč je o potrebi za kupovinom robe široke potrošnje, te potrebi za nenamenskim finansiranjem).

1.2. Analiza dominantnih razloga odbijanja zahteva za mikrofinansiranjem

Iz drugog istraživanja istog autora (Gies), preuzeti su podaci koji su predstavljeni u okviru naredne tabele (analiza najčešćih razloga odbijanja zahteva za mikrokredit u Srbiji, u 2012. godini).

Tabela 19: Razlozi odbijanja zahteva za mikrokredit u pojedinim gradovima u Srbiji, u 2012. godini

	Srbija		
	Kragujevac	Leskovac	Vranje
Nedostatak zaposlenja / primanja	21%	44%	29%
Nedostatak kolateralna	45%	35%	49%
Neizvodljiv projekat kojim se konkuriše	15%	9%	11%
Drugi razlozi	19%	12%	9%

Izvor: Gies, 2012.

Na osnovu predstavljenih podataka, može se uočiti da je u Kragujevcu i Vranju glavni razlog odbijanja zahteva za mikrokredit nedostatak odgovarajućeg kolateralala, a u Leskovcu nedostatak zaposlenja i redovnih primanja. Do sličnih podataka za Bosnu i Hercegovinu i Crnu Goru nije bilo moguće doći (mikrofinansijske institucije ne publikuju podatke ovog tipa, a literatura sa sličnom analizom nije pronađena).

2. Komparativna analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i stope zaposlenosti

Svetska banka je 2008. godine definisala kriterijum za identifikaciju „praga“ siromaštva (pojedinci koji imaju primanja u iznosu od 1,25 USD, na dnevnom nivou). U Aziji, siromaštvo je naviše izraženo u Indiji i Butanu (većina njihovog stanovništva, više od 60% u obe države, živi u ruralnim područjima, zatim, prisutan je manjak industrijalizacije, nerazvijen je sistem transporta, visok je nivo korupcije, i sl.). Kao moguće rešenje za izlazak iz zone siromaštva, siromašni vide u samozapošljavanju (Prasad Sharma, 2013, str. 75/76).

Autori citiranog istraživanja izvršili su analizu veze između mikrofinansiranja i preduzetništva (navode da je krajem 2013. godine, ukucavanjem ključnih reči „mikrofinansiranje“ i „preduzetništvo“ u pretraživač Google, izlazilo 3,1 miliona rezultata u vezi teme

„mikrofinansiranja“, od čega 1,35 miliona, odnosno, 44% rezultata pretraživanja pored termina „mikrofinansiranje“ ujedno sadrži i termin „preduzetništvo“) (Banerjee, Duflo, Glennerster, Kinnan, 2014, str. 3).

Međutim, u drugom istraživanju, navodi se kako *ne postoji* značajna korelacija između rasta obima mikrofinansiranja i razvoja preduzetništva (Samson, Olubunmi, Olusegun, 2013, str. 286). U citiranom istraživanju navodi se kako sektor mikro i malih preduzeća predstavlja „*nedostajući sredinu*“ (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 439). S druge strane, postoji i podatak da u Evropskoj Uniji od ukupnog broja novoosnovanih firmi 85% predstavljaju mikro-firme (Maes, 2011, str. 6). Primer države u kojoj je većinski zastupljeno „porodično“ preduzetništvo jeste Kina (Bramanti, 2013, str. 62).

Tabela 20: Karakteristike mikro, malih i srednjih, kao i velikih preduzeća

Kriterijum	Mikro	Malo i srednje	Veliko
Broj zaposlenih	1 – 4; najčešće porodičnog karaktera	5 - 250	više od 250
Orientacija	stabilizacija prihoda / rast	rast / profit	profit / rast
Veličina kredita za koji konkurišu	manji od 10.000 USD (u zemljama u razvoju, manji od 1.000 USD)	manji od 1.000.000 USD	veći od 1.000.000 USD
Menadžment veštine	niske	u razvoju	sofisticirane

Izvor: Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 438.

Bramanti je u okviru svog istraživanja izvršio analizu *imigranata preduzetnika* u Milanu (Italija), gde je do 2011. godine registrovano 34.294 firme koje su pokrenute od strane imigranata (41,7% njih potiče iz Afrike, pretežno iz Egipta i Moroka, 23,3% njih iz Azije, pretežno iz Kine, 23,3% njih iz Južne Amerike, pretežno iz Perua i Kolumbije, 11,7% njih iz Istočne Evrope, pretežno iz Rumunije i Albanije). Autor istraživanja kao osnovni problem iznosi *poteškoće prilikom prikupljanja odgovora* od imigranata preduzetnika na osmišljena pitanja u okviru upitnika putem elektronske pošte, usled čega je došlo do odluke o promeni metodologije prikupljanja podataka (opredeljivanje za Face-to-Face intervju). Istraživački uzorak bio je sačinjen od 100 imigranata (autor istraživanja prikupio je podatke od 60% njih, što se smatra zadovoljavajućim u odnosu na istraživanja sličnog tipa) (2013, str. 63/64).

Samson, Olubunmi i Olusegun kao jedno od *objašnjenja malog broja* mikro i malih preduzeća u zemljama u razvoju navode otežanost pristupa izvorima finansiranja, kao i nemogućnost polaganja zahtevanog kolateralna. Primera radi, u Nigeriji, putem formalnih finansijskih institucija servisirano je 35% populacije, dok je 65% finansijski „isključeno“, te se posledično preusmeravaju na neformalni finansijski sektor (nevladine organizacije, kreditne unije, zaduživanje kod prijatelja i rođaka, „zelenaša“, i dr.). U citiranom istraživanju, korišćen je metod upitnika (kao način prikupljanja podataka za analizu). Autori istraživanja kao zavisnu varijablu definišu razvoj preduzetništva, dok kao nezavisnu varijablu definišu obim mikrofinansiranja. Korišćeni su i određeni statistički alati (analiza varijanse, bazična regresiona analiza). Rezultati istraživanja pokazuju kako mikrofinansijske institucije u Nigeriji predstavljaju ključne učesnike na finansijskom tržištu. U istom istraživanju navodi se kako adekvatnost kapitala i likvidnost

mikrofinansijskih institucija *pozitivno* utiču na rast broja preduzetnika (rast stope zaposlenosti), kao i na rast njihove produktivnosti i profitabilnosti (2013, str. 287-299).

U drugom istraživanju, navodi se značaj *finansijskog „opismenjivanja”* za potencijalne preduzetnike (razlikovanje kategorija priliva, prihoda, profita, prinosa, zatim, razumevanje vrsta i dinamike troškova, kalkulacija cene koštanja, i sl.) (Karlan, Valdivia, 2011, str. 512).

2.1. Analiza na nivou Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine

U periodu neposredno nakon rata, nezaposlenost u Bosni i Hercegovini iznosila je čak 90%. Do 2007. godine, nezaposlenost je bila 40%. Ipak, brojni su pojedinci zavisili od mikrokredita (mnogi su se upuštali u dodatne dugove, kako bi ispoštovali dinamiku otplate, znajući da je to jedini izvor finansiranja na koji mogu da se osalone). Dakle, *osećaj straha* može da se poveže da posledično visokim kvalitetom mikrokreditnog portfolija. Takođe, ovo ima veze i sa „usađenim” socijalnim normama (sramota od pokazivanja slabosti). Kao argument, autor ovde navedene disertacije navodi čak i kulturološke razlike (kao primer se navodi Kosovo, gde ne postoji kultura urednog vraćanja kredita, već pokušaji „prevare sistema”) (Goodwin-Groen, 2012, str. 136/137).

Tabela 21: Obim mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini (zajedno u MKF i MKD, u Federaciji Bosne i Hercegovine i Republici Srpskoj) i stopa zaposlenosti u Bosni i Hercegovini

Godina	Obim mikrofinansiranja, u 000 KM	Stopa zaposlenosti (%)
2011	603.117	31,9
2012	558.590	31,7
2013	549.595	31,6
2014	535.198	31,7
2015	517.732	31,9

Izvor: Anketa o radnoj snazi 2013, str. 25; Anketa o radnoj snazi 2014, str. 31; Anketa o radnoj snazi 2015, str. 38.

Za statističku obradu podataka korišćen je program SPSS 17,0. Primera radi, pojedini istraživači koristili su Pseudo Maximum Likelihood Poisson (PPML) estimator kako bi *prevazišli* probleme u okviru programa Stata (Fetzer, 2014, str. 31).

Tabela 22: Pearson-ov koeficijent korelaciјe

Correlations			
		Obim mikrofinansiranja	Stopa zaposlenosti
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1	.195
	Sig. (2-tailed)		.753
	N		5
Stopa zaposlenosti	Pearson Correlation	.195	1
	Sig. (2-tailed)	.753	
	N	5	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 23: Bazična deskriptivna statistika

	N	Mean	Std. Deviation
Obim mikrofinansiranja	5	5.5240E2	32.24593
Stopa zaposlenosti	5	31.7600	.13416

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 24: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.195 ^a	.038	-.282	36.51725	.038	.119	1	3	.753

a. Predictors: (Constant), stopa zaposlenosti

b. Dependent Variable: obim mikrofinansiranja

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 25: Standardizovani koeficijent beta

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations		
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1 (Constant)	31.311	1.303		24.027	.000	27.164	35.458			
Obim mikrofinansiranja	.001	.002	.195	.345	.753	-.007	.008	.195	.195	.195

a. Dependent Variable: stopa zaposlenosti

Izvor: Kalkulacija autora.

Iz prethodnih tabela, uočava se da je vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelaciјe *pozitivna*, ali niža od 0.30, te se stoga može govoriti o *slaboj* pozitivnoj vezi između nezavisne varijable (ukupan obim odobrenih mikrokredita u Bosni i Hercegovini) i zavisne varijable (stopa zaposlenosti u Bosni i Hercegovini). Nivo značajnosti je 0.753 (značajno viša vrednost od 0.05), što ukazuje da dobijeni rezultati *nisu* statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.753), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.753), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (ne može se konstatovati da usled jediničnog povećanja nezavisne varijable dolazi do povećanja zavisne promenljive za 0.195 jedinica). F-test ekvivalentan je T-testu. Međutim, ovo se neretko dešava kada je u pitanju *mali* uzorak (statističari *upozoravaju* da bi fokus na nivo značajnosti više trebalo staviti kod nekih drugih statističkih testova, a ne kod Pearsonov-og koeficijenta korelaciјe). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.038 (što ukazuje na to da nezavisna varijabla ima moć da obezbedi objašnjenost svega 3.8% varijacija zavisne varijable), dok je standardna greška procene visoka. R-kvadrat i Δ R-kvadrat imaju identične vrednosti, jer se analizira jedan model. Prilagođeni R-kvadrat niži je od R-kvadrata (ukoliko se interpretira u kontekstu populacije, a ne isključivo uzorka).

2.2. Analiza na nivou Crne Gore, za period 2011-2015. godine

Tabela 26: Obim mikrofinansiranja i stopa zaposlenosti u Crnoj Gori

Godina	Obim mikrofinansiranja, u 000 EUR	Stopa zaposlenosti (%)
2011	40.608	39,1
2012	34.060	40,1
2013	36.712	40,3
2014	39.291	43,2
2015	48.547	44,3

Izvor: Centralna banka Crne Gore, Statistika mikrokreditnih finansijskih institucija (ažurirano dana 20.04.2016. godine); Monstat, Tržište rada - Anketa o radnoj snazi 2011, str. 5; Anketa o radnoj snazi 2012, str. 5; Anketa o radnoj snazi 2013, str. 5; Anketa o radnoj snazi 2014, str. 5; Anketa o radnoj snazi 2015, str. 5.

Tabela 27: Pearson-ov koeficijent korelaciјe

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Stopa zaposlenosti
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation		.686
	Sig. (2-tailed)		.201
	N	5	5
Stopa zaposlenosti	Pearson Correlation	.686	1
	Sig. (2-tailed)	.201	
	N	5	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 28: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Mikrofinansiranje	39.8436	5.47485	5
Zaposlenost	41.4000	2.22711	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 29: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.686 ^a	.470	.294	1.87149	.470	2.665	1	3	.201

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

b. Dependent Variable: stopa zaposlenosti

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 30: Standardizovani koeficijent beta

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	30.284	6.861		4.414	.022	8.448	52.119
Obim mikrofinansiranja	.279	.171	.686	1.632	.201	-.265	.823

a. Dependent Variable: stopa zaposlenosti

Izvor: Kalkulacija autora.

Na osnovu prethodno prikazanih podataka, uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi 0.686 (u rasponu 0.30 – 0.69), što potvrđuje da postoji *srednje jaka* povezanost između obima mikrofinansiranja i stope zaposlenosti u Crnoj Gori. Nivo značajnosti iznosi 0.201 (viša vrednost od „granične“ 0.05), što ukazuje da dobijeni rezultati *nisu* statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.201), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.201), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (ne može se konstatovati da usled jediničnog povećanja nezavisne varijable dolazi do povećanja zavisne promenljive za 0.686 jedinica). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.470 (što ukazuje da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost 47.0% varijacija među podacima, odnosno, nezavisna promenljiva objašnjava 47.0% varijacija zavisne promenljive, međutim, model je reprezentativniji što je ovaj koeficijent bliži vrednosti 1), dok je standardna greška procene niska.

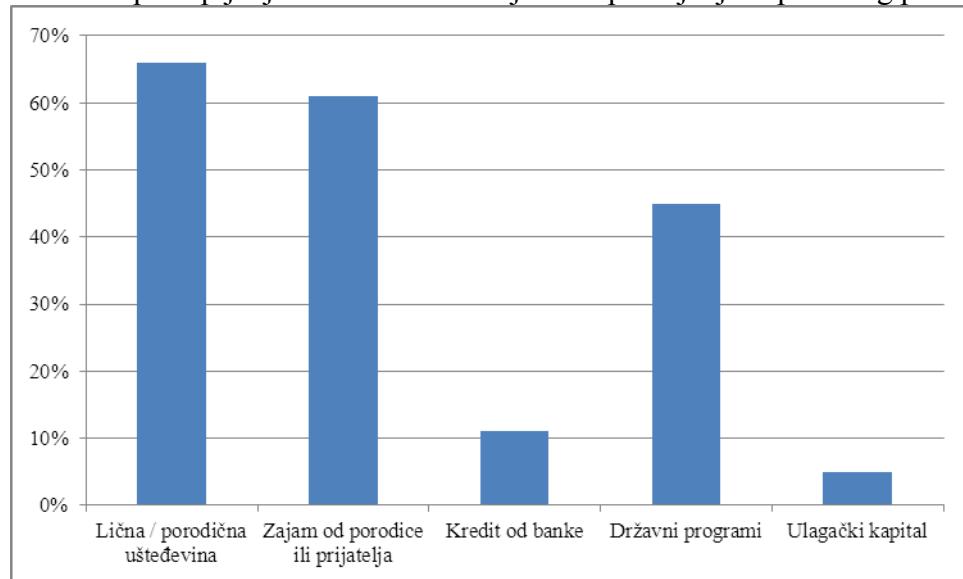
2.3. Analiza na nivou Srbije, za period 2011-2015. godine

Hutchinson, Guttentag, Chen i Mo u svom istraživanju pokazuju da je stopa nezaposlenosti omladine u Srbiji (15-30 godina) u 2011. godini iznosila 46%, što posledično dovodi do povećanja stope „*sive*“ ekonomije, kao i do masovnijeg „*odliva mozgova*“.

Kao osnovne prepreke za razvoj omladinskog preduzetništva u Srbiji navode se visoki porezi, nedostatak adekvatno prilagođene ponude kredita, nedovoljna podrška starijih članova porodice („*sindrom*“ prenaglašene naviknutosti na državne poslove), nedovoljnost preduzetničkog znanja, nedovoljnost programa za dodelu bespovratnih sredstava (nedovoljnost subvencionisanja), strukturni problemi u samoj državi, i sl. Kao podsticaji razvoja omladinskog preduzetništva u Srbiji navode se proširenje postojećih sistema poslovnih inkubatora, uspostavljanje nacionalne asocijacije preduzetnika omladinaca, uspostavljanje online portala koji bi agregirao poslovne informacije, podsticanje uključivanja roditelja u preduzetničke projekte svoje dece, minimiziranje troškova otpočinjanja sopstvenog poslovanja, promovisanje i afirmacija preduzetništva u nižim fazama obrazovanja, omogućavanje podrške studentima koji primaju stipendije da pokrenu sopstveno poslovanje, i sl. Rezultati istog istraživanja pokazuju i da 54% omladine u Srbiji poslovno okruženje smatra negativnim, dok njih 70% smatra da je rizik otpočinjanja sopstvenog poslovanja visok. Takođe, navodi se i da entuzijazam preduzetnika početnika nestaje nakon prvih šest meseci od otpočinjanja sopstvenog poslovanja, zbog komplikovane procedure registracije i preobimne birokratije. U istraživanju se navodi i kako je

55% ispitanika izjavilo da bi razmotrilo otpočinjanje sopstvenog poslovanja *ukoliko bi i kreditni uslovi bili povoljniji* (većina banaka u Srbiji postavlja preduslov minimum jedne godine poslovanja, polaganja finansijskih izveštaja i kolateralu). *Visoke aktivne kamatne stope* jedan su od glavnih razloga odustajanja od podnošenja zahteva za kredit (u rasponu 20-35% na godišnjem nivou). S druge strane, banke u Srbiji argumentuju kako se razlog nedovoljnog razvoja preduzetništva krije u nerazvijenosti preduzetničke kulture na nivou države (Hutchinson, Guttentag, Chen, Mo, 2012, str. 4-15).

Grafikon 17: Načini prikupljanja izvora finansiranja za započinjanje sopstvenog posla u Srbiji

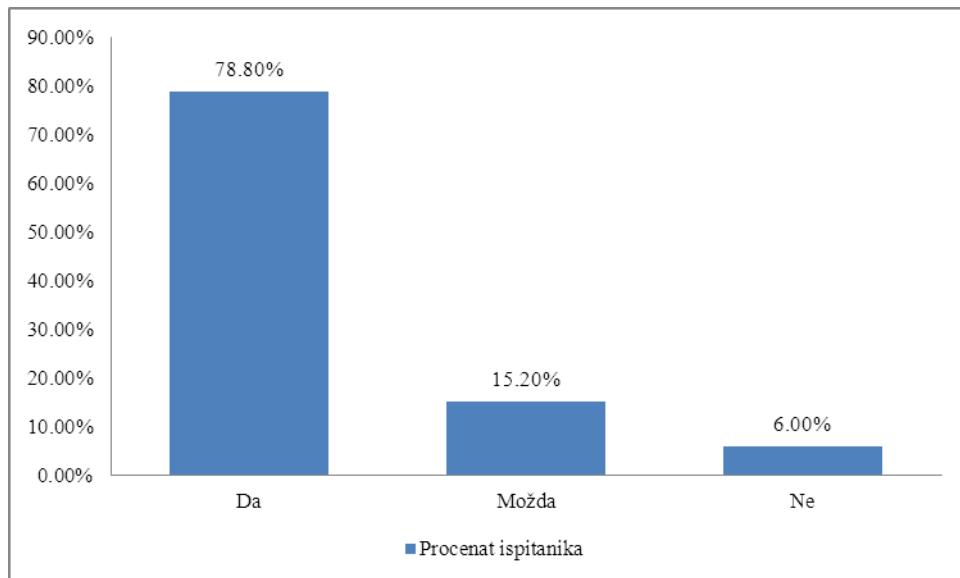


Izvor: Hutchinson, Guttentag, Chen, Mo, 2012, str. 52.¹⁴

U istraživanju se navodi i kako postoji nekoliko razloga (*makroekonomске* prirode) zašto se aktivne kamatne stope postavljaju na visokom nivou. Iz perspektive banaka, analiza i procena individualne premije rizika za svakog potencijalnog klijenta ponaosob predstavlja značajan trošak. *Umesto pojedinačne procene, banke se opredeljuju da odrede univerzalnu premiju za rizik, koja bi važila za sve potencijalne preduzetnike koji bi aplicirali za kredit* (neminovno, nameće se zaključak kako na taj način definisana premija za rizik nije adekvatna u svakom pojedinačnom slučaju). Dalje, kao značajan činilac određivanja visine aktivnih kamatnih stopa navodi se rizik zemlje, koji posledično utiče na rast troškova inostranih izvora finansiranja (međutim, u istraživanju se *ne obrazlaže* metodologija ugrađivanja rizika zemlje u aktivne kamatne stope). Zatim, kao razlog postavljanja aktivnih kamatnih stopa na visokom nivou navodi se i polaganje visoke stope obavezne rezerve kod Narodne banke Srbije. Kao „opravdanje“ za nepružanje mikrofinansijskih usluga većina banaka koje posluju u Srbiji pronalaze u manjkavom zakonodavstvu i regulativi (kada je u pitanju ova oblast). U istraživanju se navodi i kako Srbija nije utemeljena na tržišnim principima (još uvek je u fazi tranzicije) (Hutchinson, Guttentag, Chen, Mo, 2012, str. 15-18).

¹⁴ Ispitanici su obeležili sve primenljive odgovore.

Grafikon 18: Da li mikrofinansiranje može da poveća zaposlenost u Srbiji?



Izvor: Janićijević, Petković, 2011, str. 142.

Tabela 31: Obim mikrofinansiranja i stopa zaposlenosti u Srbiji

Godina	Obim mikrofinansiranja, u EUR	Stopa zaposlenosti (%)
2011	14.085.689,08	35,8
2012	17.365.186,56	34,3
2013	28.587.880,92	37,7
2014	36.949.467,60	39,7
2015	43.489.340,07	42,2

Izvor: Anketa o radnoj snazi u Republici Srbiji, 2015. godina, str. 24/25; Anketa o radnoj snazi u Republici Srbiji, 2014. godina, str. 24/25; Anketa o radnoj snazi u Republici Srbiji, 2013. godina, str. 40/41; Anketa o radnoj snazi u Republici Srbiji, 2012. godina, str. 4; Anketa o radnoj snazi u Republici Srbiji, 2012. godina, str. 39/40.¹⁵

Tabela 32: Pearson-ov koeficijent korelacijske

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Stopa zaposlenosti
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1	.958*
	Sig. (2-tailed)		.010
	N	5	5
Stopa zaposlenosti	Pearson Correlation	.958*	1
	Sig. (2-tailed)	.010	
	N	5	5

¹⁵ Podaci o obimu mikrofinansiranja odnose se *isključivo* na Opportunity Bank, dok za Agroinvest nije bilo moguće prikupiti ove podatke (pristup podacima na MixMarket-u zahteva *plaćanje preplate*).

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Stopa zaposlenosti
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1	.958*
	Sig. (2-tailed)		.010
	N	5	5
Stopa zaposlenosti	Pearson Correlation	.958*	1
	Sig. (2-tailed)	.010	
	N	5	5

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 33: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Obim mikrofinansiranja	28.0950	12.52022	5
Stopa zaposlenosti	37.9460	3.12723	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 34: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.958 ^a	.918	.891	1.03089	.918	33.809	1	3	.010

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

b. Dependent Variable: stopa zaposlenosti

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 35: Standardizovani koeficijent beta

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	31.221	1.245		25.074	.000	27.258	35.183
Obim mikrofinansiranja	.239	.041	.958	5.815	.010	.108	.370

a. Dependent Variable: stopa zaposlenosti

Izvor: Kalkulacija autora.

Uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi 0.958 (iznad 0.70), što potvrđuje da postoji *jaka pozitivna* povezanost između obima mikrofinansiranja i stope zaposlenosti u Srbiji. Nivo značajnosti iznosi 0.01 (niža vrednost od „granične“ 0.05), što ukazuje da su dobijeni rezultati *statistički značajni*. Na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.010),

može se zaključiti da nezavisna varijabla značajno utiče na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.010), može se zaključiti da je standardizovani beta koeficijent značajan (može se konstatovati da usled jediničnog povećanja nezavisne varijable dolazi do povećanja zavisne promenljive za 0.958 jedinica). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.918 (što ukazuje da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost čak 91.8% varijacija među podacima, što ukazuje na reprezentativnost modela), dok je standardna greška procene niska (niža nego u slučaju analize podataka za Crnu Goru). Visok stepen objašnjenosti podataka i niska vrednost greške procene logički se uklapaju.

3. Komparativna analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i iznosa bruto domaćeg proizvoda

Svako ko je ikad pokušao da određeni matematički model primeni u realnom životu svestan je da matematički modeli funkcionišu idealno i bez poteškoća *isključivo na papiru*. Pojedini istraživači ističu kako je modeliranje ekonomskih pojava čak zahtevnije od modeliranja prirodnih pojava (priroda veze između varijabli može se utvrditi *isključivo kao verovatnost, a ne kao tačnost*). Kada je u pitanju analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i iznosa bruto domaćeg proizvoda (u analiziranim državama), trebalo bi najpre razgraničiti da su u pitanju *prekidne i nestacionarne* vremenske serije (posmatrano na godišnjem nivou, sa slučajnim odstupanjima oko trenda), kao i da su u pitanju *promenljive toka* (a ne stoka). S obzirom na to da se u okviru disertacije primenjuje i deo regresione analize, koja zahteva *poznavanje ili procenu određenog broja vrednosti prediktorskih i kriterijumske varijabli*, neophodno je napomenuti kako je u ovom segmentu postojala poteškoća prilikom izrade regresione analize (kada je u pitanju prikupljanje podataka o mikrofinansijskom sektoru u Srbiji, njegova „vidljivost” gotovo je *slična neopazenosti „sive” ekonomije*, i pritom, misli se isključivo na mikrofinansijske organizacije, nad kojima Narobna banka Srbije ne vrši kontrolu). Uprkos činjenici da bi istraživanje koje uključuje *duže* vremenske serije bilo poučnije, u ovom slučaju to nije bilo moguće izvesti. Takođe, u situacijama kada su podaci preuzimani iz baze MixMarket, a ne prikupljeni direktno od analizirane mikrofinansijske organizacije, trebalo bi napomenuti da postoji verovatnoća da *promene metodologije evidentiranja* podataka tokom vremena utiču na *umanjenje konzistentnosti* podataka, što može u određenoj meri da utiče na i samu interpretaciju rezultata istraživanja. U „uhodanim” i stabilnim privredama, i vremenske serije podataka su stabilne (što se ne može tvrditi za vremenske serije u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji). Statističari neretko ističu kako regresiona analiza pruža smislene rezultate isključivo ukoliko se primenjuje na stacionarne serije, dok u suprotnom može da nastane problem „prividne” regresije (pokazatelji reprezentativnosti regresionog modela mogu čak da budu dobri, odnosno, koeficijent determinacije da bude visok, a T-statistika signifikantna, što može da dovede do pogrešnih zaključaka, te da *autor analize smatra kako je „otkrio”* značajnu vezu i nešto suvislo, a da zapravo nije). Međutim, **generalizovano** govoreći, može se reći da se svaka varijabla u kointegracionim relacijama „ponaša” kao nestacionarna, te pojedini statističari ističu kako uključivanje nestacionarnih varijabli u regresionu analizu može da bude i *dobra ideja* (prilikom tumačenja dobijenih rezultata, biće uzeta u obzir mogućnost postojanja „prividne” regresije). Čuveni američki matematičar John Tukey rekao je da je „*bolje dati približan odgovor na ispravno pitanje, nego tačan odgovor na pogrešno pitanje*“.

3.1. Analiza na nivou Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine

Rezultati citiranog istraživanja pokazuju da su mikrofinansijske institucije u *manjoj* meri korelisane sa promenama bruto društvenog proizvoda, u odnosu na klasične banke (Hitchcock, 2014, str. 18).

Tabela 36: Obim mikrofinansiranja i bruto domaći proizvod u Bosni i Hercegovini

Godina	Volumen odobrenih mikrokredita, u 000 KM	Bruto domaći proizvod, u 000 KM
2011	603.117	26.209.627
2012	558.590	26.193.056
2013	549.595	26.743.085
2014	535.198	27.304.359
2015	517.732	28.207.874

Izvor: Bruto domaći proizvod – kvartalni podaci (2011-2015. godine), str. 5, Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine.¹⁶

Tabela 37: Pearson-ov koeficijent korelacijske

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Bruto domaći proizvod
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1	.-839
	Sig. (2-tailed)		.075
	N	5	5
Bruto domaći proizvod	Pearson Correlation	-.839	1
	Sig. (2-tailed)	.075	
	N	5	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 38: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Bruto domaći proizvod	26.9312	.84684	5
Obim mikrofinansiranja	5.5240E2	32.24593	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 39: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.839 ^a	.705	.606	.53147	.705	7.156	1	3	.075

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

Izvor: Kalkulacija autora.

¹⁶ BDP izražen u tekućim cenama (proizvodni pristup).

Tabela 40: Standardizovani koeficijent beta

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	39.109	4.558		8.579	.003	24.602	53.616
Obim mikrofinansiranja	-.022	.008	-.839	-2.675	.075	-.048	.004

a. Dependent Variable: bruto domaći proizvod

Izvor: Kalkulacija autora.

Iz prethodnih tabela, uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi -0.839, te se stoga može govoriti o *jakoj negativnoj* vezi između prediktorske varijable (ukupan obim odobrenih mikrokredita u Bosni i Hercegovini) i kriterijumske varijable (iznos bruto domaćeg proizvoda Bosne i Hercegovine). Nivo značajnosti je 0.075 (viša vrednost od 0.05), što ukazuje da dobijeni rezultati *nisu* statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.075), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.705), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (ima negativnu vrednost, što bi značilo da do pada vrednosti zavisne varijable dolazi usled povećanje vrednosti nezavisne promenljive). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.705, što znači da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost 70.5% varijacija među podacima, dok je standardna greška procene izuzetno niska.

3.2. Analiza na nivou Crne Gore, za period 2011-2015. godine

Tabela 41: Obim mikrofinansiranja i bruto domaći proizvod u Crnoj Gori

Godina	Obim mikrofinansiranja, u 000 EUR	Bruto domaći proizvod, u 000 EUR
2011	40.608	3.264.781
2012	34.060	3.181.477
2013	36.712	3.362.481
2014	39.291	3.457.922
2015	48.547	3.594.969

Izvor: Kvartalni bruto domaći proizvod Crne Gore za IV kvartal 2015. godine, str. 2, Monstat.¹⁷

Tabela 42: Pearson-ov koeficijent korelacijske

Correlations		
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	Obim mikrofinansiranja
	Sig. (2-tailed)	1
	N	.829
Bruto domaći proizvod	Pearson Correlation	Bruto domaći proizvod
	Sig. (2-tailed)	.083
	N	5
		5

Izvor: Kalkulacija autora.

¹⁷ Nacionalni računi – Bruto domaći proizvod i glavni agregati (godišnji podaci 2011-2014.; tekuće cene; proizvodni pristup), a za 2015. godinu po potrošnoj metodi, tekuće cene (*nije izračunato* po proizvodnoj metodi).

Tabela 43: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Obim mikrofinansiranja	39.8436	5.47485	5
Bruto domaći proizvod	3.3716	.16183	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 44: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.829 ^a	.688	.583	.10445	.688	6.602	1	3	.083

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

b. Dependent Variable: bruto domaći proizvod

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 45: Standardizovani koeficijent beta

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
1 (Constant)	2.395	.383		6.255	.008	1.176	3.614
Obim mikrofinansiranja	.025	.010	.829	2.569	.083	-.006	.055

a. Dependent Variable: bruto domaći proizvod

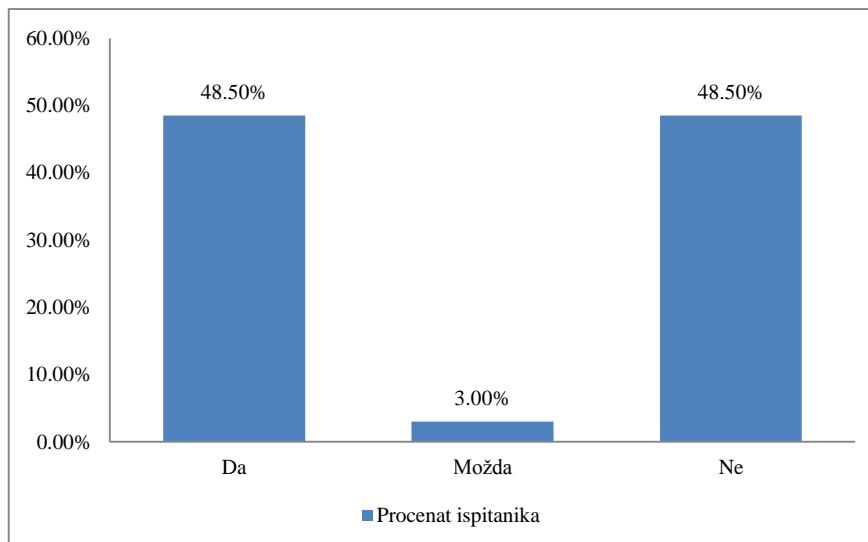
Izvor: Kalkulacija autora.

Uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi 0.829 (iznad 0.70), što potvrđuje da postoji *jaka pozitivna* povezanost između obima mikrofinansiranja i bruto domaćeg proizvoda Crne Gore (dakle, rast obima mikrofinansiranja doprinosi rastu bruto domaćeg proizvoda). Nivo značajnosti iznosi 0.083 (viša vrednost od „granične“ 0.05), što ukazuje da dobijeni rezultati *nisu* statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.083), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.083), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (ne može se tvrditi da usled jediničnog povećanja vrednosti nezavisne promenljive dolazi do povećanja vrednosti zavisne promenljive za 0.829 jedinica). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.688 (što ukazuje da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost 68.8% varijacija među podacima), dok je standardna greška procene niska.

3.3. Analiza na nivou Srbije, za period 2011-2015. godine

U nastavku su predstavljeni rezultati citiranog istraživanja, u okviru kog je izvršena *analiza uticaja* mikrofinansiranja na bruto domaći proizvod Srbije.

Grafikon 19: Da li mikrofinansiranje može da poveća bruto domaći proizvod Srbije?



Izvor: Janićijević, Petković, 2011, str. 142.

Tabela 46: Obim mikrofinansiranja i bruto domaći proizvod u Srbiji

Godina	Obim mikrofinansiranja, u EUR	Bruto domaći proizvod, mil. RSD
2011	14.085.689,08	3.407.563,2
2012	17.365.186,56	3.584.235,8
2013	28.587.880,92	3.876.403,4
2014	36.949.467,60	3.908.469,6
2015	43.489.340,07	3.973.033,6

Izvor: Statistički godišnjak Republike Srbije 2015, str. 131; Kvartalni bruto domaći proizvod R. Srbije – četvrti kvartal 2015. godine, str. 2 (Republički zavod za statistiku).¹⁸

Tabela 47: Pearson-ov koeficijent korelacijske

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Bruto domaći proizvod
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation		.944*
	Sig. (2-tailed)		.016
	N	5	5
Bruto domaći proizvod	Pearson Correlation	.944*	1
	Sig. (2-tailed)	.016	
	N	5	5

¹⁸ BDP izražen u tekućim cenama.

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Bruto domaći proizvod
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1	.944*
	Sig. (2-tailed)		.016
	N	5	5
Bruto domaći proizvod	Pearson Correlation	.944*	1
	Sig. (2-tailed)	.016	
	N	5	5

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 48: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Obim mikrofinansiranja	28.0950	12.52022	5
Bruto domaći proizvod	3.7496	.24278	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 49: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.944 ^a	.892	.855	.09233	.892	24.657	1	3	.016

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

b. Dependent Variable: bruto domaći proizvod

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 50: Standardizovani koeficijent beta

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant) 3.235	.112		29.010	.000	2.880	3.590
	Obim mikrofinansiranja .018	.004	.944	4.966	.016	.007	.030

a. Dependent Variable: bruto domaći proizvod

Izvor: Kalkulacija autora.

Uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi 0.944 (iznad 0.70), što potvrđuje da postoji *jaka pozitivna* korelacija između obima mikrofinansiranja i iznosa bruto domaćeg proizvoda u Srbiji. Nivo značajnosti je 0.016 (niža vrednost od „granične“ 0.05), što ukazuje da su dobijeni rezultati *statistički značajni*. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.016), može se zaključiti da nezavisna varijabla značajno utiče na zavisnu varijablu. Na osnovu

vrednosti Sig. T-testa (0.016), može se zaključiti da je standardizovani beta koeficijent značajan (može se tvrditi da usled jediničnog povećanja vrednosti nezavisne promenljive dolazi do povećanja vrednosti zavisne promenljive za 0.944 jedinica). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.892 (što ukazuje da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost čak 89.2% varijacija među podacima, što ukazuje na reprezentativnost modela), dok je standardna greška procene niska.

4. Komparativna analiza korelacije između obima mikrofinansiranja i indeksa ljudskog razvoja

U indikatore ljudskog razvoja spadaju indeks ljudskog razvoja, indeks siromaštva I i II, indeks siromaštva koje je rodno zasnovano (Annim, 2010, str. 199).

U pojedinim istraživanjima, indeks ljudskog razvoja koristi se kao nezavisna, *objašnjavajuća* varijabla, dok se kao zavisna varijabla predstavlja visina aktivne kamatne stope. Zaključak je da države sa višim indeksom ljudskog razvoja zaračunavaju više aktivne kamatne stope (ipak, autori ovog istraživanja naglašavaju kako je rezultat *statistički neznačajan*) (Al Azzam, Mimouni, Sarangi, 2014, str. 4).

U citiranom istraživanju, navodi se kako uključivanje indeksa ljudskog razvoja u analizu doprinosi kvalitetnijem *sagledavanju institucionalnih razlika* među državama (Mersland, 2009, str. 108). U drugom istraživanju, spominje se indeks ljudskog razvoja, kao jedan od činilaca procene socio-ekonomskog okruženja u okviru kog posluje **mikrofinansijska** institucija (Kirchstein, 2011, str. 194). Autor istraživanja naglašava kako bi nivo značajnosti dobijenih rezultata (prilikom izrade statističkih analiza) bio viši, kada bi „sirovi“ podaci bili kvalitetniji (Mersland, 2009, str. 115). I u ovoj doktorskoj disertaciji, kvalitet interpretacije podataka u određenoj meri je *narušen* usled otežane mogućnosti prikupljanja istih.

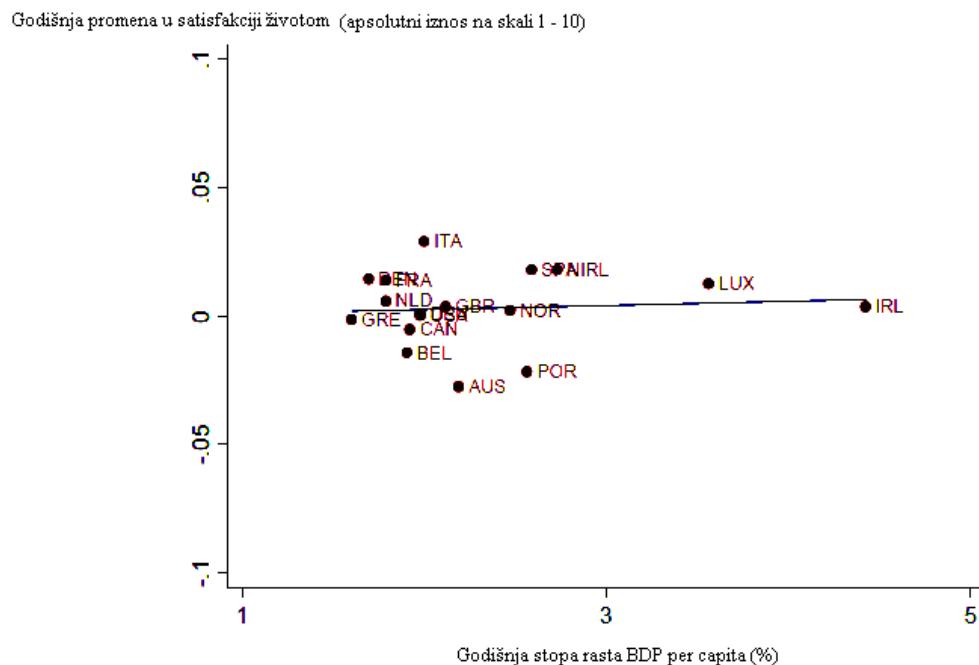
Autori citiranog istraživanja ističu kako su *podatke o sreći* prikupljali putem internet stranica ZACAT-GESIS Online Study Catalogue i Latinobarómetro Database (Easterlin, Angelescu, 2009, str. 3). Isti autori ističu kako su i podaci o satisfakciji životom i o bruto društvenoj sreći *nesavršeni*, te razmatraju na koje načine može da se *poboljša njihova komparabilnost* (Easterlin, Angelescu, 2009, str. 5).

Drugo istraživanje imalo je za cilj da ispita da li mikrofinansiranje pozitivno utiče na indeks bruto nacionalne sreće (Gross National Happiness, GNH). Fokus je stavljen na proučavanje ponašanja jedne od *komponenata* indeksa bruto nacionalne sreće, a to je *životni standard siromašnih* (jer, koncept mikrofinansiranja prvobitno je bio definisan kao „koncept finansiranja siromašnih“). Indeks bruto nacionalne sreće osmišljen je 1972. godine, iz razloga što se smatralo da *ukupan* ekonomski razvoj jedne države ne bi trebalo meriti *isključivo i jednostrano* putem tradicionarnih pokazatelja, poput bruto društvenog proizvoda. Indeks bruto nacionalne sreće zasniva se na četiri „stuba“: uravnotežen razvoj, zaštita životne sredine, očuvanje i unapređenje kulture i nasleđa, kao i upravljanje u skladu sa Milenijumskim razvojnim ciljevima. Centar za studije Butana identifikovao je devet pokazatelja bruto nacionalne sreće: životni standard, zdravlje stanovništva, obrazovanje, vitalnost i raznovrsnost ekosistema, raznolikost kulturnosti,

način korišćenja vremena, kvalitet upravljanja, vitalnost i perspektivnost zajednice, socio-emocionalna dobrobit. Tvorci ovog alternativnog pokazatelja smatraju da je lični osećaj blagostanja/dobrobiti (*subjektivna* mera) značajniji u odnosu na, primera radi, nivo i strukturu potrošnje (*objektivna* mera), te relevantniji za procenu stepena sveopštег razvoja. Objašnjava se kako se indeks nacionalne sreće pogrešno analizira odvojeno od komponente novca (statusno različiti slojevi populacije *različito percipiraju* sreću). Kao ograničenje/nedostatak ovog istraživanja autori ističu korišćenje „*sekundarnih*“ podataka, koji su prikupljeni iz različitih izvora (podaci variraju među različitim rejting agencijama, a mogući razlog može da bude njihovo nekontinuirano ažuriranje). Takođe, autor kao digresiju navodi kako je moguće da rezultati istraživanja *ne sažimaju u potpunosti i na najbolji način* globalna dešanja u oblasti mikrofinansiranja, kao i uticaj mikrofinansiranja na životni standard siromašnih, jer se citirano istraživanje fokusira prvenstveno na analizu pomenutih relacija u Indiji i Butanu (analiza indeksa ljudskog razvoja, odnosno, analiza dugovečnosti, znanja i životnog standarda). U 2012. godini, prosečan indeks ljudskog razvoja na globalnom nivou iznosi 0,694. Pojedini autori smatraju kako broj stanovnika utiče na nivo indeksa ljudskog razvoja (što je više stanovnika, veći je iznos indeksa ljudskog razvoja). Međutim, u citiranom istraživanju navodi se *kontra-zaključak*, a kao primer navodi se Butan sa svega 0,7 miliona stanovnika, koji je na začelju liste zemalja u pogledu procene ljudskog razvoja. Kao jedan od pokazatelja životnog standarda jeste očekivani životni vek (zdravstveni i higijenski uslovi življjenja). U Indiji i Butanu, očekivani životni vek iznosi 66, odnosno, 68 godina, koji je *značajno niži u poređenju sa zemljama koje imaju viši indeks ljudskog razvoja* (gde je očekivani životni vek 74-82 godine). Takođe, autor istraživanja kao jedan od ključnih indikatora ljudskog razvoja navodi stopu pismenosti odraslih (kao moguće razloge niskih stopa pismenosti navode visoku stopu napuštanja škole, diskriminaciju u obrazovanju osoba muškog i ženskog pola, prisustvo akutnog siromaštva u ruralnim područjima, te nizak nivo inkluzije). Autor istog istraživanja došao je do zaključka da postoji pozitivna veza između životnog standarda i sreće (sreća jača usled poboljšanja životnog standarda). Isti autor ističe kako mikrofinansiranje *pozitivno utiče na podizanje kvaliteta životnog standarda, što posledično utiče na jačanje osećanja sreće* (Prasad Sharma, 2013, str. 72-80).

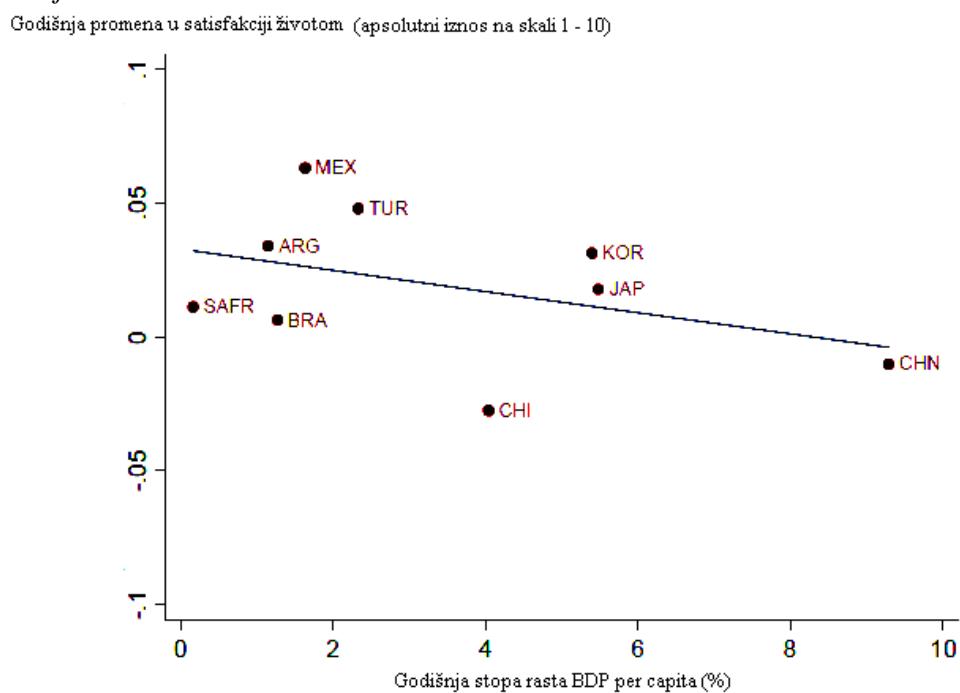
Autori drugog istraživanja ustanovili su da *ne postoji značajna* veza između jačanja sreće i dugoročne stope rasta bruto društvenog proizvoda (ovo važi za 17 analiziranih razvijenih država, 9 zemalja u razvoju, i 11 zemalja u tranziciji). Isti autori došli su do zaključka da rast bruto društvenog proizvoda *per capita u većoj meri* utiče na osećaj lične sreće u *siromašnjim* državama, u odnosu na bogatije. Oni naglašavaju i kako je od značaja prilikom „merenja“ sreće *obuhvatiti* kako periode konjunkture, tako i periode recesije. Postoji *paradoks o sreći*, odnosno, iako su unutar svake zemlje bogatiji sretniji od siromašnih, prosečan nivo sreće veoma malo se menja kako dohodak pojedinaca raste. Richard Easterlin i drugi pojedini autori ističu da sreća *zavisi od relativnog, a ne apsolutnog* dohotka. Easterlin-ov zaključak je da se ljudi osećaju srećnije ukoliko su razmere nejednakosti dohotka unutar određene zajednice manje, odnosno, da se osećaju manje srećno ukoliko primećuju da su pojedinci iz okruženja bogatiji od njih samih. U *kratkom* roku, sreća i dohodak u pozitivnoj su korelaciji, dok u *dugom* roku ta korelacija nestaje (objašnjenje za ovo moguće je pronaći u *bihevioralnoj* ekonomiji, kao i zakonu *opadajuće granične korisnosti*, gde usled rasta materijalnih aspiracija, osećaj sreće usled svake nove zarađene novčane jedinice opada, što je proces koji je izuzetno teško zaustaviti, jer aspiracije nije fleksibilne „na dole“) (Easterlin, Angelescu, 2009, str. 1-6).

Grafikon 20: Dugoročna korelacija između promene satisfakcije životom i BDP *per capita* u 17 razvijenih država



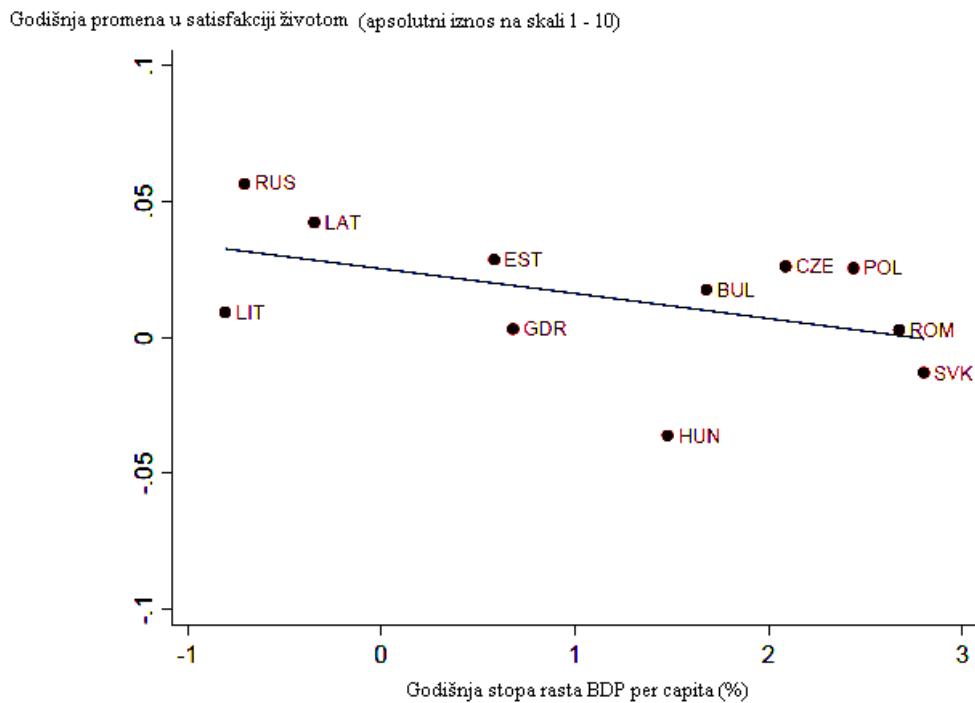
Izvor: Easterlin, Angelescu, 2009, str. 19.

Grafikon 21: Dugoročna korelacija između promene satisfakcije životom i BDP *per capita* u 9 država u razvoju



Izvor: Easterlin, Angelescu, 2009, str. 20.

Grafikon 22: Dugoročna korelacija između promene satisfakcije životom i BDP *per capita* u 11 tranzicijonih država



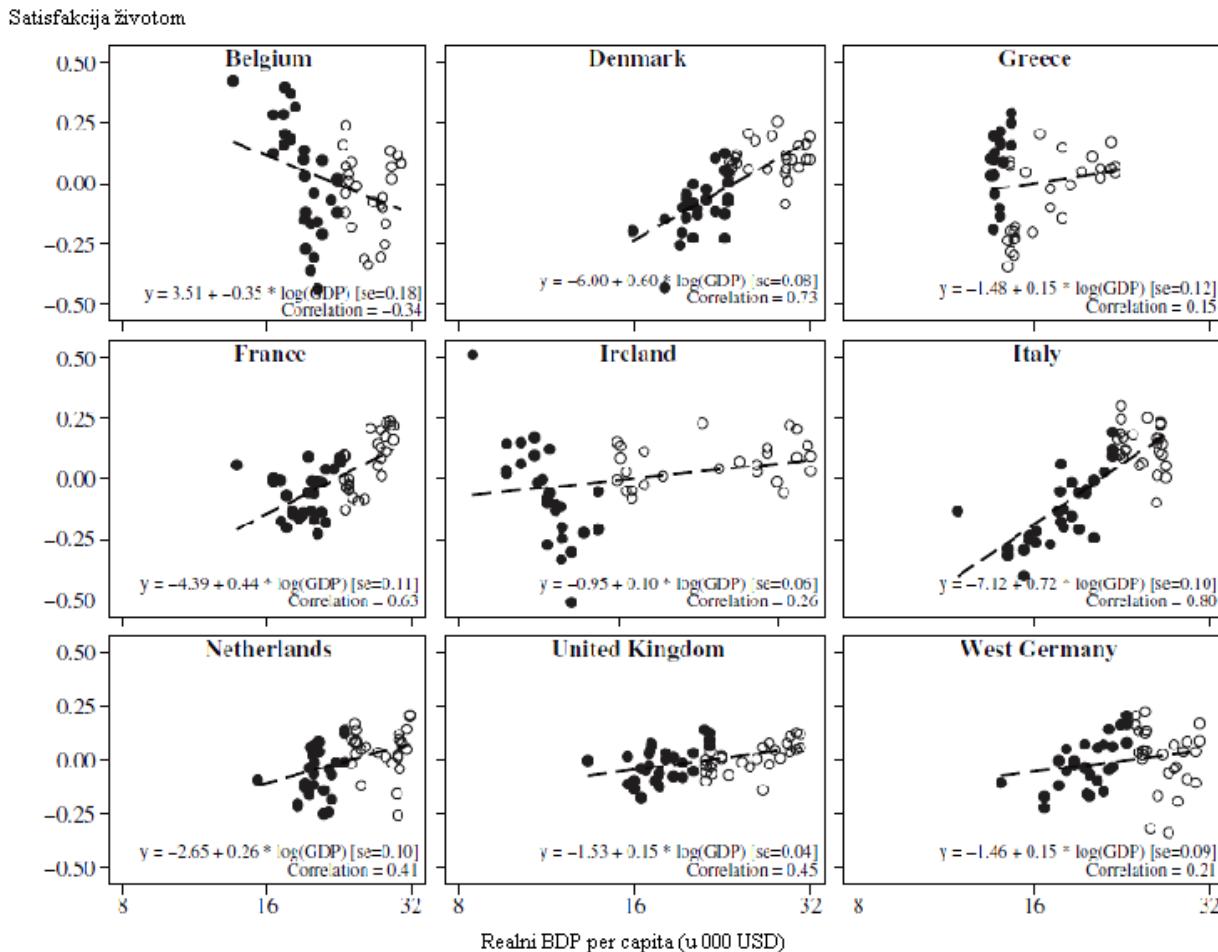
Izvor: Easterlin, Angelescu, 2009, str. 21.

Esterlin-ov paradoks govori o tome kako ne postoji korelacija između ekonomskog razvoja države i nivoa sreće nacije (ukoliko dođe do rasta dohotka za sve, zabluda je da će doći i do jačanja osećaja sreće kod svih, dakle, ono što je dobro za pojedinca, ne znači ujedno da je dobro i za društvo). Takođe, značajno je napraviti distinkciju da li dolazi do povećanja absolutnog nivoa dohotka, ili se posmatra *relativni* dohodak (što je značajnije). Esterlin ističe kako je pozitivna korelacija između dohotka i subjektivnog osećaja blagostanja izraženija u *okviru* država, nego posmatrano *između* država (u kros-sekcijskoj analizi u okviru citiranog istraživanja, korišćeni su podaci sa internet stranice Gallup World Poll). U istom radu iznet je i zaključak da sreća *slabi sa rastom* nezaposlenosti i inflacije, dok se kreće *u skladu* sa fazama poslovnih ciklusa (rast, saturacija, stagnacija, pad). Autor istog istraživanja navodi da su korišćeni podaci sa internet stranice World Bank (World Development Indicators), Penn World Tables, CIA Factbook, kao i Angus Maddison. U okviru istog istraživanja, analizirani su isključivo odrasli pojedinci 18-65 godina (većinski obrazovani, koji žive u urbanim područjima) (Stevenson, Wolfers, 2008, str. 1-12). U analizi je primenjena i *Hiksova kriva tražnje* (takozvana kompenzovana kriva tražnje, koja pokazuje kako se tražena količina menja sa promenom cene, pri čemu korisnost ostaje konstantna), prilikom interpretiranja podataka o sreći. Takođe, predstavljeni su i rezultati pretraživanja Google Scholar (na temu Esterlin-ovog paradoksa, u datom trenutku postojalo je 1.790 referenci) (Stevenson, Wolfers, 2008, str. 93-95).

Autori istog istraživanja zaključuju da je sreća u manjoj meri korelisana sa bruto društvenim proizvodom *per capita*, u odnosu na satisfakciju životom (primera radi, dve najsiromašnije

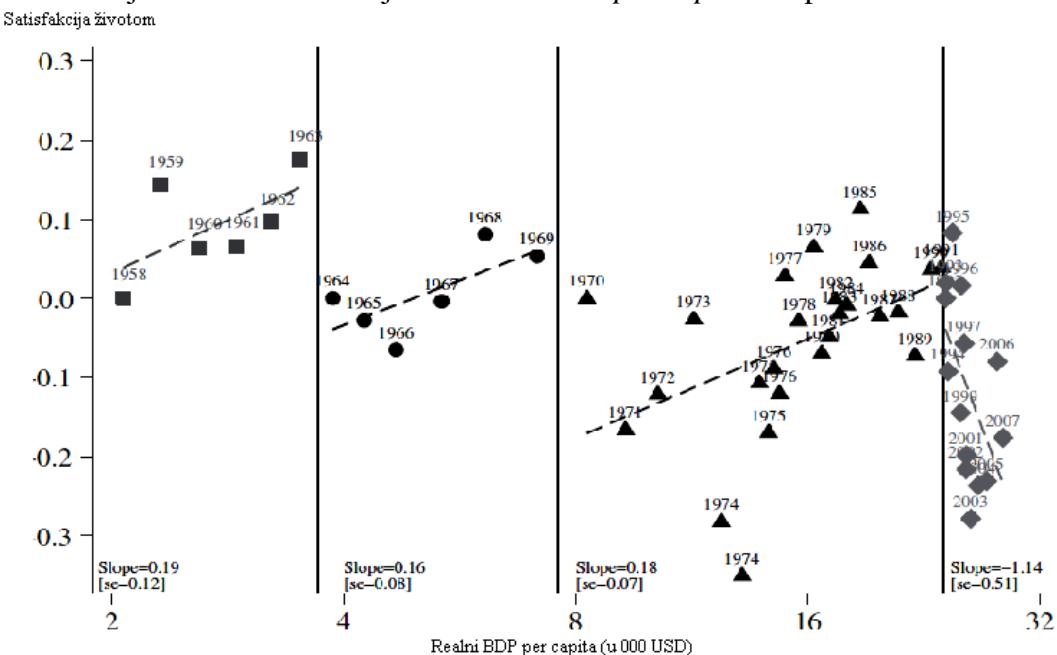
države iz uzorka, Tanzanija i Nigerija, koje imaju **najniže** nivo bruto društvenog proizvoda *per capita*, imaju **najviši** prosečan nivo sreće, međutim, obe imaju značajno **niži** nivo satisfakcije životom). Za ovakve, naizgled *oprečne*, rezultate moguće je „okriviti“ kvalitet podataka prikupljenih putem upitnika (problem adekvatnog **prevoda** pitanja, posebno onih koja se tiču procene osećaja sreće, jer su percepcije sreće različite). Isti autori ističu kako na korelaciju između sreće i bruto društvenog proizvoda *per capita* utiču i *drugi faktori*, poput stepena demokratije, kvalitet zakonodavstva, čak i klimatski faktori, i dr. (2008, str. 18-35).

Slika 2: Korelacija između satisfakcije životom i BDP *per capita* u određenih evropskim državama



Izvor: Stevenson, Wolfers, 2008, str. 43.

Isti autori izvršili su analizu korelacije između satisfakcije životom i ekonomskog rasta u pojedinim evropskim državama, gde se obrazlaže i takozvano „**irsко чудо**“ (satisfakcija životom u početnim godinama analize abnormalno visoka) (2008, str. 43).

Slika 3: Korelacija između satisfakcije životom i BDP *per capita* u Japanu

Izvor: Stevenson, Wolfers, 2008, str. 46.

Primer koji u najvećoj meri potvrđuje Esterlin-ov paradoks jeste primer *Japana* (subjektivni osećaj blagostanja nije postao jači usled snažnog ekonomskog razvoja nakon Drugog svetskog rata). Što se tiče analize osećaja sreće u Sjedinjenim Američkim Državama, *nije* ustanovljen primetan rast intenziteta sreće u toku poslednjih 35 godina (a ustanovljen je *pad* sreće osoba **ženskog** pola). *Darvinijanska* teorija zastupa stanovišta da sreću umanjuju „kompromisi“ koje činimo radi ostvarivanja „evolucijski istaknutih“ ciljeva (prihvatanje visokokotiranih, ali lično manje privlačnih, poslova, zbog visokih zarada). Ono što predstavlja ključni **problem** prilikom kvantifikovanja osećaja blagostanja jeste što se merila blagostanja *definišu na drugačiji* način (od istraživanja do istraživanja), kao i način njihovog skaliranja (Stevenson, Wolfers, 2008, str. 46-92).

4.1. Analiza na nivou Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine

Indeks ljudskog razvoja u Bosni i Hercegovini u 2011. godini iznosio je 0,725, i bio je ispod regionalnog proseka u to vreme (0,740), ali je uprkos tome u pitanju izuzetan rezultat, uvezvi u obzir „problematičnu prošlost“ Bosne i Hercegovine (Goodwin-Groen, 2012, str. 115).

Tabela 51: Obim mikrofinansiranja i indeks ljudskog razvoja u Bosni i Hercegovini

Godina	Obim mikrofinansiranja, u 000 KM	Indeks ljudskog razvoja
2011	603.117	0,724
2012	558.590	0,726
2013	549.595	0,729
2014	535.198	0,733
2015	517.732	0,731

Izvor: Human Development Reports, Trends in the Human Development Index 1990-2014; podataka za 2015. godinu preuzet sa EuCham Charts (Human Development Index in Europe, 2015).¹⁹

Tabela 52: Pearson-ov koeficijent korelacijske

Correlations				
		Obim mikrofinansiranja	Indeks ljudskog razvoja	
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation		1	-.875
	Sig. (2-tailed)			.052
	N	5		5
Indeks ljudskog razvoja	Pearson Correlation	-.875		1
	Sig. (2-tailed)	.052		
	N	5		5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 53: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics				
	Mean	Std. Deviation	N	
Indeks ljudskog razvoja	.7286	.00365	5	
Obim mikrofinansiranja	5.5285E2	32.07484	5	

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 54: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
					.766	9.799	1	3	.052
1	.875 ^a	.766	.687	.00204					

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 55: Standardizovani koeficijent beta

Model		Coefficients ^a						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1	(Constant)	.784	.018		44.539	.000	.728	.840
	Obim mikrofinansiranja	-9.949E-5	.000	-.875	-3.130	.052	.000	.000

a. Dependent Variable: indeks ljudskog razvoja

Izvor: Kalkulacija autora.

¹⁹ Prema vrednosti HDI, Bosna i Hercegovina svrstana u kategoriju „high human development“ (zauzima 85. mesto od ukupno 188. mesta).

Iz prethodnih tabela, uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi -0.875, te se stoga može govoriti o *jakoj negativnoj* vezi između prediktorske varijable (ukupan obim odobrenih mikrokredita u Bosni i Hercegovini) i kriterijumske varijable (iznos indeksa ljudskog razvoja Bosne i Hercegovine). Nivo značajnosti je 0.052 (iako tek nešto viši od „granične“ vrednosti od 0.05), te je moguće tvrditi da dobijeni rezultati nisu statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.052), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Isto tako, na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.052), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (negativna vrednost). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.766, što znači da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost 76.6% varijacija među podacima, dok je standardna greška procene izuzetno niska.

4.2. Analiza na nivou Crne Gore, za period 2011-2015. godine

Tabela 56: Obim mikrofinansiranja i indeks ljudskog razvoja u Crnoj Gori

Godina	Obim mikrofinansiranja, u 000 EUR	Indeks ljudskog razvoja
2011	40.608	0,798
2012	34.060	0,798
2013	36.712	0,801
2014	39.291	0,802
2015	48.547	0,789

Izvor: Human Development Reports, Trends in the Human Development Index 1990-2014; podataka za 2015. godinu preuzet sa EuCham Charts (Human Development Index in Europe, 2015).²⁰

Tabela 57: Pearson-ov koeficijent korelacijske

Correlations

		Obim mikrofinansiranja	Indeks ljudskog razvoja
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1	-.801
	Sig. (2-tailed)		.103
	N	5	5
Indeks ljudskog razvoja	Pearson Correlation	-.801	1
	Sig. (2-tailed)	.103	
	N	5	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 58: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
Obim mikrofinansiranja	39.8436	5.47485	5
Indeks ljudskog razvoja	.7976	.00513	5

Izvor: Kalkulacija autora.

²⁰ Prema vrednosti HDI, Crna Gora svrstana u kategoriju „very high human development“ (zauzima 49. mesto od ukupno 188. mesta).

Tabela 59: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.801 ^a	.641	.522	.00355	.641	5.363	1	3	.103

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

b. Dependent Variable: indeks ljudskog razvoja

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 60: Standardizovani koeficijent beta

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients Beta	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound
I(Constant)	.827	.013		63.639	.000	.786	.869
Obim mikrofinansiranja	.000	.000	-.801	-2.316	.103	-.002	.000

a. Dependent Variable: indeks ljudskog razvoja

Izvor: Kalkulacija autora.

Uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelacije iznosi -0.801, te se stoga može govoriti o *jakoj negativnoj* vezi između prediktorske i kriterijumske varijable. Nivo značajnosti je 0.103 (viši od „granične“ vrednosti od 0.05), što upućuje na zaključak da dobijeni rezultati *nisu* statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.103), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.103), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (negativna vrednost). Koeficijent multiple determinacije iznosi 0.641, što znači da linearna regresija ima moć da obezbedi objašnjenost svega 64.1% varijacija među podacima, dok je standardna greška procene izuzetno niska.

4.3. Analiza na nivou Srbije, za period 2011-2015. godine

Tabela 61: Obim mikrofinansiranja i indeks ljudskog razvoja u Srbiji

Godina	Obim mikrofinansiranja, u EUR	Indeks ljudskog razvoja
2011	14.085.689,08	0,761
2012	17.365.186,56	0,762
2013	28.587.880,92	0,771
2014	36.949.467,60	0,771
2015	43.489.340,07	0,745

Izvor: Human Development Reports, Trends in the Human Development Index 1990-2014; podataka za 2015. godinu preuzet sa EuCham Charts (Human Development Index in Europe, 2015).²¹

²¹ Prema vrednosti HDI, Srbija svrstana u kategoriju „high human development“ (zauzima 66. mesto od ukupno 188. mesta).

Tabela 62: Pearson-ov koeficijent korelaciјe

Correlations		
	Obim mikrofinansiranja	Indeks ljudskog razvoja
Obim mikrofinansiranja	Pearson Correlation	1
	Sig. (2-tailed)	.615
	N	5
Indeks ljudskog razvoja	Pearson Correlation	-.307
	Sig. (2-tailed)	.615
	N	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 63: Bazična deskriptivna statistika

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
Obim mikrofinansiranja	28.0950	12.52022	5
Indeks ljudskog razvoja	.7620	.01063	5

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 64: Prilagođeni R-kvadrat i F-test

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.307 ^a	.094	-.207	.01168	.094	.313	1	3	.615

a. Predictors: (Constant), obim mikrofinansiranja

b. Dependent Variable: indeks ljudskog razvoja

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 65: Standardizovani koeficijent beta

Model	Coefficients ^a						
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound
1(Constant)	.769	.014		54.530	.000	.724	.814
Obim mikrofinansiranja	.000	.000	-.307	-.559	.615	-.002	.001

a. Dependent Variable: indeks ljudskog razvoja

Izvor: Kalkulacija autora.

Iz prethodnih tabela, uočava se da vrednost Pearson-ovog koeficijenta korelaciјe iznosi -0.307, te se stoga može govoriti o *srednje negativnoj* vezi (u rasponu između 0.30-0.69, a interpretacija identična i za negativne vrednosti koeficijenta korelaciјe) između prediktorske i kriterijumske varijable. Nivo značajnosti je 0.615 (značajno viši od „granične“ vrednosti od 0.05), što ukazuje

na to da dobijeni rezultati *nisu* statistički značajni. Takođe, i na osnovu vrednosti Sig. F Change (0.615), može se zaključiti da nezavisna varijabla ne utiče značajno na zavisnu varijablu. Na osnovu vrednosti Sig. T-testa (0.615), može se zaključiti da standardizovani beta koeficijent nije značajan (negativan je). Koeficijent multiple determinacije je -0.207, što znači da linearna regresija nema moć da obezbedi objašnjenost varijacija među podacima, dok je standardna greška procene niska.

Na osnovu izvršene statističke analize, moguće je zaključiti da je ***posebna hipoteza 4 dokazana samo delimično*** (rast obima mikrofinansiranja utiče pozitivno i statistički značajno isključivo na povećanje stope zaposlenosti i iznosa bruto domaćeg proizvoda u Srbiji, dok to nije slučaj u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, kao što je potvrđeno i da obim mikrofinansiranja ne utiče na povećanje indeksa ljudskog razvoja niti u jednoj od tri analizirane države).

III Empirijska analiza mikrofinansijskog sektora na svetskom i regionalnom nivou

1. Komparativna analiza preseka stanja mikrofinansijskog sektora u svetu

U okviru ove disertacije, analizom su obuhvaćena mikrofinansijska tržišta Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije, ali i određeni broj bankarskih institucija koje se bave poslovima mikrokreditiranja (istraživanje pokriva period 2011-2015. godine). Kada se navodi termin „mikrofinansijsko tržište”, pod „tržištem” se podrazumevaju drugačiji oblici funkcionisanja mikrofinansijskih institucija (primera radi, Agroinvest u Srbiji ne odobrava direktno mikrokredite, već posredstvom banke Societe Generale). Različiti modaliteti poslovanja predodređeni su „arhitekturom” nacionalnih ekonomija (specifičnošću ekonomske, političke i društvene istorije, dubioznošću zadonodavstva, i dr.). Međutim, u okviru empirijskog segmenta disertacije, biće predstavljen i sažet pregled trenutnog stanja i tendencije razvoja sektora mikrofinansiranja u svetu (takođe, u periodu 2011-2015. godine, kako bi se obezbedila komparabilnost podataka). Uporedna analiza biće stavljena u funkciju eliminisanja jednostranosti i apsolutizacije prilikom zaključivanja (a do čega bi eventualno moglo da dođe usled nesagledavanja šireg konteksta).

Autori citiranog istraživanja ističu kako sektor mikrofinansiranja ima tendenciju da se razvija u državama u kojima je finansijski sektor *slabije* razvijen (Brière, Szafarz, 2011, str. 13/14).

Primera radi, u Ekvadoru više od 10% od ukupnog kreditnog portfolija čine mikrokrediti (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 7).

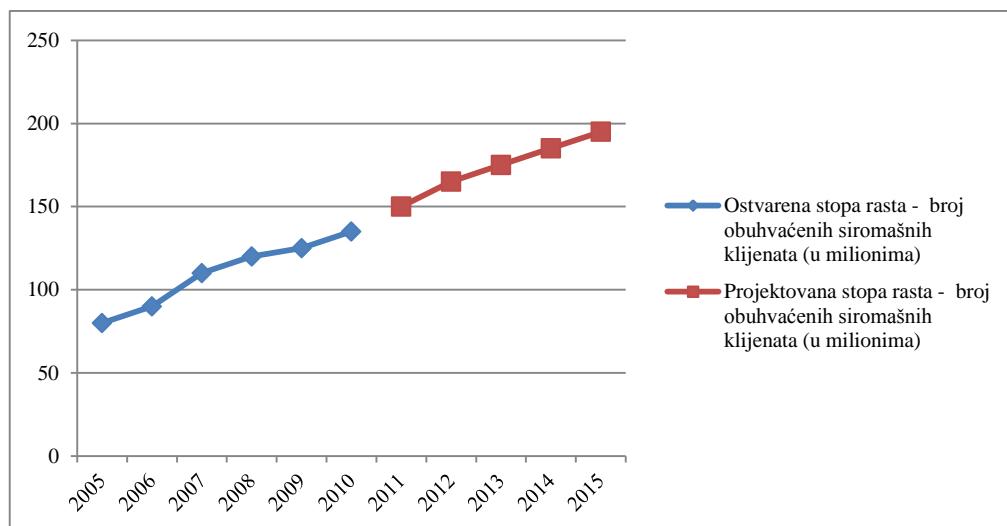
U nastavku je predstavljen tabelarni prikaz ukupnog broja klijenata, broja najsrođnijih klijenata i broja najsrođnijih klijenata ženskog pola koji koriste usluge mikrofinansiranja u zemljama u razvoju i industrijalizovanim zemljama u periodu 2011-2014. godine (još uvek nisu publikovani podaci za 2015. godinu, te će oni biti predstavljeni na nekom od narednih grafikona, putem linije trenda).

Tabela 66: „Statistika” korisnika mikrofinansijskih usluga

Godina	Region	Broj ukupnih klijenata	Broj najsiromašnijih klijenata	Broj najsiromašnijih klijenata ženskog pola
2011	Zemlje u razvoju	183.989.952	127.866.067	104.474.146
	Industrijalizovane zemlje	6.145.128	353.984	219.969
	UKUPNO	190.135.080	128.220.051	104.694.115
2012	Zemlje u razvoju	199.957.179	137.378.996	113.064.144
	Industrijalizovane zemlje	5.357.323	168.445	74.508
	UKUPNO	205.314.502	137.547.441	113.138.652
2013	Zemlje u razvoju	189.501.743	124.099.733	102.631.102
	Industrijalizovane zemlje	5.513.227	193.994	118.541
	UKUPNO	195.014.970	124.293.727	102.749.643
2014	Zemlje u razvoju	197.938.568	115.393.959	96.147.513
	Industrijalizovane zemlje	5.570.739	190.486	106.696
	UKUPNO	203.509.307	115.584.445	96.254.209

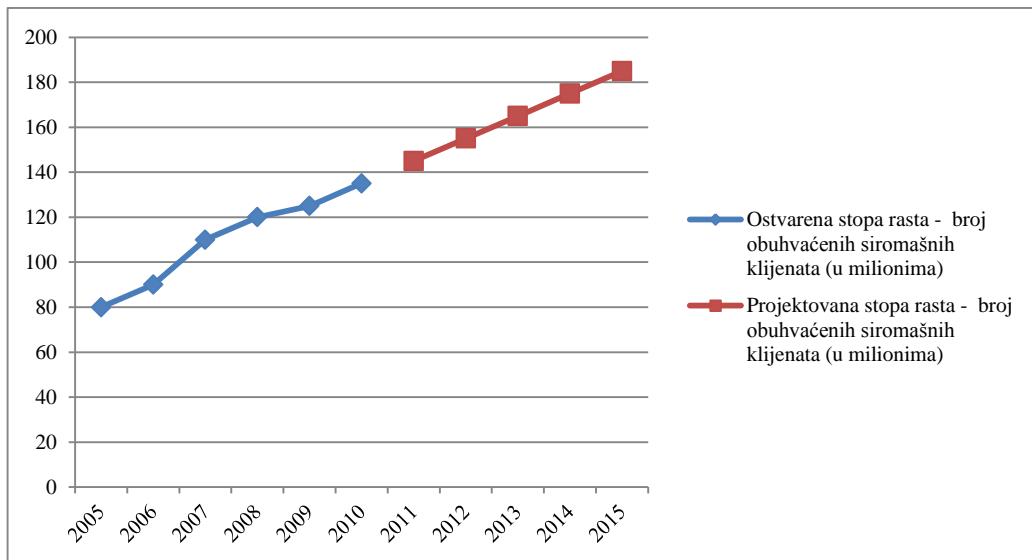
Izvor: Komparativna analiza autora, prema podacima iz: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2011, str. 47; State of the Microcredit Summit Campaign Report 2012, str. 38; State of the Microcredit Summit Campaign Report 2013, str. 43; State of the Microcredit Summit Campaign Report 2014, str. 62.

Grafikon 23: Putanja kretanja broja klijenata mikrofinansijskih institucija



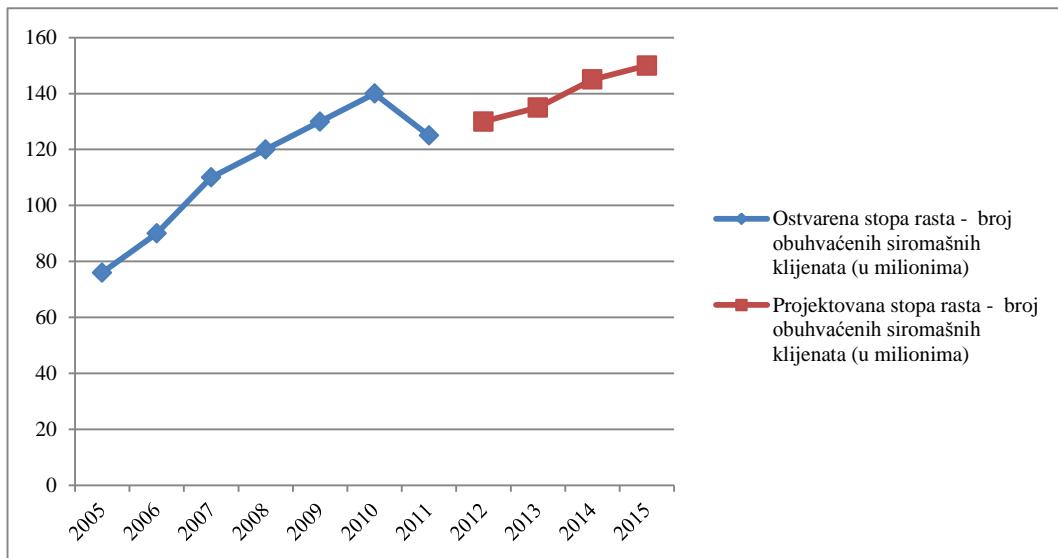
Izvor: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2011, str. 44.

Grafikon 24: „Statistika” obuhvata klijenata mikrofinansijskih usluga



Izvor: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2012, str. 35.

Grafikon 25: Realna i projektovana putanja broja korisnika usluga mikrofinansiranja



Izvor: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2013, str. 13.

Ono što se može konstatovati poređenjem prethodnih grafikona jeste to da postoje određena nepoklapanja kada je u pitanju procena broja klijenata mikrofinansijskih institucija u 2015. godini, što je u određenoj meri uobičajeno kada je reč o *procenama* (primera radi, izveštaj iz 2013. godine predviđa manji ukupni broj korisnika usluga mikrofinansiranja, njih oko 150

miliona, nego što to prognoziraju izveštaji iz 2011. i 2012. godine, koji procenjuju da će u 2015. godini biti između 175 i 200 miliona korisnika usluga mikrofinansiranja).

U uvodnom delu ove disertacije najpre je izvršeno definisanje pojma mikrofinansiranja, te postavljanje okvira istraživanja (analiza mikrokredita iznosa do 10.000 EUR). U nastavku je predstavljen tabelarni prikaz prosečnih iznosa mikrokredita u Kambodži, u periodu 2000-2006. godine, odakle se može uočiti da prosečna veličina odobrenih mikrokredita iz godine u godinu raste, kao i da se kreće u rasponu 21-817 USD. Ove vrednosti moguće je uporediti sa prosečnim iznosima mikrokredita u Srbiji (Opportunity Bank ad Novi Sad), koji se kreću u *rasponu* 860-6.500 EUR (za period 2011-2015. godine).

Tabela 67: Analiza prosečnih iznosa mikrokredita u Kambodži

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ACLEDA Bank	\$255	\$239	\$280	\$308	\$369	\$448	\$558
PRASAC (ex-PCA)	\$96	\$96	\$102	\$115	\$116	\$135	\$234
AMRET (ex-E.M.T)	\$37	\$37	\$49	\$61	\$74	\$93	\$124
CEB (ex-CCB)	\$99	\$99	\$236	\$274	\$436	\$566	\$817
TPC (ex-CRS-TPC)	\$42	\$24	\$47	\$69	\$94	\$102	\$129
VISION FUND (ex-World Vision)	\$32	\$32	\$31	\$41	\$77	\$136	\$170
HATTHA KAKSEKAR	\$198	\$170	\$213	\$265	\$358	\$433	\$518
AMK (ex-CONCERN TPT)	\$12	\$28	\$57	\$51	\$59	\$68	\$78
CREDIT (ex-World Relief - Credit)	n/a	n/a	\$85	\$102	\$145	\$225	\$427
Druge licencirane MFI	n/a	n/a	\$88	\$90	\$99	\$267	\$398
Drugi registrovani davaoci mikrokredita	\$21	\$22	\$69	\$85	\$83	\$111	\$200

Izvor: Torres García, 2009, str. 180.

U okviru drugog istraživanja iznose se podaci za Indoneziju i Boliviju. Prosečan iznos mikrokredita mikrofinansijske institucije Badan Kredit Desa iz Indonezije iznosi 38 USD, dok kod nekih drugih mikrofinansijskih institucija prosečna veličina mikrokredita doseže do čak nekoliko hiljada USD (primera radi, BancoSol iz Bolivije) (Reeder, 2010, str. 78).

Pojedini istraživači uradili su komparativnu analizu stanja sektora mikrofinansiranja pre i nakon kolapsa finansijske institucije Lehman Brothers (Wagner, 2013, str. 5).

Kreditni „bumovi“ povezani su sa rastućim rizicima i vulnerabilnošću. Literatura o tradicionalnom bankarstvu kao najčešće razloge za ovu povećanu ranjivost navodi „eroziju“ kreditne regulative, valutne neusklađenosti usled rasta međunarodnog kreditiranja, kao i „borbu“ za tržišni ideo. U istom istraživanju, vrši se analiza da li su pomenuti faktori bili pristuni i u mikrofinansijskom sektoru u periodu pred izbijanje globalne finansijske krize (Wagner, 2013, str. 33).

Tabela 68: Ocena značajnosti rizika sa kojima se suočavaju mikrofinansijske institucije

Najveći rizici	Pozicija (u 2011)	Pozicija (u 2009)
Kreditni rizik	1	1
Reputacioni rizik	2	17
Rizik konkurenčije	3	9
Rizik korporativnog upravljanja	4	7
Rizik političkog uplitanja	5	10

Izvor: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2012, str. 12.

Prethodna tabela predstavlja pregled isključivo pet najznačajnijih rizika u 2011. godini, od ukupno 24 analizirana rizika u periodu 2009-2011. godine (koji su detaljnije predstavljeni u samom izveštaju). Kao najznačajniji istaknut je kreditni rizik (od 2009. do 2011. godine zadržao je prvu poziciju). Najveća promena percepcije prirode pojedinog rizika dogodila se u slučaju reputacionog rizika (posmatrano po ozbiljnosti mogućih posledica, sa 17. pozicije u 2009. godini dospeo je na 2. poziciju u 2011. godini). Kao sve opasniji ocenjeni su i rizici koji nastaju usled jačanja konkurenčije, političke zavisnosti i neadekvatnog korporativnog upravljanja.

Autor citiranog istraživanja je primenom *panel i kros-sekcijske* analize došao do zaključka da je globalna finansijska kriza iz 2007. godine uticala na rast obima mikrokreditiranja (Wagner, 2013, str. 9).

Devedesetih godina prethodnog veka smatralo se da je industrija mikrofinansiranja „*otporna*“ na dejstvo ekonomskih kriza, međutim, danas se to stanovište menja (Hitchcock, 2014, str. 16).

U vreme globalne finansijske i ekonomске krize, mikrofinansijske institucije srednje veličine suočile su se sa značajnjim padom kreditne aktivnosti, u odnosu na male i velike mikrofinansijske institucije. Rezultati ovog istraživanja pokazuju i da su mikrofinansijske institucije u državama gde je niži BDP *per capita*, viša inflacija, viši nivo doznaka i „čvršći“ režim uticaja na međunarodnu trgovinu i tokove kapitala posebno pogodene trendom pada kreditne aktivnosti (Wagner, 2013, str. 9/10).

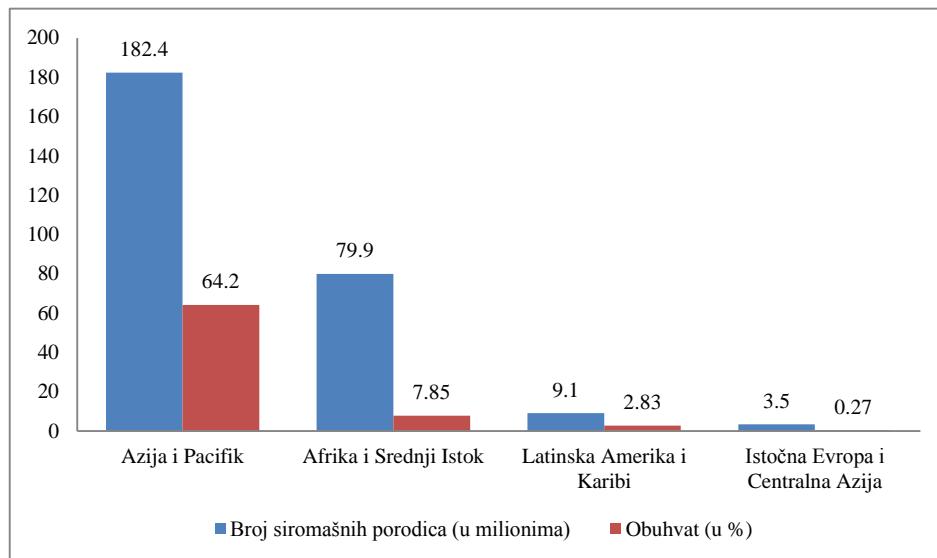
Rezultati drugog istraživanja pokazuju da je finansijska *kriza* čak više pogodila mikrofinansijske institucije koje posluju u bogatijim državama (i koje posluju sa bogatijim klijentima), nego mikrofinansijske institucije koje posluju u siromašnijim državama (i koje posluju sa siromašnijim klijentima) (Hitchcock, 2014, str. 7).

Autori ovde navedenog istraživanja ističu kako kriza iz 2000/2001. godine nije pogodila sektor mikrofinansiranja, ali i kako sektor mikrofinansiranja nije ostao „imun“ na narednu *krizu*, iz 2007/2008. godine (rastuća „ranjivost“, usled uticaja globalizacije i sve izraženijih međuzavisnosti) (Brière, Szafarz, 2011, str. 13).

1.1. Komparativna analiza regionalnih dispariteta

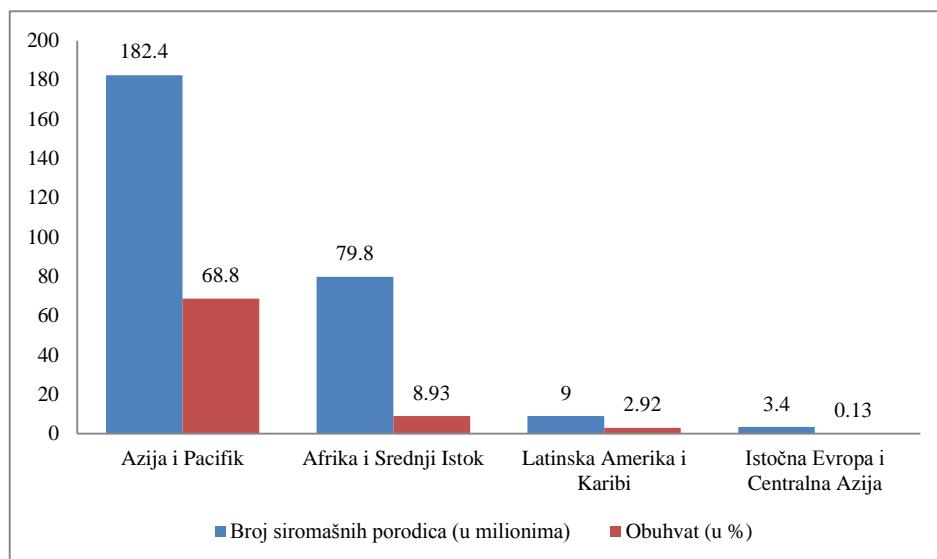
U nastavku će biti predstavljena dva grafikona, jedan iz 2011. godine, a drugi iz 2012. godine, koji sumiraju analizu obuhvata delovanja mikrofinansijskih institucija (nema novijih podataka ovog tipa, jer nije publikovana ovakva analiza za period 2013-2015. godine). Iz prikazanih podataka, može se uočiti da se broj siromašnih smanjuje, a obuhvat povećava (najveći porast obuhvata izražen je u oblasti Azije i Pacifika, zatim, u Africi i Srednjem Istoku, a potom u oblasti Latinske Amerike i Kariba, dok je do pada obuhvata došlo jedino u oblasti Istočne Evrope i Centralne Azije).

Grafikon 26: Analiza obuhvata klijenata mikrofinansijskih institucija po regionima



Izvor: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2011, str. 47.

Grafikon 27: „Dubina“ obuhvata korisnika usluga mikrofinansiranja po regionima



Izvor: State of the Microcredit Summit Campaign Report 2012, str. 39.

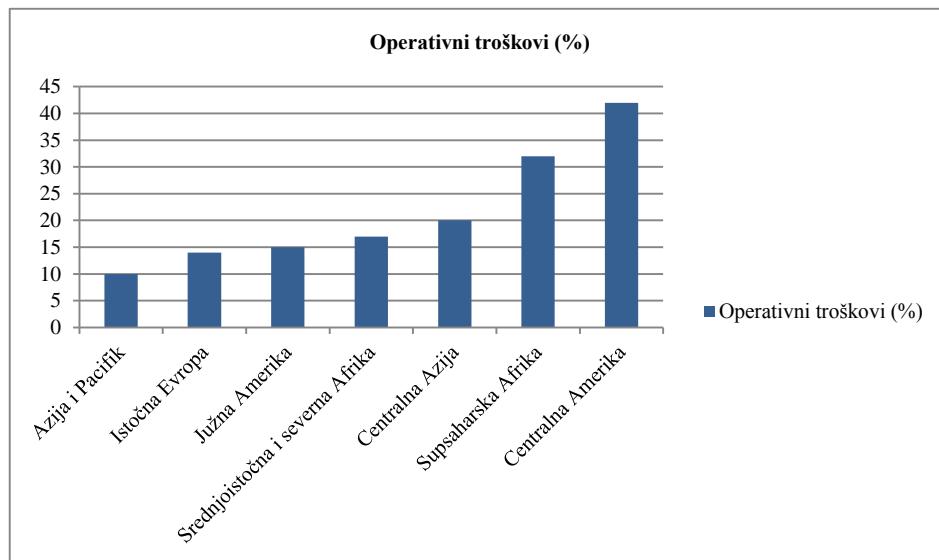
Daljom analizom može se zaključiti da Afrika predstavlja kontinent „kontrasta“ (razvoj pojedinih ekonomija, poput Etiopije, još uvek se dominantno zasniva na sektoru poljoprivrede, dok u drugim državama agrarni sektor doprinosi sa manje od 10% bruto društvenom proizvodu, kao što su Bovvana, Sejšeli, Mauricijus, Angola, Namibija). U Afričkim državama, BDP *per capita* je nizak, što može da bude osnova prepostavke o malom obimu bankarskih transakcija.

Finansijski sistem u većini afričkih država nema „širinu i dubinu“, a podatak koji govori u prilog tome jeste to da manje od 20% odraslih ima otvoren račun u finansijskoj instituciji (Muriu, 2011, str. 245). Kada je u pitanju sektor mikrofinansiranja, drugi autori tvrde da najveći potencijal poseduje upravo afričko tržiste (pored azijskog). Prema pojedinim statistikama, 5,3 miliona Afrikanaca pozajmljivalo je od mikrofinansijskih institucija do kraja 2010. godine (Mori, 2012, str. 4).

Rezultati pojedinih istraživanja pokazuju kako mikrofinansijske institucije ostvaruju pozitivne profite u svim delovima sveta, osim u Africi (potvrđuje i sledeće istraživanje: Annim, 2010, str. 210, u okviru kog se navodi da mikrofinansijske institucije u Africi ostvaruju negativan ROA, i relativno visok PaR>30). Iz tog razloga, posebno je značajna analiza razloga ovih regionalnih dispariteta (Muriu, 2011, str. V). Autor citiranog istraživanja kao jedan od mogućih razloga niže profitabilnosti mikrofinansijskih institucija u Africi navodi razlike u računovodstvenom tretiranju određenih kategorija i metodologiji sastavljanja finansijskih izveštaja (posledično, vrednosti ROA pokazatelja mogu da budu niže). Ipak, ovde se radi o formi, a ne o suštini. Takođe, autor ističe kako je u Africi ROA prikladniji pokazatelj profitabilnosti u odnosu na ROE (kapital mikrofinansijskih institucija u Africi na izuzetno je niskom nivou, a i pritom zanemaruje rizike povezane sa visokim finansijskim leveridžom) (Muriu, 2011, str. 11/12).

U nastavku je predstavljena i analiza regionalnih razlika u operativnim troškovima u sektoru mikrofinansiranja u različitim regionima (uočava se da su najniži operativni troškovi u području Azije i Pacifika, dok su najviši u području središnje Amerike).

Grafikon 28: Regionalne razlike u operativnim troškovima (% od portfolija), u 2014. godini



Izvor: ResponsAbility Research, Efficiency is the key to lower interest rates in microfinance, 2014, str. 4.

1.2. Problem nedostajuće decentralizacije

U toku istraživanja, izvršena je i analiza regionalne „distribucije“ mikrokredita u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji, kako bi se ustanovilo da li je fokus mikrofinansijskih institucija u značajnijoj meri usmeren prema urbanim područjima, a u manjoj meri prema ruralnim područjima, te da li je izražen problem nepostojanja decentralizacije usluga mikrofinansiranja.

Analiza regionalnog rasporeda ukupnog broja i iznosa odobrenih mikrokredita u Bosni i Hercegovini bila je ometena činjenicom da Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine ne publikuje ovaku vrstu „raščlanjenih“ podataka (u okviru dokumenata pod nazivom Informacija o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine), već da su podaci koji se publikuju zbirnog karaktera. Na poslat upit o mogućnostima prikupljanja dodatnih podataka, primljen je odgovor od strane Agencije za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine da su podaci koji se publikuju odobreni od strane Upravnog odbora Agencije i da kao takvi predstavljaju zvanične podatke o stanju mikrokreditnog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, te da ne postoji mogućnost uvida u podatke drugačije prirode od onih koji su već navedeni u dokumentima Agencije (13.05.2015.). Isto nam je potvrdila i Agencija za bankarstvo Republike Srpske (23.05.2016.).

U nastavku je predstavljena analiza broja odobrenih mikrokredita „ranjivim“ grupacijama (klijentima ženskog pola i poljoprivrednicima), kao i regionalna distribucija mikrokredita institucije Alter Modus Podgorica (kada su u pitanju *ostale* mikrofinansijske institucije u Crnoj Gori, nije bilo moguće prikupiti podatke ovog tipa). Takođe, trebalo bi napomenuti da su podaci za Alter Modus Podgorica prikupljeni u 2014. godini (putem email komunikacije, jer nisu publikovani na zvaničnoj internet stranici), a kada je ovoj instituciji ponovo poslat upit u 2016. godini (u cilju prikupljanja podataka ovog tipa i za 2014. i 2015. godinu), nije dobijen odgovor.

Tabela 69: Analiza regionalne distribucije mikrokredita institucije Alter Modus Podgorica

Godina	2013	2012	2011
Ukupan broj isplaćenih mikrokredita	9.884	7.536	6.721
Broj mikrokredita isplaćenih ženama	4.200	3.239	2.943
Broj mikrokredita isplaćenih za poljoprivredu	2.064	1.567	1.727
Regionalna distribucija mikrokredita (broj odobrenih mikrokredita)			
Podgorica	1.925	1.509	1.366
Bar	1.128	1.056	1.142
Berane	779	512	273
Bijelo Polje	1.167	793	520
Nikšić	2.480	1.635	1.384
Tivat	2.036	2.031	2.405

Izvor: Alter Modus Podgorica, 2014.

Iz prethodne tabele može se uočiti da u ukupnom broju odobrenih mikrokredita ove mikrofinansijske institucije čak dominira broj mikrokredita odobrenih klijentima ženskog pola i poljoprivrednicima (u ovom slučaju, broj korisnika biznis mikrokredita nije analiziran, iz razloga što je procenjeno da je u pitanju najmanje „vulnerable“ kategorija), kao i da decentralizacija

usluga mikrokreditiranja postoji u *određenoj* meri (ipak, veći je fokus na gradske sredine, nego na ruralna područja, odnosno, na gradove poput Podgorice, Bara, Nikšića i Tivta, u odnosu na manje urbana naselja poput Berana i Bijelog Polja).

U završnom segmentu disertacije u okviru kog se detaljnije analizira regionalni „jaz” prilikom pružanja usluga mikrofinansiranja u Srbiji, a *isključivo* na osnovu podataka prikupljenih iz Opportunity Bank ad Novi Sad, zaključuje se da u okviru ove institucije postoji *zadovoljavajući* stepen decentralizacije usluga mikrofinansiranja (međutim, trebalo bi naglasiti da isti zaključak nije moguće doneti i na nivou cele Srbije, iz razloga ograničenog pristupa podacima ovog tipa; čak je realnije prepostaviti da je prisutan *neravnomeran* pristup mikrofinansiranju, iz razloga što je *neformalnom* analizom utvrđeno da pojedini pružaoci usluga mikrofinansiranja u Srbiji ne rade terenski, odnosno, ne vrše servisiranje potencijalnih klijenata iz nepristupačnih, ruralnih delova države).

Na osnovu prethodno sprovedene analize, moguće je zaključiti da u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji postoji *određeni* stepen decentralizacije mikrofinansijskih usluga, međutim, trebalo bi napomenuti da njihova decentralizacija u *značajnom* broju slučajeva nije suštinskog, već *formalnog* karaktera, ukoliko se u obzir uzme činjenica da se posredstvom komunikacije putem email-a sa mikrofinansijskim institucijama došlo do saznanja da značajan broj mikrofinansijskih institucija *ne sprovodi terenski rad*, već *zahteva lični dolazak* podnosioca zahteva za mikrokreditom (***potvrđena je posebna hipoteza 3.***).

2. Analiza mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini

U citiranim istraživanju, izvršena je analiza mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini (Sarajevo i Banja Luka), pored analize mikrofinansijskog sektora u Ugandi (Kampala) (Goodwin-Groen, 2012, str. 11). U 2007. godini, objavljena je lista pedeset najboljih mikrofinansijskih institucija. Na toj listi, njih pet bilo je iz Bosne i Hercegovine (jedino je Indija imala više od pet mikrofinansijskih institucija na ovoj listi). Tri od dvanaest najboljih mikrofinansijskih institucija u Bosni i Hercegovini servisiraju islučivo osobe ženskog pola, a i rukovodeće osobe u čak tri mikrofinansijske institucije su osobe ženskog pola (Goodwin-Groen, 2012, str. 130-135).

Autori istog istraživanja ističu kako je sagledavanje istorijske perspektive od vitalnog značaja za razumevanje razvoja koncepta mikrofinansiranja u određenoj državi (navodi se primer Bosne i Hercegovine, kompleksnost istorije Jugoslavije, te pojave „piramidalnih šema”, i sl.) (2012, str. 31). Navodi se i kako su se u Bosni i Hercegovini dogodile izvesne *formalne* promene (Dejtonski mirovni sporazum, političke promene, i sl.), međutim, kako *fundamentalnih* promena nije bilo (2012, str. 73). Ipak, ističe se kako sektor mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini, uprkos svim „problemima”, predstavlja „oličenje transparentnosti” u poređenju sa drugim sektorima (redovnost izveštavanja, javnost i dostupnost podataka, i sl.) (2012, str. 117). U istraživanju se navodi kako je u Bosni i Hercegovini prisutan visok stepen korupcije (2012, str. 213).

U istom istraživanju navodi se podatak kako je u post-ratnom periodu u Bosni i Hercegovini odobreno oko 10.000 mikrokredita u iznosima do 10.000 KM (2012, str. 97).

S obzirom na to da je u okviru tog istraživanja izvršena komparativna analiza mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini i Kambodži, navodi se kako su mikrofinansijski sektori u ovim državama kompetitivni, te kako su slični u pogledu oslanjanja na donatoske izvore finansiranja, pravnog okvira osnivanja mikrofinansijskih institucija, finansijskih troškova (4-6%), te rapidne komercijalizacije ovog sektora (Torres García, 2009, str. 178).

Ukoliko se analizira širi kontekst (karakteristike finansijskog sistema u celini), u istom istraživanju navodi se i da je pre osnivanja Kreditnog biroa u Republici Srpskoj zahtevan kolateral u iznosu od 130-200% od iznosa dugoročnog kredita, dok je nakon osnivanja Kreditnog biroa zahtevan kolateral u iznosu od 110% od iznosa dugoročnog kredita (Goodwin-Groen, 2012, str. 133).

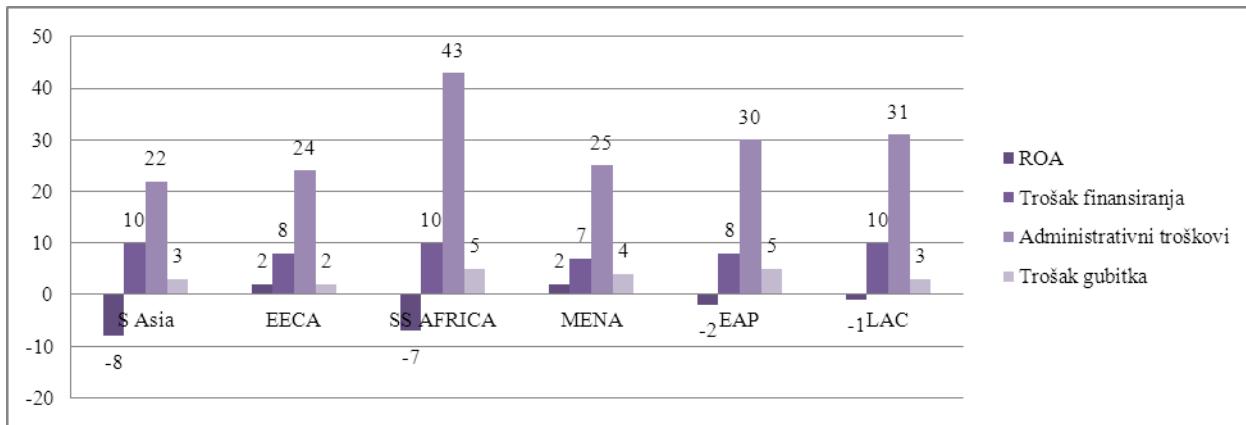
U istom istraživanju, navodi se da je počevši od 1997. godine u Federaciji i 1998. godine u Republici Srpskoj bilo neophodno da sve banke zadovolje uslov kapitalne adekvatnosti (u nivou od 12%), kao i da računaju ROA i ROE prema međunarodnim standardima (u citiranom istraživanju navedeno je da to nikad ranije nisu činile, što *upućuje* na dotadašnje nepostojanje analize poslovanja, jer su u pitanju bazični finansijski pokazatelji), te da isključe mogućnost kreditiranja povezanih lica (kreditiranje zasnovano na rođačkim relacijama), jer bi u suprotnom izgubile licencu (2012, str. 102). Ipak, u istraživanju se ističe kako sprovedena analiza o sektoru mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini napisletku nije dovoljna za *definitivno zaključivanje* o stanju istog (2012, str. 207).

S obzirom na ograničen pristup podacima o ovoj oblasti u državama izabranim za komparaciju, i u ovoj disertaciji postoji *prostor za buduća usavršavanja* metodoloških koraka za analizu i korigovanje stavova.

U disertaciji će se izdvojiti četiri glavne komponente koje utiču na određivanje kamatnih stopa na mikrokredite:

- visina i struktura operativnih troškova (u literaturi ih nazivaju i administrativnim, transacionim),
- troškovi finansiranja,
- visina očekivanog gubitka („stopa delinkvencije“, odnosno, nivo problematičnih mikrokredita), i
- visina očekivanog profita (kamatne marže).

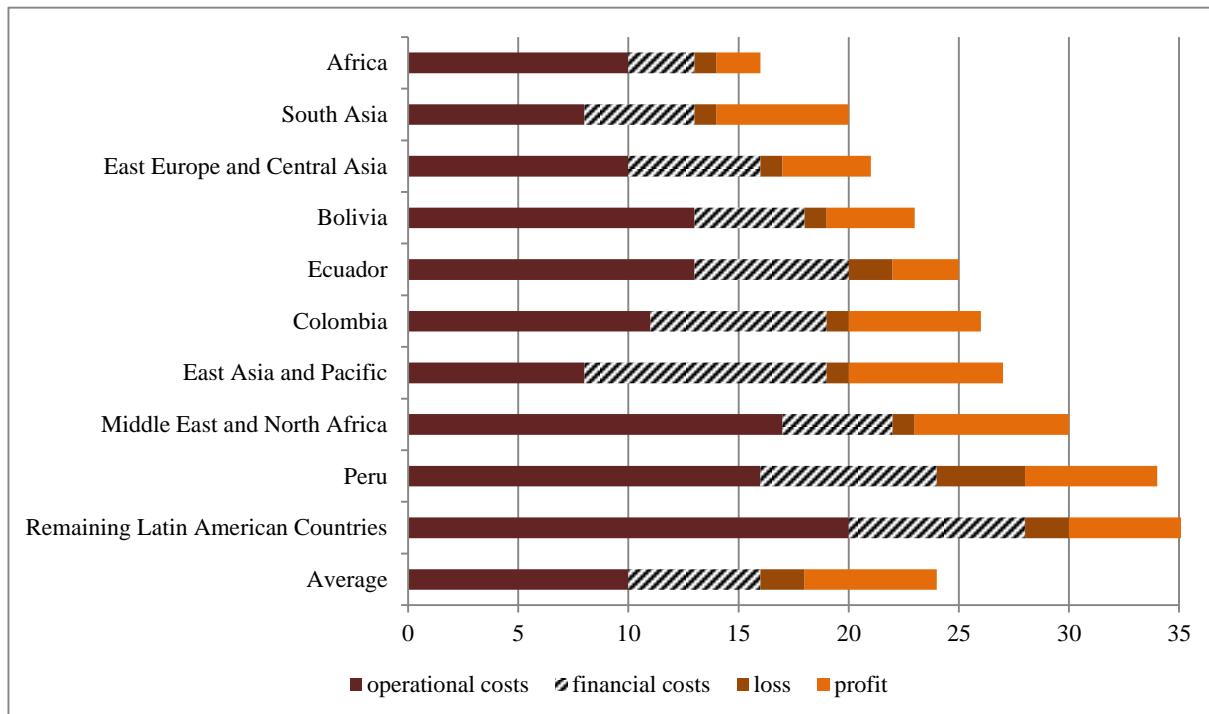
Grafikon 29: Struktura troškova i udeo u vrednosti portfolija (2008. godina, izraženo u %)



Izvor: Guntz, 2011, str. 18.

Na narednom grafikonu, predstavljene su sastavne komponente koje su ugrađene u visinu kamatnih stopa na mikrokredite, u određenim državama za period 2004-2005. godine.

Grafikon 30: Komponente koje utiču na kamatne stope na mikrokredite



Izvor: Goldberg, Palladini, 2010, str. 42.

Ovaj grafikon koristićemo u svrhu pojednostavljenog ilustrovanja analize. Vidi se da najveći deo u kalkulaciji kamatnih stopa na mikrokredite zauzimaju operativni troškovi, zatim, troškovi finansiranja, potom, očekivani profit, i na kraju, najmanji deo zauzima visina gubitka. Na osnovu grafikona 30, vidi se da se udeo operativnih troškova kreće oko 10% (u proseku). Brojni autori zaključuju kako u strukturi ukupnih troškova operativni troškovi zauzimaju najveći udeo, te kako imaju najveći uticaj na definisanje aktivnih kamatnih stopa (Al Azzam, Mimouni, Sarangi, 2014, str. 3). Jedan od ciljeva ove disertacije jeste da se istraži da li su operativni troškovi obrade mikrokreditnih zahteva zaista u toj meri visoki kako se predstavlja.

Značajan segment u okviru analize operativnih troškova mikrofinansijskih institucija biće analiza uticaja informacionih tehnologija na redukciju operativnih troškova. Primera radi, *bitcoin* bankomati, koji se zasnivaju na elektronskim valutama (kripto-valutama, decentralizovanim valutama), mogu da doprinesu smanjenju operativnih troškova (Guntz, 2011, str. 20).

Kada su u pitanju troškovi finansiranja, Guntz navodi da se mikrofinansijske institucije neretko zadužuju po stopama koje su niže od tržišnih, komercijalnih (do obaranja ovih stopa najčešće dolazi zbog subvencija države). Subvencionisanje države podstiče jačanje „socio-političkog“ aspekta koncepta mikrofinansiranja. Ovakav vid finansiranja mikrofinansijskih institucija od strane vlade i određenih donora nazvan je „mekim“ finansiranjem (2011, str. 19).

Stopa otplate jedan je od indikatora kvaliteta portfolija. Međutim, stopa otplate mikrokredita u visini od 98% u većini slučajeva nije ekvivalentna stopi gubitka po osnovu mikrokredita od 2% (Guntz ukazuje na opasnost „precenjivanja“ visine otplatnih stopa i posledično „potcenjivanja“ visine stopa gubitaka, što upućuje na problematiku adekvatnog monitoringa i kontrolinga) (2011, str. 19).

Aktuelne nominalne aktivne kamatne stope na mikrokredite u Bosni i Hercegovini kreću se do 25% na godišnjem nivou, a efektivne do čak 44%. Cilj ove disertacije jeste da se detaljnije istraži mehanizam „kompozitnog“ definisanja aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite, te da se sagleda da li efektivne kamatne stope odražavaju zbirnu stopu realnih stopa operativnih troškova, troškova finansiranja, očekivanih gubitaka i očekivanih profita.

2.1. Herfindal-Hiršmanov indeks mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini

U okviru citiranog istraživanja navode se tri merila konkurenčije: prisutnost (analiza „poznatosti“), brojnost (analiza „razgranatosti“) i blizina konkurenčije (kako u bukvalnom, fizičkom smislu, tako i u prenesenom, performansnom) (McIntosh, De Janvry, Sadoulet, 2005, str. 993).

Pojedini autori objašnjavaju kako rast konkurenčije može da utiče na slabljenje kriterijuma selekcije klijenata, na slabljenje intenziteta građenja odnosa sa klijentima, na smanjenje efikasnosti (što posledično vodi povećavanju aktivnih kamatnih stopa), zatim, kako može da dođe do pojave „multiplikovanog“ uzimanja mikrokredita. U okviru istog istraživanja, vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa pokazuju da jačanje konkurenčije rezultuje povećanjem aktivnih

kamatnih stopa (što je ***kontradiktorno*** sa preovlađujućim teorijskim stavovima u literaturi) (Al Azzam, Mimouni, Sarangi, 2014, str. 9-13).

U okviru drugog istraživanja, pak, navodi se kako jačanje konkurenциje utiče na poboljšanje performansi mikrofinansijskih institucija, što može da vodi snižavanju aktivnih kamatnih stopa (Mori, 2012, str. 116). I upravo je to jedan od *doprinosa* ove disertacije, sagledavanje neretko dijametalno različitih stavova i rezultata istraživanja o istoj temi, preispitivanje i relativizacija određenih „floskula” u oblasti mikrofinansiranja, te donošenje novih zaključaka, u meri u kojoj je to moguće.

$$H = \sum_{i=1}^N s_i^2 \quad (3.1)$$

gde je s_i tržišni deo institucije i na tržištu, a N je broj institucija.

U okviru citiranog istraživanja, navodi se kako je mikrofinansijski sektor u Bosni i Hercegovini kompetitivan, te kako je izražena njegova rapidna komercijalizacija (Torres García, 2009, str. 178).

U nastavku je predstavljen pregled izračunatih vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Republici Srpskoj, za period 2011-2015. godine. Ono što se može uočiti jeste da njegove vrednosti u periodu 2011-2015. godini značajno prevazilaze gornju „graničnu” vrednost od 1.800, što upućuje na zaključak da je na mikrofinansijskom tržištu Republike Srpske prisutna izuzetno visoka koncentracija (ono što je značajno spomenuti jeste da se deo aktive mikrofinansijske organizacije Mikrofin iz Banja Luke u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih organizacija kreće u rasponu od čak 80-95%, tokom svih analiziranih godina, na osnovu čega se može doneti zaključak o dominaciji ove mikrofinansijske institucije, čak monopolu). Dalje, može se uočiti da je deo aktive MKD Sinergija Banja Luka u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih organizacija u 2011. godini bio relativno visok i iznosio 15,56%, ali da je već jula 2012. godine nad ovom institucijom pokrenut stečaj, te da joj je Agencija za bankarstvo Republike Srpske oduzela dozvolu za poslovanje.

Tabela 70: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Republici Srpskoj, za period 2011-2015. godine

HHI	2015	2014	2013	2012	2011
	8.594,34	8.879,65	9.175,04	9.135,43	6.906,9

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 71: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Republici Srpskoj, u 2015. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2015
MKD Mikrofin Banja Luka	92,61
MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka	3,05
MKD Zdravo Banja Luka	2,56
MKD FinCredit Banja Luka	1,33

MKF Igmin-Invest Banja Luka	0,29
MKF Delta-Plus Banja Luka	0,16

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2015.-31.12.2015. godine, str. 68.

Tabela 72: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Republici Srpskoj, u 2014. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2014
MKD Mikrofin Banja Luka	94,16
MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka	2,42
MKD Zdravo Banja Luka	2,74
MKF Micro-Credit Office Šipovo	0,31
MKF Igmin-Invest Banja Luka	0,17
MKF Delta-Plus Banja Luka	0,19

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2014.-31.12.2014. godine, str. 66.

Tabela 73: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Republici Srpskoj, u 2013. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2013
MKD Mikrofin Banja Luka	95,74
MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka	0,96
MKD Zdravo Banja Luka	2,80
MKF Micro-Credit Office Šipovo	0,32
MKF Delta-Plus Banja Luka	0,18

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2013.-31.12.2013. godine, str. 66.

Tabela 74: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Republici Srpskoj, u 2012. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2012
MKD Mikrofin Banja Luka	95,53
MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka	0,52
MKD Zdravo Banja Luka	2,99
MKD Mikrokredit Srbac	0,11
MKF Micro-Credit Office Šipovo	0,34
MKF Alfa-Plus Banja Luka	0,07
MKF Nova D Bijeljina	0,30
MKF Delta-Plus Banja Luka	0,13

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2012.-31.12.2012. godine, str. 67.

Tabela 75: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Republici Srpskoj, u 2011. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2011
MKD Mikrofin Banja Luka	81,61
MKD Sinergija Banja Luka	15,56
MKD Zdravo Banja Luka	2,11

MKF Micro-Credit Office Šipovo	0,24
MKD Mikrokredit Srbac	0,13
MKF Alfa-Plus Banja Luka	0,11
MKF Nova D Bijeljina	0,24

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2011.-31.12.2011. godine, str. 64.

U nastavku je predstavljen pregled izračunatih vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosni i Hercegovini, za period 2011-2015. godine. Ono što se može uočiti jeste da njegove vrednosti u 2014. i 2015. godini prevazilaze „graničnu” vrednost od 1.800, što upućuje na zaključak da na mikrofinansijskom tržištu Federacije Bosne i Hercegovine postoji visoka koncentracija. U 2011., 2012. i 2013. godini, vrednosti indeksa kreću se u rasponu 1.680-1.770 (veće od donje „granične” vrednosti od 1.000 i manje od gornje „granične” vrednosti od 1.800), te se može zaključiti da je u ovom periodu postojala umerena tržina koncentracije. Posmatrano od 2011. do 2015. godine, prisutan je trend rasta tržišne konkurenциje. U 2011. godini, postojalo je 16 mikrofinansijskih institucija, a 2015. godine 12 mikrofinansijskih institucija, te se rast koncentracije u određenoj meri može tumačiti kao posledica smanjenja broja mikrofinansijskih institucija i posledično prisvajanja većeg dela usled „raspodele” tržišta (usled rasta udela aktiva pojedinačnih mikrofinansijskih institucija u sumi aktiva svih mikrofinansijskih institucija). Takođe, može se konstatovati da ukupna aktiva pokazuje trend pada (sa 502.579.000 KM u 2011. godini na 423.314.000 KM u 2015. godini). Nakon izvršene komparativne analize udela aktiva pojedinačnih mikrofinansijskih organizacija u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih organizacija u Federaciji Bosne i Hercegovine može se konstatovati dominacija dve neprofitne mikrofinansijske organizacije (MKF Eki Sarajevo i MKF Partner Tuzla), čiji udeli aktiva u ukupnoj aktivi u sve analizirane godine prevazilaze 20%.

Tabela 76: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine

HHI	2015	2014	2013	2012	2011
	1.984,14	1.812,3	1.745,81	1.769,86	1.677,19

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 77: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2015. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2015
MKD Eki Sarajevo	4,82
MKF Eki Sarajevo	27,16
MKF Lider Sarajevo	3,68
MKF Lok Sarajevo	6,31
MKF Melaha Sarajevo	0,29
MKF Mi-Bospo Tuzla	11,70
MKF Mikra Sarajevo	5,23
MKF Mikro Aldi Goražde	1,26
MKF Partner Tuzla	30,51
MKF Prva Islamska Sarajevo	0,41
MKF Sani Zenica	0,09
MKF Sunrise Sarajevo	8,54

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 7, 31.

Tabela 78: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2014. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2014
MKD Eki Sarajevo	1,57
MKF Eki Sarajevo	24,71
MKF Lider Sarajevo	3,23
MKF Lok Sarajevo	10,19
MKF Melaha Sarajevo	0,27
MKF Mi-Bospo Tuzla	9,84
MKF Mikra Sarajevo	4,59
MKF Mikro Aldi Goražde	1,14
MKF Partner Tuzla	29,21
MKF Prva Islamska Sarajevo	0,40
MKF Prizma Sarajevo	7,90
MKF Sani Zenica	0,09
MKF Sunrise Sarajevo	6,85

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2014. godine, str. 33.

Tabela 79: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2013. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2013
MKD Adria Mikro Mostar	0,22
MKF Eki Sarajevo	23,45
MKF Lider Sarajevo	2,85
MKF Lok Sarajevo	11,91
MKF Melaha Sarajevo	0,23
MKF Mi-Bospo Tuzla	7,54
MKF Mikra Sarajevo	3,79
MKF Mikro Aldi Goražde	0,86
MKF Partner Tuzla	24,43
MKF Prizma	18,55
MKF Prva Islamska Sarajevo	0,36
MKF Sani Zenica	0,09
MKF Sunrise Sarajevo	5,73

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2013. godine, str. 32.

Tabela 80: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2012. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2012
MKD Adria Mikro Mostar	0,31
MKF Eki Sarajevo	21,27
MKF Lider Sarajevo	2,22
MKF Lok Sarajevo	13,45
MKF Melaha Sarajevo	0,19
MKF Mi-Bospo Tuzla	6,27
MKF Mikra Sarajevo	3,29
MKF Mikro Aldi Goražde	0,76
MKF Partner Tuzla	22,82
MKF Prizma Sarajevo	22,86
MKF Prva Islamska Sarajevo	0,33
MKF Sani Zenica	0,09
MKF Vortt-Invest Sarajevo	0,01
MKF Sunrise Sarajevo	6,11

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2012. godine, str. 30.

Tabela 81: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2011. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2011
MKD Adria Mikro Mostar	0,39
MKF Eki Sarajevo	21,12
MKF Lider Sarajevo	2,39
MKF Lok Sarajevo	13,27
MKF Melaha Sarajevo	0,20
MKF Miba Tuzla	0,08
MKF Mi-Bospo Tuzla	6,32
MKF Mikra Sarajevo	3,19
MKF Mikro Aldi Goražde	0,63
MKF Partner Tuzla	21,69
MKF Prizma Sarajevo	21,67
MKF Prva Islamska Sarajevo	0,31
MKF Sani Zenica	0,08
MKF Sunrise Sarajevo	7,58
MKF Vortt-Invest Sarajevo	0,07
MKF Žene za žene International Sarajevo	1,00

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2011. godine, str. 25.

Kao merilo konkurenčije, pojedini autori posmatraju isključivo broj mikrofinansijskih institucija koje posluju u okviru određene države (Al Azzam, Mimouni, Sarangi, 2014, str. 3). Međutim, ovaj „indikator“ previše pojednostavljuje shvatanje pojma konkurenčije (prilikom ocenjivanja stepena konkurenčije, trebalo bi uzeti u obzir i prisustvo interesnih grupacija, pojavu novih proizvoda/usluga, i sl.).

2.2. Analiza troškova, rizika, profitabilnosti i makroekonomskog ambijenta kao ključnih činilaca prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa

2.2.1. Analiza kreditnih politika i procedura upravljanja kreditnim rizikom

Rastuća komercijalizacija sektora mikrofinansiranja rezultirala je frekventnijim pokušajima formulacije i implementacije zvaničnih politika upravljanja rizicima. Ono što je značajno jeste napraviti distinkciju između načina definisanja ovih politika za mikrofinansijski sektor i sektor klasičnog bankarstva (Ball, Watt, 2013, str. 1).

U nastavku je predstavljena komparativna analiza internih politika mikrofinansijskih institucija u Republici Srpskoj za upravljanje rizicima.

MKD Mikrofin Banja Luka: zvanična internet stranica postoji, ali nema publikovanih finansijskih izveštaja, kao ni drugih internih Politika; postoji odeljak za online podnošenje zahteva za mikrokredit.

MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka: na internet stranici navedeno je da se odobravaju mikrokrediti iznosa do 4.000 KM, da je isplata istog dana u gotovini, i to bez žiranata, bez obzira na starosnu dob, bez obzira na visinu penzije; nema publikovanih finansijskih izveštaja, niti drugih internih Politika.

MKD Zdravo Banja Luka: na internet stranici u okviru odeljka Politika kvaliteta navedeno je da u kontinuitetu poboljšavaju kvalitet svojih aktivnosti, internih procesa i procedura, težeći ka uvođenju međunarodnog sistema za upravljanje kvalitetom (međutim, interni akti nisu javno publikovani); u okviru odeljka poslednji finansijski izveštaj koji je publikovan je iz 2014. godine (skraćeni izveštaj nezavisnog revizora, u okviru kod su priloženi bilans stanja i bilans uspeha, ali ne i izveštaj o novčanim tokovima i promenama na kapitalu, pregled značajnih računovodstvenih politika i druge objašnjavajuće informacije); na internet stranici navodi se da je tražilac mikrokredita u obavezi da zajedno sa zahtevom za kredit popuni i Izjavu (da li je učesnik u postupku privatizacije državnog kapitala).

MKD FinCredit Banja Luka: nema zvaničnu internet stranicu, te nije moguće izvršiti uvid u finansijske izveštaje, niti u druge interne Politike; poslat upis na email adresu, međutim, niko od nadležnih nije odgovorio.

MKF Igmin-Invest Banja Luka: na internet stranici navodi se da korišćenje finansijske podrške podleže strogim pravilima kako bi se osigurao neposredan nadzor nad načinom davanja mikrokredita sa ciljem njihovog trošenja na transparentan i odgovoran način (međutim, metodologija nadzora nije javno publikovana); u okviru odeljka Krediti navedeno je da se kao instrumenti obezbeđenja koriste menica i administrativna zabrana; u okviru potrebne dokumentacije, navedeno je da je između ostalog neophodno dostaviti i tri platne liste ili izvod sa tekućeg računa za proteklih 6 meseci; nema publikovanih finansijskih izveštaja, kao ni drugih internih Politika.

MKF Delta-Plus Banja Luka: nema zvaničnu internet stranicu, te nije moguće izvršiti uvid u finansijske izveštaje, niti u druge interne akte; poslat upis na email adresu, međutim, niko od nadležnih nije odgovorio.

U nastavku je predstavljena analiza kreditnih politika mikrofinansijskih institucija koje su u 2015. godini poslovale u Federaciji Bosni i Hercegovini (na internet stranici Agencije za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine naglašeno je da je pojedinim mikrofinansijskim institucijama oduzeta dozvola za obavljanje poslova odobravanja mikrokredita: MKF Agro Fond Sanski Most, MKF Bonus Zenica, MKF Bosansko Selo Srebrenik, MKF Kartagina Sarajevo, MKF Miba Tuzla, MKF Prizma Sarajevo, MKF Vortt-Invest Sarajevo, MKF Žene za žene International Sarajevo).

MKF Eki Sarajevo: na internet stranici u okviru odeljka Izveštaji poslednji publikovan revizorski izveštaj je iz 2009. godine, obima 44 stranica, gde se na str. 19-29 u okviru tačke 4. govori o upravljanju finansijskim rizicima, konkretnije kreditnim, likvidnosnim, tržišnim, valutnim, kamatnim, kapitalnim; na str. 30 su predstavljene ključne računovodstvene procene i pretpostavke; u okviru odeljka Krediti i usluge publikovan je Standardni informativni list, u okviru kog su na str. 1-2 definisani instrumenti obezbeđenja otplate kredita, troškovi u slučaju neispunjerenja obaveza po kreditu, posledice propuštanja izmirenja obaveza; u okviru odeljka Krediti i usluge 15.07.2014. godine publikovan je dokument pod nazivom Opšti uslovi poslovanja, gde se u okviru tačke 2.1.1. na str. 3 da je tražilac kredita radi ostvarenja prava na

kredit, te procene kreditnog rizika, u obavezi da uz kreditni zahtev dostavi neophodne podatke i dokumentaciju koju fondacija *propisuje* za pojedinu vrstu kredita, kao i sve ostale informacije koje su u skladu sa zakonskim propisima, međutim, na internet stranici *nije navedena metodologija procene kreditnog rizika*; u okviru tačke 2.2. na str. 4 navodi se da fondacija *svojim aktima propisuje uslove* i kriterijume za odobravanje pojedinih vrsta kredita fizičkim i s njima povezanim licima, te najveću dopuštenu izloženost, međutim, na internet stranici *ne navode* se ovi akti; ovde se navodi i da će fondacija pre zaključenja ugovora o kreditu proceniti kreditnu sposobnost tražioca kredita, na osnovu informacija koje od njega zatraži i dobije i/ili uvidom obaveza po kreditima u Centralnom registru kredita; u okviru tačke 2.4. navodi se i da fondacija može da zahteva od korisnika kredita ugovaranje *naknadnog povećanja* obima osiguranja ili zamenu pojedinih sredstava osiguranja zbog promene nivoa rizika ili vrednosti sredstava osiguranja tokom trajanja ugovornog odnosa; u okviru tačke 2.6. navodi se da su kamatne stope u kreditnom poslovanju fiksne i da se ugovaraju kao godišnje nominalne stope obračunate primenom proporcionalne metode; efektivne kamatne stope se kreću u rasponu 16,04-34,49%).

MKF Lider Sarajevo: na internet stranici u okviru odeljka Upoznajte Lider – Dostignuća naveden je isključivo sažet pregled vrednosti isplaćenih kredita, broja aktivnih klijenata, i visine otplatne stope od 98,1% u 2015. godini (nema finansijskih izveštaja); publikovan godišnji izveštaj Vitas Grupacije za 2015. godinu, ali ne i za prethodne godine; u okviru Opštih uslova poslovanja, u članu 20 navodi se da je obavezno pre zaključenja Ugovora o kreditu proceniti kreditnu sposobnost korisnika kredita, na osnovu odgovarajuće dokumentacije i podataka dobijenih od korisnika kredita; u okviru člana 22 navodi se da mikrofinansijska institucija ima pravo da slobodno odlučuje o izboru korisnika kredita, kao i da bez saglasnosti korisnika kredita blokira mogućnost, u celosti ili delimično, korišćenja određenih proizvoda/usluga, kao i da raskine već uspostavljenu poslovnu saradnju radi zaštite od rizika izloženosti fondacije riziku od pranja novca i finansiranja terorizma; u članu 44 navedeno je da se *aktima i kreditnim uslovima* propisuju uslovi i kriterijumi za odobravanje pojedinih vrsta kredita fizičkim i njima povezanim licima, te najveću dopuštenu izloženost, ali ti akti nisu javno publikovani; u članu 45 navodi se da mikrofinansijska institucija ima pravo da procenjuje kreditnu sposobnost korisnika kredita kako prilikom zaključenja ugovora, tako i za sve vreme trajanja pravnog odnosa; u članu 49 navode se instrumenti osiguranja otplate kredita; u članu 50 navodi se da ukoliko fondacija proceni da je došlo do smanjenja vrednosti kvaliteta pojedinog instrumenta osiguranja, korisnik kredita bi trebalo na njen zahtev da dostavi novi instrument osiguranja najmanje iste vrednosti kao i prethodni; u članu 51 navodi se da fondacija može da zahteva od korisnika kredita ugovaranje naknadnog povećanja obima osiguranja ili zamenu pojedinih sredstava osiguranja *zbog promene nivoa rizika*; u članu 62 navodi se da mikrofinansijska institucija ima pravo da aktivira instrumente obezbeđenja ili otkaže ugovor ukoliko korisnik ne poštuje odredbe ugovora.

MKF Lok Sarajevo: na internet stranici nisu publikovani finansijski izveštaji; u okviru dokumenta Opšti uslovi poslovanja koji je publikovan 11.11.2014. godine, na str. 3 je navedeno da fondacija procenjuje kreditnu sposobnost korisnika na osnovu odgovarajuće dokumentacije i podataka dobijenih od korisnika, te uvidom obaveza u kreditnom registru, kao i da *u skladu sa aktima* fondacije korisnik treba da dostavi dokumentaciju koja je obavezna kako bi se zasnovao poslovni odnos; međutim, *pomenuti akti nisu javno publikovani*; na str. 5 navode se instrumenti

obezbeđenja kredita; na str. 6 navodi se da kreditor ima pravo da raskine ugovor o kreditu ukoliko korisnik ne poštuje postavljene uslove.

MKF Melaha Sarajevo: nisu publikovani finansijski izveštaji; na internet stranici navodi se samo da će fondacija na osnovu popunjeno Prijavnog upitnika, a u zavisnosti od ostalih relevantnih faktora-garancija izvršiti procenu potencijalnog klijenta, međutim, *nigde se precizno ne navodi metodologija procene kreditnog rizika*; navodi se i da ukoliko klijent u roku od 15 dana nakon dana ugovorenog za otplatu rate ne izmiri obavezu, fondacija ima pravo na raskid Ugovora o mikrokreditu, te da aktivira sve raspoložive instrumente obezbeđenja plaćanja na ukupan iznos preostalog duga, odnosno, sve neuplaćene rate sa obračunatim kamatama.

MKF Mi-Bospo Tuzla: u okviru Principa poslovanja navedena su sledeća načela: Načelo 1 – Sprečavanje prezaduženosti; Načelo 2 – Transparentnost cena, gde je navedeno da fer cena, posebno na ne-konkurentnim tržištima, predstavlja instrument zaštite interesa potrošača, kao i da *ne postoji konsenzus o definiciji fer cena*, te da u praksi to znači da finansijske institucije da ne naplaćuju od kupaca svoje neefikasnosti; Načelo 3 – Odgovarajući načini naplate; Načelo 4 – Etičko ponašanje osoblja; Načelo 5 – Mehanizmi za prigovore i rešavanje pritužbi; Načelo 6 – Privatnost podataka klijenata, gde je navedeno da se misli na lične i finansijske podatke; u okviru Opštih uslova poslovanja objašnjava se u okviru tačke 1.2. Načela pod stavkom 5. značaj transparentnosti poslovanja i informisanja, u okviru tačke 1.3. Korisnik navodi se da korisnik može biti ili nezaposleno lice koje namerava da otpočne sopstvenu poslovnu aktivnost ili ono koje ostvaruje primanja i koje minimalno tri meseca pre podnošenja zahteva za mikrokredit mora da bude zaposleno; u odeljku Izveštaji poslednji publikovani bilans stanja, bilans uspeha i revizorski izveštaj su iz 2014. godine.

MKF Mikra Sarajevo: na početnoj strani internet stranice nalazi se obaveštenje „Under construction”; u okviru Opštih uslova poslovanja za 2016. godinu na str. 4 navedeno je da postoje Procedure rada Fleksi zadruga, Procedure rada Mesna zadruga, Procedure rada za Individualne kredite; na str. 5 navedeno je da postoje dve metodologije – Zadružna metodologije i Individualna metodologija; u okviru tačke 2.3. Informacije o uslovima kredita na str. 10 se navodi da će se informacije o uslovima apliciranja i odobravanja mikrokredita, kao i eventualne izmene i dopune tih informacija, *objaviti na vidnom mestu na internet stranici, što nije učinjeno*; na str. 14 u okviru tačke 2.4. Posledice neurednog izmirivanja obaveza i otkazivanje ugovora o kreditu navodi se mogućnost aktiviranja garancija; na str. 15 u okviru tačke 2.5. navedeno je da troškove, kao i troškove sudskeih postupaka i prinudne naplate, usled kašnjenja u otplati kredita snosi klijent.

MKF Mikro Aldi Goražde: u okviru odeljka Izveštaji poslednji publikovan revizorski izveštaj je iz 2015. godine, gde je navedeno da je ovlašćeni revizor iz Baker Tilly Re Opinion doo izvršio reviziju priloženih finansijskih izveštaja prikazanih na stranicama 4-26., i koji su *zaista priloženi*; na str. 11-15 predstavljen je pregled računovodstvenih politika; str. 15-16 predstavljen je pregled ključnih računovodstvenih procena i prepostavki; na str. 23-24 govori se o upravljanju kapitalnim rizikom; str. 24-26 govori se o upravljanju finansijskim rizicima: tržišnim, valutnim, kamatnim, kreditnim, likvidnosnim; u okviru Opštih uslova poslovanja navedeno između ostalog da je visina kamatne stope po pojedinim kreditnim proizvodima određena Odllukom o utvrđivanju kreditnih proizvoda, iznosu, kamati i rokovima otplate kredita, i da su ove

informacije dostupne u kancelarijama institucije, ali ova Odluka nije publikovana na internet stranici mikrofinansijske institucije.

MKF Partner Tuzla: u okviru odeljka Opšte odredbe objavljeni su Opšti uslovi poslovanja za 2016. godinu; u okviru tačke 3. navode se instrumenti obezbeđenja otplate mikrokredita; u okviru tačke 8. navode se obaveze plaćanja zakonske zatezne kamate u slučaju kašnjenja u otplati mikrokredita; u okviru tačke 10. navodi se pravo kreditora da raskine ugovor ukoliko se korisnik mikrokredita ne pridržava ugovornih odredbi.

MKF Prva Islamska Sarajevo: osnovana 2001. godine kao Mikro First Islamic, a 2008. godine preregistrovana u Prvu Islamsku Mikrokreditnu Fondaciju; nema publikovanih finansijskih izveštaja; u okviru odeljka Krediti i opšti uslovi poslovanja u okviru tačke 8. navedeno da se procena kreditne sposobnosti podnosioca zahteva za kredit vrši na osnovu podataka koje dobije od podnosioca zahteva, kao i na osnovu uvida u bazu podataka o zaduženosti podnosioca zahteva, te da mikrofinansijska institucija slobodno odlučuje o izboru svojih klijenata u skladu sa važećim propisima i *svojim internim aktima*, što uključuje i diskrečijsko pravo da odbije zaključenje ugovora o kreditu, međutim, *pomenuti propisi i akti nisu publikovani*; u okviru tačke 11. predstavljeni su načini obezbeđenja kredita; u okviru tačke 13. navodi se da se u slučaju kašnjenja u otplati kredita pristupa naplati duga aktiviranjem sredstava obezbeđenja; u okviru tačke 16. govori se o pravu kreditora da otkaže ugovor ukoliko se korisnik mikrokredita ne pridržava ugovornih odredbi.

MKF Sani Zenica: nema zvaničnu internet stranicu, te nije moguće izvršiti uvid u set finansijskih izveštaja, niti u druge Politike ove mikrofinansijske institucije, koje bi se ticale upravljanja rizicima, regulatornog kapitala, procesa interne procene adekvatnosti kapitala, pregleda računovodstvenih politika i ključnih računovodstvenih procena, te napomena o ostalim i neobjavljenim podacima; poslat upit na email adresu, međutim, niko od nadležnih nije odgovorio.

MKF Sunrise Sarajevo: u odeljku Ostvareni rezultati poslednji revizorski izveštaj koji je objavljen je iz 2012. godine, dok izveštaji za period 2013-2015. godine nisu publikovani; u okviru revizorskog izveštaja iz 2012. godine navedeno je da je obavljena revizija finansijskih izveštaja i sažetog prikaza značajnih računovodstvenih politika i drugih napomena uz finansijske izveštaje prikazanih na stranicama 4-41, a postavljeni izveštaj nezavisnog revizora ima 6 stranica, dok *finansijski izveštaji nisu postavljeni* na njihovu zvaničnu internet stranicu; ovlašćeni revizor iz Deloitte doo u izveštaju skreće pažnju na napomene 18. i 24. koje opisuju da Fondacija nije ispoštovala odredbe ugovora o kreditu sa finansijerima i određene zahteve regulatora; navedeno je i da je Uprava obavestila o ovim činjenicama finansijere i Agenciju za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine i da nije upoznata sa okolnostima i informacijama koje bi dovele do toga da veruju da će iste izazvati materijalno negativne posledice na ukupnu finansijsku poziciju Fondacije.

Na osnovu izvršene komparativne analize, može se konstatovati da mikrofinansijski sektor Bosne i Hercegovine odlikuju niska transparentnost (neredovnost izveštavanja, neobjavljivanje internih akata, procedura i metodologija procena), kao i nedovoljna razrađenost internih politika za upravljanje rizicima. S obzirom na činjenicu da su u 2015. godini efektivne kamatne stope na

mikrokredite u Bosni i Hercegovini u pojedinim mikrofinansijskim organizacijama dostigle nivo od čak 43,55% (u nastavku disertacije dat je opsežniji pregled podataka o kretanju kamatnih stopa na mikrokredite u Bosni i Hercegovini), na obezbeđivanje javnog uvida u mehanizam definisanja visokih kamatnih stopa posebno bi trebalo staviti akcenat.

2.2.2. Analiza transakcionih troškova obrade zahteva za mikrofinansiranjem

Pojedini autori smatraju da su transakcioni troškovi jedan od ključnih činilaca prilikom formiranja aktivnih kamatnih stopa (glavni argument za „opravdavanje“ visine kamatne stope na mikrokredite), te da obuhvataju ***tri bazične komponente***: troškovi finansiranja, iznos očekivanog gubitka, administrativni troškovi (pod kojima se podrazumeva trošak procesa odobravanja mikrokredita, trošak edukacije i unapređenja finansijske pismenosti klijenata, trošak monitoringa otplate mikrokredita). Kao i u brojnim studijama, i ovde se navodi kako je transakcioni trošak po klijentu u okviru mikrofinansijskih institucija značajno viši u odnosu na isti u okviru klasičnih finansijskih institucija (bez značajnijih objašnjenja o razlozima prihvatanja ove uvrežene tvrdnje) (Annim, 2010, str. 79). Međutim, u okviru ove disertacije je procenjeno da bi troškove finansiranja i iznos očekivanog gubitka trebalo analizirati kao ***zasebne*** kategorije, jer se priroda ovih troškova značajno razlikuje. Isto tako, u ovoj disertaciji će biti izvršen napor da se preispita validnost gorepomenute ukorenjene tvrdnje o značajno višim transakcionim troškovima u okviru sektora mikrofinansiranja (analiza udela novčanih i ne-novčanih komponenti transakcionih troškova: transportni troškovi, vreme provedeno u čekanju, i slično).

U nastavku je predstavljena uporedna analiza provizija mikrofinansijskih institucija u Republici Srpskoj (provizije kao *odraz* operativnih troškova, iako je pojam naknada za obradu mikrokredita *uži* od pojma operativnih troškova).

MKD Mikrofin Banja Luka: na internet stranici publikovane su informacije o efektivnim kamatnim stopama na mikrokredite, a za oblast poljoprivrede kreću se u rasponu 5,65-20,80%, dok se provizije kreću u intervalu 0-1%; efektivne kamatne stope na mikrokredite za preduzetnike kreću se u rasponu 5,86-20,80%, a provizije 0-1%; efektivne kamatne stope na mikrokredite za stanovništvo kreću se u rasponu 4,97-24,42% (najniže efektivne kamatne stope su za stambene mikrokredite), a provizije 0-2%.

MKD Prvo penzionersko mikrokreditno društvo Banja Luka: na internet stranici nisu navedene vrste mikrokredita koji se odobravaju, kao ni raspon provizija, nominalnih i efektivnih kamatnih stopa.

MKD Zdravo Banja Luka: vrši *posredovanje* u plasmanima kredita Investiciono-razvojne banke RS, ali postoje i kreditni proizvodi MKD Zdravo: za poljoprivredu i proizvodnju, za preduzetnike, stambeni, potrošački, za registraciju vozila, za školovanje, za refinansiranje obaveza, nenamenski mikrokredit (nije naveden raspon provizija koje se zaračunavaju, kao ni nominalnih i efektivnih kamatnih stopa).

MKD FinCredit Banja Luka: nema zvaničnu internet stranicu, te nije moguće izvršiti uvid u finansijske izveštaje, niti u druge interne Politike.

MKF Igmin-Invest Banja Luka: na internet stranici je navedeno da efektivna kamatna stopa na robni kredit iznosi 23,50% (navedeno da je ista izračunavata za sve *druge poznate naknade* i troškove koji su direktno povezani sa odobravanjem i korišćenjem kredita); na nenamenski kredit iznosi 25,29%; na zamenski kredit iznosi 24%; na kredite za registraciju vozila 0%; na kredite za zaposlene u Igmin-Grupi 16,68%.

MKF Delta-Plus Banja Luka: nema zvaničnu internet stranicu, te nije moguće izvršiti uvid u finansijske izveštaje, niti u druge interne akte.

U nastavku je predstavljena uporedna analiza provizija mikrofinansijskih institucija u Federaciji Bosni i Hercegovini (provizije kao *odraz* operativnih troškova).

MKF Eki Sarajevo: na internet stranici u okviru odeljka Krediti i usluge publikovan je Standardni informativni list, u okviru kog je na str. 1 definisano da trošak obrade kredita tj. provizija zavisi od iznosa kredita i vrste kreditnog proizvoda i da se kreće u rasponu 2-2,50%; na str. 3-9 nalazi se pregled provizija po iznosima i vrstama mikrokredita: 2,5% za mikrokredite za domaćinstva, 2% za pravna lica, mali biznis, poljoprivredu, stambene mikrokredite, gde rokovi dospeća idu do 5 godina, a iznosi do 10.000 KM, dok provizija iznosi 0% za kratkoročne poslovne i neposlovne pozajmice, gde rokovi dospeća ne prelaze 1 godinu, a iznosi ne prelaze 2.000 KM.

MKF Lider Sarajevo: u okviru odeljka Cenovnik kreditnih proizvoda navedeno je da se provizija kreće u rasponu 2-2,5%; EKS se kreće u rasponu 19,59-34,17%; u okviru Opštih uslova poslovanja, u članu 54 navodi se da se obračun kamate za sve vreme korišćenja i trajanja kredita vrši proporcionalnom metodom, kao i da se kamatna stopa periodično revidira i da može da *reflektuje promene u troškovima, riziku, politikama*, i slično; u članu 57 navedeno je da se provizija za obradu kredita naplaćuje prilikom isplate kredita; u članu 58 navedeno je da *korisnik snosi i ostale troškove* nastale po osnovu ugovora o kreditu poput troškova notarske obrade, uspostavljanja instrumenata obezbeđenja, kao i druge troškove koji su prouzrokovani neurednom otplatom kredita, poput troškova poštarine za slanje opomena, troškova vođenja sudskog postupka, i slično.

MKF Lok Sarajevo: u okviru Pregleda naknada i tarifa naveden je raspon troškova obrade mikrokredita 90-300 KM; EKS se kreće u rasponu 7,52-38,25%; postoji i Odluka o tarifi naknada za usluge publikovana 30.04.2014. godine.

MKF Melaha Sarajevo: na internet stranici navodi se da provizija iznosi 3% za sve vrste mikrokredita, osim za mikrokredite za pravna lica koja zapošljavaju *osobe sa posebnim potrebama*, gde je provizija 0%, a godišnja kamatna stopa 0%; najviši iznos godišnje kamatne stope iznosi 32,4%, ali **nije naznačeno** da li je u pitanju NKS ili EKS.

MKF Mi-Bospo Tuzla: u okviru Opštih uslova poslovanja navodi se u okviru tačke 1.6. Kamate, naknade i troškovi - efektivna kamatna stopa je dekurzivna kamatna stopa koja se obračunava na godišnjem nivou i to primenom *složenog* kamatnog računa, kao i da se Odlukom o kreditnim

proizvodima određuje visina kamate za svaki kreditni proizvod pojedinačno, te da se *ne obračunavaju provizije za kredite niti bilo kakve druge troškove*, osim troškove koji nastaju prilikom obrade kredita korišćenjem usluga drugih institucija, kao što je registar zaloga, kreditni biro, banke i slično; u Cenovniku je navedeno da je *trošak obrade mikrokredita svih namena 0,00%*, osim za *poljoprivredni mikrokredit* gde je *trošak obrade 2,5%*; najviši iznos efektivne kamatne stope je 34,6% za pozajmicu „Brzi kredit”, sa nižim iznosom i kraćim rokom dospeća, dok je najniži 17,26% za „Cash kredit”, višim iznosom i dužim rokom dospeća, zatim, u okviru tačke 1.6. Kamate, naknade i troškovi – navodi se da je kamata za sve kreditne proizvode *nepromjenjiva* (fiksna kamatna stopa), a u okviru tačke 2. Informisanje u predugovornoj fazi – da je nužno da se navede visina i *promenljivost* godišnje nominalne kamatne stope, zatim, u okviru tačke 3. Informisanje u predugovornoj fazi – navodi se da je neophodno da korisniku pruži informacije o uslovima **polaganja novčanog depozita** kod banke, ukoliko je to uslov za odobravanje kredita (međutim, Centralna banka Bosne i Hercegovine potvrdila je da se mikrofinansijske institucije u Bosni i Hercegovini ne bave poslovima primanja depozita, već isključivo banke, 13.05.2016.).

MKF Mikra Sarajevo: odeljku Indikatori učinka nije moguće pristupiti, nema sadržaja; u okviru odeljka Zaštita klijenata navodi se da je značajno transparentno iskazivanje troškova kredita, ali troškovi obrade i kamatne stope *nisu publikovani* na internet stranici; u okviru odeljka Kreditiranje navodi se da predajom popunjeno zahteva za kredit, fotokopije lične karte i fotokopije prijavnice mesta boravka započinje proces obrade mikrokredita, čija realizacija *traje do 7 dana* (navođenje ovog podatka posebno je *značajno* radi potonjeg poređenja prosečnog trajanja vremena obrade zahteva za mikrokredit i prosečnog trajanja vremena obrade zahteva za klasičan kredit u analizirane tri države, te utvrđivanja da li je prosečno trajanje vremena obrade zahteva za mikrokredit duže, jer se obično prepostavlja zahtevanje obimnije dokumentacije, što posledično može da utiče na rast operativnih troškova); u okviru Opštih uslova poslovanja za 2016. godinu na str. 16 u okviru tačke 3. Troškovi usluga navedeno je da se visina kamatne stope i nakanade za obradu kreditnog zahteva određuju na osnovu Odluke o naknadama i tarifama za usluge, koja, pak, *nije publikovana* na internet stranici, a na str. 17 je navedeno da su ove informacije dostupne u svim fazama pregovaranja sa korisnikom kredita.

MKF Mikro Aldi Goražde: u okviru odeljka Izveštaji poslednji publikovan revizorski izveštaj je iz 2015. godine, gde je na str. 16 navedeno da se prihod od provizija naplaćuje u visini od 3% od kreditnog iznosa prilikom isplate kredita; na str. 17 navedena je struktura operativnih troškova (predstavljena je u narednoj tabeli, gde se uočava da u ukupnim operativnim troškovima najveće učešće zauzimaju *troškovi plata*, kao i da su se ovi troškovi iz 2014. u 2015. godinu povećali za 18,32%, dok su se *troškovi goriva* povećali za svega 0,61%; činjenicu poput ove trebalo bi uzeti u obzir u onom segmentu disertacije u okviru kog se analizira metodologija definisanja kamatnih stopa na mikrokredite); u okviru Tarifnika navedeno je da se naknade troškova za izdavanje potvrda o statusu kredita, te naknada troškova nastalih zbog neizvršavanja obaveza po ugovoru o kreditu, i to: naknada troškova slanja opomena, administrativnih zabrana, predloga za izvršenje, tužbi i ostalih dopisa sudu, kreću u rasponu 5-10 KM.

Tabela 82: Struktura operativnih troškova MKF Mikro Aldi Goražde u 2015. godini

Operativni troškovi	2015 (izraženo u KM)	2014 (izraženo u KM)
Troškovi plata	736.398	622.357
Troškovi toplog obroka i prevoza	38.786	30.559
Troškovi telekomunikacija	34.006	35.335
Troškovi zakupnina	32.886	25.809
Amortizacija	32.273	31.520
Troškovi energije i goriva	29.820	29.639
Usluge održavanja	16.929	18.707
Rezervisanja po osnovu obaveza prema zaposlenima	16.543	114
Takse	14.797	14.719
Novčana kazna	10.500	-
Kancelarijski materijal	10.303	8.164
Naknade Agenciji za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine	7.164	6.703
Provizija Unije veterana	6.105	5.064
Naknada za Upravni odbor i Odbor za reviziju	5.889	5.410
Troškovi reklame i reprezentacije	4.686	4.785
Troškovi bankovnih usluga	4.563	4.158
Naknada za Centralni registar kredita	4.309	4.277
Troškovi osiguranja	2.691	2.581
Putni troškovi	461	1.469
Ostali troškovi poslovanja	38.501	34.866
UKUPNO	1.047.610	886.236

Izvor: Finansijski izveštaji Mikro Aldi Goražde za 2015. godinu, str. 17.

MKF Partner Tuzla: u odeljku Cenovnik usluga navedeno je da kod sledećih tipova mikrokredita ne postoje naknade za obradu kredita: sezonski mikrokredit, za stočarstvo, agro-mikrokredit, za solarne kolektore, za obnovu stambenih i poslovnih jedinica, dok ostali tipovi povlače naknadu od 2,5%: mikrokrediti za finansiranje poslovnih aktivnosti, za poboljšanje uslova stanovanja i kvaliteta života, za energetsku efikasnost; najviša EKS iznosi 32,98% za mikrokredite za poboljšanje uslova stanovanja i kvaliteta života, a najniža 4,01% za mikrokredite za solarne kolektore.

MKF Prva Islamska Sarajevo: na internet stranici se navodi da administrativni trošak iznosi čak 9%, iako je zahtevana dokumentacija uobičajena: zahtev za kredit, overena administrativna zabrana, overena kopija lične karte, kopija prijavnice prebivališta, platna lista; u odeljku O nama navodi se da primenjuju beskamatno bankarstvo, dok se u odeljku Krediti i opšti uslovi poslovanja navodi da nominalna kamatna stopa iznosi 0%, a da se efektivna kreće u rasponu 11,56-19,28% (dakle, u ovom slučaju može se zaključiti da se beskamatno bankarstvo odnosi na nominalnu, a ne na efektivnu kamatnu stopu).

MKF Sani Zenica: nema zvaničnu internet stranicu, te nije moguće izvršiti uvid u visinu provizije koju ova mikrokreditna institucija zaračunava na usluge koje pruža.

MKF Sunrise Sarajevo: na zvaničnoj internet stranici ove mikrokreditne institucije nisu publikovane informacije o visini provizije koju ova mikrokreditna institucija zaračunava na usluge koje pruža; zahtev za kredit može da se popunjava i online, gde su kao namene mikrokredita navedene sledeće: poljoprivreda, usluge, trgovina, proizvodnja, poboljšanje

materijalnog položaja, edukacija, registracija vozila, energetska efikasnost, adaptacija ili dogradnja stambenog/poslovnog prostora.

Na osnovu sprovedene uporedne analize, može se zaključiti da se provizije koje zaračunavaju mikrofinansijske institucije u Bosni i Hercegovini kreću u rasponu 0-9%. Interesantno je primetiti da se najviše provizije zaračunavaju u slučaju mikrofinansijske institucije za koju je naglašeno da posluje na principima beskamatnog bankarstva, mada, njene efektivne kamatne stope spadaju među niže.

Uspostavljanje i održavanje odnosa sa klijentima koji nisu locirani u blizini mikrofinansijskih institucija zahteva *vreme*, što posledično stvara troškove (Muriu, 2011, str. 153/154). Međutim, ono što je značajno konstatovati jeste činjenica da se prosečno trajanje vremena obrade zahteva za mikrokredit ne razlikuje značajno od prosečnog trajanja vremena obrade zahteva za klasičan kredit (*neformalno* prikupljanje podataka od strane bankarskih službenika, zaključno sa 16.05.2015.), kao i da dokumentacija i kolateral koji se zahtevaju u slučaju mikrofinansiranja nisu obimniji/strožiji u odnosu na one koji se zahtevaju kod klasičnog kreditiranja (već se smatraju uobičajenim u kreditorskoj praksi), čime se poništavaju preduslovi za „hranjenje“ *a priori* pretpostavke o postojanju viših operativnih troškova u slučaju mikrofinansiranja. Primera radi, u citiranom istraživanju navodi se kako mikrofinansijske institucije imaju više transakcione troškove u odnosu na konvencionalno retail bankarstvo, *i u apsolutnom i u relativnom* iznosu (Muriu, 2011, str. 54). Međutim, i u ovom, kao i u većini drugih istraživanja na ovu temu navodi se ova tvrdnja, ali *bez detaljnijih objašnjenja*.

Pojedini autori smatraju kako režijski troškovi na mikrokredite mogu da budu *jednaki* kao i na kredite većih iznosa (Ahmed, Brown, Williams, 2013, str. 212).

Drugi autori navodi kako većinu „mase“ operativnih troškova mikrofinansijskog sektora čine *troškovi plata (radno-intenzivna industrija)*, u poređenju sa *fiksnim troškovima (koji su relativno niski)* (Galema, 2011, str. 64).

U pojedinim istraživanjima navodi se kako „starost“ (godište osnivanja) mikrofinansijske institucije utiče na pad administrativnih troškova (veće iskustvo personala smanjuje vreme neophodno za obradu mikrokreditnih zahteva, odnosno, povećava efikasnost njihove obrade) (Gonzalez, 2010, str. 2). Dokazano je da duže postojanje mikrofinansijske institucije utiče na smanjenje transakcionih troškova po jedinici, ali se navodi da je ovo smanjenje u spremu sa veličinom pojedinačne mikrokreditne operacije (Annim, 2010, str. 147). Rezultati drugih istraživanja, pak, pokazuju da „starije“ mikrofinansijske institucije (ranije osnovane) imaju i niže troškove finansiranja, kao i višu profitabilnost (Muriu, 2011, str. 168).

U ovde citiranom istraživanju, analizira se problematika merenja operativnih troškova. Navodi se kako pojedini autori smatraju da operativni troškovi mogu da se mere na osnovu izračunatog operativnog troška po 1 USD odobrenog kredita. Dalje, ovaj trošak može da se „dekomponuje“, odnosno, može da se izračuna kao proizvod operativnog troška po klijentu i recipročne vrednosti prosečnog iznosa kredita. Dakle, do nižih operativnih troškova po 1 USD odobrenog kredita može da dođe ili usled pada operativnih troškova po klijentu ili usled rasta prosečnog iznosa kredita. Ova „dekompozicija“ posebno je interesantna, s obzirom da su autori istraživanja došli

do zaključka da su troškovi po klijentu **pretežno fiksni i ne variraju** u zavisnosti od veličine kredita (kako se obično argumentira) (Ahlin, Lin, Maio, 2008, str. 10).

U oblasti mikrofinansiranja, proizvodi/usluge su u većoj meri *standardizovani i rigidni*, te pojedini autori smatraju da bi to za posledicu trebalo da ima **niže operativne** troškove i bolju finansijsku disciplinu. S druge strane, fleksibilnost utiče na rast operativnih troškova (Laureti, 2012, str. 10/11).

Pojedini autori čak predlažu implementaciju ABC sistema u okviru mikrofinansijskih institucija, u funkciji precizne identifikacije nosilaca troškova i alokacije na mesto njihovog nastanka, te **sprečavanja „pripisivanja”** pojedinih vrsta troškova operativnim troškovima (odnosno, njihovog neopravdanog predimenzioniranja) (Vong, Song, 2015, str. 11). Visoki operativni troškovi neretko su korišćeni kao argument za „pravdanje” korišćenja subvencija (takozvana „*subvencijska zamka*“) (Reeder, 2010, str. 79).

ABC sistem doprinosi boljem razumevanju procesa nastajanja i „raspoređivanja” troškova („ponašanje” troškova). Takođe, doprinosi ranom prepoznavanju „okidača” troškova, što rezultuje fokusiranjem finansijskog menadžmenta na one ključne. Do sada, ovaj sistem izuzetno je retko primenjivan u sektoru finansijskih usluga. Postoji nekoliko razloga za to. Prvo, finansijskim institucijama je teže da precizno definišu proizvode i usluge koje nude (mada, pojedini autori smatraju da je sektor mikrofinansiranja u značajnoj meri standardizovan). Drugo, finansijskim institucijama je teže da pronađu vezu između određenih proizvoda/usluga i pojedinačnih troškova (značaj *razlikovanja* pojedinačnih/direktnih i zajedničkih/ opštih/ indirektnih troškova) (Vong, Song, 2015, str. 15).

Autori istog istraživanja navode kako pojedini troškovi mogu da se tretiraju i kao direktni i kao indirektni, te da mogu da izazovu *dilemu* prilikom kalkulacije i „razvrstavanja” troškova (troškova proizvoda i sub-proizvoda, odnosno, na osnovne i sporedne troškove), a posebno u oblasti finansijskih proizvoda/usluga (kao primer navode „neproizvodne” troškove poput marketinga, za koje smatraju da bi ipak trebalo da budu pripisani „proizvodnim” troškovima, odnosno, troškovima plasiranja proizvoda/usluga) (2015, str. 16).

Pod kreditnim transakcijama smatraju se prijem i obrada kreditnog zahteva, transfer novčanih sredstava, kao i monitoring otplate. Primera radi, u *direktne* troškove mogu da se svrstaju troškovi prijema i obrade kreditnog zahteva, kao i troškovi usled monitoringa otplate. U *indirektne* troškove mogu da se svrstaju troškovi funkcionisanja ukupnog departmana za mikrokredite (ovi troškovi ne mogu da se pripisu konkretnom kreditnom odnosu, već se odnose na troškove sveopšteg funkcionisanja mikrokreditnog odeljenja). Isti autori spominju i indirektne troškove uprave (menadžmenta) i njihove supervizije. Autori ABC sistem posmatraju kao *dvo fazni* proces: najpre, distribucija troškova na osnovu poslovnih aktivnosti, a potom, povezivanje aktivnosti sa konkretnim proizvodima/uslugama. Ono što je posebno značajno jeste da se procena troškova i njihova alokacija **ne vrši isključivo na osnovu broja izvršenih transakcija, već i na osnovu vremena koje je bilo neophodno** da se te transakcije izvrše (2015, str. 18).

Autori istog istraživanja predlažu određena softverska rešenja koja omogućavaju primenu ABC sistema, poput SAP, PeopleSoft, Oracle, u funkciji unapređenja procesa alokacije troškova (2015, str. 19).

Analizirajući podatke koji obuhvataju period 2004-2011. godine, autori istog istraživanja došli su do zaključka da operativni troškovi (TAE, Transaction and Administrative Expenses) predstavljaju ključnu komponentu prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa. Većina postojećih mikrofinansijskih institucija organizovana je na radno-intenzivan način, što podrazumeva manuelnu obradu i dalje procesiranje zahteva za mikrokreditima. Posledično, najveći rizik sa kojima se suočavaju jeste rizik pogrešnog transkribovanja, grešaka prilikom finansijskog izveštavanja, kao i rizik od internih zloupotreba i prevara (2015, str. 12).

Rezultati ovde navedenog istraživanja pokazuju da racio pokazatelj koji meri odnos između operativnih troškova i kreditnog portfolija raste ukoliko raste inflacija, kao i nivo ekonomske slobode (*sloboda košta?*), dok opada sa usmeravanjem fokusa na kreditiranje žena, kao i većeg iskustva mikrobanke (Mersland, Øystein Strøm, 2012, str. 28).

Na rast transakcionalnih troškova utiče korišćenje nekonvencionalnih, naprednih tehnologija (*u kratkom, ali ne i u dugom roku!*). Takođe, na rast transakcionalnih troškova utiče i ekstenzivan monitoring sistema grupnog pozajmljivanja (Wagner, 2013, str. 3).

Rezultati ovog istraživanja pokazuju da mikrofinansijske institucije koje nude i ne-finansijske usluge (poput mikroštednje) uspevaju da postignu određene uštede u troškovima (Khachatryan, 2013, str. 70).

2.2.3. Analiza pokazatelja ROA i ROE mikrofinansijskog sektora

Osnovna premla u mikroekonomskoj teoriji zasniva se na zakonitosti da u uslovima **savršene konkurenčije** tržišni učesnici mogu da ostvaruju *nulti ili normalni profit* (koji pokriva oportunitetni trošak). Kao „otvoreno“ pitanje ostaje to kako pojedini tržišni učesnici ipak uspevaju da u kontinuitetu ostvaruju *ekstra-profit?* (Muriu, 2011, str. 101) Kao jedno od objašnjenja autor citiranog istraživanja navodi zaključak kako bankarski sektor *ne predstavlja* primer savršeno kompetitivnog tržišta (Muriu, 2011, str. 104).

Zbog *variranja* odnosa između duga i sopstvenog kapitala, profit mikrofinansijskih institucija najbolje je meriti pomoću pokazatelja ROA, a ne ROE (Mersland, 2009, str. 77).

Pojedini autori kao zavisnu varijablu definišu indikator ROA, kao merilo ex-post profita mikrofinansijskih institucija. Radi *testiranja robustnosti* dobijenih rezultata (pouzdanosti, valjanosti), autori takođe koriste i indikator ROE (Muriu, 2011, str. 75).

Za MFI je od izuzetnog značaja da ostvari pozitivne vrednosti ROA i ROE, jer je to „kvalifikuje“ za pristup komercijalnim izvorima finansiranja. Prilikom računanja ROA i ROE poželjno je računati prilagođene koeficijente, korigovane za inflaciju (Adjusted Ratios, AROA, AROE) (Torres García, 2009, str. 302).

U pojedinim istraživanjima prikazan je način korigovanja pokazatelja ROA za stopu **inflacije**, odnosno, postupak za izračunavanje **realne** stope indikatora **ROA**:

$$\left(\frac{ROA - stopa\ inflacije}{1 + stopa\ inflacije} \right) \quad (3.2)$$

Izvor: Mersland, 2009, str. 98.

Kao jedan od indikatora profitabilnosti, autor istraživanja koristi i indeks zavisnosti od subvencija (Subsidy Dependence Index, **SDI**), pored klasičnog pokazatelja ROE (Flosbach, 2013, str. 5).

S obzirom na činjenicu da Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Herceovine ne objavljuje podatke o neto dobitku ili gubitku pojedinačnih mikrofinansijskih institucija, već objavljuje neto dobitak kompletног mikrofinansijskog sektora u integralnom bilansu uspeha, nije bilo moguće izračunati ROA i ROE za pojedinačne mikrofinansijske institucije, već isključivo za mikrofinansijski sektor u celosti, na nivou Federacije Bosne i Hercegovine (podatke o neto dobitku ili gubitku pojedinačnih institucija nije bilo moguće pribaviti, jer se Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine izjasnila da ne postoji mogućnost plasiranja drugačijih podataka, od onih koji su već publikovani i koji predstavljaju zvanične podatke). Isto to potvrdila je i Agencija za bankarstvo Republike Srpske, a kada su u pitanju Izveštaji o stanju bankarskog sistema u okviru kojih se objavljuju i podaci o sektoru mikrokreditnih organizacija.

U naredne dve tabele prikazan je pregled pokazatelja profitabilnosti mikrofinansijskih organizacija u Republici Srpskoj u periodu 2011-2015. godine.

Tabela 83: Trend kretanja ROA za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Republici Srpskoj u periodu 2011-2015. godine

Mikrofinansijska institucija	ROA (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
MKF	-5,09	-18,69	-2,10	0,31	0,20
MKD	1,04	2,64	2,50	1,79	2,79

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2015.-31.12.2015. godine, str. 53, 59; Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2013.-31.12.2013. godine, str. 51, 57; Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2012.-31.12.2012. godine, str. 51, 57.

Tabela 84: Trend kretanja ROE za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Republici Srpskoj u periodu 2011-2015. godine

Mikrofinansijska institucija	ROE (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
MKF	-13,05	-58,62	-2,81	0,51	1,01
MKD	4,55	7,84	7,37	5,04	8,00

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2015.-31.12.2015. godine, str. 53, 59; Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2013.-31.12.2013. godine, str. 51, 57; Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2012.-31.12.2012. godine, str. 51, 57.

Iz prethodne analize, moguće je uočiti da se indikator ROA kreće u intervalu od -18,69% do 2,79%, a ROE u rasponu od čak -58,62% do 8,00%. U ovom slučaju, moguće je ustanoviti da bolje pokazatelje profitabilnosti ostvaruju profitne mikrofinansijske institucije u odnosu na one neprofitne. Što se tiče pokazatelja ROA, najslabiji rezultat ostvarile su neprofitne mikrofinansijske institucije u 2012. godini (-18,69%), a najbolji rezultat ostvarile su profitne mikrofinansijske institucije u 2015. godini (2,79%). Što se tiče pokazatelja ROE, najslabiji rezultat ostvarile su neprofitne mikrofinansijske institucije u 2012. godini (-58,62%), a najbolji rezultat ostvarile su profitne mikrofinansijske institucije u 2015. godini (8,00%). Kao najlošija poslovna godina za neprofitne mikrofinansijske organizacije pokazala se 2012. godina (moguće kao posledica turbulentnih lokalnih izbora u Bosni i Hercegovini u 2012. godini, a u naučnoj literaturi poznato je da postoji korelacija između političkih, makroekonomskih i poslovnih ciklusa, iz ove oblasti *fundamentalni* su radovi autora Alesina Alberta), dok se kao najuspešnija poslovna godina za profitne mikrofinansijske organizacije pokazala 2015. godina (ukoliko se analiziraju kamatne stope na mikrokredite u Republici Srpskoj kao „katalizator“ ostvarivanja profita, primetan je trend pada kamatnih stopa na kratkoročne mikrokredite, ali i *rast kamatnih stopa na dugoročne mikrokredite*, što se može uočiti iz tabele u kojoj je predstavljena metodologija kalkulacije VaR-a; iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2015.-31.12.2015. godine na str. 53 može se uočiti da u ukupnoj strukturi odobrenih mikrokredita u Republici Srpskoj veće učešće imaju MKD, u odnosu na MKF, kao i da je preko 95% njihovih obaveza u okviru pasive dugoročnog karaktera, te se iz ovoga može izvući zaključak da u Republici Srpskoj postoji *orientisanost mikrofinansijskih organizacija na poslove odobravanja dugoročnih mikrokredita*, u cilju usklađivanja dugoročne pasive i dugoročne aktive). Ono što je značajno spomenuti jeste i to da su ROA i ROE u određenoj meri „manjkave“ mere profitabilnosti, iz razloga što se zasnivaju na istorijskim podacima i što ignorisu tržišni rizik (tržišno, a ne računovodstveno računate stope povrata uzimaju u obzir neizvesnost, inflaciju, oportunitetne troškove, i sl.). Iako je u ovoj analizi utvrđeno da neprofitne mikrofinansijske organizacije u Republici Srpskoj pokazuju slabije profitne performanse u odnosu na one profitne mikrofinansijske organizacije, u segmentu disertacije u okviru kog je vršena analiza trade-offa između profitne orijentisanosti i misije redukcije siromaštva konstatovano je da je moguće da i neprofitno orijentisane mikrofinansijske organizacije budu profitabilne, a o tome će više biti reči u nastavku disertacije.

U naredne dve tabele prikazan je pregled pokazatelja profitabilnosti mikrofinansijskih organizacija u Federaciji Bosne i Hercegovine u periodu 2011-2015. godine.

Tabela 85: Trend kretanja ROA za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Federaciji Bosne i Hercegovine u periodu 2011-2015. godine

Mikrofinansijska institucija	ROA (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
MKF	2,20	2,64	3,35	-6,73	3,97
MKD	1,50	0	-10,24	-5,43	1,62

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 7, 11, 21; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2014. godine, str. 9, 13, 24; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2013. godine, str. 8, 24; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2012. godine, str. 9, 24.

Tabela 86: Trend kretanja ROE za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Federaciji Bosne i Hercegovine u periodu 2011-2015. godine

Mikrofinansijska institucija	ROE (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
MKF	7,37	8,07	8,88	-18,88	8,40
MKD	3,98	0	-17,81	-15,43	11,66

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 7, 11, 21; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2014. godine, str. 9, 13, 24; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2013. godine, str. 8, 24; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2012. godine, str. 9, 24.

Iz prethodne analize, moguće je uočiti da se indikator ROA kreće u intervalu od -10,24% do 3,97%, a ROE u rasponu od -18,88% do 11,66%. Takođe, nije moguće ustanoviti da li bolje pokazatelje profitabilnosti ostvaruju profitne ili neprofitne mikrofinansijske institucije (kolebljivost vrednosti ovih pokazatelja prisutna je i kod jednih i kod drugih). Što se tiče pokazatelja ROA, najslabiji rezultat ostvarile su profitne mikrofinansijske institucije u 2013. godini (-10,24%), a najbolji rezultat ostvarile su neprofitne mikrofinansijske institucije u 2015. godini (3,97%). Kao najlošije poslovne godine i za neprofitne i za profitne mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine pokazale su se 2013. i 2014. godina (moguće je da to posledica nestabilne političke situacije koja se nakon lokalnih izbora u 2012. godini produbljivala do opštih izbora u 2014. godini), dok se kao najbolja poslovna godina i za neprofitne i za profitne mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine pokazala 2015. godina (ukoliko se analiziraju kamatne stope na mikrokredite u Federaciji Bosne i Hercegovine u segmentu u okviru kog je računat VaR, evidentan je trend *rasta* kamatnih stopa i na kratkoročne i na dugoročne mikrokredite za osnovne i stambene potrebe, dakle, onih vrsta

kredita za *bazične* potrebe; povoljna situacija u 2015. godini hipotetički se može tumačiti i kao posledica potencijalno rastućeg interesovanja međunarodne zajednice za pružanjem finansijske pomoći usmerene ka mikrofinansijskim institucijama u Bosni i Hercegovini, usled koindiciranja izborne 2014. godine i međunarodnog obeležavanja stogodišnjice Sarajevskog atentata).

U nastavku će biti predstavljena analiza literature na temu ostvarivanja profitabilnosti u okviru mikrofinansijskog sektora.

Galema u svom istraživanju ističe kako niže profite ostvaruju one mikrofinansijske institucije koje se bave odobravanjem mikrokredita manjih iznosa (prosečan ROA za mikrokredite u iznosima nižim od 1.000 USD je negativan i iznosi -0,08%), u odnosu na one koje odobravaju mikrokredite viših iznosa (prosečan ROA za mikrokredite u iznosima višim od 1.000 USD iznosi 1,8%) (2011, str. 64). U istom radu, na str. 66, navodi se kako odobravanje mikrokredita nižih iznosa povlači izraženiju varijabilnost ROA.

Hitchcock u svom istraživanju pokazuje da je profitabilnost profitno orijentisanih mikrofinansijskih institucija u većoj meri osetljiva na faze poslovnih ciklusa (rast u procikličnim fazama i pad u kontracicličnim fazama), u odnosu na neprofitno orijentisane mikrofinansijske institucije (2014, str. 1).

Mersland i Øystein Strøm u svom istraživanju pokazuju da, uprkos subvencionisanju i dodeljivanju grantova (bespovratnih finansijskih sredstava), pojedine mikrobanke imaju nizak prosečan nivo ROA (svega 0,5%) (2012, str. 5). Drugi autori, pak, navode primer pokazatelja ROA za jednu mikrofinansijsku instituciju u 2003. godinu, u iznosu od čak 20,6% (nije naznačeno koja mikrofinansijska institucija je u pitanju, kao ni u okviru koje države posluje, već je imenovana sa „MFI 1“) (Marulanda, Fajury, Paredes, Gomez, 2010, str. 59).

Rezultati određenih istraživanja pokazuju da mikrofinansijski sektor u proseku ima viši ROA, u odnosu na konvencionalno bankarstvo. Međutim, ovo ne znači da je mikrofinansijski sektor ujedno i na ukupnom nivou profitabilniji od klasičnog bankarskog sektora. Viši ROA može da bude indikator činjenice da industrija mikrofinansiranja još uvek nije *sazrela*, tržišta u okviru kojih funkcioniše nisu dostigla nivo savršene konkurenциje, te ni profiti nisu „povučeni prema dole“. S druge strane, što se tiče ROE, bankarska industrija prednjači u odnosu na mikrofinansijski sektor (moguće iz razloga što mikrofinansijske institucije u zanemarljivoj meri koriste finansijski *leveridž*; prilikom analize uticaja korišćenja finansijskog leveridža na vrednosti ROE, trebalo bi voditi računa i u kojoj fazi se nalazi tržište, konjunkturi ili recesiji, jer se tumačenja u ta dva slučaja razlikuju) (Muriu, 2011, str. 133). Autor istraživanja čak navodi kako eksterno finansiranje može da bude pozitivan signal (posmatrano spolja), koji „otkriva“ samopouzdanje menadžmenta u pogledu ostvarivanja budućih priliva, te sposobnosti urednog servisiranja duga (Muriu, 2011, str. 143).

Galema u svom istraživanju zaključuje da veće prisustvo osoba ženskog pola u upravnim organima mikrofinansijskih institucija pozitivno utiče na indikator ROA (2011, str. 106).

Drugi autori smatraju kako specijalizacija utiče na *sniženje* intermedijarnih troškova i unapređenje profitabilnosti (samo po sebi, mikrokreditiranje već predstavlja „specijalizovanu oblast“). S druge strane, bankarska literatura zastupa stanovište da *diverzifikacija* proizvoda/usluga doprinosi rastu profitabilnosti (međutim, neophodno je razlikovanje „pravila“ koja važe za klasično bankarstvo i „pravila“ koja važe za sektor mikrofinansiranja) (Muriu, 2011, str. 207).

U 2004. godini, Compartamos mikrobanka imala je ROE čak iznad 50%, a poređenje je izvršeno sa finansijskim *gigantom* Citigroup, koji je te godine imao ROE svega 16% (Kirchstein, 2011, str. 32).

Autor citiranog istraživanja navodi da je učinio „*pionirski*“ pomak, kada je u pitanju analiza uticaja izbora finansijskog miksa na profitabilnost mikrofinansijskih institucija u Africi (autor konstatiše kako mu je problem pravila „fragmentiranost“ informacija o strukturi izvora finansiranja mikrofinansijskih institucija, ali kako je u granicama mogućnosti izvršio njihovo sistematizovanje i sintetizovanje) (Muriu, 2011, str. 167). Većina mikrofinansijskih institucija u Africi ostvaruje negativne prinose na aktivu i kapital (ROA varira od -86% do 32%, a ROE od -86% do preko 100%) (Muriu, 2011, str. 81).

Rezultati drugog istraživanja pokazuju da rast bruto društvenog proizvoda pozitivno utiče na profitabilnost mikrofinansijskih institucija (povećanje pokazatelja ROE za 2,5%) (Khachatryan, 2013, str. 135).

Rezultati istraživanja koje je sproveo Muriu pokazuju da u većini slučajeva mikrofinansijske institucije postaju profitabilne nakon 7-10 godina donatorske podrške (2011, str. 2).

U istom istraživanju navodi se i da *veće* mikrofinansijske institucije ostvaruju više profite (ekonomija obima snižava troškove) (2011, str. 67).

Pojedini autori ustanovili su *negativnu korelaciju* između profitabilnosti mikrofinansijskih institucija (ROE) i *nominalnih* kamatnih stopa koje zaračunavaju svojim klijentima, što je *opozitno* startno postavljenoj hipotezi u okviru njihovog istraživanja, u okviru koje se pretpostavlja pozitivna korelacija između ove dve varijable. *Kontradiktorno* je to što se u istraživanju navodi da postoji trend pada kamatnih stopa mikrofinansijskih institucija nakon 2007. godine (kod regulisanih i većih mikrofinansijskih institucija kamatne stope niže su za čak 10%, nego kod neregulisanih), ali i trend pada njihove profitabilnosti nakon 2004. godine, sa izvesnim razlikama u određenim geografskim područjima (*podudarnost* trendova) (Flosbach, 2013, str. 1-4).

2.2.4. Analiza minimalno zahtevane stope prinosa

Kalkulacija diskontne stope na nivou Bosne i Hercegovine, odnosno, minimalno zahtevane stope prinosa će biti izvršena na osnovu originalne formule preuzete iz modela CAPM.

$$\text{Expected Return} = \text{Riskfree Rate} + \sum_{j=1}^{j=k} \beta_j (\text{Risk Premium}_j) \quad (3.3)$$

Damodaran koristi i sledeću, proširenu formulu (gde sa λ označava *izloženost pojedinačnog preduzeća riziku zemlje*, te navodi da su preduzeća koja posluju na međunarodnom nivou i čija je većina prihoda izražena u stabilnim, dominantnim svetskim valutama u manjoj meri izložena riziku zemlje u odnosu na lokalna preduzeća koja servisiraju isključivo lokalna tržišta i čija veća proporcija prihoda potiče od nestabilnih, rizičnijih valuta).

$$\text{Expected Return} = R_f + \text{Beta} (\text{Mature Equity Risk Premium}) + / (\text{Country Risk Premium}) \quad (3.4)$$

Ipak, u nastavku će detaljnije biti objašnjeni razlozi opredeljivanja da se ne vrši dodatno uvrštavanje rizika zemlje u okviru procene očekivane stope prinosa, kao što je to učinjeno u prethodnoj formuli u trećem sabirku, već će rizik zemlje biti „ugrađen” u okviru premije rizika, kao što je to navedeno u drugom sabirku (u ovom slučaju, kao *očekivana* stopa prinosa uzima se *minimalno* zahtevana stopa prinosa, u cilju oklanjanja sumnje o postojanju „predatorstva” u okviru mikrofinansijskog sektora). Međutim, nakon izvršene komparativne analize različitih metodologija procene, uočeno je i sledeće. Primera radi, iz Izveštaja o proceni vrednosti udela Federacije Bosne i Hercegovine u sedam rudnika uglja na dan 31. decembra 2008. godine na str. 127 (PricewaterhouseCoopers, 2009) primećeno je da je za procenu cene kapitala korišćena sledeća formula:

$$K_e = \left((1 + R_f) \times (1 + CRP) - 1 \right) + (\text{Beta}_e \times EMRP) \quad (3.5)$$

U okviru pomenute procene, vršena je *korekcija bezrizične* stope prinosa stopom rizika zemlje, te se u samom elaboratu navodi kako se „ukupna stopa bez rizika sastoji od stope bez rizika i rizika zemlje” (u okviru disertacije, biće detaljnije obrazloženo iz kojih razloga se smatra da bezrizičnu stopu ne bi trebalo korigovati, te iz kojih razloga bi ustvari za rizik zemlje trebalo korigovati tržišnu premiju rizika).

Dakle, u ovoj disertaciji, neće biti korišćene prethodno dve spomenute formule, već ona prvobitno navedena, originalna. Na osnovu studiozne analize literature iz ove oblasti, uočen je značajan broj *neujednačenosti* (primera radi, pojedini autori tvrde da je Market Risk Premium širi pojam u odnosu na Equity Risk Premium, drugi tvrde da su u pitanju sinonimi, a treći da je Equity Risk Premium širi pojam od Market Risk Premium). S obzirom na to da se pod „izvorima finansiranja” ne podrazumeva isključivo akcionarski kapital (mikrofinansijske organizacije u analiziranim državama nisu organizovane kao akcionarska društva), već i finansiranje putem obveznica i kredita (primera radi), u disertaciji je usvojena pretpostavka da pojam MRP predstavlja uži pojam od *troška kapitala* (u ovom slučaju, označava se sa ERP, i predstavlja zbir bezrizične stope prinosa i „viška” prinosa iznad bezrizične stope, ali *ne isključivo* na osnovu ulaganja u akcije, već i u obveznice), te da on može da se izračuna ukoliko se od ERP oduzme CRP (na taj način, MRP već „uključuje u sebe” CRP, stoga ne bi trebalo vršiti *dvostruko* „ugrađivanje” rizika zemlje). Kao napomena može se istaći to da bi u ovom slučaju bilo adekvatnije koristiti termin *ukupan trošak kapitala* (Total ERP). U okviru procene u ovoj

disertaciji, uzeta je očekivana vrednost MRP, procenjena na *globalnom* nivou, i *korigovana* spram nacionalnih specifičnosti (vrednost MRP nije mogla biti posebno računata na osnovu istorijskih podataka, iz razloga organičenog pristupa podacima). Pomenuta korekcija vršena je iz razloga što se MRP procenjuje na globalnom nivou, za „mature“ tj. zrela tržišta (*reperna* vrednost), dok tržište Bosne i Hercegovine (kao ni Crne Gore, ni Srbije) ne može da bude okarakterisano kao takvo. U odeljku disertacije koji se bavi analizom CRP, biće detaljnije obrazloženo iz kojih razloga nije posebno računata ova veličina, već se kompletna procena zasniva na korigovanom iznosu MRP.

Zatim, primećene su i sledeće neujednačenosti. Pojedini autori ističu da kako bi u bezrizičnu stopu trebalo ugraditi stopu inflacije, dok drugi zastupaju stanovište da bi bezrizična stopa trebalo da bude „očišćena“ od uticaja inflacije. U nastavku sledi objašnjenje iz kog razloga u disertaciji neće biti vršena korekcija bezrizične stope prinosa za stopu inflacije. Primera radi, ukoliko bi procenu bezrizične stope prinosa Bosne i Hercegovine vršili *preko određene „referentne“ stope* (primera radi, bezrizične stope prinosa u Sjedinjenim Američkim Državama), tek u tom slučaju bi trebalo izvršiti korekciju „reperne“ bezrizične stope (kako bi nominalna bezrizična stopa bila „prevorena“ u realnu) na sledeći način:

$$RF_{local} = RF_{ref} + (Inflation_{local} - Inflation_{ref}) \quad (3.6)$$

U suprotnom, ukoliko se procena bezrizične stope prinosa vrši lokalno, smatra se da je u nju već „ugrađena“ inflacija, te da predstavlja realnu bezrizičnu stopu (dakle, rast inflacije *utiče* na rast bezrizične stope prinosa, međutim, ovaj rast inflacije već je „ugrađen“ u bezrizičnu stopu prinosa, jer visina cene finansiranja putem emitovanja državnih evroobveznica zavisi od visine očekivane inflacije).

Za premiju ulaganja bez rizika može da se uzme kamatna stopa na poslednje prodane dugoročne evroobveznice od strane Bosne i Hercegovine. Značajan faktor koji utiče na procenu premije ulaganja bez rizika jeste činjenica da je Bosna i Hercegovina složeno uređena država, koja se sastoji iz dva entiteta. Na osnovu istraživanja koje je izvršeno u koordinaciji sa Ministarstvom finansija i trezora Bosne i Hercegovine, ustanovljeno je da je emitovanje dugoročnih evroobveznica nadležnost entitetskih Ministarstava finansija. Daljim istraživanjem došlo se do podatka da Republika Srpska do sada nije emitovala evroobveznice, kao ni Federacija Bosne i Hercegovine. Međutim, Republika Srpska emituje dugoročne obveznice, čija je nominalna vrednost izražena u konvertibilnim markama. Detalnjom analizom kalendara aukcija, koji je postavljen na zvaničnoj internet stranici Ministarstva finansija Republike Srpske, može se konstatovati da je poslednja emisija dugoročnih obveznica u 2015. godini izvršena 28.12.2015. godine (ponuđeno je 45.000 obveznica, nominalna vrednost obveznice je 1.000,00 KM, rok dospeća je 5 godine, a kuponska kamatna stopa 3,50%), a u 2016. godini 08.02.2016. godine (ponuđeno je 33.000 obveznica, nominalna vrednost obveznice je 1.000,00 KM, rok dospeća je 3 godine, a kuponska kamatna stopa 3,50%).

Analizom kalendara aukcija obveznica Federacije Bosne i Hercegovine, koji je postavljen na zvaničnoj internet stranici Federalnog ministarstva finansija, došlo se do podatka da je poslednja emisija dugoročnih obveznica čija je nominalna vrednost izražena u konvertibilnim markama

izvršena 24.05.2016. godine (ukupan iznos emisije je 40.000.000,00 KM, rok dospeća je 5 godine, a kuponska kamatna stopa je 1,871%).

S obzirom na to da se do sada na nivou Bosne i Hercegovine nisu emitovale evroobveznice, kao *alternativni* input za procenu diskontne stope može da se uzme kamatna stopa na poslednje emitovane dugoročne obveznice (u ovom slučaju, koje su denominovane u konvertibilnim markama). Takođe, uzevši u obzir i to da se kuponske kamatne stope međusobno razlikuju (kod dugoročnih obveznica emitovanih od strane Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske), za premiju ulaganja bez rizika može se uzeti *viša* kamatna stopa (3,50%). Ono što je značajno napomenuti jeste to da su prilikom analize posmatrane isključivo dugoročne obveznice emitovane u cilju prikupljanja izvora finansiranja, a ne obveznice emitovane po osnovu računa stare devizne štednje i po osnovu ratnih potraživanja.

Beta koeficijent za bankarsku delatnost može da se procenjuje na osnovu nekoliko ključnih faktora, a to su veličina banke (stepen koncentracije), pozicija moći banke na regionalnom/swetskom nivou (stepen povezanosti), te stepen finansijske propulzivnosti i volumen novca u cirkulaciji. Što se tiče stepena koncentracije bankarskog sektora, prema Informaciji o bankarskom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine 31.12.2015. godine, str. 20 (Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine), evidentno je prisustvo *umerene* koncentracije aktivnosti banaka, imajući u vidu da se vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sve ključne kategorije (aktiva, krediti, depoziti) kreću u rasponu 1.340-1.470. S obzirom na to da u okviru ovog Izveštaja nije računat Herfindal-Hiršmanov indeks za mikrofinansijski sektor (već isključivo za bankarski sektor), biće iskorišćena empirijska analiza koja je izvršena u ovoj disertaciji (u 2015. godini, Herfindal-Hiršmanov indeks za mikrokreditni sektor iznosio je 1.984,14, te se može konstatovati da je sektor mikrofinansiranja u ovoj godini odlikovao *visok* stepen tržišne koncentracije).

U Federaciji Bosne i Hercegovine, evidentna je dominacija pet najvećih banaka u sistemu koje „drže“ *cca* 70% tržišta, kredita i depozita. Za banke u Federaciji Bosni i Hercegovini može se tvrditi da su male: zbir iznosa aktiva svih banaka u Federaciji Bosni i Hercegovini u 2015. godini iznosio je 17,2 milijardi KM, što je manje od iznosa aktive jedne velike evropske banke (primera radi, već u prvom kvartalu 2015. godine Barclays banka imala je aktivu u iznosu od 1,42 triliona funti). Što se tiče pozicije moći, može se konstatovati da banke u Bosni i Hercegovini (iako većinom inostrane, odnosno, njih 10 od ukupno 17 banaka, ali tek donekle značajne na regionalnom nivou) ne predstavljaju glavne finansijske centre, niti se može tvrditi da je bankarstvo u Federaciji Bosne i Hercegovine u značajnijoj meri globalizovano i pretvoreno u međunarodno bankarstvo (u pravom smislu te reči). Posledično, bankarstvo u Federacije Bosni i Hercegovini može se okarakterisati kao slabije finansijski propulzivno. Po *analogiji*, i za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine može se tvrditi da je umereno finansijski propulzivan. Što se tiče stepena koncentracije bankarskog sektora u Republici Srpskoj, prema Izveštaju o stanju bankarskog sektora Republike Srpske 31.12.2015. godine, str. 14 (Agencija za bankarstvo Republike Srpske), evidentno je prisustvo umerene koncentracije aktivnosti banaka, imajući u vidu da se vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sve ključne kategorije (aktiva, krediti, depoziti) kreću u rasponu 1.650-1.685. U Republici Srpskoj, 8 od 9 banaka je u stranom vlasništvu. I za banke u Republici Srpskoj može se konstatovati da su male

(ukupna aktiva sektora iznosi 6,7 milijardi KM). Što se tiče pozicije moći, i ovde je komentar identičan. Dakle, bankarstvo u Republici Srpskoj može se okarakterisati kao slabije finansijski propulzivno. Po istoj *analogiji*, i sektor mikrofinansiranja u Republici Srpskoj može se okarakterisati kao umereno finansijski propulzivan. U nastavku se navodi uobičajen raspon beta koeficijenta za banke. Pojedini autori su za IK banku d.d. Zenica procenili da je „levered“ (korigovana, podešena) beta 0,512 (Alihodžić, 2010, str. 96), a „unlevered“ beta tj. kada se ukloni dejstvo finansijske poluge i prepostavi da se finansiranje vrši isključivo iz sopstvenog kapitala 0,25. Zatim, drugi autori su za Novu banku a.d. Banja Luka procenili da je beta koeficijent 1,3 (Žiravac Mladenović, Najdanović, 2012, str. 10). Dakle, beta koeficijent za bankarsku delatnost u Bosni i Hercegovini mogao bi da se kreće u pomenutom rasponu, a uzećemo da je 0,80. Za sektor mikrofinansiranja, takođe može da se uzme da je beta koeficijent 0,80 (pod pretpostavkom da u Bosni i Hercegovini sektor mikrofinansiranja nije značajno rizičniji u odnosu na bankarsku delatnost). Do *prepostavke o uravnoteženom* nivou rizika sektora bankarstva i mikrofinansiranja došlo se uvidom u stope nenaplativih kredita, stope kreditnog rasta, te pokazatelje profitabilnosti bankarskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine i Republice Srpske, prikazanih u okviru Izveštaja (primera radi, u 2013. godini uočene su negativne stope indikatora ROA i ROE bankarskog sektora u Federaciji Bosne i Hercegovine, na str. 48, a smatra se da je najveći uticaj na poboljšanje profitabilnosti većine banaka do 2015. godine i dalje prvenstveno rezultat primjenjenog novog metodološkog pristupa tj. implementacije MRS 37/39 od 31.12.2011. godine, što posledično ima uticaj na manji nivo troškova ispravki vrednosti, a takođe, zbog rasta nenaplativih kredita i niskog kreditnog rasta, te pada aktivnih kamatnih stopa, kamatni prihodi su u poslednjih pet godina u padu, što banke kompenzuju smanjenjem kamatnih rashoda i rastom operativnih prihoda tj. naknada za izvršene usluge, navodi se na str. 44).

Prema Damodaranu, premija na tržišni rizik za *američko* tržište u 2014. godini iznosila je 5,78%, u 2015. godini 6,12%, a u februaru 2016. godine 6,25%. KPMG Netherlands je u julu 2015. godine predlagao da bi za premiju na tržišni rizik *trebalo* koristiti stopu od 6,25%, u januaru 2016. godine 6,00%, a u aprilu 2016. godine 5,75%. Damodaran procenjuje da je u 2015. godini rizik zemlje u Bosni i Hercegovini 10,05% (februar 2016. godine), dok je ukupan trošak kapitala 16,30% (razlika predstavlja tržišnu premiju rizika, 6,25%). Ono što je značajno jeste izvršiti određenu *korekciju* MRP (po predlogu Damodarana, premija rizika za „zrela“ tržišta trebalo bi da iznosi 6,25%, a po predlogu KPMG 5,75%). U okviru procene u ovoj disertaciji, uzima se da se za Bosnu i Hercegovinu tržišna premija rizika kreće na nivou oko 5,50%. Sumirajući prethodno navedeno, minimalno zahtevana stopa prinosa na nivou Bosne i Hercegovine iznosila bi oko 7,9%.

$$3,50 + 0,80 \times 5,50 = 7,9\%$$

2.2.5. Analiza pokazatelja LTD (Loan-To-Deposit Ratio)

Za potrebe ovog istraživanja, Centralna banka Bosne i Hercegovine (Služba za statistiku monetarnog i finansijskog sektora) potvrdila je 13.05.2015. godine putem elektronske komunikacije da se mikrofinansijske institucije u Bosni i Hercegovini ne bave poslovima primanja depozita, već da se isključivo banke bave poslovima primanja depozita.

Dakle, za mikrofinansijski sektor u Bosni i Hercegovini nije moguće izračunati LTD racio.

Neretko, u literaturi se ističe kako su *rizici u određenoj meri manji* za mikrofinansijski sistem, u odnosu na tradicionalni bankarski sistem, upravo zbog činjenice što se većina mikrofinansijskih institucija ne bavi poslovima primanja depozita, već isključivo odobravanjem mikrokredita. S druge strane, navodi se i kako bi zavisnost od *ad hoc* donacija (a ne od depozita) trebalo da bude interpretirano kao alarmantan signal, prilikom procene rizika koji bi trebalo da budu „ugrađeni“ u visinu aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite.

2.2.6. Analiza pokazatelja VaR (Value at Risk)

Stohastička dominacija predstavlja koncept koji je neretko korišćen u oblasti ekonomije i finansija, jer se karakteristika stohastičnosti nalazi u osnovi ponašanja određenih ekonomskih i finansijskih kategorija (primer radi, cena i prinosa). U okviru ovog koncepta, uvode se različite dualne mere rizika: VaR (*Value at Risk*), CVaR (*Conditional Value at Risk*), koji se izračunava kao *prosek* vrednosti pod rizikom i gubitka koji prelazi vrednost pod rizikom, što je poznato i pod skraćenicom TVaR (*Tail Value at Risk*), kao i ES (*Expected Shortfall*). Kada se spominje dualnost, misli se na relaciju rizik-očekivani prinos. Nedostatak ovog koncepta jeste to što ne predstavlja postupak za izradu optimalnog portfolija (kao što predstavlja Markowitz-ev model), već isključivo za „razvrstavanje“ investicija na one neefikasne i efikasne. Dakle, ono što je značajno napomenuti jeste to da su prethodno navedene mere rizika parcijalnog karaktera, kao i da su tek u određenim uslovima koherentne, subaditivne i konveksne.

Vrednost VaR-a informiše o *potencijalnom* gubitku, u *određenom* vremenskom periodu (dan, nedelja, mesec, kvartal, godina, i sl.). S obzirom na to da je u pitanju ocena koja se izračunava uz određeni nivo poverenja (Bazelski komitet koristi nivo poverenja od 99%, u J. P. Morganovom RiskMetriks modelu koristi 95% nivo poverenja, dok se u okviru Solvency 2 koristi 99,5% nivo poverenja), o procenjenom gubitku može da se govorи isključivo kao o potencijalnom, a ni u kom slučaju maksimalno mogućem i sigurnom (vrednost VaR-a ne informiše o potencijalnim gubicima u vanrednim, ekstremnim situacijama). U teoriji, VaR model i njegove „ekstenzije“ počivaju na određenim pojednostavljenim pretpostavkama, međutim, na *duži* rok, one u praksi nisu zadovoljene (prinosi nisu normalno raspoređeni, struktura portfolija nije fiksna, i sl.).

Kada je u pitanju procena VaR-a za mikrofinansijske institucije, Galema u svom istraživanju procenjuje minimum i maksimum (kombinovanje sa stres-testiranjem i scenario analizom, te „zonsko“ određivanje VaR-a, na osnovu očekivanih vrednosti prinosa) (2011, str. 49).

U ovoj disertaciji, kao input za računanje VaR-a korišćene su efektivne kamatne stope, kao merilo prinosa (mikrofinansijske institucije u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji ne kotiraju se na berzama, te nije moguće koristiti cenu njihovih akcija kao „ulazni“ podatak za računanje prinosa). S obzirom na to da analizirane države odlikuje uprošćena finansijska struktura i da u okviru njih ne postoji razvijeno tržište kapitala, postoji *svest* da je moguće prepostaviti da se kamatne stope ne mogu smatrati *reprezentativnim* prinosom, kao i to da je njihova *alokativna* funkcija otežana (međutim, podaci o kamatnim stopama ipak su korišćeni, iz razloga nedostupnosti drugačijeg tipa podataka). Ono što je značajno napomenuti jeste to da je VaR računat na *godišnjem* nivou, zbog nemogućnosti prikupljanja podataka koji bi omogućili

računanje VaR-a za kraći vremenski horizont. Podrazumeva se, postoji svest da bi teorijske pretpostavke modela u okviru kraćeg vremenskog perioda bile u većoj meri održive, te da bi smislenost dobijenih rezultata bila izraženija, a njihova preciznost u slučaju naknadnog testiranja veća (odnosno, odstupanja bi bila manja i međusobno nezavisna). Međutim, s obzirom na to da mikrofinansijska tržišta u analiziranim državama nisu visokolikvidna i hipervolatilna, to može da bude argument koji bi „opravdao“ postupak računanja VaR-a za duži vremenski period. Isto tako, neophodno je prokomentarisati da su u okviru ove disertacije za potrebe računanja VaR-a korišćeni istorijski, a ne tržišni podaci (nelogičnost, s obzirom na činjenicu da vrednosti VaR-a predviđaju *buduće* raspodele, a koja je prouzrokovana ograničenim pristupom podacima). Ipak, kako mikrofinansijska tržišta u posmatranim državama ne odlikuje prenaglašena kolebljivost, moguće je pretpostaviti da kretanja u prošlosti mogu da predstavljaju aproksimaciju kretanja u budućnosti. Iako je VaR model daleko od idealnog, on svakako predstavlja opšteprihvaćenu meru rizika u „normalnim“, uobičajenim tržišnim uslovima. Neretko, ističe se kako je bolje računati ES, nego VaR, iz razloga što se VaR-u „zamera“ to što stvara lažan osećaj sigurnosti (primera radi, ukoliko se izračunava VaR 95%, njegova vrednost informiše o *minimalnom* potencijalnom gubitku u 5% najgorih slučajeva, dok ukoliko se izračunava ES 95%, njegova vrednost informiše o *prosečnom* potencijalnom gubitku u 5% najgorih slučajeva).

Ono što se može zaključiti prilikom analize literature koja se bavi VaR modelima jesto to što ne postoji *ujednačenost* prilikom tumačenja dobijenih rezultata. Pojedini autori tvrde da VaR uvek predstavlja gubitak, iako je dobijena pozitivna vrednost, te da negativne vrednosti VaR-a predstavljaju dobitak. Međutim, isti autori na pogrešan način tumače verovatnoću ostvarivanja dobitka, gde ističu da negativna vrednost VaR-a pri nivou poverenja od 95% označava da će dobitak u 95% slučajeva biti viši od izračunatog (Meral, 2013, str. 10), a trebalo bi da označava da će u svega 5% slučajeva on biti viši od izračunatog. Iz tog razloga, ni prvobitno navedena tvrdnja ovog autora neće biti usvojena u okviru ove disertacije (negativna vrednost VaR-a biće tumačena kao potencijalni gubitak, a pozitivna vrednost kao potencijalni dobitak). Konkretno, kada je u pitanju analiza dobijenih vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Bosni i Hercegovini, dešava se to da najviše pozitivne vrednosti VaR-a prate i najniže vrednosti standardnih devijacija, kao i najviše srednje vrednosti prinosa, te nije logično zaključiti da su u ovim slučajevima potencijalni gubici najviši, već da je reč o potencijalnim dobitcima.

Vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor na nivou Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske računate su putem funkcije NORM.INV u Excel-u, na osnovu sledeće formule:

$$VaR_{1-\alpha} = NORM.INV (\alpha, \mu, \sigma) \quad (3.7)$$

α – nivo poverenja

μ – srednja vrednost

σ – standardna devijacija

U nastavku je prikazan pregled izračunatih vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine, gde je VaR posebno računat za kratkoročne, i posebno za dugoročne mikrokredite (može se uočiti da su pozitivne vrednosti VaR-a, odnosno, potencijalni

dobici u proseku viši u slučaju kratkoročnih mikrokredita, jer su i efektivne kamatne stope na kratkoročne mikrokredite više).

Tabela 87: Vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine, u periodu 2011-2015. godine

Godina	Tip kredita	2011	2012	2013	2014	2015
Ročnost mikrokredita		Kratkoročni mikrokrediti				
EKS (%)	Uslužna delatnost	31,83	33,01	32,4	32,42	23,41
	Trgovina	31,72	31,33	29,83	31,42	24,66
	Poljoprivreda	30,86	31,69	29,31	29,64	20,28
	Proizvodnja	30,07	27,39	27,86	32,07	25,91
	Stambene potrebe	25,48	27,31	28,63	25,25	27,32
	Nenamenski - osnovne potrebe	41,27	39,32	40,06	35,75	36,2
	Ostalo	28,56	33,91	21,67	30,71	30,81
Mean		31,39857	31,99429	29,96571	31,03714	26,94143
St. Dev.		4,879834	4,123986	5,527292	3,18556	5,227247
VaR (99%)		20,04638	22,40046	17,10731	23,62642	14,78103
VaR (95%)		23,37196	25,21093	20,87413	25,79736	18,34337
Ročnost kredita		Dugoročni mikrokrediti				
EKS (%)	Uslužna delatnost	29,1	27,68	25,23	25,27	25,09
	Trgovina	29,22	28,06	25,03	25,05	24,4
	Poljoprivreda	25,07	24,29	22,69	22,17	22,86
	Proizvodnja	27,03	25,14	24,55	25,42	24,4
	Stambene potrebe	24,71	25,2	24,44	17,51	23,49
	Nenamenski - osnovne potrebe	35,06	35,64	33,2	31,99	32,13
	Ostalo	30,05	32,39	30,73	25,95	27,84
Mean		28,60571	28,34286	26,55286	24,76571	25,74429
St. Dev.		3,524348	4,217198	3,853556	4,35391	3,230391
VaR (99%)		20,40685	18,53219	17,58815	14,63701	18,22927
VaR (95%)		22,80868	21,40618	20,21432	17,60417	20,43076

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 19; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2014. godine, str. 22; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2013. godine, str. 22; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2012. godine, str. 22; Informacije o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2011. godine, str. 19.

Interesantno je komparirati podatke iz 2014. i 2015. godine (najviše i najniže vrednosti VaR-a, u slučaju kratkoročnih mikrokredita). U 2014. godini, mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosni i Hercegovini je prema Bazel metodologiji u 1% slučajeva potencijalno mogao da ostvari prinos viši od 23,63% na godišnjem nivou (na kratkoročne mikrokredite), a u 1% slučajeva prinos viši od 14,64% na godišnjem nivou (na dugoročne mikrokredite). Prema RiskMetrics metodologiji, u 5% slučajeva je potencijalno mogao da ostvari prinos viši od 25,80% na godišnjem nivou (za kratkoročne mikrokredite), a u 5% slučajeva prinos viši od 17,60% na godišnjem nivou (za dugoročne mikrokredite). U 2015. godini, mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosni i Hercegovini je prema Bazel metodologiji u 1% slučajeva potencijalno mogao da ostvari prinos viši od 14,78% na godišnjem nivou (na kratkoročne mikrokredite), a u 1% slučajeva prinos viši od 18,23% na godišnjem nivou (na dugoročne mikrokredite). Prema RiskMetrics metodologiji, u 5% slučajeva je potencijalno mogao da ostvari prinos viši od 18,34% na godišnjem nivou (za kratkoročne mikrokredite), a u 5% slučajeva prinos viši od 20,43% na godišnjem nivou (za

dugoročne mikrokredite). Može se konstatovati da su prinosi najviši u 2014. godini, jer je primetan trend rasta kamatnih stopa u odnosu na 2013. godinu, a da su prinosi najniži u 2015. godini, zbog trenda pada kamatnih stopa u odnosu na 2014. godinu (izuzev kod mikrokredita za stambene potrebe, te nemenskih mikrokredita za finansiranje osnovnih potreba, u slučaju kojih je došlo do rasta efektivnih kamatnih stopa). U slučaju dugoročnih mikrokredita, najviše vrednosti VaR-a su bile u 2011. godini (kada su efektivne kamatne stope u proseku bile i najviše, i poslednji srednja vrednost prinsa najviša, a standardna devijacija najniža), a najniže u 2014. godini (srednja vrednost prinsa najniža, a standardna devijacija najviša). Evidentno je da u 2014. godini mikrofinansijske institucije u Federaciji Bosne i Hercegovine više prinose ostvaruju u poslovima odobravanja kratkoročnih mikrokredita, u odnosu na poslove odobravanja dugoročnih mikrokredita, dok je u 2015. godini obrnuta situacija. U 2015. godini, efektivne kamatne stope na dugoročne mikrokredite više su od onih na kratkoročne u pojedinim oblastima, kao što je to poljoprivreda (ova činjenica može da ukazuje na usmerenost mikrofinansijskih institucija na ostvarivanje profitabilnosti, iz razloga što bi kamatne stope na kredite namenjene oblasti poljoprivrede trebalo da budu prilagođene i niže, zbog specifičnosti delatnosti).

Na isti način, računate su i vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Republici Srpskoj.

Tabela 88: Vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Republici Srpskoj, u periodu 2011-2015. godine

Godina	Tip kredita	2011	2012	2013	2014	2015
Kratkoročni mikrokrediti						
EKS (%)	Uslužna delatnost	20,90	21,29	21,48	21,83	21,66
	Trgovina	20,03	20,72	20,86	20,69	20,53
	Poljoprivreda	21,36	21,02	20,96	20,61	20,81
	Proizvodnja	21,31	20,45	20,24	20,41	19,68
	Stambene potrebe	34,52	33,38	33,02	34,32	33,30
	Ostalo	24,18	25,60	26,36	26,07	25,67
Mean		23,716667	23,743333	23,82	23,988333	23,608333
St. Dev.		5,4735315	5,0938106	5,0264262	5,492389	5,1906355
VaR (99%)		10,983328	11,893358	12,126784	11,211126	11,53311
VaR (95%)		14,713509	15,36476	15,552265	14,954157	15,070498
Dugoročni mikrokrediti						
EKS (%)	Uslužna delatnost	18,89	19,61	19,61	18,89	19,89
	Trgovina	18,47	18,90	18,96	18,68	18,88
	Poljoprivreda	17,76	17,49	16,87	15,86	17,98
	Proizvodnja	18,19	17,88	18,34	17,73	18,21
	Stambene potrebe	25,55	25,14	26,83	25,47	26,42
	Ostalo	21,59	23,00	23,16	23,00	25,82
Mean		20,075	20,336667	20,628333	19,938333	21,2
St. Dev.		3,0054467	3,0625523	3,6892244	3,58232	3,8729782
VaR (99%)		13,083285	13,212105	12,045914	11,604611	12,190105
VaR (95%)		15,13148	15,299216	14,560099	14,045941	14,829518

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima iz Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2015.-31.12.2015. godine, str. 58; Izveštaja o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za period 01.01.2014.-31.12.2014. godine, str. 57.²²

²² U Izveštaju o stanju u bankarskom sistemu Republike Srpske za 2011. i 2012. godinu prikazuju se isključivo ponderisane efektivne kamatne stope za ceo sektor, a ne posebno po namenama mikrokredite, te je ova informacija prikupljena direktno iz Agencije za bankarstvo Republike Srpske.

Kada su u pitanju kratkoročni mikrokrediti, najviše vrednosti VaR-a bile su u 2013. godini (najniža standardna devijacija), a najniže u 2011. godini (najviša standarna devijacija). Interesantno, u 2013. godini, srednja vrednost prinosa u 2013. godini nije i najviša, već je to u 2014. godini, dok u 2011. godini, srednja vrednost prinosa nije najniža, već je to u 2015. godini. U ovom slučaju, moguće je zaključiti da standardna devijacija u većoj meri utiče na vrednost VaR-a u odnosu na srednju vrednost prinosa. Kada su u pitanju dugoročni mikrokrediti, najviše vrednosti VaR-a bile su u 2012. godini (standardna devijacija nije najniža, a ni srednja vrednost prinosa nije najviša), a najniže u 2014. godini (standarna devijacija nije najviša, ali srednja vrednost prinosa jeste najniža). Dakle, analiza izračunatih vrednosti VaR-a za dugoročne mikrokredite učvrstila je mišljenje da se ipak ne može sa sigurnošću tvrditi da je vrednost standardne devijacije od presudnog značaja za kretanje vrednosti VaR-a. Međutim, još je nužno napraviti *distinkciju između kratkog i dugog roka*, te konstatovati kako su i vrednosti standardnih devijacija i srednje vrednosti prinosa na dugoročne mikrokredite značajno niže u odnosu na one na kratkoročne mikrokredite, ali su vrednosti VaR-a kod durogočnih mikrokredita gotovo izjednačene sa vrednostima VaR-a kod kratkoročnih mikrokredita. U tom kontekstu, moguće je zaključiti da uprkos tome što se ne može sa preciznošću tvrditi da jedna od pomenute dve veličine u većoj meri utiče na vrednost VaR-a, može se tvrditi da obe značajno utiču na vrednost VaR-a (što se očituje u dužem roku).

2.2.7. Analiza kreditnog rejtinga Bosne i Hercegovine

Na osnovu odluke Saveta ministara, Bosna i Hercegovina potpisala je ugovore za izradu i praćenje njenog kreditnog rejtinga sa dve međunarodne rejting agencije, Moody's Investors Service i Standard & Poor's. Potpisnik u ime Bosne i Hercegovine je Ministarstvo finansija i reziora Bosne i Hercegovine. Centralna banka Bosne i Hercegovine, u svojstvu fiskalnog agenta Ministarstva finansija i reziora Bosne i Hercegovine, koordinira izradu i praćenje kreditnog rejtinga Bosne i Hercegovine.

U februaru 2016. godine, agencija Moody's Investors Service potvrdila je Bosni i Hercegovini kreditni rejting „B3 sa stabilnim izgledima“. U martu 2016. godine, agencija Standard & Poor's potvrdila je Bosni i Hercegovini kreditni rejting „B sa stabilnim izgledima“.

Agencija Moody's Investors Service angažovana je 2003. godine, te 2004. godine Bosna i Hercegovina dobija svoj prvi kreditni rejting. Agencija Standard & Poor's angažovana je 2008. godine, kada je i dodelila rejting Bosni i Hercegovini. U narednoj tabeli, predstavljen je istorijski pregled rejtinga Bosne i Hercegovine.

Tabela 89: Hronološki pregled rejtinga Bosne i Hercegovine

Moody's Investors Service		
Rejting	Datum	Aktivnost
B3 / stabilni izgledi	26.02.2016.	potvrden rejting
B3 / stabilni izgledi	10.07.2012.	potvrđen rejting / izgled izmenjen
B3 / na posmatranju - negativno	03.04.2012.	snižen rejting
B2 / negativni izgledi	16.05.2011.	izgled izmenjen
B2 / stabilni izgledi	17.05.2006.	povećan rejting
B3 / pozitivni izgledi	29.03.2004.	dodeljen rejting

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, prema podacima sa Moody's Investors Service.

Tabela 90: Hronološki pregled rejtinga Bosne i Hercegovine

Standard & Poor's		
Rejting	Datum	Aktivnost
B / stabilni izgledi	11.03.2016.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	11.09.2015.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	13.03.2015.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	19.09.2014.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	28.03.2014.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	27.09.2013.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	27.03.2013.	potvrđen rejting
B / stabilni izgledi	28.03.2012.	potvrđen rejting / izgled izmenjen
B / na posmatranju - negativno	30.11.2011.	snižen rejting
B+ / negativni izgledi	28.07.2011.	izgled izmenjen
B+ / stabilni izgledi	08.12.2009.	potvrđen rejting
B+ / stabilni izgledi	22.12.2008.	dodeljen rejting

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, prema podacima sa Standard & Poor's.

MicroFinanza Rating je jula 2010. godine ocenila Bosnu i Hercegovinu sa BB rejtingom, a decembra 2010. godine sa AA- rejtingom (Kirchstein, 2011, str. 321/322).

Kreditni rejting države utiče na procenu rizika zemlje (viši kreditni rejting utiče na pad rizika zemlje, odnosno pad „difolt spreda”, kao i vrednosti standardne devijacije prinosa vlasničnih i dužničkih finansijskih instrumenata, što su sastavni elementi formule za računanje rizika zemlje). Potom, niži rizik zemlje utiče na definisanje niže cene eksternog finansiranja i očekivanog profita, a niži cena eksternog finansiranja i očekivani profit utiču na definisanje nižih aktivnih kamatnih stopa.

2.2.8. Analiza pokazatelja Country Risk Premium (rizik zemlje)

U nastavku je prikazana formula za računanje rizika zemlje (metodologija preuzeta od Damodarana). Ipak, u nastavku će detaljnije biti elaborirano iz kojih razloga rizik zemlje (CRP) neće direktno biti računat (na nivou Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije), već će na indirekstan način već biti „uključen” uvođenjem u analizu tržišne premije rizika (MRP).

$$\text{Country Equity Risk Premium} = \text{Country Default Spread} \times \left(\frac{S_{\text{Equity}}}{S_{\text{Country Bond}}} \right) \quad (3.8)$$

U većini svojih istraživanja (koja obuhvataju periodično revidiranje vrednosti CRP, MRP i ERP), Damodaran navodi da kod pojedinih država CRP iznosi 0% (Kanada, Sjedinjene Američke Države, Austrija, Danska, Finska, Nemačka, Lihtenštajn, Luksemburg, Holandija, Norveška, Švedska, Švajcarska, Australija i Novi Zeland), odnosno, da se njihov ERP svodi na MRP. Međutim, ne računajući ove države, u ovu disertaciju uvedena je prepostavka o tome da *ne postoji privredni subjekt koji nije izložen riziku zemlje* (bez obzira na činjenicu da li je njegovo poslovanje međunarodnog ili lokalnog karaktera). Iz tog razloga, a za potrebe ove disertacije, putem email-a **kontaktiran** je prof. Damodaran, kako bi se potvrdila ova prepostavka. Prof.

Damodaran je *potvrdio* da je privredni subjekt, ukoliko funkcioniše isključivo u okviru lokalnog prostora, svakako izložen riziku zemlje u okviru koje posluje, dok je privredni subjekat čije je poslovanje i lokalnog i međunarodnog karaktera izložen kako nacionalnom, tako i riziku svih stranih država u okviru kojih posluje (11.01.2016.).

Goodwin-Groen u svom istraživanju navodi da je „cena“ rizika Bosne i Hercegovine 1,85%, te da se ona nije menjala tokom perioda 2010-2012. godine, iako se LIBOR smanjivao (2012, str. 124). Ipak, Damodaran procenjuje značajno viši nivo rizika Bosne i Hercegovine u 2015. godini (10,05%).

U nastavku sledi objašnjenje iz kojih razloga u okviru ove disertacije neće biti izvršeno direktno računanje rizika zemlje (osim osnovnog razloga, a to je ograničenost pristupa podacima, kao i nepostojanje dovoljno dugačkih serija istorijskih podataka o kretanjima prinosa različitih vrsta finansijske aktive). Iako je Damodaran ponudio određenu metodologiju merenja rizika zemlje, ona je neretko oštro kritikovana. Najčešće navođeni razlozi kritikovanja Damodaranovog predloženog modela su to što on najpre nije ponudio preciznu definiciju rizika zemlje; zatim, što ne vrši dovoljno jasno diferenciranje između pojmove rizika zemlje i premije na tržišni rizik; što se prilikom modeliranja premije na tržišni rizik više fokusira na analizu „zrelih“ tržišta, dok se kod modeliranja rizika zemlje više fokusira na analizu tržišta u razvoju, što upućuje na određeni stepen nekonzistentnosti njegove teorije, a isto tako, problem je i što pojedina tržišta ne mogu da se svrstaju niti u jednu od spomenutih kategorija, već pripadaju grupi „trećih tržišta“, koja u ovom slučaju ostaju netretirana; zatim, što pokušava da izračuna rizik zemlje pomoću kreditnog „difolt spreda“ (što se definiše kao „višak“ prinosa koji može da se ostvari iznad bezrizične stope) i racio broja koji se dobije na osnovu količnika volatilnosti akcija i obveznice (pritom, on ne definiše precizno koji *meru volatilnosti* bi bilo najispravnije koristiti (nekada se koristi standardna varijacija, a nekada varijansa), dok bi *svaka od njih doveđa do drugačijeg* rezultata tj. rizika zemlje, a takođe, u kritikama se ističe kako su rizici koji prate akcije i rizici koji prate obveznice u potpunosti drugačije prirode, te kako ove kategorije rizika ne bi trebalo porebiti; zatim, što za izračunavanja koristi izuzetno dugačke vremenske serije bez osvrтанja na stepen pouzdanosti istih usled struktturnih lomova koji su se neminovno dešavali, te se iz tog razloga ne može tvrditi da su dugačke vremenske serije za „zrela“ tržišta pouzdanije od kraćih vremenskih serija za tržišta u razvoju; zatim, što ne objašnjava do koje mere država mora da vrši diverzifikaciju kako bi ograničila rizik zemlje, kao što ne uspeva ni da kvantifikuje stepen korelacije između aktiva različitih država, već se oslanja isključivo na kvalitativne, generalizovane pretpostavke, zatim, što nije ponudio formalnu, preciznu definiciju lambde (mera izloženosti pojedinačnog preduzeća riziku zemlje), kao ni šta znači kada je ona negativna, ni koji je njen „plafon“. Kritičari ističu kako je *izbor metodologije diskreciono pravo* onog koji vrši procenu, dakle, u pitanju je „slobodna“ procena, ali da teorijski i prakseološki aspekt Damodaranovog modela nisu usaglašeni (pojedini autori navode da su neke Damodaranove nove postavke nepomirljive sa tradicionalnim postavkama modela CAPM, pri čemu se ne umanjuje značaj njegovog pokušaja inovacije, već se preispituje logička valjanost predložene metodologije) (Kruschwitz, Löffler, Mandl, 2010, str. 12-15).

2.2.9. Analiza „zamki” nepostojanja referentne kamatne stope Centralne banke Bosne i Hercegovine

U okviru Zakona o bankama Republike Srpske, koji je objavljen u Sl. glasniku RS, br. 44 od 19. juna 2003, 74/04, 116/11, 5/12, 59/13, definišu se obavezni elementi koje bi ugovor o kreditu trebalo da sadrži. U okviru člana 98z navodi se da je jedan od obaveznih elemenata visina nominalne kamatne stope uz određenje da li je fiksna ili promenljiva. Potom, navodi se da ukoliko je kamatna stopa promenljiva, da bi trebalo definisati elemente na osnovu koji se ona određuje (referentna kamatna stopa). Međutim, u članu 98n pomenutog Zakona navodi se da je kamatna stopa promenljiva ukoliko njena visina zavisi od visine promenljivih elemenata koji se zvanično objavljuju i na koje ne može uticati jednostrana volja niti jedne od ugovornih strana (referentna kamatna stopa, indeks potrošačkih cena, i dr.). U članu 98i navodi se da je banka ukoliko namerava da izmeni neki od obaveznih elemenata ugovora zaključenog sa korisnikom dužna da pribavi pisano saglasnost korisnika pre primene te izmene, *osim za izmenu promenljive kamatne stope, koja je ugovorena u skladu sa odredbama ovog zakona.* U članu 98j navodi se da je kamatna stopa promenljiva ukoliko njena visina zavisi od ugovorenih promenljivih elemenata, odnosno, promenljivih i fiksnih, s tim što su promenljivi elementi oni koji se *zvanično objavljuju* (referentna kamatna stopa, indeks potrošačkih cena, i dr.), a na koje ne može da utiče jednostrana volja niti jedne od ugovornih strana. U članu 98n navodi se da je banka dužna da usklađivanje visine promenljive kamatne stope vrši prema visini utvrđene referentne kamatne stope, a koja se javno objavljuje i važeća je na dan isteka ugovorenog roka za usklađivanje kamatne stope.

S obzirom na činjenicu da je u Bosni i Hercegovini na snazi valutni odbor, monetarni režim koji ukida poluge nacionalnih monetarnih politika, to ujedno znači da je ukinuta i referentna kamatna stopa. Ono što je nelogično jeste to da se u okviru pomenutog Zakona navodi da bi banke u kreditnim ugovorima trebalo da „upgrade“ *nepostojeću* referentnu kamatnu stopu. U pomenutom Zakonu nije transparentno da li se referentna kamatna stopa odnosi na evropsku međubankarsku kamatnu stopu EURIBOR.

Ono što se neretko dešava jeste to da zakonodavci kreiraju zakonske propise na način što ih „prepisuju“ od drugih država, pritom ne razmišljajući o specifičnostima nacionalnih ekonomija (harmonizacija nije „prepisivanje“, već usklađivanje, uz nužno uvažavanje lokalnih prilika). Posledično, zakoni doneti na taj način nisu čak ni logički konzistentni.

Opasnost prilikom utvrđivanja kamatnih stopa na mikrokredite u Bosni i Hercegovini jeste to što nije jasan mehanizam delovanja pomenute „referentne kamatne stope“ na njihovo definisanje, kao ni na koju „referentnu kamatnu stopu“ se misli (nije jasno koje sve troškove bi trebalo „ugraditi“ u visinu kamatnih stopa na mikrokredite, što ostavlja prostor za špekulacije i „dvostruko računanje“, što je identifikovano kao problem u okviru ove disertacije). Tromesečni EURIBOR je na dan 24.05.2016. godine bio negativan i iznosio -0,258% (<http://www.euribor-rates.eu>, 26.05.2016. godine), a trend njegovog kretanja predstavljen je u narednoj tabeli. Takođe, tabelarno je predstavljen i pregled efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite u Federaciji Bosne i Hercegovine u 2015. godini. Na osnovu komparativne analize, može se konstatovati da EURIBOR prilikom definisanja promenljivih kamatnih stopa na mikrokredite odobrene u Federaciji Bosne i Hercegovine, a za koje je naznačeno da su vezani za ovu

međubankarsku kamatnu stopu, ne bi trebalo da ima značajno učešće, već može da se zaključi da prilikom utvrđivanja kamatnih stopa na mikrokredite *ipak neki drugi činioci* u značajnijoj meri utiču na definisanje visokih kamatnih stopa na mikrokredite (koje se kreću i do 43,55%), *moguće očekivane marže*). Ovde se ne analizira da li je negativan predznak EURIBOR-a povoljan ili nepovoljan signal posmatrano sa aspekta makroekonomije, kao ni da li je to posledica slabosti realnih ekonomija država u eurozoni, već se EURIBOR posmatra isključivo kao jedna od komponenti prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa na mikrokredite.

Tabela 91: Trend kretanja tromesečnog EURIBOR-a

Period	EURIBOR (%)
04.01.2016.	-0,132
02.01.2015.	0,076
02.01.2014.	0,284
02.01.2013.	0,188
02.01.2012.	1,343
03.01.2011.	1,001

Izvor: <http://www.euribor-rates.eu>, 26.05.2016. godine.

Tabela 92: Uporedna analiza efektivnih kamatnih stopa na kratkoročne i dugoročne mikrokredite u IV kvartalu 2015. godine, u mikrofinansijskim institucijama koje posluju u Federaciji Bosne i Hercegovine

Mikrofinansijska institucija	EKS (%), kratkoročni mikrokrediti	EKS (%), dugoročni mikrokrediti
Sani	43,55	36,79
Melaha	41,86	37,32
Mikro Aldi	37,21	29,37
Sunrise	34,42	29,30
Mikra	34,30	34,13
Lider	30,16	24,15
Eki	29,62	22,78
Mi-Bospo	29,47	24,57
Lok	24,31	24,74
Prva Islamska	17,79	12,96
Partner	14,34	22,51

Izvor: Informacija o mikrokreditnom sistemu Federacije Bosne i Hercegovine sa stanjem na dan 31.12.2015. godine, str. 48/49.

2.2.10. Analiza inflacije i inflacionih očekivanja

U okviru analize troškova koje bi trebalo „ugraditi“ prilikom utvrđivanja visine aktivne kamatne stope, tu su i troškovi inflacije (Torres García, 2009, str. 41).

S obzirom na to da inflacija snižava realnu stopu prinosa, mikrofinansijske institucije u visinu aktivnih kamatnih stopa ugrađuju „inflacionu premiju“ (Muriu, 2011, str. 70).

Tabela 93: Inflacija u Bosni i Hercegovini

Godina	2011	2012	2013	2014	2015
Stopa inflacije (%)	3,8	1,8	1,2	-0,4	-1,3

Izvor: Agencija za statistiku Bosne i Hercegovine, Indeks potrošačkih cena u Bosni i Hercegovini u periodu 2011-2015. godine, str. 2.

Iz prethodne tabele, uočava se da Bosna i Hercegovina održava nizak nivo inflacije (u periodu 2011-2013. godine inflacija opada, dok je u periodu 2014-2015. godine čak prisutna deflacija). Pretpostavka je da Bosna i Hercegovina uspeva da održava nisku stopu inflacije zahvaljujući monetarnom režimu valutnog odbora i direktnoj vezanosti domaće valute (konvertibilne marke, KM) za EUR.

Definisanje *razlike* između realne stope inflacije u određenom trenutku i anticipirane stope inflacije od presudnog je značaja prilikom definisanja kamatnih stopa na mikrokredite. Srazmerno kako inflacija „dobija u ubrzanju”, očekuje se njen dalji rast (očekivanja nisu uvek utemeljena na principima ekonomske racionalnosti, te *bihevioralna* ekonomija sveobuhvatnije objašnjava razloge upornosti i „tvrdokornosti” fenomena inflacije). Naposletku, u kamatne stope se ustvari „ugrađuje” očekivana, a ne ostvarena inflacija. Prethodno analizirani podaci ne ukazuju na trend rasta inflacije u Bosni i Hercegovini, te ne bi trebalo očekivati da inflacija u značajnijoj meri utiče na procenu bezrizične stope prinosa, rizika zemlje, tržišne premije rizika, te očekivane stope prinosa u Bosni i Hercegovini (komponente koje utiču na definisanje aktivnih kamatnih stopa).

2.2.11. Analiza režima monetarne politike

U „Teoriji novca i monetarnoj politici” Milton Fridman je još 1973. godine napisao da monetarna dejstva imaju veći značaj u poređenju sa fiskalnim. „Jedna lasta ne čini proleće. Moje ubedjenje da je monetarna politika od presudnog značaja ne počiva na dramatičnim epizodama. Ono počiva na iskustvu *zabeleženom u toku stotina godina* i iskustvu velikog broja zemalja. S druge strane, jedna dramatična epizoda mnogo snažnije utiče na javno mnjenje, nego čitava gomila jasno kondenzovanih i sistematizovanih podataka o ranijim epizodama koje su bile manje dramatične. Ali, ne može se očekivati da šira javnost prati veliku masu statističkih podataka.” (1973, str. 225).

On navodi i da promene u monetarnom rastu deluju na kamatne stope u jednom pravcu u početnoj fazi, ali u suprotnom pravcu u kasnijim fazama. „Brži monetarni rast najpre vodi ka sniženju kamatne stope. Međutim, kasnije, srazmerno kako povišava rashode i stimuliše inflaciju cena, promena u monetarnom rastu izaziva i rast tražnje kredita, što će voditi ka povišenju kamatne stope. Osmoga toga, rast cena dovodi do raskoraka između realnih i nominalnih kamatnih stopa. Zbog toga su u svetu najviše kamatne stope u zemljama koje su doživele najbrži rast ukupne količine novca, a takođe i najbrži porast cena: u Brazilu, Čileu i Koreji. Ukoliko je u pitanju suprotno kretanje, niža stopa monetarnog rasta će najpre povisiti kamatne stope, ali će ih kasnije sniziti, srazmerno kako snižava rashode i inflaciju cena. Stoga su u svetu najniže kamatne stope u onim zemljama koje su imale najsporiju stopu rasta ukupne količine novca: u Švajcarskoj i Nemačkoj.” (1973, str. 228).

Monetarna politika Bosne i Hercegovine regulisana je Zakonom o Centralnoj banci Bosne i Hercegovine. Centralna banka Bosne i Hercegovine od 1997. godine funkcioniše pod aranžmanom valutnog odbora sa sledećim karakteristikama: stopostotna pokrivenost monetarne pasive sa deviznim rezervama, kao instrument monetarne politike koristi obaveznu rezervu, zabranu davanja kredita i operacija na otvorenom tržištu, a kurs domaće valute je od 1999.

godine fiksiran za euro kao „sidro valutu”. Ovakav režim monetarne politike obezbeđuje stabilnost domaćoj valuti (valutni odbor kao monetarni model obično se uvodio u zemljama nakon određenih kriznih situacija, poput ratova, te zemljama koje imaju problematičnu ekonomsku i političku prošlost). Nepostojanje pokrića domaće valute prouzrokovalo bi inflatorni pritisak, nepoverenje u nacionalnu valutu i „beg” u stranu valutu.

Iako se nepostojanje diskrecionog prava samostalnog vođenja monetarne politike čini kao nedostatak, Milton Fridman se izjašnjava kao protivnik diskrecione monetarne politike, „bar do trenutka kada stvarno budemo dokazali da su *naša znanja toliko napredovala* da možemo da ograničimo slobodu diskrecionih odluka.” „Zbog toga i naglašavam da je opasno pridavati prevelik značaj monetarnoj politici. Upravo kao što verujem da su Kejnzovi sledbenici otišli mnogo dalje nego što bi on otišao, tako verujem da postoji opasnost da će ljudi koji utvrde da je nekoliko predviđanja na osnovu korišćenja monetarnih agregata uspeло pokušati da ovaj odnos prenesu dalje, van razumnih granica i okvira. Suviše smo skloni tome da zahtevamo od monetarne politike da obavi zadatke koje ne može da obavi, a rezultat toga je da ulazimo u rizik da monetarnu politiku sprečimo da izvrši one zadatke koje je ona u stanju da obavi.” (1973, str. 230).

S obzirom na činjenicu da u slučaju centralne banke u Bosni i Hercegovini postoji odsustvo diskrecionog prava pri upravljanju monetarnom politikom i određivanju ponude novca, a uvezši u obzir da se u okviru režima valutnog odbora novac emituje po principima automatizma (isključivo onu količinu novca za kojom postoji tražnja, odnosno, količinu koja je u potpunosti pokrivena deviznim rezervama, dakle, koja je determinisana tržišnim uslovima), moguće je pretpostaviti da u uslovima valutnog odbora ne postoji opasnost od prenaglašenih monetarnih kretanja, kao i da jača *nezavisnost* centralnog bankarstva, što posledično utiče na pad inflacije (čuveni članak autora Alesina i Summers, iz 1993. godine, koji su *potvrdili* da je viši stepen nezavisnosti centralnog bankarstva uticao na pad stope inflacije u periodu 1955-1988. godine, ali njihova analiza zasnivala se isključivo na podacima o *razvijenijim* državama), a što posledično utiče na definisanje nižih kamatnih stopa na mikrokredite.

Naposletku, nakon analize aspekata koji potencijalno utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite u Bosni i Hercegovini, u nastavku će biti prikazan ***predlog modela*** definisanja istih. Kao četiri ključne komponente izdvojeni su *operativni troškovi, troškovi finansiranja, visina očekivanog gubitka i visina očekivanog profita*.

Najpre, kada su u pitanju *troškovi odobravanja* mikrokredita, u literaturi iz ove oblasti neretko se navodi sledeća komparacija: poređenje „velikog” i „mikro” zajmodavca, od kojih svaki odobrava iznos od 1.000.000 EUR na period od godinu dana. „Veliki” zajmodavac odobrava jedan kredit u punom iznosu koji je već naveden, dok „mikro” zajmodavac odobrava 10.000 mikrokredita u pojedinačnom iznosu od 100 EUR. Trošak kapitala i kreditni rizik variraju u zavisnosti od veličine odobrenog kredita. Oba zajmodavca trebalo bi da prikupe izvore finansiranja u ukupnom iznosu od 1.000.000 EUR (uz pretpostavku, na finansijskom tržištu), iz kojih bi odobrili zahtevane kredite, uz pretpostavku da bi trebalo da plate cenu eksternog finansiranja od 10%. Ukoliko oba zajmodavca imaju godišnji kreditni gubitak na nivou od 1% od ukupnog iznosa odobrenih kredita (procena nivoa neperformansnih kredita na osnovu analize istorijskih podataka

iz prethodnog perioda i iskustveno), posledično bi trebalo u istom procentu da utvrde rezervisanja za pomenute kreditne gubitke. Dakle, oba zajmodavca trebalo bi da pokriju ove troškove naplaćivanjem kamate u visini od 11%. Međutim, administrativni (ili kako ih još nazivaju, operativni, transakcioni) troškovi nisu proporcionalni veličini odobrenog kredita. U analizu se uvodi i pretpostavka da odobravanje jednog kredita u iznosu od 1.000.000 EUR godišnje košta „velikog” zajmodavca 30.000 EUR (pretpostavka da naknada za obradu kreditnog zahteva iznosi 3% od iznosa kredita), odnosno, „košta” ga vreme koje kreditno osoblje potroši na proces ocene rejtinga i boniteta potencijalnog zajmotražioca, prikupljanje neophodne dokumentacije i kolateralu, odobravanje kredita i potom monitoring isplate kredita. „Veliki” zajmodavac može da pokrije sve ove troškove naplaćivanjem kamate u visini od 14% (kamatna stopa korigovana naviše). S druge strane, administrativni troškovi odobravanja mikrokredita su značajno viši (u *ovom* slučaju, i u *apsolutnom*, i u *relativnom* iznosu, pod pretpostavkom veće brojnosti zahteva za mikrokredit i višom provizijom za obradu pojedinačnog zahteva za mikrokredit). Pretpostavka je da banka ima trošak po tražiocu mikrokredita u iznosu od 20 EUR, odnosno, da je naknada za obradu mikrokreditnog zahteva 20% od iznosa kredita (umesto 3 EUR, kada bi naknada za obradu mikrokreditnog zahteva bila 3% od iznosa kredita). U tom slučaju, ukupni godišnji administrativni troškovi iznosili bi 200.000 EUR (po osnovu svih 10.000 mikrokredita). „Veliki” zajmodavac „ima posla” samo sa jednim klijentom, a „mikro” sa čak njih 10.000 (koji neretko nemaju odgovarajući kolateral, kasne sa dostavom zahtevane dokumentacije, a neretko su i nepismeni), što zahteva znatno više izdvojenog vremena od strane kreditnog osoblja (u analizu se uvodi još i pretpostavka da se „veliki” kredit otplaćuje kvartalno, što znači da kreditno osoblje izvršava svega 4 transakcije godišnje po tom jednom kreditu, dok se „mikro” kredit otplaćuje mesečno, što znači da kreditno osoblje izvršava čak 120.000 transakcija godišnje po osnovu svih 10.000 mikrokredita). Dakle, „mikro” zajmodavac može da pokrije sve troškove naplaćivanjem kamate u visini od 31% (kamatna stopa korigovana naviše). Takođe, trebalo bi imati u vidu i da kamatne stope kod „mladih” mikrofinansijskih institucija mogu da budu čak i više, zbog nemogućnosti iskorišćavanja prednosti i sticanja *profita od ekonomije obima*. Ovde se čak *nagoveštava* da profiti u industriji mikrofinansiranja mogu da budu čak i viši u odnosu na industriju klasičnog bankarstva, upravo zbog ekonomije obima. U okviru ove disertacije, uvedena je pretpostavka da se operativni troškovi mikrofinansijskih institucija u Bosni i Hercegovini kreću na nivou od 10%, a na bazi empirijskih podataka iz ranije pomenutog istraživanja (Goldberg, Palladini, 2010, str. 42-44).

Kada su u pitanju troškovi finansiranja, Annim u svom istraživanju navodi se da su oni niži u razvijenim zemljama, nego u zemljama u razvoju (2010, str. 197). U okviru drugog istraživanja, navodi se kako se troškovi finansiranja mikrofinansijskog sektora Bosne i Hercegovine kreću u rasponu 4-6% (Torres García, 2009, str. 178). U empirijskoj analizi u ovoj disertaciji, *procenjeno* je da troškovi finansiranja mikrofinansijskih organizacija u Bosni i Hercegovini iznose 4% (kao *aproksimacija* cene finansiranja uzeta je kamatna stopa na poslednje emitovane državne obveznice u KM, uz napomenu da je moguće da je cena finansiranja mikrofinansijskih institucija u određenoj meri viša, ukoliko su u pitanju institucije čija likvidnost zavisi od *ad hoc* donacija, te su iz tog razloga ocenjene kao rizičnije, ili čak niža, ukoliko se beneficirani uslovi finansiranja definišu iz političkih razloga).

Prilikom kalkulacije aktivnih kamatnih stopa, mikrofinansijske institucije trebalo bi da u njihovu visinu ugrade i premiju za „difolt“ rizik (očekivani gubitak po osnovu nevraćenih kredita). U teorijskoj literaturi neretko se navodi kako su krediti manje likvidni, te posledično više rizični u odnosu na druge vrste aktive u okviru portfolija mikrofinansijskih institucija (Murić, 2011, str. 146/147). Ipak, analizom empirijskih podataka iz ranije već pomenutog istraživanja (Goldberg, Palladini, 2010, str. 42) uočava se da troškovi očekivanog gubitka imaju najmanji udio prilikom prilikom „struktriranja“ aktivnih kamatnih stopa (analizom relevantne literature iz ove oblasti, posebno u oblasti analize kreditnog rizika, došlo se do zaključka da su troškovi očekivanih gubitaka u okviru sektora mikrofinansiranja čak niži u odnosu na troškove očekivanih gubitaka kod klasičnog kreditiranja). Iz tog razloga, procenjeno je da trošak očekivanog gubitak sektora mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini iznosi svega 0,5%.

Kada je u pitanju procena prosečne očekivane stope prinosa mikrofinansijskih institucija, Reeder u svom istraživanju navodi se da se ona u 2008. godini krećala na nivou od oko 5% (2010, str. 90). U empirijskoj analiziri u okviru ove disertacije, procenjeno je da ona u Bosni i Hercegovini iznosi 7,9%.

Teorijsko određivanje visine nominalne aktivne kamatne stope na mikrokredite u Bosni i Hercegovini na godišnjem nivou, respektujući sve prethodno napisano (i moguće uštede u operativnim troškovima usled primene informacionih tehnologija), može da izgleda ovako:

- pretpostavka o 50% ušteda u operativnim troškovima: $5\% + 4\% + 0,5\% + 7,9\% = 17,4\%$
- pretpostavka o 90% ušteda u operativnim troškovima: $1\% + 4\% + 0,5\% + 7,9\% = 13,4\%$

S obzirom na činjenicu da je pojam operativnih troškova širi od pojma provizije za obradu kredita, teorijski definisana nominalna kamatna stopa može da bude korigovana naviše za iznos pomenutih naknada (empirijskom analizom utvrđeno je da se one u Bosni i Hercegovini kreću do 3%), te na taj način bude definisana kao efektivna. Na osnovu prethodno izvršene analize, moguće je zaključiti da je *izvodljivo* da efektivna kamatna stopa na mikrokredite u Bosni i Hercegovini bude niža od 25%. Na ovaj način, potvrđena je osnovna hipoteza da se u okviru sektora mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini zaračunavaju izuzetno visoke kamatne stope na mikrokredite (u segmentu disertacije u okviru kog je računat VaR, predstavljen je pregled kamatnih stopa na mikrokredite u Federaciji Bosne i Hercegovine, odakle se može uočiti da srednja vrednost kamatnih stopa na kratkoročne mikrokredite iznosi 26,94%, a srednja vrednost kamatnih stopa na dugoročne mikrokredite iznosi 25,74%; u segmentu disertacije u okviru kog je analizirana „opasnost“ nepostojanja referentne kamatne stope u Bosni i Hercegovini, predstavljen je pregled kamatnih stopa na mikrokredite koje zaračunavaju mikrofinansijske institucije u Federaciji Bosne i Hercegovine, odakle se uočava da se one kreću u rasponu 12,96-43,55%; u Republici Srpskoj, kamatne stope na mikrokredite nešto su niže od 25%, međutim, *uprkos* činjenici da je u periodu 2011-2015. godine evidentan *trend pada* kamatnih stopa, one su na nivou Bosne i Hercegovine *u proseku* više od 25%).

3. Analiza mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori

Pre daljih analiza, trebalo bi napomenuti da se mikrofinansijska institucija Kredit+ Podgorica isključuje iz analize (tek je osnovana aprila 2015. godine, te je nije moguće analizirati u periodu 2011-2014. godine). Takođe, iz analize se isključuje i mikrofinansijska institucija Kontakt Podgorica, iz razloga što je 2014. godine transformisana u Lovćen banku Podgorica (nije utvrđeno da mikrokrediti iznosa do 10.000 EUR i dalje predstavljaju njihov *pretežan* fokus, jer u svojoj ponudi imaju i stambene kredite iznosa do 150.000 EUR).

3.1. Herfindal-Hiršmanov indeks mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori

U nastavku je predstavljen prikaz izračunatih vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sektor mikrofinansiranja u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine.

Tabela 94: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine

HHI	2015	2014	2013	2012	2011
	4.993,17	4.136,95	3.664,61	3.444,71	4.011,83

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 95: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori, u 2015. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2015
Monte Credit Podgorica	18,19
Montenegro Investments Credit Podgorica	8,13
Ozmont Podgorica	2,15
Klikloan Podgorica	3,88
Alter Modus Podgorica	67,65

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja mikrofinansijskih organizacija za 2015. godinu).

Tabela 96: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori, u 2014. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2014
Monte Credit Podgorica	22,56
Montenegro Investments Credit Podgorica	11,18
Ozmont Podgorica	2,88
Klikloan Podgorica	4,43
Alter Modus Podgorica	58,95

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja mikrofinansijskih organizacija za 2014. godinu).

Tabela 97: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori, u 2013. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2013
Monte Credit Podgorica	27,21
Montenegro Investments Credit Podgorica	12,51
Ozmont Podgorica	3,40
Klikloan Podgorica	4,57
Alter Modus Podgorica	52,30

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja mikrofinansijskih organizacija za 2013. godinu).

Tabela 98: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori, u 2012. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2012
Monte Credit Podgorica	41,78
Montenegro Investments Credit Podgorica	11,85
Ozmont Podgorica	3,69
Klikloan Podgorica	3,52
Alter Modus Podgorica	39,15

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja mikrofinansijskih organizacija za 2012. godinu).

Tabela 99: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori, u 2011. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2011
Monte Credit Podgorica	54,91
Montenegro Investments Credit Podgorica	9,38
Ozmont Podgorica	3,11
Klikloan Podgorica	2,73
Alter Modus Podgorica	29,86

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja mikrofinansijskih organizacija za 2011. godinu).

Ono što iz prethodne analize može da se uoči jeste to da je u okviru mikrofinansijskog sektora Crne Gore prisutna izuzetno visoka tržišna koncentracija, s obzirom na činjenicu da vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa u svim analiziranim godinama značajno prevazilaze „gornju graničnu” vrednost od 1.800 (u periodu 2012-2015. godine, primetan je trend rasta kretanja ovog indeksa). Interesantno je primetiti da postoji dominacija dve mikrofinansijske institucije (Monte Credit Podgorica i Alter Modus Podgorica). Kada je u pitanju udeo aktive mikrofinansijske institucija Monte Credit Podgorica u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih institucija, on se smanjio sa 54,91% u 2011. godini na 18,19% u 2015. godinu. Vodeću poziciju od mikrofinansijske institucije Monte Credit Podgorica preuzeila je mikrofinansijska institucija Monte Credit Podgorica, čiji se udeo aktive u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih institucija povećao sa 29,86% u 2011. godini na 67,65% u 2015. godini (Agroinvest VFI Podgorica je početkom 2012. godine restrukturiran i rebrendiran u Monte Credit Podgorica). Ukoliko se vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa sektora mikrofinansiranja u Crnoj Gori uporede sa vrednostima ovog indeksa za sektor mikrofinansiranja u Federaciji Bosne i Hercegovine, može se konstatovati da u okviru sektora mikrofinansiranja u Crnoj Gori postoji niža tržišna koncentracija u odnosu na sektor mikrofinansiranja u Republici Srpskoj, ali viša tržišna koncentracija u odnosu na sektor mikrofinansiranja u Federaciji Bosne i Hercegovine. Ukoliko se analizira *antimonopolska* regulativa u analiziranim državama, u okviru Zakona o konkurenциji Bosne i Hercegovine (Sl. glasnik Bosne i Hercegovine, broj 48/05) u članu 9 navodi se da se „prepostavlja da privredni subjekt može da ima dominantan položaj na tržištu roba ili usluga ukoliko na relevantnom tržištu Bosne i Hercegovine ima udeo veći od 40%”, a u članu 10 navode se kriterijumi za identifikovanje zloupotrebe dominantnog položaja. U okviru Zakona o konkurenциji Crne Gore (Službeni list Crne Gore, broj 44/2012) u članu 14 navodi se da se „prepostavlja da učesnik na tržištu ima dominantan položaj na tržištu proizvoda ukoliko je njegov udeo na relevantnom tržištu veći od 50%”, a u članu 15 reguliše se pitanje zloupotrebe dominantnog položaja. U okviru Zakona o konkurenциji Srbije (Sl. glasnik RS, br. 51/2009 i

95/2013) u članu 15 navodi se da „dominantan položaj ima učesnik na tržištu koji, zbog svoje tržišne snage, može da posluje na relevantnom tržištu u značajnoj meri nezavisno u odnosu na stvarne ili potencijalne konkurente, kupce, dobavljače ili potrošače”, kao i da se „tržišna snaga učesnika na tržištu utvrđuje u odnosu na relevantne ekonomski i druge pokazatelje”, a između ostalog tržišnog udela koji je veći od 40% na utvrđenom relevantnom tržištu. U okviru člana 16, navedeno je šta se smatra zloupotrebotom dominantnog položaja, kao i to da je ona zabranjena (dakle, *dominantan položaj nije zakonom zabranjen*, ali je zabranjena njegova zloupotreba ukoliko se na taj način ostvaruje povreda konkurenциje, na način na koji je definisana u članu 9). Analizom pomenutih Zakona, može se uočiti visok stepen *usklađenosti* člana koji reguliše zloupotrebu dominantnog položaja sa članom 102 TFEU (Treaty on the Functioning of the European Union - TFEU, Title VII - Common rules on competition, taxation and approximation of laws).

3.2. Analiza troškova, rizika, profitabilnosti i makroekonomskog ambijenta kao ključnih činilaca prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa

3.2.1. Analiza kreditnih politika i procedura upravljanja kreditnim rizikom

U nastavku je predstavljena komparativna analiza internih politika upravljanja rizicima mikrofinansijskih institucija u Crnoj Gori.

Monte Credit Podgorica: na zvaničnoj internet stranici, u odeljku Naša metodologija navodi se da prihvataju različite vrste *kolateralu*: obveznice sa potpisima žiranata, administrativne zabrane na lični dohodak, odnosno, penziju, bančine menice, te zaloge na pokretnoj imovini, a da se otplata vrši mesečno prema definisanim planovima otplate; navedeno je da je institucija prošla obuku za upravljanje rizikom koja je organizovana pod vođstvom eksperata iz Financial Technology Transfer Agency iz Luksemburga; u okviru odeljka Finansijska dostignuća uočava se da je poslednji finansijski izveštaj koji je publikovan iz 2011. godine; u okviru odeljka Godišnji izveštaji uočava se da je poslednji izveštaj koji je publikovan iz 2013. godine (na str. 8 navode se određeni „alati” za upravljanje rizicima: kontinuirano izveštavanje o riziku, baza „problematičnih” kredita/klijenata, „crna lista” zaposlenih sumnjive etike, i slično, ali se oni pojedinačno ne obrazlažu detaljnije); u odeljku Izveštaj ekternih revizora poslednji izveštaj koji je publikovan je iz 2011. godine, u okviru kog je počev od str. 7 predstavljen pregled značajnih računovodstvenih politika, zatim, na str. 9 predstavljeni su principi upravljanja operativnim rizikom, na str. 20 principi upravljanja kreditnim rizikom i rizikom kamatnih stopa, a na str. 21 principi upravljanja valutnim rizikom.

Montenegro Investments Credit Podgorica: pristupom na zvaničnu internet stranicu, dolazi se do saznanja da ona ne funkcioniše, na početnoj stranici nalazi se obaveštenje „*Under Construction*” (poslat je upit na kontakt email adresu koja je pronađena putem interneta, ali iz institucije nije dobijen odgovor).

Ozmont Podgorica: ne postoji zvanična internet stranica (poslat je upit na kontakt email adresu koja je pronađena putem interneta, ali iz institucije nije dobijen odgovor).

Klikloan Podgorica: ne postoji zvanična internet stranica (poslat je upit na kontakt email adresu koja je pronađena putem interneta, ali iz institucije nije dobijen odgovor).

Alter Modus Podgorica: u okviru odeljka Publikacije poslednji godišnji izveštaj koji je publikovan je iz 2013. godine, gde su od str. 20 predstavljeni skraćeni bilans stanja i bilans uspeha, kao i izveštaj nezavisnog revizora; u okviru odeljka Novosti februara 2016. godine obavljeno je da je institucija na 11. beloj listi Ministarstva finansija i Poreske uprave, odnosno, spisku 200 poreskih obveznika sa najvećim stepenom fiskalne discipline; ono što je značajno napomenuti jeste i to da je institucija osnovana 1997. godine kao nevladina organizacija (sa ciljem pružanja podrške pripadnicima zapostavljenih kategorija stanovništva), ali da je krajem 2008. godine transformisana u novi pravni subjekt (mikrokreditnu finansijsku instituciju, Alter Modus doo), a navodi se da je do takvog razvoja došlo usled promene zakonskog okvira u Crnoj Gori krajem 2007. i početkom 2008. godine, odnosno, usled stupanja na snagu dva nova zakona – Zakon o bankama, kao i izmenjeni Zakon o nevladinim organizacijama (ova činjenica od značaja je prilikom analize *razloga promene* oblika organizovanja, te utvrđivanja kako se promene ovog tipa *odražavaju* na stepen realizacije socijalne misije, nivoje različitih vrsta rizika, stopu otplate mikrokredita, stope profitabilnosti, i slično).

Na osnovu izvršene komparativne analize, može se zaključiti da mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori karakteriše nizak stepen transparentnosti (kada je u pitanju redovnost izveštavanja i dostupnost podataka). Međutim, ono što u značajnoj meri utiče na rast transparentnosti ovog sektora jeste baza podataka o istom, koja je organizovana od strane Centralne banke Crne Gore (na zvaničnoj internet stranici, publikovana je detaljna ažurirana statistika kamatnih stopa mikrofinansijskih institucija, pregled seta finansijskih izveštaja za sve mikrofinansijske institucije koje posluju u Crnoj Gori, i slično). Slično se može prokomentarisati i za sektor mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini (Agencija za bankarstvo Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske u kontinuitetu na godišnjem nivou publikuju Izveštaje o stanju bankarskog, kao i mikrofinansijskog sektora u pomenutim državama, ali u okviru ovih Izveštaja ne prilažu se finansijski izveštaji pojedinačnih mikrofinansijskih organizacija, već se finansijski izveštaji prikazuju zbirno za sektor u celini). U tom kontekstu, moguće je tvrditi da sektor mikrofinansiranja u Crnoj Gori odlikuje viši stepen transparentnosti u odnosu na sektor mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini.

3.2.2. Analiza transakcionih troškova obrade zahteva za mikrofinansiranjem

U nastavku je predstavljena uporedna analiza troškova naknade za pružanje usluga koje zaračunavaju mikrofinansijske institucije u Crnoj Gori.

Monte Credit Podgorica: na zvaničnoj internet stranici nije predstavljen pregled provizija; o ovoj temi poslat je upit, a usledio je odgovor da provizija iznosi 2% od iznosa odobrenog mikrokredita, odnosno, 2,5% od iznosa odobrenog mikrokredita u slučaju kada se odobrava mikrokredit sa grejs periodom.

Montenegro Investments Credit Podgorica: ne postoji zvanična internet stranica (poslat je upit na kontakt email adresu koja je pronađena putem interneta, ali iz institucije nije dobijen odgovor).

Ozmont Podgorica: ne postoji zvanična internet stranica (poslat je upit na kontakt email adresu koja je pronađena putem interneta, ali iz institucije nije dobijen odgovor).

Klikloan Podgorica: ne postoji zvanična internet stranica; poslat upit, na koji je primljen odgovor da provizija na novoodobrene kredite iznosi 1% i da je ona *ista* za sve tipove mikrokredita, iznose i ročnosti, kao i da provizije nema ukoliko se vrši prevremeno zatvaranje mikrokredita.

Alter Modus Podgorica: na zvaničnoj internet stranici navodi se da se *jednokratna* provizija za obradu zahteva za mikrokredite za posao i poboljšanje uslova života kreće u rasponu 1-2%, a za potrošački kredit ročnosti 6-12 meseci iznosi 1,00%, dok za mikrokredite iste namene ročnosti 13-24 meseca provizija iznosi 1,50%; a ročnosti 25-36 meseci iznosi 2%.

Na osnovu sprovedene analize visina provizija koje zaračunavaju mikrofinansijske institucije u Crnoj Gori može se konstatovati da postoji nizak stepen transparentnosti, kada je u pitanju dostupnost podataka na nivou sektora u celini (ipak, dve vodeće mikrofinansijske institucije, Alter Modus Podgorica i Monte Credit Podgorica, pokazale su najviši stepen transparentnosti kada je u pitanju dostupnost podataka o visini naknada za obradu mikrokreditnih zahteva).

3.2.3. Analiza pokazatelja ROA i ROE mikrofinansijskog sektora

U nastavku je predstavljen tabelarni pregled izračunatih vrednosti indikatora ROA i ROE za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine.

Tabela 100: Pokazatelj ROA za mikrofinansijski sektor Crne Gore, za period 2011-2015. godine

Mikrofinansijski sektor	ROA (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
MFI, CG	4,91	7,33	5,25	5,28	4,44

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja i bilansi uspeha mikrofinansijskih organizacija, za period 2011-2015. godine).

Tabela 101: Pokazatelj ROE za mikrofinansijski sektor Crne Gore, za period 2011-2015. godine

Mikrofinansijski sektor	ROE (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
MFI, CG	11,19	12,68	9,19	10,22	9,94

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja i bilansi uspeha mikrofinansijskih organizacija, za period 2011-2015. godine).

U nastavku je predstavljen i pregled izračunatih vrednosti pokazatelja ROA i ROE na nivou pojedinačnih mikrofinansijskih institucija koje posluju u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine.

Tabela 102: Vrednosti pokazatelja ROA za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine

Mikrofinansijska institucija	ROA (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Monte Credit Podgorica	2,86	7,83	6,39	5,42	1,54
Montenegro Investments Credit Podgorica	12,07	10,17	7,55	0,70	1,61
Ozmont Podgorica	2,47	0	-13,13	8,71	0,76
Klikloan Podgorica	9,30	18,42	16,20	16,63	11,04
Alter Modus Podgorica	6,28	5,62	4,34	5,07	5,30

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja i bilansi uspeha mikrofinansijskih organizacija, za period 2011-2015. godine).

Tabela 103: Vrednosti pokazatelja ROE za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine

Mikrofinansijska institucija	ROE (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Monte Credit Podgorica	7,78	11,52	7,32	6,20	1,79
Montenegro Investments Credit Podgorica	22,21	37,31	30,53	3,00	6,01
Ozmont Podgorica	5,16	0	-29,27	16,33	1,31
Klikloan Podgorica	11,71	19,07	17,03	17,59	11,58
Alter Modus Podgorica	12,58	10,54	9,30	12,69	16,38

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima za internet stranice Centralne banke Crne Gore (bilansi stanja i bilansi uspeha mikrofinansijskih organizacija, za period 2011-2015. godine).

U poređenju sa kolebljivim vrednostima pokazatelja profitabilnosti mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini, kontinuirano pozitivne vrednosti indikatora ROA i ROE upućuju na zaključak da je profitabilnost mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori *uravnoteženija i stabilnija*. Kada je u pitanju pokazatelj ROA za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, on je tokom svih pet analiziranih godina pozitivan i viši od 4,44%, dok u Federaciji Bosne i Hercegovine ne prelazi nivo od 3,97% (u 2013. i 2014. godini, zabeležio je značajne negativne vrednosti), a u Republici Srpskoj ne prelazi nivo od 2,79% (u periodu 2011-2013. godine, zabeležio je značajne negativne vrednosti). Što se tiče pokazatelja ROE za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, on je tokom svih pet analiziranih godina pozitivan i kreće se u rasponu 9,19-12,68%, dok u Federaciji Bosne i Hercegovine ne prelazi nivo od 11,66% (u 2013. i 2014. godini, zabeležio je značajne negativne vrednosti), a u Republici Srpskoj ne prelazi nivo od 8,00% (u periodu 2011-2013. godine, zabeležio je značajne negativne vrednosti). Analiza vrednosti pokazatelja ROA i ROE za pojedinačne mikrofinansijske institucije u Crnoj Gori dolazi se do zaključka da je isključivo mikrofinansijska institucija Ozmont Podgorica otvarila značajne negativne vrednosti indikatora ROA i ROE u 2013. godini, a njihove nulte vrednosti u 2012. godini („oporavak“ profitabilnosti ove institucije usledio je već u 2014. godini, međutim, već u 2015. godine došlo je do njenog naglog pada). Uzrok negativne vrednosti pokazatelja ROA u 2013. godini jeste ostvarivanje neto gubitka u toj poslovnoj godini (simultano posmatrano, pad aktive bio je neznatan), dok je negativna vrednost pokazatelja ROE u istoj godini posledica *sinergetskog* delovanja ostvarivanja neto gubitka i pada kapitala na najnižu vrednost tokom pet analiziranih godina. Takođe, ukoliko se analizira *potencijalna zavisnost* između političkih, makroekonomskih i poslovnih ciklusa, može se spomenuti i činjenica da su se predsednički izbori u Crnoj Gori dogodili upravo u 2013. godini (s obzirom na to da se politička situacija nije odrazila na ostale mikrofinansijske institucije, ovo je moguće interpretirati na način da Ozmont Podrazumeva se, detaljnijom analizom *strukture* prihoda i rashoda u okviru bilansa uspeha ove institucije iz 2013. godine može da se stekne dodatni uvid u potencijalne uzročnike ostvarenih negativnih vrednosti pokazatelja ROA i ROE. Podgorica u značajnijoj meri zavisi od donacija, a na čiju je nestabilnost uticao politički faktor). Ono što je interesantno uočiti jeste to da mikrofinansijska institucija Klikloan Podgorica ostvaruje izbalansirane i u proseku najviše vrednosti pokazatelja ROA i ROE, a u segmentu disertacije u okviru kog je računat Herfindal-Hiršmanov indeks došlo do zaključka da se udeo aktive ove institucije u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih institucija u Crnoj Gori svrstava u najniže. Ukoliko se kompariraju dve dominantne mikrofinansijske

institucije u Crnoj Gori, uočava se da je Monte Credit Podgorica zabeležio pad pokazatelja profitabilnosti na prelazu iz 2014. u 2015. godinu, dok je Alter Modus Podgorica zabeležio rast vrednosti ovih pokazatelja u posmatranom periodu. „Krizna” godina za mikrofinansijsku instituciju Montenegro Investments Credit Podgorica bila je 2014. godina, kada je zabeležila najniže vrednosti indikatora ROA i ROE u analiziranom petogodišnjem periodu. Ukoliko se uzme u obzir *potencijalna* korelacija između političkih, makroekonomskih i poslovnih ciklusa, trebalo bi navesti činjenicu da su se lokalni izbori u Crnoj Gori dogodili upravo u 2014. godini.

3.2.4. Analiza minimalno zahtevane stope prinosa

Kao što je to učinjeno i u slučaju Bosne i Hercegovine, i kalkulacija diskontne stope Crne Gore, odnosno, minimalno zahtevane stope prinosa biće izvršena na osnovu originalne formule preuzete iz CAPM modela. Za premiju ulaganja bez rizika može da se uzme kamatna stopa na poslednje emitovane dugoročne evroobveznice od strane Crne Gore. Daljim istraživanjem, a u koordinaciji sa Ministarstvom finansija Crne Gore, došlo se do podataka da je Crna Gora u martu 2015. godine poslednji put emitovala evroobveznice (nominalni iznos od 500.000.000 EUR, kamatna stopa u visini 3,875%, rok dospeća od 5 godina). Prethodne emisije vršene su sledećom dinamikom: Crna Gora je u maju 2014. godine emitovala evroobveznice nominalne vrednosti 280.000.000 EUR, po kamatnoj stopi od 5,375%, sa rokom dospeća od 5 godina, zatim, decembra 2013. godine je emitovala evroobveznice nominalne vrednosti 80.000.000 EUR, po kamatnoj stopi od 5,95%, sa rokom dospeća od 3 godine (u pitanju je amortizujuća obveznica), zatim, u aprilu 2011. godine emitovala je evroobveznice nominalne vrednosti 180.000.000 EUR, po kamatnoj stopi od 7,25%, sa rokom dospeća od 5 godina, i u septembru 2010. godine emitovala je evroobveznice nominalne vrednosti 200.000.000 EUR, po kamatnoj stopi od 7,875%, i sa rokom dospeća od 5 godina. Dakle, za procenu premije ulaganja bez rizika uvek se uzima poslednji, odnosno, najnoviji podatak. Beta koeficijent za mikrofinansijsku delatnost *procenjuje* se na osnovu metodologije koja je ranije već objašnjena (u slučaju Bosne i Hercegovine). Najpre, u disertaciji se polazi od analize bankarskog sektora. Što se tiče stepena koncentracije bankarskog sektora u Crnoj Gori, ona je umerena, a prema Izveštaju glavnog ekonomiste za treći kvartal 2012. godine, str. 57 (poslednji koji je javno dostupan na internet stranici Centralne banke Crne Gore), vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sve ključne kategorije (aktiva, krediti, depoziti) kreću se u rasponu 1.310-1.650. Koncentracija bankarskog sistema u Crnoj Gori smanjila se u 2012. godini, u odnosu na 2011. godinu (pre posledica smanjenja depozitnog potencijala i kreditnog portfolija usled finansijske krize, nego rasta konkurenčije u bankarskom sektoru). Stoga, u disertaciji je usvojena pretpostavka da se stepen koncentracije nije značajno povećao do 2015. godine, odnosno, da nije ni bilo realnih uslova za to. Što se tiče mikrofinansijskog sektora, vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa značajno su više, te reflektuju prisustvo visoke tržišne koncentracije (smanjio se sa 4.993,17 u 2011. godini na 4.011,83 u 2015. godini). Kao i za banke u Bosni i Hercegovini, i za banke u Crnoj Gori može se tvrditi da su male. Što se tiče pozicije moći, može se konstatovati da banke u Crnoj Gori odlikuje nizak stepen finansijske moći (iako postoji 12 stranih banaka, od ukupno 15 licenciranih, a banke sa domaćim kapitalom su Prva, Atlas i IBM). *Suma summarum*, bankarstvo u Crnoj Gori može se okarakterisati kao slabije finansijski propulzivno. Po *analogiji*, i mikrofinansijski sektor Crne Gore može se okarakterisati kao slabije finansijski propulzivan. Kada je u pitanju procena beta koeficijenta, trebalo bi uzeti u obzir da više vrednosti Herfindal-

Hiršmanovog indeksa upućuju na postojanje više koncentracije, ali niže konkurenčije (viša nesloboda), te posledično višeg beta koeficijenta. Pojedini autori su za NEX PIF indeks²³ procenili da je beta koeficijent 1,00 (Janković, 2009, str. 92). NEF PIH indeks reprezentuje kretanje akcija šest investicionih fondova, a analizom je utvrđeno da se među osnivačima ovih fondova nalaze i banke (primera radi, jedan od osnivača investicionog fonda Moneta je Crnogorska komercijalna banka a.d. Podgorica). Pojedini autori su procenili da je „levered“ beta koeficijent za Telekom Crne Gore 0,58, a „unlevered“ beta koeficijent 0,37 (Janković, 2009, str. 88), dok drugi autori za istu kompaniju procenjuju viši beta koeficijent od 0,83 (Obračun ponderisanog troška kapitala, konsultativni dokument, Agencija za elektronske komunikacije i poštansku delatnost Crne Gore, Podgorica, 2012, str. 26). Iz tog razloga, beta koeficijent za bankarsku delatnost u Crnoj Gori mogao bi da se kreće u pomenutom rasponu 0,58-1,00, a procenjujući da je sektor telekomunikacija nešto rizičniji od bankarskog sektora (Damodaran, 2015), u ovoj disertaciji će biti uzeta vrednost od 0,80. U određenim slučajevima, sektor bankarstva može da bude ocenjen čak i kao rizičniji od IT sektora, što je izraženje u *razvijenijim* zemljama (primera radi, u vreme eskalacije finansijske krize u Sjedinjenim Američkim Državama, rizik bankarskog sektora i primene finansijskih derivata čak je prevazilazio rizik saturacije novih tehnologija). Beta koeficijent za mikrofinansijski sektor Crne Gore mogao bi da bude *čak niži* od beta koeficijenta za bankarski sektor, uvezši u obzir da je *regulisan i uravnotežen*, te će u ovoj disertaciji biti uzeta vrednost od 0,70 (vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sektor mikrofinansiranja u Crnoj Gori niže su u odnosu na one koje su izračunate za mikrofinansijski sektor Bosne i Hercegovine). Kada je u pitanju premija na tržišni rizik, može se uzeti da se i za Crnu Goru ona kreće na nivou oko 5,30% (Damodaran, 2015). Teorijski projektovana, minimalno zahtevana stopa prinosa na nivou Crne Gore mogla bi da iznosi oko 7,585%.

$$3,875 + 0,70 \times 5,30 = 7,585\%$$

3.2.5. Analiza pokazatelja LTD (Loan-To-Deposit Ratio)

Poslovanje mikrokreditnih finansijskih institucija u Crnoj Gori regulisano je Zakonom o bankama (Sl. list Crne Gore, br. 17/08, 44/10, 40/11). U okviru člana 153 Zakona o bankama, definisani su poslovi koje mikrofinansijske institucije mogu da vrše (odobravanje mikrokredita, investiranje u kratkoročne instrumente finansijskog tržišta, pružanje usluga finansijskog lizinga, te pružanje konsalting usluga). Mikrofinansijske institucije u Crnoj Gori nemaju mogućnost primanja depozita (potvrđeno iz Centralne banke Crne Gore, iz Odeljenja za monetarnu politiku i istraživanja, 02.04.2015.). Iz tog razloga, nije moguće izračunati LTD racio za sektor mikrofinansiranja u Crnoj Gori (kao što to nije moglo biti učinjeno ni za sektor mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini).

Khachatryan u svom istraživanju navodi kako aktivnosti oko *primanja depozita povećavaju operativne troškove*, ali i produktivnost (2013, str. 96/97). Činjenicu poput ove trebalo bi uzeti u obzir u onom segmentu disertacije u okviru kod se vrši analiza metodologije definisana

²³ Indeks NEX PIF formiran je od akcija šest Fondova zajedničkog ulaganja. Učešće pojedinačnog fonda u indeksu određuje se na osnovu kapitalizacije, broja akcija fonda i broja sklopljenih poslova na berzi NEX Montenegro.

kamatnih stope na mikrokredite u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji, s obzirom na to da se mikrofinansijske organizacije u pomenutim državama *ne bave* poslovima primanja depozita.

3.2.6. Analiza pokazatelja VaR (Value at Risk)

U nastavku je predstavljen tabelarni pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, gde je VaR posebno računat za mikrokredite za privredu i za mikrokredite za fizička lica (takođe, kako za kratkoročne, tako i za dugoročne mikrokredite). Kao i u slučaju kod analize VaR-a za mikrofinansijski sektor Bosne i Hercegovine, evidentno je da su pozitivne vrednosti VaR-a, odnosno, potencijalni dobici u proseku viši u slučaju kratkoročnih mikrokredita, kao i u slučaju mikrokredita za fizička lica, jer su efektivne kamatne stope na ove vrste mikrokredita više.

Tabela 104: Prosečna ponderisana efektivna kamatna stopa mikrokreditnih finansijskih institucija u Crnoj Gori, po sektorima i ročnosti, za period 2011-2015. godine

Godina	Mesec	EKS (%)	Privreda			Fizička lica		
			Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno	Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno
2011	Januar	EKS	33,74	27,29	28,65	34,80	27,55	27,98
2011	Februar	EKS	33,67	27,27	28,44	34,86	27,64	28,09
2011	Mart	EKS	31,33	27,18	27,89	34,77	27,71	28,19
2011	April	EKS	31,56	27,19	28,17	34,63	27,79	28,30
2011	Maj	EKS	31,52	27,59	28,45	34,53	27,96	28,47
2011	Jun	EKS	33,91	27,80	30,03	34,35	28,02	28,55
2011	Jul	EKS	35,57	27,94	32,22	34,24	28,04	28,55
2011	Avgust	EKS	33,25	28,22	31,40	34,08	28,05	28,54
2011	Septembar	EKS	31,49	28,24	30,72	33,89	28,05	28,53
2011	Oktobar	EKS	29,86	27,42	29,29	33,62	28,04	28,50
2011	Novembar	EKS	29,83	27,08	29,20	33,52	28,08	28,53
2011	Decembar	EKS	28,98	26,41	28,33	33,53	28,08	28,55
2012	Januar	EKS	28,92	26,22	28,26	33,54	28,11	28,58
2012	Februar	EKS	28,21	25,53	27,46	33,59	28,13	28,60
2012	Mart	EKS	28,29	25,66	27,61	33,41	28,22	28,71
2012	April	EKS	28,02	23,79	26,84	33,46	28,29	28,80
2012	Maj	EKS	28,72	23,86	27,42	33,20	28,37	28,86
2012	Jun	EKS	28,36	23,67	27,03	33,11	28,35	28,85
2012	Jul	EKS	28,65	23,20	27,04	31,36	28,13	28,74
2012	Avgust	EKS	28,36	23,15	26,72	32,74	28,18	28,61
2012	Septembar	EKS	28,23	23,18	26,54	32,35	28,16	28,55
2012	Oktobar	EKS	28,45	23,15	26,77	31,96	28,14	28,49
2012	Novembar	EKS	27,57	24,04	26,44	31,55	28,15	28,46
2012	Decembar	EKS	28,23	24,04	26,91	31,26	28,25	28,53
2013	Januar	EKS	28,13	23,41	26,61	31,09	28,20	28,47
2013	Februar	EKS	28,18	23,32	26,59	30,98	28,13	28,38
2013	Mart	EKS	28,23	23,25	26,70	30,64	28,03	28,27
2013	April	EKS	28,04	23,28	26,64	29,74	27,68	27,87
2013	Maj	EKS	28,48	22,78	26,80	29,04	27,44	27,58
2013	Jun	EKS	28,71	22,71	27,00	28,91	27,07	27,24
2013	Jul	EKS	28,98	22,74	27,19	28,80	26,93	27,10
2013	Avgust	EKS	28,77	22,70	27,12	28,66	26,82	26,98
2013	Septembar	EKS	28,36	22,50	26,84	28,55	26,67	26,85
2013	Oktobar	EKS	27,89	22,11	26,37	28,47	26,52	26,70
2013	Novembar	EKS	28,20	22,10	26,71	28,07	26,41	26,56
2013	Decembar	EKS	27,99	22,15	26,45	27,70	26,23	26,37
2014	Januar	EKS	29,37	22,15	27,70	27,52	26,15	26,28
2014	Februar	EKS	29,54	22,55	27,58	27,33	26,11	26,23
2014	Mart	EKS	27,49	23,00	26,30	27,16	26,05	26,16

2014	April	EKS	27,01	22,81	25,98	27,07	26,07	26,18
2014	Maj	EKS	27,43	22,92	26,32	26,96	26,06	26,16
2014	Jun	EKS	26,55	22,88	25,71	26,96	26,03	26,13
2014	Jul	EKS	26,65	22,88	25,76	26,90	26,02	26,12
2014	August	EKS	23,91	24,06	24,03	26,72	26,09	26,15
2014	Septembar	EKS	25,73	23,90	24,38	26,63	26,05	26,11
2014	Oktobar	EKS	25,25	24,18	24,44	26,74	25,94	26,02
2014	Novembar	EKS	27,32	22,13	22,96	26,78	25,81	25,89
2014	Decembar	EKS	24,92	21,38	21,83	26,71	25,59	25,69
2015	Januar	EKS	26,01	21,23	21,84	26,70	25,52	25,62
2015	Februar	EKS	27,00	20,78	21,54	26,55	25,35	25,45
2015	Mart	EKS	27,90	20,97	21,78	26,34	25,18	25,28
2015	April	EKS	27,38	20,73	21,48	26,17	25,05	25,15
2015	Maj	EKS	27,34	20,88	21,43	26,06	24,98	25,07
2015	Jun	EKS	26,50	20,79	21,38	26,02	24,91	25,01
2015	Jul	EKS	26,75	20,86	21,57	25,98	24,90	24,99
2015	August	EKS	27,11	20,93	21,65	26,08	24,86	24,96
2015	Septembar	EKS	26,66	20,99	21,67	26,20	24,82	24,93
2015	Oktobar	EKS	27,13	21,00	21,67	26,19	24,78	24,89
2015	Novembar	EKS	26,72	21,13	21,76	26,25	24,73	24,84
2015	Decembar	EKS	25,45	21,12	21,61	26,26	24,61	24,72

Izvor: Centralna banka Crne Gore - Statistika kamatnih stopa mikrokreditnih finansijskih institucija, za period 2011-2015. godine.

Tabela 105: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2011. godini

Godina	VaR	Privreda			Fizička lica		
		Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno	Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno
2011	Mean	32,0591667	27,46916667	29,399167	34,235	27,9175	28,398333
	St. Dev.	1,98338305	0,52333647	1,3970193	0,5028916	0,1910795	0,2050203
	VaR (99%)	27,4451277	26,25170398	26,149214	33,065099	27,472983	27,921385
	VaR (95%)	28,7967919	26,60835478	27,101274	33,407817	27,603202	28,061105

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa internet stranice Centralne banke Crne Gore.

Tabela 106: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2012. godini

Godina	VaR	Privreda			Fizička lica		
		Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno	Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno
2012	Mean	28,3341667	24,12416667	27,086667	32,6275	28,206667	28,648333
	St. Dev.	0,34749646	1,077585334	0,5178861	0,8943167	0,0893749	0,139273
	VaR (99%)	27,525769	21,61732832	25,881883	30,547008	27,998749	28,324336
	VaR (95%)	27,7625859	22,35169652	26,23482	31,15648	28,059658	28,41925

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa internet stranice Centralne banke Crne Gore.

Tabela 107: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2013. godini

Godina	VaR	Privreda			Fizička lica		
		Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno	Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno
2013	Mean	28,33	22,75416667	26,751667	29,220833	27,1775	27,364167
	St. Dev.	0,33933089	0,481559179	0,2521483	1,1339429	0,699235	0,7355327
	VaR (99%)	27,5405983	21,6338925	26,165082	26,582888	25,550836	25,653062
	VaR (95%)	27,7718504	21,96207231	26,33692	27,355663	26,027361	26,154323

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa internet stranice Centralne banke Crne Gore.

Tabela 108: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2014. godini

Godina	VaR	Privreda			Fizička lica		
		Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno	Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno
2014	Mean	26,7641667	22,90333333	25,249167	26,956667	25,9975	26,093333
	St. Dev.	1,6734149	0,83074264	1,7716272	0,2723411	0,1552783	0,1609254
	VaR (99%)	22,8712215	20,97073696	21,127746	26,323106	25,636269	25,718965
	VaR (95%)	24,0116441	21,53688329	22,335099	26,508705	25,74209	25,828635

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa internet stranice Centralne banke Crne Gore.

Tabela 109: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2015. godini

Godina	VaR	Privreda			Fizička lica		
		Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno	Do 1 godine	Preko 1 godine	Ukupno
2015	Mean	26,8291667	20,95083333	21,615	26,233333	24,974167	25,075833
	St. Dev.	0,64932774	0,153886519	0,1419027	0,2133428	0,2634891	0,260505
	VaR (99%)	25,3186045	20,59283976	21,284885	25,737024	24,361199	24,469808
	VaR (95%)	25,7611176	20,69771254	21,381591	25,882416	24,540766	24,647341

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa internet stranice Centralne banke Crne Gore.

Kada su u pitanju vrednosti VaR-a za mikrokredite privredi ročnosti do godinu dana, najviše su bile u 2011. i 2013. godini (u 2011. godini, i srednja vrednost prinosa i standardna devijacija su najviše), a kada je reč o najvišim vrednostima VaR-a za mikrokredite privredi ročnosti preko godinu dana, ponovo se izdvaja 2011. godina (u 2011. godini, efektivne kamatne stope koje zaračunavaju mikrofinansijske institucije bile su najviše, a u periodu 2012-2015. godine pokazuju trend *blažeg* pada, iako i dalje *dvostruko ili trostruko više* od efektivnih kamatnih stopa koje zaračunavaju banke, o čemu će više reći biti kasnije). Potom, ukoliko se analiziraju vrednosti VaR-a za mikrokredite fizičkim licima ročnosti do godinu dana, najviše su bile u 2012. i 2013. godini (primećuje se *manji pad* efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite namenjene fizičkim licima, u odnosu na mikrokredite namenjene privredi), a kada je reč o najvišim

vrednostima VaR-a za mikrokredite fizičkim licima ročnosti preko godinu dana, izdvaja se 2012. godina (srednja vrednost prinosa je najviša, a standardna devijacija najniža).

3.2.7. Analiza kreditnog rejtinga Crne Gore

Kreditna rejting agencija Standard and Poor's objavila je novi izveštaj za Crnu Goru, kojim je potvrđena ranija ocena kreditnog rejtinga "B+/B". Takođe, Crnoj Gori potvrđen je i stabilan outlook (Ministarstvo finansija Crne Gore).

Međunarodne rejting agencije vrše procenu sposobnosti države da izvršava svoje obaveze i na osnovu toga određuju rejtinge servisiranja duga u domaćoj valuti i servisiranja duga u stranoj valuti. U narednoj tabeli predstavljen je dugoročni rejting servisiranja duga u stranoj valuti, za zemlje u okruženju, radi jednostavnijeg upoređivanja.

Tabela 110: Uporedni pregled dugoročnog rejtinga Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije

Država	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
	Dugoročni / Izgled	Dugoročni / Izgled
Bosna i Hercegovina	B3 / stabilan	B / stabilan
Crna Gora	Ba3 / negativan	B+/ stabilan
Srbija	B1 / pozitivan	BB- / stabilan

Izvor: Centralna banka Bosne i Hercegovine, prema podacima sa Bloomberg-a (podaci ažurirani 13.04.2016. godine).

3.2.8. Analiza pokazatelja Country Risk Premium (rizik zemlje)

Na osnovu člana 44 (stav 2, tačka 3) Zakona o Centralnoj banci Crne Gore (Službeni list CG, br. 40/10, 46/10 i 06/13) i člana 66 (stav 3) Zakona o bankama (Službeni list CG, br. 17/08 i 44/10), Savet Centralne banke Crne Gore je na sednici održanoj 25. oktobra 2013 godine doneo Odluku o dopuni odluke o metodologiji za merenje rizika zemlje u bankama. U Odluci o metodologiji za merenje rizika zemlje u bankama (Službeni list CG, broj 60/08) u članu 1 nakon stava 1 dodaje se novi stav: „Izuzetno od stava 1 ovog člana, banka koja je razvila sopstvenu metodologiju za merenje rizika zemlje može umesto metodologije propisane ovom odlukom da koristi sopstvenu metodologiju i neophodni kapital za rizik zemlje izračunava u postupku procene adekvatnosti internog kapitala, u skladu sa odlukom kojom se uređuje adekvatnost kapitala banaka“. U okviru člana 6 pomenute Odluke objašnjava se osnova za rangiranje zemalja prema stepenu rizičnosti (podaci o kreditnom rejtingu, spoljnem dugu, zatim, tekućim socijalnim, privrednim i političkim uslovima, te drugi podaci dostupni na nacionalnom i međunarodnom). Slična odluka ne postoji i za sektor mikrofinansiranja. Jedan od doprinosa ove disertacije je upravo u uvođenju faktora koji ranije nisu bili razmatrani u okviru procene rizika sektora mikrofinansiranja.

Kao što je već navedeno u delu disertacije u okviru kog se vršila procena minimalno zahtevane stope prinosa na nivou Bosne i Hercegovine, premija na tržišni rizik za američko tržište u 2014. godini iznosila je 5,78%, a u februaru 2016. godine iznosila je 6,25% (najnoviji podatak, prema Damodaranu). KPMG Netherlands je u julu 2015. godine preporučivao je da bi za premiju na

tržišni rizik trebalo koristiti stopu od 6,25%, a u aprilu 2016. godine vrši korekciju pomenute stope i procenjuje novu u iznosu od 5,75% (iako i KPMG Netherlands svoje procene zasniva na podacima o *visokorazvijenim* tržištima, može se uočiti da se njihove procene *međusobno razlikuju*, čak predstavljaju suprotne tendencije kretanja, odnosno, premija na tržišni rizik procenjena od strane Damodarana pokazuje trend rasta, dok premija na tržišni rizik procenjena od strane KPMG Netherlands pokazuje trend pada). Primera radi, KPMG Netherlands navodi kako je premija na tržišni rizik u periodu pre globalne krize bila niža, u odnosu na današnju (kao moguće objašnjenje navodi da je percipirani tržišni rizik *pre krize* bio niži, što se posledično povoljno odrazilo na stabilnost očekivanih prinosa). S druge strane, kao objašnjenje više premije na tržišni rizik nakon krize KPMG Netherlands navodi trend pada prinosa na državne obveznice (bezrizične stope), čak i ispod očekivane stope inflacije u određenim periodima (ovo potvrđno govori o rastućoj *averziji* investitora prema riziku, jer bi oni bili spremni da prihvate nulti ili čak negativan prinos u cilju sprečavanja značajnijih gubitaka). Damodaran procenjuje da je u 2015. godini rizik zemlje u Crnoj Gori 5,56% (februar 2016. godine), dok je ukupan trošak kapitala 11,81% (razlika predstavlja premiju rizika za „*mature*“ tj. zrela tržišta, 6,25%). U ovom segmentu disertacije biće izvršena *korekcija* predloženih premija tržišnog rizika, te će za Crnu Goru biti usvojena stopa od 5,30%.

U okviru portala globalEDGE, Michigan State University kontinuirano procenjuje i ažurira vrednosti rizika zemalja, na skali A1 (izuzetno nizak rizik) - A4 (prihvatljiv nivo rizika), preko B i C (visok rizik), do D (izuzetno visok rizik). Analizirajući podatke iz ovog izvora, Bosni i Hercegovini dodeljen je rizik D, a Crnoj Gori i Srbiji C.

Ranije je već navedeno da rast kreditnog rejtinga utiče na pad rizika zemlje, a ono što se neretko ističe u literaturi jeste i to da usvajanje koncepta *targetiranja inflacije* utiče na pad rizika zemlje (smatra se da je rezultat targetiranja inflacije minimiziranje makroekonomskog nestabilnosti). Takođe, smatra se da i *fleksibilnost deviznog kursa* utiče na snižavanje rizika zemlje (tumači se kao signal pozitivnih institucionalnih reformi). U Srbiji je usvojen koncept targetiranja inflacije (krajem 2006. godine), ali ne u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori. S druge strane, u Srbiji postoji rukovođeno/upravljanje fluktuirajući devizni kurs, dok je u Bosni i Hercegovini na snazi fiksni devizni kurs, a Crna Gora primenjuje režim deviznog kursa bez prisustva nacionalne valute. Sve ove činjenice trebalo bi uzeti u obzir prilikom procene rizika zemlje.

3.2.9. Analiza „zamki” nepostojanja referentne kamatne stope Centralne banke Crne Gore

U segmentu disertacije u okviru kog je detaljnije analiziran kreditni rizik konstatovano je da visoke aktivne kamatne stope utiču na rast stope delinkvencije. Na sednici Saveta Centralne banke Crne Gore, koja je održana 06.11.2012. godine, usvojena je Odluka o *privremenim* merama za ograničenje kamatnih stopa banaka (kako aktivnih, tako i pasivnih kamatnih stopa). Dodatan argument za privremeno limitiranje aktivnih efektivnih kamatnih stopa posledica je činjenice da Centralna banka Crne Gore nema referentnu kamatnu stopu preko koje bi direktnije mogla da utiče na nivo kamatnih stopa, za razliku od država u regionu (osim Bosne i Hercegovine). U okviru pomenute Odluke, postojali su *diferencirani* limiti za kamatne stope za pravna i fizička lica. Limit za efektivne aktivne kamatne stope iznosio je 15% na godišnjem nivou za fizička lica, a 14% za pravna lica (uključujući preduzetnike). Ono što je značajno

napomenuti jeste to da se Odluka odnosila *isključivo na novoodobrene kredite*, ali ne i na zaduženja po osnovu kreditnih kartica i dozvoljeni minus na računima. Odluka je primenjivana šest meseci. U 2015. godini, ponovo je najavljivana slična inicijativa, koja ipak nije realizovana. Slična odluka nije doneta i za mikrofinansijski sektor, iz razloga što je učešće aktive mikrofinansijskih institucija u ukupnom iznosu aktive banaka iznosilo svega 1,2 odsto, a učešće *nekvalitetnih kredita* mikrofinansijskih institucija u ukupnom iznosu nekvalitetnih kredita banaka svega **0,656%**, te je procenjeno da mikrofinansijski sektor povlači *niži rizik*, kada je u pitanju održavanje finansijske stabilnosti na nacionalnom nivou (prema navodima Centralne banke Crne Gore, 2012). Podatak o iznosu nekvalitetnih kredita trebalo bi uzeti u obzir prilikom procene *očekivanog gubitka*, kao komponente koja utiče na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite.

U segmentu disertacije u okviru kog su računate vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, predstavljena je i analiza efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite, koje su se u periodu 2011-2015. godine kretale u rasponu 20-36%. Iako se gore navedena Odluka nije odnosila na kamatne stope na mikrokredite, kod efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite ipak je uočen njihov blagi pad upravo u novembru 2012. godine, u odnosu na oktobar iste godine, ali već u decembru 2012. godine dolazi do njihovog rasta. U nastavku je predstavljen komparativni pregled kretanja nominalnih i efektivnih kamatnih stopa koje su banke i mikrofinansijske institucije u Crnoj Gori zaračunavale u junu 2015. godine (može se konstatovati da su kamatne stope na mikrokredite dvostruko ili trostruko više u odnosu na kamatne stope na klasične kredite).

Tabela 111: Komparativna analiza prosečnih ponderisanih nominalnih i efektivnih kamatnih stopa banaka i mikrofinansijskih institucija u Crnoj Gori, u junu 2015. godine (u %)

		Kratkoročni krediti		Dugoročni krediti		Ukupni krediti	
		Banke	MFI	Banke	MFI	Banke	MFI
Fizička lica	PPNKS	8,51	21,06	8,93	21,02	8,92	21,02
	PPEKS	11,46	26,02	9,92	24,91	9,94	25,01
Pravna lica	PPNKS	7,35	17,35	7,42	17,52	7,41	17,50
	PPEKS	9,13	26,50	7,96	20,79	8,14	21,38
Ukupni krediti	PPNKS	7,41	21,01	8,21	20,98	8,14	20,98
	PPEKS	9,25	26,02	8,99	24,86	9,01	24,96

Izvor: Makroekonomski izveštaj Centralne banke Crne Gore (II kvartal 2015. godine), str. 52.

Izuzetno visoke vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sektor mikrofinansiranja u Crnoj Gori u periodu 2011-2015. godine ukazuju na postojanje visoke tržišne koncentracije i ujedno niskog stepena konkurenциje u okviru istog. S obzirom na činjenicu da udeo zbiru aktive dveju dominantnih mikrofinansijskih institucija u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih institucija iznosi preko 80% u svim analiziranim godinama, potencijalno se može doneti zaključak o postojanju *oligopola* u okviru mikrofinansijskog tržišta Crne Gore (slično se može zaključiti i o sektoru mikrofinansiranja u Federaciji Bosne i Hercegovine, s obzirom na činjenicu da učešće zbiru aktive tri dominantnih mikrofinansijskih institucija u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih institucija iznosi preko 60% u svim analiziranim godinama, dok se potencijalno može doneti zaključak o postojanju monopola u okviru mikrofinansijskog tržišta Republike Srpske, s obzirom

na činjenicu da udeo aktive jedne dominantne mikrofinansijske institucije u ukupnoj aktivnosti svih mikrofinansijskih institucija iznosi preko 90% u svim posmatranim godinama). U okviru ove disertacije, *teorijsko* projektovanje aktivnih kamatnih stopa biće „pročišćeno”, odnosno, „oslobodjeno” od uticaja oligopola (čije postojanje u značajnoj meri može da onemogućava pad efektivnih kamatnih stopa, te produbljuje rizik od „predatorstva”). Dakle, predlog modela za analizu kamatnih stopa na mikrokredite biće formulisan pod pretpostavkom da interesne grupacije ne postoje (biće korišćen metod „zidanja” troškova, zasnovan na principima procena koji se primenjuju u okviru naučne discipline korporativnih finansija, kao i u veštačenjima iz oblasti finansija).

3.2.10. Analiza inflacije i inflacionih očekivanja

U nastavku je predstavljen pregled stopa inflacije u Crnoj Gori.

Tabela 112: Pregled stopa inflacije u Crnoj Gori, u periodu 2011-2015. godine

	2011	2012	2013	2014	2015
Stopa inflacije (%)	2,8	5,1	2,2	-0,7	1,5

Izvor: Monstat, Indeks potrošačkih cena (CPI) decembar 2011-2015. godine, str. 1.

U toku poslednjih pet godina, inflaciona kretanja u Crnoj Gori posledica su kretanja cena u Evropskoj Uniji, sa određenim vremenskim prilagođavanjem. Najveći uticaj na nivo inflacije imaju cena nafte, koja značajno opredeljuju cene poljoprivrednih proizvoda i cene transporta. U prethodnom periodu, cene pomenutih proizvoda bile su izuzetno visoke, a njihovo opadanje predstavlja prilagođavanje realnom nivou, što rezultira u niskoj stopi inflacije. Takođe, trebalo bi uzeti u obzir da metodologija u kojoj deflacija vodi recesiji prvenstveno je razvijena za zemlje koje poseduju sopstvenu valutu, jer u takvim uslovima dolazi do promena u novčanoj masi i referentnim kamatnim stopama, kao i reakciji centralne banke putem operacija na otvorenom tržištu, što nije primenljivo u zvanično evroizovanoj ekonomiji (kao što je to slučaj u Crnoj Gori). Trebalo bi naglasiti i da, u uslovima zvanične evroizracije, Centralna banka Crne Gore ima ograničene efekte instrumenata pomoću kojih može da utiče na cene, indirektno ili direktno, iz razloga što kao neemisiona institucija nema mogućnost da vodi statistiku monetarnih agregata i kontrolu novčane mase. U Crnoj Gori, novčana masa u značajnoj meri kreira se prilivima i odlivima sredstava u razmeni sa inostranstvom (Ministarstvo finansija Crne Gore, Informacija o analizi indikatora inflacije u Crnoj Gori i izabranim zemljama u periodu 2009-2014. godine, str. 14).

Podaci iz prethodne tabele ukazuju na trend održavanja *niske* stope inflacije u Crnoj Gori, te se procenjuje da ona neće u značajnijoj meri uticati na procenu bezrizične stope prinosa, rizika zemlje, tržišne premije rizika, te očekivane stope prinosa u Crnoj Gori (komponente koje utiču na definisanje aktivnih kamatnih stopa). U ekonomskoj teoriji, poznato je da niske stope inflacije utiču na pad kamatnih stopa (politika „finog podešavanja“). S druge strane, javlja se i određeni „raskol“. Niske aktivne kamatne stope stimulišu kreditiranje, dok niske pasivne kamatne stope destimulišu štednju, a prvo je uslovljeno drugim. U ovoj disertaciji neće biti izvršena analiza prednosti i nedostataka podsticanja inflacije u „kejnzijskom duhu“ (posmatrano na dugoročnoj osnovi, sa makroekonomskog stanovišta), već će trenutna inflacija biti analizirana isključivo kao

komponenta koja utiče na definisanje trenutnih efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite (procena troškova, mikroekonomski aspekt).

3.2.11. Analiza režima monetarne politike

Pojedini autori ističu kako je smislenije vršiti komparativnu analizu stepena efikasnosti mikrofinansijskih institucija u okviru *jedne* države, nego *unakrsno* između više država (zbog nemogućnosti postizanja *potpune uporedivosti* lokalnih makroekonomskih uslova) (Wijesiri, 2014, str. 15). Ipak, u ovoj disertaciji izvršen je napor da se specifičnosti nacionalnih (makro)ekonomija „upgrade“ prilikom izrade procena, uz poštovanje pravila nauke, ekonomsko-finansijske struke i opšteprihvaćenih principa procene.

U Crnoj Gori, bili su zastupljeni sledeći oblici evroizacije: nezvanična evroizacija u periodu do novembra 1999. godine, potom, delimična zvanična evroizacija u periodu od novembra 1999. do novembra 2000. godine, kada je usvojena unilateralna zvanična evroizacija, uvođenjem najpre nemačke marke, a 2002. godine i evra, kao jedinog zakonskog sredstva plaćanja. Režim evroizacije u značajnoj je meri ograničio monetarnu politiku Centralne banke Crne Gore.

Posmatrano sa makroekonomskog stanovišta i u dužem vremenskom periodu, evroizacija bi trebalo da doprinese smanjenju inflacije i njenom približavanju inflaciji države čija se valuta koristi kao supstitut. Isto tako, evroizacija bi trebalo da dovede i do postepenog smanjenja kamatnih stopa. Međutim, uprkos tome što bi snižavanje kamatnih stopa trebalo da bude verovatno, pretpostavka je da nije realno očekivati da dođe do potpunog ujednačavanja sa kamatnim stopama u državi čija se valuta koristi kao supstitut, prvenstveno zbog rizika zemlje (što je viši rizik zemlje, viša je i razlika u kamatnim stopama).

Pojedini autori tvrde da rizik zemlje ne počinje da opada odmah od trenutka objave o usvajanju *potpune* evroizacije, već tek sa protokom vremena, kada efekti evroizacije počinju značajnije da se ispoljavaju. Uprkos eliminisanju rizika devalvacije, rizik zemlje i dalje postoji, te značajnije fluktuiru ukoliko u određenoj državi postoji dugoročno neizvesno ekonomsko okruženje (Quispe-Agnoli, 2002, str. 13, 14). Isti autori ističu kako *parcijalna* dolarizacija utiče na rast rizika zemlje (2002, str. 25/26). Da režim evroizacije utiče na smanjenje rizika zemlje navode i drugi autori (Schmitt-Grohe, Uribe, 2001, str. 482). Ipak, pojedini autori ističu kako eliminisanje rizika devalvacije *nema statistički značajan* uticaj na rizik zemlje, već da drugi faktori imaju veći uticaj (što se pokazalo u slučaju Argentine), poput racija spoljnog duga i izvoza, te očekivanja o stopama rasta (Mari del Cristo, Gómez-Puig, 2014, str. 4). Ovo bi trebalo uzeti u obzir prilikom procene tržišne premije rizika, kao faktora koji direktno utiče na procenu očekivane stope prinosa, a indirektno na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite u Crnoj Gori.

S druge strane, ukoliko se evaluira stepen nezavisnosti Centralne banke Crne Gore, neophodno je naznačiti kako režim evroizacije podrazumeva da *nacionalna* monetarna i politička vlast nemaju mogućnost samostalnog vođenja monetarne politike, te „lobiranja“ i uticanja na istu (kao što je već navedeno, fundamentalna literatura potvrđuje da viši stepen nezavisnosti centralnog bankarstva povlači i nižu stopu inflacije). Međutim, nameće se pitanje da li je ujedno isključen i uticaj *međunarodnih* monetarnih i političkih vlasti?

U nastavku će biti predstavljen ***predlog modela*** definisanja kamatnih stopa na mikrokredite u Crnoj Gori (izdvojene su četiri ključne komponente koje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, a to su operativni troškovi, troškovi finansiranja, visina očekivanog gubitka i visina očekivanog profita).

Teorijsko određivanje visine nominalne aktivne kamatne stope na mikrokredite u Crnoj Gori na godišnjem nivou, uvažavajući sve prethodno napisano (i moguće uštede u operativnim troškovima usled primene informacionih tehnologija), može da izgleda ovako:

- pretpostavka o 50% ušteda u operativnim troškovima: $5\% + 4\% + 0,6\% + 7,585\% = 17,185\%$
- pretpostavka o 90% ušteda u operativnim troškovima: $1\% + 4\% + 0,6\% + 7,585\% = 13,185\%$

Uzevši u obzir da je pojam operativnih troškova širi od pojma naknade za obradu kredita, teorijski projektovana nominalna kamatna stopa može da bude korigovana naviše za iznos pomenutih provizija (empirijskom analizom utvrđeno je da se one u Crnoj Gori kreću do 2,5%), te da na taj način bude definisana kao efektivna. Na osnovu izvršene analize, moguće je doneti zaključak da je *izvodljivo* da efektivna kamatna stopa na mikrokredite u Crnoj Gori bude niža od 25%. Na ovaj način, dokazana je opšta hipoteza o zaračunavanju neopravdano visokih kamatnih stopa u okviru sektora mikrofinansiranja u Crnoj Gori u periodu 2011-2015. godine (u segmentu disertacije u okviru kog je računat VaR, predstavljen je pregled kamatnih stopa na mikrokredite u Crnoj Gori, odakle se može uočiti da kreću u rasponu 20,73-34,86%).

4. Analiza mikrofinansijskog sektora u Srbiji

U segmentu disertacije u okviru kog je vršena analiza mikrofinansijskog sektora u Bosni i Hercegovini, detaljnije su analizirani Zakoni o mikrokreditnim organizacijama Federacije Bosne i Hercegovine i Republike Srpske, dok je u segmentu disertacije u okviru kog je vršena analiza mikrofinansijskog sektora u Crnoj Gori detaljnije analizirana Odluka o mikrokreditnim finansijskim institucijama. U Srbiji, *ne postoji* sličan zakon koji bi regulisao oblast mikrokreditiranja.

U Srbiji, trenutne nominalne kamatne stope na mikrokredite indeksirane u EUR kreću se u rasponu 12-26% (na godišnjem nivou), uz napomenu da su nešto više za dinarske mikrokredite (do 28%).

4.1. Herfindal-Hiršmanov indeks mikrofinansijskog sektora u Srbiji

U nastavku, prikazan je pregled izračunatih vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Republici Srbiji, za period 2011-2015. godine. Pre daljih analiza, neophodno je napomenuti da je, u odnosu na Bosnu i Hercegovinu i Crnu Goru, proces prikupljanja podataka u vezi mikrofinansijskog sektora u Srbiji bio značajno otežan, te iz tog razloga prikupljeni podaci nisu potpuni. Na poslat zahtev za pristup podacima iz finansijskih izveštaja, mikrofinansijska institucija Mikrorazvoj uputila je isključivo na podatke koji su

dostupni na internet stranici Agencije za privredne registre (međutim, poslednji podaci koji su publikovani datiraju iz 2013. godine, te je ova mikrofinansijska organizacija isključena iz analize). Dalje, mikrofinansijska institucija Microfins prestala je da posluje, te iz tog razloga nije predmet analize. Iz određenog broja banaka, stigao je odgovor da zahtevanu strukturu podataka nemaju već *datu*, te da bi njihovo „izvlačenje“ trošilo dodatne resurse (u slučaju banaka koje se osim klasičnog kreditiranja bave i mikrokreditiranjem, u okviru čijih finansijskih izveštaja se nalaze isključivo podaci zbirnog karaktera, dakle, u vezi ukupnih kredita, ali ne i specificirani podaci za mikrokredite). Iz navedenog razloga, uključivanje ovih banaka u analizu nije bilo moguće. Naposletku, četiri banke potvratile su da u okviru svojih portfolija uopšte nemaju mikrokredite iznosa do 10.000 EUR (Jubmes, Piraeus, Srpska, VTB). Dakle, iz razloga nedostupnosti podataka, za područje Srbije analizirane su svega dve institucije, Opportunity Bank ad Novi Sad i Agroinvest doo Beograd. Takođe, značajno je napomenuti da Opportunity Bank ad Novi Sad odobrava i kredite iznosa viših od 10.000 EUR, međutim, ona nije isključena iz analize iz razloga što oko čak 95% njenog portfolija čine upravo mikrokrediti iznosa do 10.000 EUR (što je osnovna postavka u disertaciji).

Tabela 113: Pregled vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Srbiji, za period 2011-2015. godine

HHI	2015	2014	2013	2012	2011
	6.956,86	7.570,44	7.527,60	7.603,54	6.699,44

Izvor: Kalkulacija autora.

Tabela 114: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u 2015. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2015
Agroinvest	13,73
Opportunity banka	82,27

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa intenet stranice Opportunity Bank ad Novi Sad (revizorski izveštaji za 2015. godinu) i MixMarket-a (podaci za Agroinvest).

Tabela 115: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u 2014. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2014
Agroinvest	14,15
Opportunity banka	85,85

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa intenet stranice Opportunity Bank ad Novi Sad (revizorski izveštaji za 2014. godinu) i MixMarket-a (podaci za Agroinvest).

Tabela 116: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u 2013. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2013
Agroinvest	14,45
Opportunity banka	85,55

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa intenet stranice Opportunity Bank ad Novi Sad (revizorski izveštaji za 2013. godinu) i MixMarket-a (podaci za Agroinvest).

Tabela 117: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u 2012. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2012
Agroinvest	13,92
Opportunity banka	86,08

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa intenet stranice Opportunity Bank ad Novi Sad (revizorski izveštaji za 2012. godinu) i MixMarket-a (podaci za Agroinvest).

Tabela 118: Analiza pojedinačnih učešća u ukupnoj aktivi mikrofinansijskog sektora u Srbiji, u 2011. godini

Mikrofinansijska organizacija	Udeo u ukupnoj aktivi (%), 2011
Agroinvest	20,85
Opportunity banka	79,15

Izvor: Kalkulacija autora, prema podacima sa intenet stranice Opportunity Bank ad Novi Sad (revizorski izveštaji za 2011. godinu) i MixMarket-a (podaci za Agroinvest).²⁴

Na osnovu analize vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa iz prethodnih tabela, može se uočiti da njegove vrednosti u periodu 2011-2015. godini značajno prevazilaze gornju „graničnu“ vrednost od 1.800, što upućuje na zaključak da je na mikrofinansijskom tržištu Srbije prisutna izuzetno visoka koncentracija (ono što je značajno spomenuti jeste da se udeo aktive Opportunity Bank ad Novi Sad u *uslovno rečeno* ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih organizacija kreće u rasponu od čak 79-87%, na osnovu čega se može doneti zaključak o dominaciji ove mikrofinansijske institucije). Dalje, može se uočiti da se udeo aktive Agroinvest-a u ukupnoj aktivi svih mikrofinansijskih organizacija kreće u rasponu 13-21%. Međutim, u slučaju Srbije nije moguće doneti definitivan zaključak o dominaciji određene institucije, iz razloga što su analizirane svega dve, a ne sve organizacije koje se bave mikrokreditiranjem u Srbiji, te kada se govori o „ukupnoj aktivi svih“ mikrofinansijskih institucija, zapravo je reč o sumi aktiva dveju analiziranih organizacija, a realno je prepostaviti da bi se izračunati udeli *promenili ukoliko bi se u analizu uključile i ostale* institucije koje se bave mikrokreditiranjem.

Ukoliko se izvrši analiza *broja* postojećih mikrofinansijskih organizacija, može se konstatovati da u 2015. godini u Federaciji Bosne i Hercegovine postoji njih 12, u Republici Srpskoj njih 6 (na nivou Bosne i Hercegovine, ukupno 18); u Crnoj Gori postoji njih 6, od kojih je jedna „mlada“ i osnovana upravo 2015. godine (a postojalo ih je ukupno 7, ali je jedna mikrofinansijska organizacija avgusta 2014. godine transformisana u klasičnu banku), dok u Srbiji postoji svega jedna mikrofinansijska banka i 2 mikrofinansijske organizacije (postojale su 3, ali je jedna prestala da radi). Na osnovu prethodno navedenog, može se konstatovati da je u Srbiji prisutan manji stepen penetracije usluga mikrofinansiranja, u odnosu na Bosnu i Hercegovinu i Crnu Goru (***potvrđena je posebna hipoteza 2***).

²⁴ Agroinvest je za sve podatke u vezi poslovanja uputio isključivo na internet izvor mixmarket.org.

4.2. Analiza troškova, rizika, profitabilnosti i makroekonomskog ambijenta kao ključnih činilaca prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa

4.2.1. Analiza kreditnih politika i procedura upravljanja kreditnim rizikom

Akinosi, Nordlund i Turbay u svom istraživanju postavljaju pitanje da li se u okviru mikrofinansijskih institucija primenjuju *standardni* kriterijumi za evaluaciju klijenata ili, pak, kriterijumi variraju od klijenta do klijenta, i od *svrhe* trošenja sredstava prikupljenih putem mikrokredita? (2011, str. 71)

U nastavku je predstavljena analiza internih politika za upravljanje različitim vrstama rizika, kao i analiza njihove dostupnosti.

Agroinvest: na internet stranici u odeljku Finansijska dostignuća publikovani su skraćeni bilans stanja i bilans uspeha za period 2008-2011. godine; poslednji izveštaj pod nazivom Social Performance Rating datira iz 2008. godine, gde je rejting agencija Planet Rating dodelila Agroinvest-u ocenu 4 od 5; na naslovnoj stranici navodi se da je Agroinvest dobio sertifikat za zaštitu klijenata od rejting agencije i Smart kampanje, nakon detaljne procedure i provere svih aspekata poslovanja; poslednji izveštaj eksternog revizora koji je publikovan je iz 2011. godine; na internet stranici navodi se da pri odabiru ciljne grupe u Srbiji Agroinvest ne odstupa od kriterijuma da pruža usluge isključivo klijentima sa niskim prihodima, ali sa razvijenim preduzetničkim duhom, *uglavnom iz ruralnih* područja (međutim, ne navodi se metodologija procene kreditnog i drugih rizika); takođe, navodi se da Agroinvest ustvari *posreduje* između komercijalnih banaka i malih preduzetnika koji nemaju ili imaju ograničen pristup kreditima komercijalnih banaka, a od kojih većina živi bez stalnog prihoda (ne posluje *direktno* kao mikrofinansijska institucija); u okviru odeljka Komunikacije poslednji godišnji izveštaj koji je publikovan je iz 2013. godine (na str. 8 navode se određeni „alati” za upravljanje rizicima, međutim, oni nisu detaljnije elaborirani; na str. 12 govori se o *lobiranju za usvajanje zakona* koji bi regulisali oblast mikrofinansiranja u Srbiji; na str. 16 navodi se struktura portfolija Agroinvest-a, gde se navodi da je 74% portfolija kreirano u saradnji sa Societe Generale bankom, kao i da je 26% portfolija kreirano u saradnji sa Privrednom bankom, ali s obzirom na to da je Privredna banka u oktobru 2013. godine proglašila bankrotstvo, mikrofinansijska organizacija Agroinvest je u septembru 2013. godine izvršila transfer mikrokredita uzetih u Privrednoj banci ka Societe Generale banci); u odeljku o vrstama mikrokredita koji se nude navode se instrumenti obezbeđenja, odnosno, kolateral (administrativna zabrana, žirant, lična menica i zaloga), kao i da su garancije jednostavnije za ponovljene klijente.

Opportunity Bank ad Novi Sad: na internet stranici navodi se da Opportunity Bank u Srbiji postoji od 2002. godine kada je osnovana kao Opportunity Štedionica, da se 2007. godine transformisala u banku u skladu sa dozvolom Narodne banke Srbije, te da obezbeđuje kredite i druge finansijske usluge preduzetnicima, mikro i malim preduzećima, ruralnim domaćinstvima i poljoprivrednim gazdinstvima u Republici Srbiji, kao i drugim klijentima koji imaju *otežan pristup* finansijskim uslugama; na internet stranici navodi se da od početka 2014. godine meri svoje socijalne performanse na svim kreditnim klijentima banke, u skladu sa usvojenom SPM metodologijom (Social Performance Management) i uz pomoć svog Core Banking Sistema, kao i

da se izveštavanje vrši na mesečnom nivou prema rukovodstvu banke i na kvartalnom nivou prema Upravnom odboru banke (analiza udela finansiranja klijenata ženskog pola i klijenata iz ruralnih područja, gde se navodi da je u 2015. godini 38% kreditnih klijenata Opportunity Bank ad Novi Sad kategorisano kao klijenti sa nižim prihodima od prosečnih u Republici Srbiji, 40% kreditnih klijenata su osobe ženskog pola, te da 60% klijenata iz aktivnog kreditnog portfolija imaju prebivalište van gradova); ova banka vrši *kontinuirano* objavljivanje Podataka i informacija banke (gde se na str. 2/3 navodi da poseduje *akcionarski* kapital, a da su akcionari Evropska banka za obnovu i razvoj, Netherlands Development Finance Company i OTI Illinois iz SAD; da je pokazatelj adekvatnosti kapitala u 2015. godini iznosio 24,51%, što je iznad limita od 12% definisanog Odlukom o adekvatnosti kapitala banke (Sl. Glasnik RS, 46/2011, 6/2013 i 51/2014); u okviru pomenutog dokumenta, vrši se i analiza kapitalnih zahteva po vrstama rizika, a i objašnjavaju se tehnike ublažavanja kreditnog rizika po klasama izloženosti; banka redovno publikuje revizorske izveštaje, gde su prikazani bilans stanja, bilans uspeha, izveštaj o ostalom rezultatu, izveštaj o promenama na kapitalu, izveštaj o tokovima gotovine, pregled osnovnih računovodstvenih politika; u okviru pomenutog dokumenta, od str. 20 detaljnije se govori o upravljanju rizicima, kao i da je banka razvila konkretne modele za procenu kreditnog rizika i monitoring i naplatu odobrenih kredita (modeli poznati kao „roll rates”, „vintage” i „collections”), te da na osnovu prikupljenih informacija odlučuje o promeni poslovne strategije (u slučaju identifikovanja klijenata koji stalno kasne, klijenata koji su se popravili i klijenata čije se stanje pogoršalo u odnosu na prethodni mesec); u okviru pomenutog dokumenta, navode se novi kriterijumi za dane kašnjenja koje banka primenjuje od 31. decembra 2015. godine (A – dužnici koji kasne od 0 do 1 dan, B – dužnici koji kasne preko 1 dan, ali manje od 90 dana, C – dužnici koji kasne preko 90 dana); u okviru pomenutog dokumenta, na str. 31 navode se vrste obezbeđenja koje banka prihvata (jedan ili više žiranata koji potpisuju menicu i dostavljaju administrativnu zabranu na platu ili penziju, blanko menice izdate od strane preduzetnika ili pravnog lica koje je uzelo kredit, zaloga na pokretnim stvarima, hipoteka na nepokretnostima, nemenski gotovinski depoziti, polisa osiguranja u korist banke); zatim, na str. 40 govori se o *riziku zemlje*, kao i o utvrđenim koncentracijama izloženosti po pojedinim geografskim regionima; takođe, predstavljen je i pregled ključnih izvora procena neizvesnosti; potom, na str. 74 navodi se podatak o dobijanju Smart sertifikata u martu 2014. godine (navodi se da je proces sertifikacije vođen je od strane italijanske nezavisne rejting agencije Microfinanza Rating iz Milana u ime projekta Smart Campaign, kao i da je ova banka *jedina* finansijska institucija u Srbiji sa ovim sertifikatom); napisetku, značajno je istaknuti da ova banka *redovno* publikuje finansijske izveštaje).

Ono što se iz prethodne analize može zaključiti jeste da Opportunity Bank ad Novi Sad odlikuje visok stepen transparentnosti, kao i da Agroinvest ne odlikuje dovoljno visok nivo transparentnosti, kada je u pitanju pregled politika upravljanja rizicima.

4.2.2. Analiza transakcionalih troškova obrade zahteva za mikrofinansiranjem

U nastavku je predstavljena uporedna analiza troškova provizija koje se zaračunavaju na odobravanje mikrokredita u Srbiji.

Agroinvest: u okviru odeljka o vrstama mikrokredita koji se nude, ne navode se visine provizija, kao ni visine nominalnih i efektivnih kamatnih stopa koje se zaračunavaju od strane Societe

Generale banke, preko koje se odobravaju mikrokrediti (navodi se isključivo da je maksimalni iznos Agrokredita 500.000,00 RSD; Biznis mikrokredita 400.000,00 RSD; Start mikrokredita 200.000,00 RSD; Potrošačkog mikrokredita 120.000,00 RSD).

Opportunity Bank ad Novi Sad: na internet stranici u okviru odeljka Tarife i opšti uslovi može se konstatovati da se provizije kreću do 3%, međutim, ne navode se visine nominalnih i efektivnih kamatnih stopa (međutim, u komunikaciji sa nadležnim iz ove banke dobijen je podatak da se efektivne kamatne stope na mikrokredite kreću u rasponu 12-28%).

Kada je u pitanju obelodanjivanje podataka u vezi visina provizija i kamatnih stopa, iz prethodne analize može se zaključiti da Opportunity Bank ad Novi Sad odlikuje visok stepen transparentnosti, dok to nije slučaj kod Agroinvest-a.

4.2.3. Analiza pokazatelja ROA i ROE mikrofinansijskog sektora

U nastavku je predstavljen tabelarni pregled izračunatih vrednosti indikatora ROA i ROE za *mikrofinansijski sektor* u Srbiji, za period 2011-2015. godine (uz napomenu da se analiza sektora zasniva na analizi *svega dveju* institucija).

Tabela 119: Kretanje pokazatelja ROA izračunatog za mikrofinansijski sektor u Srbiji, za period 2011-2015. godine

Mikrofinansijski sektor	ROA (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Srbija	1,59	2,26	1,89	0,55	1,80

Izvor: Opportunity Bank, MixMarket.

Tabela 120: Kretanje pokazatelja ROE izračunatog za mikrofinansijski sektor u Srbiji, za period 2011-2015. godine

Mikrofinansijski sektor	ROE (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015
Srbija	6,04	12,32	12,38	3,90	11,27

Izvor: Opportunity Bank, MixMarket.

Takođe, predstavljen je i pregled izračunatih vrednosti pokazatelja ROA i ROE na nivou pojedinačnih analiziranih mikrofinansijskih institucija koje posluju u Srbiji, za period 2011-2015. godine.

Tabela 121: Kretanje pokazatelja ROA i ROE izračunatog za Agroinvest, za period 2011-2015. godine

Godina	ROA	ROE
2015	-0,26 %	-3,55 %
2014	-4,58 %	-43,27 %
2013	-9,52 %	-46,39 %
2012	-12,77 %	-29,21 %
2011	-3,94 %	-7,97 %

Izvor: MixMarket.

Tabela 122: Kretanje pokazatelja ROA i ROE izračunatog za Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine

Godina	ROA	ROE
2015	2,08%	11,95%
2014	1,31%	8,48%
2013	0,75%	4,23%
2012	0,40%	2,00%
2011	0,23%	0,92%

Izvor: Opportunity Bank ad Novi Sad, bilansi stanja i uspeha za period 2011-2015. godine.

Ono što se iz prethodnih tabela može konstatovati jeste da mikrofinansijski sektor Srbije ostvaruje pozitivne vrednosti pokazatelja ROA i ROE, tokom svih analiziranih godina (*nije* od vrednosti ovih pokazatelja za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, ali *stabilnije* od vrednosti ovih pokazatelja za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine i Republici Srpskoj). Ukoliko se posmatra na pojedinačnom nivou, Agroinvest u periodu 2011-2015. godine ostvaruje negativne vrednosti indikatora ROA i ROE, dok Opportunity Bank tokom analiziranog petogodišnjeg perioda ostvaruje pozitivne vrednosti indikatora ROA i ROE. U slučaju Agroinvest-a, najniža vrednost pokazatelja ROA bila je u 2012. godini, a pokazatelja ROE u 2013. godini (do 2015. godine, vrednosti ovih pokazatelja u određenoj meri su poboljšane, ali i dalje negativne). Ukoliko se analizira podudarnost najlošijih rezultata pokazatelja profitabilnosti Agroinvest-a u 2012. i 2013. godini i tadašnjih političkih dešavanja u zemlji, može se konstatovati da su u Srbiji upravo u 2012. godini održani opšti izbori. S druge strane, ova činjenica nije uticala na vrednosti pokazatelja profitabilnosti Opportunity Bank. Ovo *potencijalno* može da se tumači na način da Agroinvest u značajnijoj meri zavisi od donacija, što po *analogiji* može da se potkrepi činjenicom da u *strukturi ukupnog kapitala* ove institucije značajno preovlađuje donirani kapital u odnosu na neraspoređenu dobit i dobit tekuće godine (do ovog podatka nije bilo moguće doći putem baze MixMarket-a, iz razloga što se na toj internet stranici objavljuju isključivo podaci zbirnog karaktera, te se do uvida u *strukturu kapitala* Agroinvest-a došlo analizom bilansa uspeha Monte Credit-a u Crnoj Gori, gde je navedeno da je kapital ove institucije u 2012. godini iznosio 9.737.000 EUR, a da je od toga donirani kapital u iznosu od 7.074.000 EUR, a neraspoređena dobit 2.663.000 EUR). U slučaju Opportunity Bank, najniže vrednosti pokazatelja ROA i ROE bile su u 2011. godini, a najviše u 2015. godini (trend rasta). Kada je u pitanju kapital Opportunity Bank, može se uočiti da u njegovoj strukturi dominira *akcijski* kapital, dok značajno manji ideo imaju dobitak i rezerve (akcijski kapital pokazuje trend rasta, i on se sa 1.441.938.000 RSD u 2011. godini povećao na 1.857.798.000 RSD u 2015. godini).

4.2.4. Analiza minimalno zahtevane stope prinosa

Kada je u pitanju očekivani profit kao komponenta u strukturiranju visine kamatne stope na mikrokredite, na grafikonu 30 može se uočiti da se on u *proseku* kreće u rasponu 2-7%. Međutim, kako je u okviru pomenutog grafikona analiziran vremenski period 2004-2005. godine, ne može se tvrditi da iste stope važe i danas (kategorija očekivanog profita je dinamička, promenljiva kategorija, koja varira i koja se *procenjuje* u zavisnosti od internih i eksternih okolnosti). Dakle, najpre bi trebalo proceniti diskontnu stopu na nivou Srbije (meru prinosa koji bi investitor mogao da ostvari ulažući u neku drugu svrhu/namenu, kao i meru rizika koji

investitor anticipira). Diskontna stopa, odnosno, minimalno zahtevana stopa prinosa, biće izračunata putem CAPM modela. Za premiju ulaganja bez rizika u Srbiji može da se uzme kamatna stopa na poslednje prodate dugoročne srpske evroobveznice, a ona iznosi 5,875% (Uprava za javni dug Srbije, 2015). Što se tiče stepena koncentracije, prema Izveštaju Narodne banke Srbije za četvrtu tromeseče 2015. godine (str. 5), a u vezi bankarskog sektora u Srbiji, evidentno je odsustvo koncentracije aktivnosti banaka, imajući u vidu da su vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za sve ključne kategorije ispod nivoa od 930. Takođe, i za banke u Srbiji se može tvrditi da su male. Što se tiče pozicija moći, može se konstatovati da ni banke u Srbiji ne predstavljaju glavne finansijske centre, niti se može tvrditi da je bankarstvo u Srbiji istinski globalizованo. Značajno je imati u vidu da banke u stranom vlasništvu *nisu filijale stranih* banaka, već *posebna pravna lica* koja za svoje obaveze odgovaraju sopstvenim kapitalom. Posledično, bankarstvo u Srbiji može se okarakterisati kao umereno finansijski propulzivno. Po *analogiji*, isto se može tvrditi i za mikrofinansijski sektor u Srbiji. U literaturi, kao uobičajen raspon beta koeficijenta za banke navodi se sledeći: od 0,4 za male banke, do 1,2 za velike banke (Steuer, 2005, str. 2), a za mikrofinansijske institucije od 0,2 do 0,4 (Siaw, Ntiamoah, Oteng, Opoku, 2014, str. 16; Simeyo, Martin, Nyamao, Patrick, Odondo, 2011, str. 8290; Hogan, 2013, str. 21). Damodaran navodi sledeći raspon: od 0,53 (regionalne banke) do 0,81 (finansijski centri), i pri tom, trebalo bi voditi računa da se njegova metodologija odnosi na *američke* banke. S obzirom na to da je stepen koncentracije u okviru mikrofinansijskog sektora Srbije viši u odnosu na stepen koncentracije u okviru njenog bankarskog sektora (komparativna analiza vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa), trebalo bi pretpostaviti da je beta koeficijent mikrofinansijskog sektora viši (*iako* su vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske sektore u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori takođe bile više u odnosu na vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za njihove bankarske sektore, ovo *nije doslovno primenjeno* prilikom procene beta koeficijenta za njihove mikrofinansijske sektore, iz razloga što je *izvedena* pretpostavka o nižoj rizičnosti njihovih mikrofinansijskih sektora na osnovu još nekih indikatora, poput zakonske uređenosti, stopa nenaplativih kredita, stopa kreditnog rasta, te pokazatelja profitabilnosti). Pojedini autori su svojevremeno za Univerzal banku procenili da je „levered“ beta 0,708, a „unlevered“ beta 0,54 (s obzirom na bankrotstvo i zatvaranje Univerzal banke, postavlja se pitanje da li je ova procena bila valjana, odnosno, rizik potcenjen) (Alihodžić, 2010, str. 102). Dakle, beta koeficijent za bankarsku delatnost u Srbiji mogao bi da se kreće u rasponu 0,60-0,80. U ovoj disertaciji, biće uzeta vrednosti od 0,80. Za sektor mikrofinansiranja, može da se uzme da je beta koeficijent 0,85. Za premiju na tržišni rizik za Srbiju može da se uzme stopa od 5,40%. Dakle, minimalno zahtevana stopa prinosa na nivou Srbije iznosila bi oko 10,465%.

$$5,875 + 0,85 \times 5,40 = 10,465\%$$

4.2.5. Analiza pokazatelja LTD (Loan-To-Deposit Ratio)

U nastavku je predstavljena formula za računanje LTD racija.

$$\text{Loan to Deposit Ratio} = \frac{\text{Loans}}{\text{Deposits}} \quad (3.9)$$

Pojedini autori zaključuju kako pružanje *nefinansijskih* usluga (osim striktno finansijskih) od strane mikrokreditnih institucija može da utiče na povećanje otplatne stope, ali i na rast transakcionih troškova (Akinosi, Nordlund, Turbay, 2011, str. 69).

S obzirom na to da se Agroinvest ne bavi poslovima primanja depozita, a Opportunity Bank ad Novi Sad kao klasična (iako mikrofinansijska) banka da, LTD racio biće izračunat isključivo za Opportunity Bank.

Tabela 123: Vrednosti LTD racija za Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine

Godina	LTD
2015	1,05
2014	1,00
2013	1,23
2012	1,22
2011	1,50

Izvor: Opportunity Bank ad Novi Sad, bilansi stanja za period 2011-2015. godine.

S obzirom na činjenicu da su vrednosti LTD racija više od 1 tokom svih analiziranih godina, može se zaključiti da se Opportunity Bank ne oslanja isključivo na depozitne izvore prilikom finansiranja kreditne eskpanzije. Dakle, na osnovu izračunatih vrednosti LTD racija koje su blizu one „ravnotežne“, može se zaključiti da je Opportunity Bank usmerena ka ostvarivanju profitabilnosti, ali bez ugrožavanja likvidnosti.

4.2.6. Analiza pokazatelja VaR (Value at Risk)

S obzirom na nemogućnost prikupljanja neophodnih podataka za računanje VaR-a za Agroinvest (ne objavljuju se podaci o nominalnim i efektivnim kamatnim stopama, kao ni kvartalni finansijski izveštaji), vrednosti VaR-a biće izračunate isključivo za Opportunity Bank ad Novi Sad. S obzirom na nemogućnost prikupljanja *istorijskih* podataka o efektivnim kamatnim stopama na mikrokredite u Opportunity Bank (dobijen je isključivo podatak o *tekućem rasponu* efektivnih kamatnih stopa, koji je u 2015. godini niži nego prethodnih godina), kao input za računanje VaR-a korišćeni su podaci o *kvartalnim* vrednostima pokazatelja ROA i ROE (kompanija za investiciono savetovanje General Re-New England Asset Management računa T-VaR upravo na osnovu podataka o ROA i ROE).

Tabela 124: Kvartalne vrednosti pokazatelja ROA i ROE u Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine

Godina	ROA	ROE
31.12.2015.	2,08%	11,95%
30.09.2015.	1,82%	10,49%
30.06.2015.	1,37%	7,92%
31.03.2015.	0,69%	3,90%
31.12.2014.	1,31%	8,48%
30.09.2014.	1,08%	7,02%
30.06.2014.	0,61%	3,67%
31.03.2014.	0,25%	1,45%
31.12.2013.	0,75%	4,23%
30.09.2013.	0,55%	2,90%
30.06.2013.	0,35%	1,81%

31.03.2013.	0,07%	0,37%
31.12.2012.	0,40%	2,00%
30.09.2012.	0,23%	1,04%
30.06.2012.	0,25%	1,11%
31.03.2012.	0,16%	0,70%
31.12.2011.	0,23%	0,92%
30.09.2011.	0,19%	0,73%
30.06.2011.	0,03%	0,13%
31.03.2011.	-0,08%	-0,39%

Izvor: Kalkulacija autora, na osnovu podataka preuzetih sa internet stranice Opportunity Bank ad Novi Sad (bilansi stanja i bilansi uspeha za period 2011-2015. godine).

Tabela 125: Trend kretanja VaR-a u Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine

Godina	ROA	ROE
31.12.2015.	2,08	11,95
30.09.2015.	1,82	10,49
30.06.2015.	1,37	7,92
31.03.2015.	0,69	3,9
Mean	1,49	8,565
St. Dev.	0,60866	3,528083
VaR (99%)	0,074046	0,357453
VaR (95%)	0,488844	2,761821
31.12.2014.	1,31	8,48
30.09.2014.	1,08	7,02
30.06.2014.	0,61	3,67
31.03.2014.	0,25	1,45
Mean	0,8125	5,155
St. Dev.	0,47486	3,186749
VaR (99%)	-0,29219	-2,25849
VaR (95%)	0,031425	-0,08673
31.12.2013.	0,75	4,23
30.09.2013.	0,55	2,9
30.06.2013.	0,35	1,81
31.03.2013.	0,07	0,37
Mean	0,43	2,3275
St. Dev.	0,290287	1,63777
VaR (99%)	-0,24531	-1,48252
VaR (95%)	-0,04748	-0,36639
31.12.2012.	0,4	2
30.09.2012.	0,23	1,04
30.06.2012.	0,25	1,11
31.03.2012.	0,16	0,7
Mean	0,26	1,2125
St. Dev.	0,100995	0,5547
VaR (99%)	0,02505	-0,07792
VaR (95%)	0,093878	0,3001
31.12.2011.	0,23	0,92
30.09.2011.	0,19	0,73
30.06.2011.	0,03	0,13
31.03.2011.	-0,08	-0,39
Mean	0,0925	0,3475
St. Dev.	0,143846	0,595896
VaR (99%)	-0,24214	-1,03876
VaR (95%)	-0,14411	-0,63266

Izvor: Kalkulacija autora.

Najviše vrednosti VaR-a (ROA) bile su u 2015. godini (najviša standardna devijacija, ali najviša i srednja vrednost prinosa). U 2011., 2013. i 2014. godini vrednosti VaR-a (ROA) su negativne

(nije najviša standardna devijacija, a ni najniža srednja vrednost prinosa). Najviše vrednosti VaR-a (ROE) takođe su bile u 2015. godini (najviša standardna devijacija, ali najviša i srednja vrednost prinosa). U 2011., 2013. i 2014. godini i vrednosti VaR-a (ROE) bile su negativne (standardna devijacija nije najviša, ali srednje vrednosti prinosa jesu među nižima). Značajno je napomenuti da varijabilnost ROA i ROE ponavlja određene „obrasce”, odnosno, pokazatelji profitabilnosti imaju minimalne vrednosti u prvim kvartalima u okviru analiziranih godina, a maksimalne vrednosti u četvrtim kvartalima u okviru analiziranih godina. Takođe, značajno je konstatovati kako su vrednosti VaR (ROE) više u odnosu na vrednosti VaR (ROA), što može da upućuje na zaključak da viši potencijalni prinosi (ali i gubici) mogu da se ostvaruju po osnovu ROE, nego ROA. Komparabilnost vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Srbiji i vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori nije omogućena, iz razloga što nisu korišćeni identični inputi za njihovo računanje.

4.2.7. Analiza kreditnog rejtinga Srbije

Republika Srbija sarađuje sa rejting agencijama Standard and Poor's, Fitch i Moody's, koje ocenjuju njen kreditni rejting za dugoročno i kratkoročno zaduživanje, u stranoj i domaćoj valuti.

Srbiji je prvi kreditni rejting dodeljen 01. novembra 2004. godine od strane agencije Standard and Poor's (B+, stabilni izgledi). Agencija Fitch angažovana je 2005. godine, koja je Srbiji prvi rejting dodelila (BB-, stabilni izgledi), dok joj je agencija Moody's prvi rejting dodelila jula 2013. godine (B1, stabilni izgledi).

Tabela 126: Kreditni rejtinzi Republike Srbije za dugoročno zaduživanje, u stranoj valutu

	Standard and Poor's	Fitch Ratings	Moody's Investors Service
Rejting	BB- / stabilni izgledi	B+ / pozitivni izgledi	B1 / pozitivni izgledi
Datum	15.01.2016.	18.12.2015.	18.03.2016.
Aktivnost	potvrđen rejting	potvrđen rejting	potvrđen rejting

Izvor: Narodna banka Srbije.

Agencija za ocenu kreditnog rejtinga Fitch Ratings *povećala* je kreditni rejting Republike Srbije sa „B+“ na „BB-“ uz stabilne izglede za dalje unapređenje kreditnog rejtinga, saopštilo je Ministarstvo finansija Republike Srbije (17.06.2016.).

4.2.8. Analiza pokazatelja Country Risk Premium (rizik zemlje)

Ranije je navedeno da je premija na tržišni rizik za *američko* tržište u februaru 2016. godine iznosila 6,25% (prema Damodaranu). S druge strane, KPMG Netherlands je u aprilu 2016. godine predložio korišćenje stope od 5,75% (i KPMG Netherlands svoje procene zasniva na podacima o *visokorazvijenim* tržištima). Damodaran procenjuje da je u 2015. godini rizik zemlje u Srbiji 6,95% (februar 2016. godine), dok je ukupan trošak kapitala 13,20% (razlika predstavlja premiju rizika za „mature“ tj. zrela tržišta, 6,25%). U ovom segmentu disertacije biće izvršena *korekcija* predloženih premija tržišnog rizika, te će za Srbiju biti usvojena stopa od 5,40%.

4.2.9. Analiza referentne kamatne stope Centralne banke Srbije i kamatnih stopa u Evrozoni

Kada je u pitanju referentna kamatna stopa, neretko se kao definicija navodi da je u pitanju kamatna stopa po kojoj centralna monetarna institucija pozajmljuje novac komercijalnim bankama, što je pojmovno pogrešno. U Srbiji, referentna kamatna stopa *neretko se izjednačava* sa eskontnom, ali iz razloga što se od 12.05.2010. godine eskontna stopa izračunava u skladu sa Odlukom o visini eskontne stope Narodne banke Srbije (Sl. glasnik Republike Srbije, br. 31/10), odnosno, da iznosi 100% referentne kamatne stope. Ustvari, eskontna stopa predstavlja stopu po kojoj Narodna banka Srbije odobrava kredite bankama, dok referentna kamatna stopa predstavlja najvišu, odnosno, najnižu kamatnu stopu koju Narodna banka Srbije primenjuje u postupku sprovođenja repo transakcija prodaje, odnosno, kupovine hartija od vrednosti. Međutim, ove dve stope nisu oduvek bile izjednačene. Od 17.12.2009. godine, eskontna stopa obračunavala se u skladu sa Odlukom o visini eskontne stope Narodne banke Srbije (Sl. glasnik Republike Srbije, br. 104/09), odnosno, da iznosi 85% referentne kamatne stope Narodne banke Srbije. Zatim, od 24.03.2010. godine do 12.05.2010. godine, eskontna stopa obračunavala se u skladu sa Odlukom o visini eskontne stope Narodne banke Srbije (Sl. Glasnik Republike Srbije, br. 17/10), odnosno, da iznosi 90% referentne kamatne stope.

Projekcije inflacije izrađuju i publikuju sve centralne banke koje su usvojile koncept targetiranja inflacije. Narodna banka Srbije opredelila se za *endogenu* putanju referentne kamatne stope, ključni faktor *neuslovnih* projekcija inflacije (međutim, značajno je napomenuti da ne postoje u potpunosti neuslovne projekcije, odnosno, da su sve projekcije neminovno uslovljene raspoloživim informacijama u trenutku njihovih izrada). Najčešće, fokus pažnje usmeren je na određivanje *tekuće* referentne kamatne stope. Međutim, ono što je značajno jesu *očekivanja* u pogledu njenog kretanja u budućnosti. Očekivanja su ta koja se „ugrađuju” u krivu prinosa, te posredno utiču na tržišne kamatne stope i cene različitih vrsta aktive.

Tabela 127: Kretanje referentne kamatne stope Srbije, u periodu 2011-2015. godine

	2011	2012	2013	2014	2015
Referentna kamatna stopa Srbije (%)	9,75	11,25	9,50	8,00	4,00

Izvor: Narodna banka Srbije, Monetarna statistika, Kamatne stope Narodne banke Srbije.

U državama u okviru kojih postoji visok stepen *nezvanične* evroizracije (kao što je to slučaj u Srbiji, što se može uočiti na osnovu analize visokog udela monetarnog agregata M3, u odnosu na monetarne agregate M1 i M2), transmisija monetarnih uticaja putem kanala kamatnih stopa nije u dovoljnoj meri efikasna. Iz tog razloga, promene referentnih kamatnih stopa *ne odražavaju* se u potpunosti na spektar tržišnih kamatnih stopa, pre svega na kamatne stope na kredite („prigušenost“ uticaja).

Na internet stranici zakon.co.rs objavljen je *Predlog* zakona o izmenama i dopunama Zakona o zaštiti korisnika finansijskih usluga, gde se u okviru člana 11a navodi da bi maksimalna efektivna kamatna stopa trebalo da bude jedan procentni poen niža od stope zakonske zatezne kamate, koja u Srbiji iznosi 12,25% (primera radi, Hrvatska u okviru Zakona o obaveznim odnosima reguliše ovo pitanje, u okviru člana 26). Međutim, ovaj predlog nije usvojen, niti je

stupio na snagu. Narodnoj banci Srbije poslat je upit da li postoje zakonski propisi koji ograničavaju kamatne stope, a dobijen je odgovor da u važećim propisima koji regulišu poslovanje banaka u Srbiji ne postoje propisana ograničenja iznosa kamate, odnosno, visine kamatne stope koju banke naplaćuju na svoje plasmane, kao i politiku kamatnih stopa banka *samostalno* određuju u skladu sa svojom poslovnom politikom i principima *slobodnog* tržišta.

Narodna banka Srbije donela je Odluku o utvrđivanju referentne kamatne stope (Službeni glasnik Republike Srbije, br. 72/2003, 55/2004, 85/2005, 44/2010, 76/2012, 106/2012, 14/2015, 40/2015) u visini od 4,00%, na godišnjem nivou (aktuelni podatak, 07.07.2016. godina). Na osnovu podataka iz prethodne tabele, može se uočiti da referentna kamatna stopa Narodne banke Srbije pokazuje trend pada (ovo bi trebalo uzeti u obzir prilikom definisanja kamatnih stopa na mikrokredite).

4.2.10. Analiza inflacije i inflacionih očekivanja

U narednoj tabeli, predstavljeno je kretanje inflacije u Srbiji, u periodu 2011-2015. godine.

Tabela 128: Kretanje inflacije u Srbiji, u periodu 2011-2015. godine

	2011	2012	2013	2014	2015
Stopa inflacije (%)	11,2	7,3	7,9	2,1	1,4

Izvor: Narodna banka Srbije, Statistika, Realni sektor – potrošačke cene.

U skladu sa Sporazumom između Narodne banke Srbije i Vlade Republike Srbije o ciljanju (targetiranju) inflacije i Memorandumom Narodne banke Srbije o monetarnoj strategiji, kojima se Narodna banka Srbije obavezala da, u saradnji s Vladom, utvrđuje ciljane stope inflacije, Izvršni odbor Narodne banke Srbije definisao je ciljanu stopu ukupne inflacije, merene godišnjom procentualnom promenom indeksa potrošačkih cena, za period od januara 2017. do decembra 2018. godine u visini od 4,0%, sa dozvoljenim odstupanjem $\pm 1,5$ p.p. Ciljana inflacija u 2017. i 2018. godini i dalje će biti iznad nivoa ciljane inflacije u razvijenim zemljama, u visini 2,0% ili 2,5% (Memorandum Narodne banke Srbije o ciljanim stopama inflacije do 2018. godine).

U poslednjoj deceniji, u Srbiji je prisutna relativno umerena inflacija, međutim, inflaciona očekivanja i dalje postoje, čak nelinearno rastu, zbog hiperinflacije koja se dogodila devedesetih godina prethodnog veka (već je objašnjen fenomen „tvrdokornosti“ inflatornih tendencija, usled dejstva psiholoških faktora). Dakle, inflaciona očekivanja u Srbiji formiraju se „gravitaciono“, zbog turbulentne ekonomske i bankarske prošlosti Srbije.

S obzirom na to da nije bilo realno da se Narodna banka Srbije opredeli za *konstantnu* stopu referentne kamatne stope (primera radi, kao što je to učinila Švajcarska), za očekivati je da se referentna kamatna stopa *menja* u zavisnosti od novih dešavanja, informacija i procena na nacionalnom i međunarodnom nivou (međutim, frekventno revidiranje projekcija može da utiče na narušavanje kredibiliteta centralne banke). Ipak, kontinuirano objavljivanje referentne kamatne stope, kao i objavljivanje „alternativnih scenarija“ koji bi najavljivali potencijalne neizvesnosti (*Fan Chart*), trebalo bi da doprinosi tome da se inflaciona očekivanja „usidre“ (ovo

bi trebalo „ugraditi” prilikom procene minimalno zahtevane stope prinosa, što posledično utiče na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite). Značajno je spomenuti da „alternativni scenariji” mogu da pronađu primenu i u slučaju procena rizika prilikom mikrokreditiranja, što bi značajno doprinelo većoj transparentnosti metodologije utvrđivanja kamatnih stopa na mikrokredite.

4.2.11. Analiza režima monetarne politike

Široko rasprostranjena nesimetrična devizna supstitucija, odnosno, *nezvanična evroizacija* (kao što je to slučaj u Srbiji) može da vodi valutnoj neusklađenosti u okviru ekonomije. Ova valutna neusklađenost može da se ogleda u bilansima banaka (odobravanje kredita u nacionalnoj valuti na osnovu obaveza u stranoj), te su u tom slučaju banke direktno izložene deviznom riziku, što za posledicu može da ima višu verovatnoću nastanka bankarskih i finansijskih kriza. Potom, banke smanjuju svoju izloženost deviznom riziku „prebacujući” ga na klijente, međutim, povećava se njihova izloženost kreditnom riziku (primera radi, ukoliko se krediti u stranoj valuti odobravaju sektoru koji ne izvozi), što naposletku ima identičan ishod, odnosno, izraženiju „vulnerabilnost” ekonomije. Dakle, rasprostranjena nezvanična evroizacija otežava vođenje i umanjuje efikasnost monetarne i fiskalne politike (prologniranje „*spoljašnjeg kašnjenja*“ ispoljavanja stabilizacionih efekata preduzetih ekspanzivnih/restriktivnih mera, te promena prirode problema u međuvremenu, što preduzete mere čini kontraproduktivnim), što može da predstavlja *sistemsku opasnost*. Kada je u pitanju „fenomen kašnjenja”, trebalo bi napomenuti da su „kašnjenja uticaja” nestabilna i isprekidana, te da analiza vremenskog faktora postaje prekompleksna, a da je donošenje zaključaka o očekivanom periodu ispoljavanja efekata (kompletног ili procenta od kompletног) tek nešto uspešnije od prostog nagadaња (problem neprediktabilnosti kašnjenja, jer se efekat određene akcije ne efektuiru u jednom trenutku, već se distribuira tokom vremena, a priroda i dužina kašnjenja variraju od države do države). Kao što nije jednostavno doneti odluku o pravom vremenu preuzimanja određene monetarne aktivnosti, nije jednostavno ni proceniti rizike u sektoru mikrofinansiranja i definisati kamatne stope na mikrokredite, a posledica našeg *nesavršenog znanja* jeste to da može da doprinese *nestabilnosti* u ekonomiji. Poverenje u tradicionalne pokazatelje stepena evroizacije (monetarni agregat M3) čak je moguće dovesti u pitanje, jer pouzdani podaci o visini devizne aktive (prvenstveno, štednje) koja se ne nalazi u formalnim bankarskim tokovima nisu dostupni, niti ih je moguće aproksimirati (nemogućnost pouzdane procene doznaka koje ulaze u državu putem nebankarskih kanala). Iz prethodno navedenog, može se zaključiti da je evroizacija u Srbiji čak u većoj meri prisutna, nego što se prepostavlja. U cilja *jačanja uticaja* referentne kamatne stope centralne banke na kamatne stope finansijskih institucija neophodno je razmotriti mere koje mogu da doprinesu procesu de-evroizacije. Međutim, s obzirom na to da monetarna politika ima *trajan* uticaj na nominalne promenljive, čak uprkos tome što ima *privremen* uticaj na realne promenljive i njihove inducirane efekte (isključivo na jazove, ali ne i trendove), posredstvom projekcija koje izrađuje i publikuje ona značajno utiče na formiranje očekivanja (činjenicu da su tržišni učesnici u mogućnosti da anticipiraju akcije monetarne politike, što posledično ipak ublažava „efekat iznenađenja” i utiče na *relativnu* stabilnost očekivanja, trebalo bi „ugraditi” prilikom procene minimalno zahtevane stope prinosa). Poređenja radi, kamatne stope na mikrokredite u Srbiji čak su 5-6 puta više u odnosu na referentnu kamatnu stopu Narodne banke Srbije. U slučaju Srbije, čak i ukoliko bi se prepostavilo da je najveći deo mikrokredita indeksiran u evrima, kamatna stopa na mikrokredite u većoj meri bi zavisila od stope po kojoj

mikrofinansijske organizacije prikupljaju izvore finansiranja u stranoj valuti, a manje od nacionalne referentne kamatne stope. Međutim, kamatne stope na mikrokredite ne prate čak ni kretanje EURIBOR-a (uprkos činjenici da se u makroekonomskoj teoriji neretko navodi kako su kratkoročne kamatne stope manje fleksibilnije od interbankarskih kamatnih stopa, u analiziranim državama pokazuje se *suprotno*).

Kao jedan od „*grubih*“ pokazatelja stpena nezavisnosti centralnog bankarstva jeste stopa promene guvernera. S obzirom na empirijski potvrđen pozitivan uticaj veće nezavisnosti centralnog bankarstva na snižavanje stope inflacije, moguće je analizirati stepen korelacije između političkih i makroekonomskih ciklusa u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji. U Bosni i Hercegovini, u periodu nakon 1997. godine promenjena su tri guvernera. U Crnoj Gori, u periodu nakon 2001. godine promenjena su tri guvernera, takođe. U Srbiji, u periodu nakon 2000. godine, promenjena su četiri guvernera. Međutim, nije jednostavno doneti definitivan i pouzdan zaključak o stepenu nezavisnosti centralnog bankarstva u analiziranim državama, iz razloga što viša stopa promene guvernera može, ali i ne mora nužno da upućuje na postojanje manje nezavisnosti centralnog bankarstva (iako kraći mandati mogu da naruše sprovođenje dugoročne, sistemske politike, otežaju građenje atmosfere doslednosti, kao i sposobnost razlikovanja tranzitornih i permanentnih promena od strane javnosti, dok duži mandati nose rizik krutosti/nefleksibilnosti mišljenja i mogu da ukazuju da postojanje apsolutističke vladavine). Ono što se može konstatovati jeste da centralno bankarstvo bilo koje od tri analizirane države ne odlikuje situacija kao što je u Rumuniji (Mugur Izaresku je guverner Centralne banke Rumunije još od 1990. godine).

Kada je u pitanju definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, trebalo bi uzeti u obzir da je određeni deo stope korelisan sa *neobjašnjivim* faktorima, koje nije moguće izolovati i egzaktно kvantifikovati (poput gorenavedene političke stabilnosti, ranije spomenutih očekivanja, i sličnog). Ovo bi trebalo „*upgraditi*“ prilikom procene tržišne premije rizika (što i jeste izvršeno). Uprkos činjenici da pomenute *neobjašnjive* faktore (neretko iracionalne, bihevioralne, psihološke) nije moguće matematički i statistički obuhvatiti, dokazivanje (uslovno rečeno) njihovog postojanja vrši se na osnovu zabeleženih *dugoročno ponavljanih iskustava, ali ne intuitivno (na ovaj način, potvrđena je posebna hipoteza 5)*. Međutim, trebalo bi striktno naglasiti kako predložene veličine u okviru ove disertacije predstavljaju rezultat isključivo *individualne* procene, te da nisu u pitanju *univerzalno prihvaćene* procene.

U naučnoj i stručnoj literaturi, kao glavni *argument* za povećanje kamatnih stopa na mikrokredite ističu se visoki operativni troškovi u sektoru mikrokreditiranja. Smatra se da su troškovi obrade kreditnih zahteva malih iznosa viši u *apsolutnom* iznosu u odnosu na troškove obrade kreditnih zahteva viših iznosa, pod pretpostavkom *veće brojnosti* zahteva za mikrokreditiranjem i *višim provizijama* za obradu zahteva za mikrokreditiranjem, kao i da je kolateral koji se zahteva u mikrokreditnom sektoru rigorozniji, i slično (što je u ovoj disertaciji pokazano da ne mora nužno da bude slučaj). Dakle, tretiranje operativnih troškova može da se sagleda i iz drugog ugla.

Analizom mikrokreditnog sektora u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji, došlo se do podatka da se dužina prosečnog vremena obrade mikrokreditnog zahteva *ne razlikuje značajno* od dužine

prosečnog vremena potrebnog za obradu zahteva za klasičnim potrošačkim kreditom (i jedna i druga vrsta kredita mogu da budu odobrena u roku do tri dana, dok zahtev za mikrokredit čak može da bude odobren i u roku od jednog dana). Isto tako, ni zahtevani kolateral nije strožiji, kako se obično smatra.

U toku daljeg istraživanja, došlo se do saznanja da se banke u Srbiji značajno osavremenjavaju (kupovina „pametnih mašina“, koje će u doglednom vremenu zameniti ljudsko osoblje određenih kvalifikacija), a u literaturi se neretko navodi da informacione tehnologije mogu značajno da doprinesu smanjenju operativnih troškova (Chu-Fen, 2007). Podrazumeva se, trebalo bi uzeti u obzir da informacione tehnologije snižavaju tek *određene* vrste operativnih troškova, a *ne sve istovremeno i u jednakoj* meri, međutim, ipak dolazi do smanjenja ukupnog iznosa operativnih troškova (takođe, trebalo bi uzeti u obzir i činjenicu da je efekat dejstva informacionih tehnologija na aktivne kamatne stope drugačiji u kratkom i dugom roku, kao i u tranzicionim i razvijenim državama).

Kada je u pitanju proces odobravanja mikrokredita u Srbiji, značajno je napomenuti da pojedine banke (nisu predmet analize u okviru disertacije) koje se, između ostalog, bave i mikrokreditiranjem ne rade terenski (dakle, kod njih ne postoji značajan rast troškova goriva, a kojim se retorički „pravda“ rast operativnih troškova). S obzirom na to da se grafikon 30 odnosi na period 2004-2005. godinu, može se konstatovati da je u to vreme realnije što su operativni troškovi bili visoki, međutim danas, nakon 10 godina, kada je tehnologija značajno uznapredovala, smatra se da je finansijski neracionalno istražavanje na neadekvatnom načinu upravljanja operativnim troškovima. Poređenja radi, u nastavku će biti prikazan i deo Napomena iz finansijskog izveštaja Mikrofinansijskog centra sa sedištem u Varšavi (Poljska), a koji se tiče strukture njegovih operativnih troškova.

Tabela 129: Struktura operativnih troškova Mikrofinansijskog centra u Varšavi, izraženo u PLN

Operativni troškovi, u poljskim zlotima	2013	2012
Plate zaposlenih, bonusi i benefiti	731.788	667.726
Putovanja i konferencije	89.871	77.618
Kancelarijski i administrativni troškovi	155.101	192.517
Amortizacija	2.277	4.924
Usluge računovodstva i revizije	220.841	224.298
Druge	96.199	124.358
Drugi operativni troškovi	545	37
UKUPNO	1.296.622	1.291.478

Izvor: Konsolidovani finansijski izveštaj Mikrofinansijskog centra u Varšavi, 2013, str. 14.

Iz prethodne tabele, evidentno je da u strukturi ukupnih operativnih troškova dominiraju plate zaposlenih, kao i njihovi bonusi i benefiti (u 2013. godini, preko 56%). U pitanju je stavka koja je „najotporna“ na smanjivanje (iz brojnih razloga, koji imaju širu društvenu i političku konotaciju), te je nećemo dublje analizirati (od svih stavki, ona je povećana u najvećoj meri, dok se druge stavke nisu smanjile u jednakoj meri, posmatrano za period 2012-2013.). Po visini učešća u strukturi ukupnih operativnih troškova, sledeća komponenta je „usluge računovodstva i revizije“ (u 2013. godini, preko 17%, i kako se prepostavlja, pod tim se podrazumeva plaćanje naknada angažovanim eksternim revizorima, jer se interna revizija vrši u okviru same institucije). Nameće se pitanje da li su te naknade postavljene previsoko, u poređenju sa ukupno isplaćenim platama svim zaposlenima (a s obzirom na prepostavku da je broj angažovanih

eksternih revizora neuporedivo manji od ukupnog broja zaposlenih). Potom, sledeća komponenta po značaju je „kancelarijski i administrativni troškovi“ (u 2013. godini, preko 11%). Ovde mogu da se svrstaju troškovi električne energije, goriva, održavanja prostora i informatičke infrastrukture, zakupa, kancelarijskog materijala, telefona, i drugog. Ova komponenta je najpogodnija za redukovanje, uz primenu informacionih tehnologija. Primera radi, internet i mobilno (mikro)bankarstvo mogu da dovedu do smanjene potrebe za fizičkim postojanjem istih, što dovodi do smanjenja troškova zakupa poslovnog prostora („Bricks“ nasuprot „Clicks“). Isto tako, uz pomoć informacionih tehnologija, moguće su uštide na troškovima komunikacionih mreža i energije. Takođe, prelaskom na „bespapirno“ (mikro)bankarstvo moguće su značajne uštide prilikom nabavke kancelarijskog materijala. Na osnovu pregleda literature iz ove oblasti, došlo se do *univerzalnog* podatka da je operativne troškove moguće smanjiti za **50-90%**, zahvaljujući primeni informacionih tehnologija (ova činjenica biće ugrađena prilikom *teorijskog* definisanja optimalnih kamatnih stopa na mikrokredite). Kada su u pitanju troškovi putovanja i konferencija (u 2013. godini, preko 6%), na visinu aktivnih kamatnih stopa trebalo bi da utiču isključivo troškovi prevoza/goriva koji nastaju *usled terenskog rada u svrhu odobravanja* mikrokredita. Naposletku, nije najjasnije šta tačno spada u kategorije „drugo“ (relativno visok ideo u strukturi ukupnih operativnih troškova, što u određenoj meri oštećuje ovu analizu i blokira potpuno razumevanje svih faktora koji dovode do rasta operativnih troškova; pretpostavka je da je moguće je da su u pitanju troškovi marketinga, ali i ovu stavku je moguće značajno redukovati uz primenu informacionih tehnologija) i „drugi operativni troškovi“ (zanemarljiv ideo u strukturi ukupnih operativnih troškova, te iz tog razloga ujedno i najmanje značajna stavka za analizu i tumačenje). Nameće se opšti zaključak da finansijske institucije ne bi trebalo interne neracionalnosti da „prebacuju“ na svoje klijente preko visokih aktivnih kamatnih stopa.

Kada je u pitanju analiza zahtevane dokumentacije i kriterijuma za izbor kolateralala, u toku istraživanja došlo se do saznanja da mikrokreditori u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori ne zahtevaju specifično strožiju/obimniju dokumentaciju i kolateral (kako se u literaturi neretko ističe), što bi moglo da doprinese povećanju operativnih troškova (zahtevaju se dokumentacija i kolateral koji se mogu okarakterisati kao *uobičajeni* u kreditorskoj praksi). Što se tiče dokumentacije, zahteva se statusna i bilansna dokumentacija (manjeg obima u slučaju paušalaca). U slučaju mikrokreditnih klijenata, čak je jednostavnije proveriti valjanost priložene dokumentacije (prosečno vreme obrade mikrokreditnog zahteva može da bude čak *kraće* od prosečnog vremena obrade klasičnog kredita). Kada je reč o kolateralu, u pitanju može da bude jemac (menica, administrativna zabrana, a ukoliko je drugo preduzeće jemac, vrši se kontrola i njegove statusne i bilansne dokumentacije), zalog (pokretnosti), hipoteka (nepokretnosti). Primera radi, Opportunity Bank ad Novi Sad primenjuje *konformni* kamatni račun, što je pozitivno (sa aspekta klijenta), dok za potrebe izrade ove disertacije nije bilo moguće prikupiti podatke da li i druge mikrofinansijske primenjuju složeni kamatni račun ili, pak, prosti. Takođe, iz Opportunity Bank ukazuju i na to da je uvođenje *notara* u određenoj meri uticalo na rast operativnih troškova. Takođe, iz Opportunity Bank navode da *rezervisanja za procenjene gubitke* utiču na rast troškova kredita, kao i da iznose 0% za potraživanja klasifikovana u kategoriju A, 2% za potraživanja klasifikovana u kategoriju B, 15% za potraživanja klasifikovana u kategoriju C, 30% za potraživanja klasifikovana u kategoriju D, 100% za potraživanja klasifikovana u kategoriju E (Odluka o klasifikaciji bilansne aktive i vanbilansnih

stavki banke, Sl. glasnik RS, br. 94/2011, 57/2012, 123/2012, 43/2013, 113/2013, 135/2014, 25/2015 i 38/2015, stav 34). Iz Opportunity Bank navode da ni ne odobravaju kredite za koje je procenjeno da mogu da budu svrstani u kategorije D i E. Međutim, trošak očekivanog gubitka ne bi trebalo u značajnijoj meri da utiče na visinu aktivne kamatne stope, iz razloga što je u segmentu disertacije u okviru kog je analiziran kreditni rizik utvrđeno (na osnovu analize brojnih izvora literature) da je stopa otplate čak viša, a stopa nevraćenih kredita čak niža u sektoru mikrofinansiranja, u odnosu na sektor klasičnog bankarstva. Na grafikonu 30 je predstavljeno da prosečni pretrpljeni gubitak predstavlja čak najmanju komponentu u strukturiranju kamatnih stopa na mikrokredite. O visini očekivanog gubitka u sektoru mikrokreditiranja (koji se kreće u intervalu **0,5-1%**) pišu i sledeći autori: Wezel, Chan-Lau, Columba, 2012, str. 10 (ova vrednost biće tretirana kao „*reperna*“, stoga će biti ugrađena u procenu).

U nastavku će biti prikazan ***predlog modela*** definisanja kamatnih stopa na mikrokredite u Srbiji (izdvojene su četiri ključne komponente koje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, a to su operativni troškovi, troškovi finansiranja, visina očekivanog gubitka i visina očekivanog profita).

Teorijsko određivanje visine nominalne aktivne kamatne stope na mikrokredite u Srbiji na godišnjem nivou, uvažavajući sve prethodno napisano (i moguće uštede u operativnim troškovima usled primene informacionih tehnologija), može da izgleda ovako:

- pretpostavka o 50% ušteda u operativnim troškovima: $5\% + 6\% + 0,5\% + 10,465\% = 21,965\%$
- pretpostavka o 90% ušteda u operativnim troškovima: $1\% + 6\% + 0,5\% + 10,465\% = 17,965\%$

Uvezši u obzir da je pojam operativnih troškova širi od pojma provizije za obradu kredita, teorijski projektovana nominalna kamatna stopa može da bude korigovana naviše za iznos pomenutih provizija (empirijskom analizom utvrđeno je da se one u Srbiji kreću do 3%), te da na taj način bude definisana kao efektivna. Na osnovu izvršene analize, moguće je doneti zaključak da je *izvodljivo* da efektivna kamatna stopa na mikrokredite u Srbiji bude niža od 25% (potvrđena je polazna hipoteza o zaračunavanju visokih kamatnih stopa u okviru sektora mikrofinansiranja u Srbiji, koje se kreću u rasponu 12-28%, međutim, iako bi trebalo napomenuti da se najčešće kreću u rasponu 15-18%, kao i da se zaključak odnosi isključivo na Opportunity Bank ad Novi Sad, iz razloga što za Agroinvest i ostale mikrofinansijske institucije koje posluju u Srbiji nije bilo moguće prikupiti istorijske podatke o kamatnim stopama).

Na osnovu primene CAPM modela i metode „zidanja“ troškova, ***osnovna istraživačka hipoteza potvrđena je u potpunosti*** (da se u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji zaračunavaju izuzetno visoke nominalne kamatne stope na mikrokredite, preko 25% na godišnjem nivou).

Tabela 130: Kamatna margina u mikrofinansijskim institucijama, u Nemačkoj

Kvartal	%
2012 Q3	1,59
2012 Q4	1,71
2013 Q1	1,67
2013 Q2	1,59
2013 Q3	1,72
2013 Q4	1,76
2014 Q1	1,84
2014 Q2	1,64
2014 Q3	1,54
2014 Q4	1,54
2015 Q1	1,44
2015 Q2	1,42

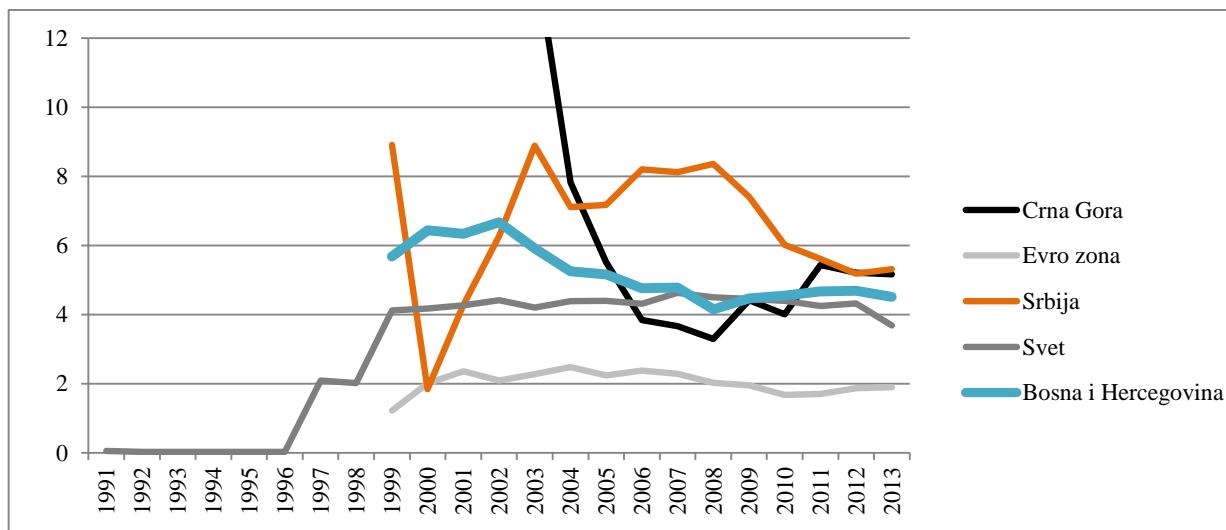
Izvor: European Central Bank - Statistical Data Warehouse, 29.09.2015. godine.

Tabela 131: Prosečna kamatna margina u bankama u Sjedinjenim Američkim Državama

Kvartal	%
2012 Q3	3,42
2012 Q4	3,39
2013 Q1	3,27
2013 Q2	3,27
2013 Q3	3,26
2013 Q4	3,28
2014 Q1	3,17
2014 Q2	3,15
2014 Q3	3,15
2014 Q4	3,39
2015 Q1	3,03
2015 Q2	3,07
2015 Q3	3,10
2015 Q4	3,16
2016 Q1	3,10

Izvor: BankRegData, 06.06.2016. godine.

Grafikon 31: Bankarska neto kamatna margina (%)



Izvor: Komparativna analiza autora, na osnovu podataka sa DataMarket (03.06.2016. godine).

Na osnovu prethodno sprovedene analize, nameće se potencijalni zaključak da su očekivane kamatne marže (u Srbiji i Crnoj Gori preko 5%, u Bosni i Hercegovini preko 4%, u Evrozoni oko 2%, a u Sjedinjenim Američkim Državama oko 3%) ipak jedan od odlučujućih faktora prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa, a ne isključivo visoki operativni troškovi i visok rizik zemlje (kako se najčešće navodi). Isto tako, značajno je uočiti da se u finansijskom sektoru u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji neopravданo vrši *uprosečavanja*, odnosno, da se očekivane kamatne marže postavljaju na istom/sličnom nivou, bez neophodnih diferenciranja za različite tipove finansijskih institucija (klasične banke i mikrokreditne institucije), za različite vrste poslova (klasični krediti i mikrokrediti), i sl.

IV Predlog za razvoj održivog modela mikrofinansiranja u Srbiji

1. Kritička analiza prednosti i nedostataka, kao i stepena primenljivosti „beskamatnog“ bankarstva

U citiranim istraživanju, navodi se kako je u Bosni i Hercegovini postojala praksa reklamiranja *beskamatnih* mikrokredita, dok su se u stvarnosti ipak naplaćivale kamatne stope (Goodwin-Groen, 2012, str. 129). Kao što je već uočeno prilikom analize troškova naknada za obradu mikrokreditnih zahteva u Bosni i Hercegovini, kod pojedinih mikrofinansijskih institucija navodi se da primenjuju principe beskamatnog bankarstva (primera radi, kao što je to slučaj kod MKF Prva Islamska Sarajevo), ali se to odnosi na nominalnu kamatnu stopu (ne i efektivnu). Međutim, beskamatno bankarstvo ne bi trebalo doslovno shvatati kao besprofitno. Kao najčešći model beskamatnog bankarstva navodi se primer *islamskog* bankarstva (podrazumeva poštovanje određenih etičkih, moralnih, socijalnih i religijskih principa). U okviru Kurana, navodi se termin „riba“ (naziv za kamatu na arapskom jeziku), u kontekstu zabrane zaračunavanja iste. Međutim, koncept islamskog bankarstva prihvata koncept vremenske vrednosti novca, ali isključivo u slučaju stvarnih (robnih) transakcija (primera radi, ostvarivanje prinosa po osnovu posedovanja *stvari*), ne i finansijskih transakcija (zabrana zarađivanja novca po osnovu posedovanja *novca*). Islamsko bankarstvo zasniva se na principu „*podele* dobitka i gubitka“ između klijenta i banke (princip *podele rizika*), a investicioni projekti u kojima učestvuje nužno moraju da budu „halal“ (zabranjuje finansiranje alkoholne i duvanske industrije, pornografiju, prostituciju, kockanje ili vojnu industriju). Kao kontrast tome, u okviru internet stranice dontbankonthebomb.com može da se vidi da se među finansijerima proizvodnje oružja u značajnom broju svrstavaju upravo komercijalne banke (06.06.2016.). Ono što je značajno napomenuti jeste da islamsko bankarstvo može da bude uvedeno i u *nemuslimanskim* državama (primera radi, prva islamska banka u Evropi osnovana je 1978. godine u Luksemburgu, pod nazivom „Islamic Banking System“, dok je u Londonu 1990. godine osnovan Institut islamskog bankarstva i osiguranja, koji sprovodi obuke iz oblasti islamskog bankarstva, a od 2007. godine publikuje časopis pod nazivom „Novi horizont“, u okviru kog se na mesečnom nivou analiziraju podaci islamskih banaka). Primetan je i rastući interes komercijalnih banaka za islamske finansije (američka banka Citibank *prva* je komercijalna banka koja je osnovala islamsku banku, pod nazivom „Citi Islamic Investment Bank“, a to se dogodilo 1996. godine, u Bahreinu, dok je za finansiranje njenog osnivanja uloženo 20 miliona dolara). Islamsko bankarstvo postoji u Bosni i Hercegovini, ali ne i u Crnoj Gori i Srbiji (postoje određeni *pravni* izazovi njihovog osnivanja).

Ukoliko se govori o etičkim ulaganjima, trebalo bi napomenuti da je Luther E. Tyson 1967. godine osnovao prvi fond za finansijske i socijalne investicije, pod nazivom „Pax World Fund“ (Galema, 2011, str. 1).

Neoklasičan ravnotežni model pokazuje da niže prinose ostvaruju društveno odgovorna, u odnosu na društveno neodgovorna preduzeća (pozitivna korelacija između društvene odgovornosti i prinosa). U okviru ovde navedenog istraživanja, došlo se do zaključka da su stope prinosa više upravo za one akcije koje su „isključene“ iz portfolija, jer su okarakterisane kao najrizičnije i *etički problematične* (proizvodnja alkohola i duvana, proizvodnja nuklearnog naoružanja, igre na sreću, i sl.). Autor istraživanja ističe da je podatke o društveno odgovornim investicijama preuzeo sa internet stranice KLD Research & Analytics (Galema, 2011, str. 19-22).

Kao jedan od istaknutih *protivnika* koncepta društvene odgovornosti navodi se Milton Fridman, koji je svojevremeno izjavio kako bi preduzeća „trebalo da interesuju isključivo one investicije koje bi trebalo da rezultuju maksimiziranjem profita“ (Galema, 2011, str. 5).

1.1. Analiza koncepta islamskog bankarstva

U islamskom bankastvu, kreditor prodaje određenu vrstu aktive dužniku na njegov zahtev, po „ceni“ u iznosu zbira troškova za kupovinu te vrste aktive i očekivanog profita (eksplicitno naplaćivanje kamate je zabranjeno, ali se profit ostvaruje na drugačiji način). Dakle, ne obezbeđuje novac (kako se prepostavlja u *teoriji*), već aktivu (kako se realizuje u *praksi*). Ukoliko dužnik ne plati definisanu „cenu“, moguće je produžavanje roka plaćanja, ili raskid ugovora (u kom slučaju se islamska banka naplaćuje iz sredstava ostvarenih prodajom kupljene aktive). Kod ovakvih, ne striktno finansijskih modela funkcionisanja viši je i rizik (Sallberg, 2009, str. 16).

U okviru islamskog bankarstva, javlja se nekoliko karakterističnih kreditnih proizvoda: Murabaha (način finansiranja putem kupoprodaje aktive), Ijara (usluge lizinga), Mudaraba i Musharaka (koncept „podele profita i gubitka“), Takaful (mutualno osiguranje), Qard Hasan (krediti „nulte profitabilnosti“), Wadiyah (trezorski poslovi) (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 394).

Sallberg u svom istraživanju smatra da islamsko bankarstvo u određenom kontekstu čak može da se podvede pod koncept mikrofinansiranja (Šerijat zabranjuje „gerar“ tj. špekulaciju, a relevantno u ovakvoj zabrani jeste *zaštita slabijih* od eksplatacije). Međutim, isti autor ističe i određene razlike između ova dva koncepta (u mikrofinansiranju, uvek *dužnik snosi rizik*, dok u islamskom bankarstvu, rizik ponekad snosi kreditor, u slučaju *modela „podele profita i gubitka“*; zatim, *eksplicitno* naplaćivanje kamate zabranjeno je u islamskom bankarstvu, dok to nije slučaj u mikrofinansiranju) (2009, str. 10-14). Isti autor smatra da islamski način finansiranja ne predstavlja klasično kreditiranje, već način investiranja (prvenstveno za bonitetne klijente, koji imaju jak kreditibilitet i dobru kreditnu istoriju). Trebalo bi napomenuti da još uvek nije razvijeno islamsko bankarstvo za siromašne (2009, str. 33).

Tabela 132: Analiza obuhvata islamskog bankarstva, u 2008. godini

Region	Broj institucija	Procenat klijenata ženskog pola	Broj ukupnih klijenata	Kreditni portfolio (u \$)	Prosečna veličina kredita (\$)
Avganistan	4	22	53.011	10.347.290	162
Bahrein	1	n/a	323	96.565	299
Bangladeš	2	90	111.837	34.490.490	280
Indonezija	105	60	74.698	122.480.000	1.640
Jordan	1	80	1.481	1.619.909	1.094
Liban	1	50	26.000	22.500.000	865
Pakistan	1	40	6.069	746.904	123
Pojas Gaze	1	100	132	145.485	1.102
Saudijска Arabija	1	86	7.000	586.667	84
Somalija	1	n/a	50	35.200	704
Sudan	3	65	9.561	1.891.819	171
Sirija	1	45	2.298	1.838.047	800
Jemen	3	58	7.031	840.240	146

Izvor: Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 393.

Kao što se može uočiti iz prethodne tabele, islamsko bankarstvo posebno je koncentrisano u nekoliko država, a najviše u Indoneziji, Bangladešu i Avganistanu (oko 80%).

1.2. Analiza „zamke siromaštva“

Augsburg u svom istraživanju preuzima definiciju Svetske banke iz 1990. godine o apsolutnom siromaštvu (ljudi koji žive na osnovu primanja u visini od 1 USD, na dnevnom nivou). Isti autor navodi kako je „država i prijatelj i neprijatelj siromašnih, te kako im istovremeno uliva i strah i obećanje“ (Edward Luce, *In Spite of the Gods*, 2006). Takođe, u istraživanju se navodi kako se indeks siromaštva na drugačiji način definiše za ruralne (zasnovan na indeksu potrošačkih cena za *poljoprivredne radnike*) i urbane sredine (zasnovan na indeksu potrošačkih cena za *industrijske radnike*) (2009, str. 1-2).

Pojedini autori u analizu sektora mikrofinansiranja uvode *Arrow-Debreu model*. Kenet Arov i Džerar Debrou, primenom Walrasian modela objasnili su šta je neophodno da bi viđenje Adama Smita bilo tačno (u „Bogatstvu nacija“ tvrdi da ispunjavanje ličnih interesa vodi do opšte dobroti društva). Privreda bi bila efikasna, u kontekstu da niko ne bi mogao da bude u boljem položaju, a da neko drugi zbog toga ne bude u lošijem, ali isključivo uz krajnje *restriktivne uslove* (Kirchstein, 2011, str. 70).

Lorencova kriva je kriva koja grafički prikazuje *nejednakost u raspodeli* dohotka. Koncept Lorencove krive ekvivalentan je pravilu drugostepene stohastičke dominacije (koja je spomenuta u onom segmentu disertacije u okviru kog je računat VaR) (Augsburg, 2009, str. 81).

Brojni autori ističu kako je optimistična i „romantična“ predstava koja je u medijima stvorena o konceptu mikrofinansiranja pogrešna, te kako bi trebalo posumnjati u dobronamernost istog, jer kreira „zamku siromaštva“ (iako teorija predviđa pozitivne efekte, praksa potvrđuje suprotno) (Bateman, Chang, 2009, str. 4/5).

U citiranom istraživanju navodi se kako lokalni i međunarodni mediji podstiču entuzijazam u vezi koncepta mikrofinansiranja. Međutim, realnost je značajno drugačija i svedoči o „dugovnim

spiralama“ (u Indiji, u februaru i martu 2006. godine, javno mnjenje optuživalo je mikrofinansijske institucije za oko 60 samoubistava izvršenih u Krishna distriktu (Andhra Pradesh), jer su svi bili korisnici mikrokredita, a zbog definisanja previsokih kamatnih stopa na mikrokredite). Navodi se i primer supružnika, koji su izvršili samoubistvo ispijanjem cijanida (jer su uzeli nekoliko mikrokredita, od različitih mikrofinansijskih institucija). Takođe, navode se i primjeri verbalnog i seksualnog zlostavljanja klijenata od strane službenika mikrofinansijskih institucija, kao i navođenja na bavljenje prostituticom, zatim, konfiskacije kompletne imovine, i sl. (Augsburg, 2009, str. 48). Isto tako, navodi se kako pozitivan uticaj mikrofinansiranja *u dugom roku slab*, što je posebno izraženo u ruralnim područjima („zasićenost“ kreditima) (Augsburg, 2009, str. 127/128).

I u drugim istraživanjima navodi se kako mikrofinansiranje ima pozitivan *uticaj u kratkom roku*, ali da uticaj u dugom roku postaje sporan (koncept mikrofinansiranja kao produkt ideologije *neoliberalizma* i globalizacije, gde u sve većoj meri dolazi do izražaja afirmacija tržišnih principa i privatnog preduzetništva, a sve manje „levičarski“ i „novotalasni“ karakter) (Bateman, Chang, 2009, str. 1).

2. Kritička analiza fenomena „predatorstva” i ekspanzije zloupotreba u mikrofinansijskom sektoru

U nedostatku tržišnih elemenata poslovanja, i u sferi mikrofinansiranja postoji opasnost od „predatorskog“ kreditiranja, odnosno, od visokih kamata („*Shark Lending*“). U poslednje vreme, koncept mikrokreditiranja bio je optuživan za uvođenje korisnika kredita u „dugovnu zamku“ (veliki broj indijskih farmera izvršio je samoubistvo, iz razloga što više nisu bili u stanju da otplaćuju kredite sa visokim kamatama). Neretko, vodi se debata između ekonomista: da li koncept mikrokreditiranja nosi u sebi „seme samouništenja“ ili je on ipak, žrtva neadekvatne regulative u okviru finansijskog sektora.

Mikrofinansijske institucije neretko su optuživane za zaračunavanje izuzetno visokih aktivnih kamatnih stopa. Kao primer borbe protiv „predatorstva“ mikrofinansijskih institucija navodi se primer Nikaragve, gde je njihov tadašnji predsednik Daniel Ortega pozvao klijente mikrofinansijskih institucija da prestanu da otplaćuju uzete mikrokredite (Gonzalez, 2010, str. 1).

U 2006. godini, prosečna aktivna kamatna stopa na mikrokredite na svetskom nivou iznosila je 24,8% na godišnjem nivou, međutim, ni kamatne stope od čak preko 100% nisu neuobičajene. Visoke kamatne stope najčešće su „pravdane“ kompleksnošću i *radnom intenzivnošću* procesa odobravanja mikrokredita, koji podrazumeva putovanje do klijenata koji su neretko u udaljenim područjima, i organizaciju frekventnih sastanaka između mikrokreditnih institucija i klijenata u vezi sa otplatnim šemama. Primera radi, Compartamos banka iz Meksika povećala je svoju profitabilnost upravo putem zaračuvanja izuzetno visokih aktivnih kamatnih stopa, te posledično uspela da ostvari ROE od čak preko 50% (Guntz, 2011, str. 23-35).

Muhammad Yunus prokomentarisao je inicijalnu javnu ponudu mikrofinansijske institucije Compartamos iz Meksika kako bi mikrofinansijske institucije trebalo da štite siromašne od „zelenaša“, a ne da podstiču nastanak novih (čak ju je uporedio sa njima, ističući kako svojim

klijentima zaračunava nominalnu kamatnu stopu od čak 86% na godišnjem nivou). S druge strane, visoke aktivne kamatne stope uticale su na značajan rast profita Compartamos banke (u 2005. godini, njen čist profit iznosio je 24% od prihoda po osnovu naplate kamata). U istraživanju se navodi kako su efekti mikrofinansiranja heterogeni i kako nisu uvek pozitivni (kako utiču na produbljivanje jaza između bogatih i siromašnih, a ne na njegovo slabljenje) (Galema, 2011, str. 3).

Rezultati istraživanja pokazuju da stopa otplate mikrokredita u Grameen Bank iznosi 97%. Međutim, Grameen Bank bila je optuživana od strane premijera Bangladeša Sheikh Hasina da mikrofinansijske institucije „piju krv siromašnih“ (Ahmed, Brown, Williams, 2013, str. 210).

Dve ključne ideje koncepta mikrofinansiranja, a to su omogućavanje siromašnima pristup izvorima finansiranja i njihovo ekonomsko osnaživanje, komplementarne su sa ključnim postulatima Vašingtonskog sporazuma, uključujući privatizaciju, liberalizaciju kamatnih stopa, i deregulaciju. Goodwin-Groen u svom istraživanju ističe Južnu Koreju kao jedini primer uspešne *liberalizacije*, ironično, zbog čvrste kontrole nad kamatnim stopama (2012, str. 15-22).

2.1. Analiza medijske slike o konceptu mikrofinansiranja

Počev od kasnih osamdesetih godina prethodnog veka, sektor mikrofinansiranja dobija sve veću i veću tehničku i finansijsku podršku. Osnovana je i multi-donatorska institucija CGAP (Consultative Group to Assist the Poor). Kampanja organizovana pod nazivom MicroCredit Summit Campaign doprinela je širenju ideje o mikrofinansiranju. Ujedinjene Nacije proglašile su za internacionalnu godinu mikrokredita 2005. godinu. Ubrzo potom, značajan broj poznatih, visokoprofilnih ličnosti iz oblasti biznisa (poput Bila Gejtsa, osnivača Microsoft-a, i Pjera Omidijsara, osnivača eBay-a), muzičke i filmske industrije, kao i politike, priključile su se promociji koncepta mikrofinansiranja, što je doprinelo rastu popularnosti sektora mikrofinansiranja, kao i kreiranju svesti kako je „filantropski i kul ulagati u ovaj sektor“ (uzimajući u obzir njegovu osnovnu misiju redukcije siromaštva) (Bateman, Chang, 2009, str. 3).

Hulme i Maitrot su u svom istraživanju napravili komparaciju medijske slike o mikrofinansiranju u razvijenim državama (koje ovaj koncept *isključivo* promovišu, ali ne i primenjuju, a gde se o njemu govori kao o „magičnom“, o „moralnom imperativu“, i sl.) i u nerazvijenim državama (u okviru koji je ovaj koncept *implementiran*, a gde se o njemu govori u izuzetno negativnom kontekstu). Iako pojedini mediji govore o značajnom osnaživanju žena putem mikrofinansiranja, realnost pokazuje da žene u pojedinim regionima (primera radi, u Bangladešu) imaju *malo kontrole* nad uzetim mikrokreditima. Rezultati dobijeni metodom fokus grupe pokazuju da žene neretko uzimaju mikrokredite po zahtevu svojih supružnika, a koje su na to podstaknuli mikrokreditni službenici. Ukoliko bi to odbile, usledilo bi nasilničko ponašanje njihovih supružnika, takođe instruisano od strane mikrokreditnih službenika. U ovom istraživanju, navodi se primer jedne žene koja je tvrdila da ju je supružnik prisilio da aplicira za mikrokredit kod čak četiri različite mikrofinansijske institucije. On je kontrolisao način i količinu trošenja novca, a koji je sam u najvećoj meri trošio na alkohol i kockanje (nije ostavljao dovoljno novca čak ni za hranu za decu). Ukoliko bi ona prigovarala zbog toga, on bi primenio silu. Ova žena je navodila kako se oseća bespomoćno i kako ne vidi izlaz iz ove „zamke“ (2014, str. 3-8).

U literaturi, neretko se ističe kako mikrofinansiranje i ekonomska nezavisnost doprinose osnaživanju žena. Međutim, autori citiranog istraživanja smatraju kako to ne mora nužno da bude slučaj (Ahmed, Brown, Williams, 2013, str. 212).

Postavljanje organizacionih i finansijskih ciljeva (proširenje mreže ekspozitura, briga o „ortodoksnim“ finansijskim indikatorima, dostizanje što boljih otplatnih stopa i viših nivoa profitabilnost, i sl.) kao *prioritetnih* (umesto onih socijalnih), približilo je po karakteristikama mikrofinansijski sektor „mejnstrim“ bankarstvu (dok se u pojedinim medijima i dalje plasira slika o mikrofinansijskim institucijama kao *herojima današnjice*) (Hulme, Maitrot, 2014, str. 5).

U ovde navedenom istraživanju, kao primer negativnog uticaja mikrofinansiranja navodi se primer preduzeća Energoinvest iz Bosne i Hercegovine. Tražeći načina za racionalizaciju broja zaposlenih nakon 1996. godine, ovo preduzeće ponudilo je svojim zaposlenima „prelazak“ na samozapošljavanje (obezbeđujući im tehnološku podršku). Iako je značajan broj zaposlenih pristao na to i pripremio biznis planove, naponsetku su shvatili da nisu u mogućnosti da ispune restriktivne uslove zahtevane od strane mikrofinansijskih institucija. Posledično, usled nemogućnosti prikupljanja izvora finansiranja, sve kreativne poslovne ideje su osujećene i kompletne akcije je u potpunosti prekinuta. *Ironično*, pojedinačni slučajevi ipak su bili finansijski podržani i realizovani, ali u Nemačkoj (u Bosni i Hercegovini nisu bili ocenjeni kao potencijal u koji vredi uložiti, dok u Nemačkoj jesu). U istom radu, navodi se kako mikrofinansiranje na posredan način podstiče razvoj *uvozno-zavisne* i pretežno na „*instant*“ trgovinskoj delatnosti zasnovane ekonomske strukture (Bateman, Chang, 2009, str. 19). Isti autori u svom istraživanju navode primer Kambodže i Kosova, kao dva siromašna regiona, u okviru kojih je razvijen mikrofinansijski sektor (konkretno, spominje se mikrofinansijska institucija ACLEDA u Kambodži i ProCredit na Kosovu). Oba regiona ocenjena su od strane autora rada kao poljoprivredno potentna (poljoprivredna proizvodnja predstavlja se kao rešenje za izlazak iz zone siromaštva). Međutim, u praksi se dogodilo to da su se pomenuti regioni ipak opredelili za „brži“ način ostvarivanja profita, odnosno, za sitnu trgovinu, što je rezultovalo stvaranjem takozvane „*bazar*“ ili „*kiosk*“ ekonomije (izvršena je i *gradacija*, jer se u radu navodi kako je poljoprivredni sektor u Kambodži doživeo *pad*, a na Kosovu *kolaps*). Takođe, u radu je navedeno kako su mikrofinansijske institucije u ovim regionima izgledale poput „*katedrala u pustinji*“ (gde je katedrala simbol za interno bogatstvo, a pustinja za eksterno siromaštvo) (Bateman, Chang, 2009, str. 17-20).

I u okviru drugih istraživanja navodi se kako mikrofinansiranje utiče na stvaranje „*kiosk ekonomije*“ (Ahmed, Brown, Williams, 2013, str. 219).

Bateman i Chang u svom istraživanju navode i kako je u novije vreme sektor mikrofinansiranja poprimio „*volstritovske manire*“ (neetično ponašanje, oportunizam, pohlepa). Kao primer takve „*degeneracije*“ navode primer Compartamos Banco iz Meksika, čiji su top menadžeri postali *multimilioneri*, zahvaljujući zaračunavanju kamatnih stopa na mikrokredite u rasponu 90-120% na godišnjem nivou. Jedna od osnovnih *prepostavki* o konceptu mikrofinansiranja jeste da je oslobođen od ideologija, kao i da je u pitanju isključivo misija pomaganja ranjivim grupacijama i redukcije siromaštva. Ipak, autori istraživanja vrše poređenje ideje o mikrofinansiranju sa

doktrinama vladajućeg neoliberalizma (promovisanje privatnog vlasništva i procesa privatizacije, promocija finansijske samoodrživosti i smanjenja zavisnosti od državnih subvencija, „fleksibilizacija“ tržišta rada i obezvređivanje radne snage, i sl.). Takođe, autori istraživanja ističu kako su neoliberalisti ustvari *anticipirali* moguću pobunu siromašnog stanovništva (koji bi „zloupotrebili“ mehanizam demokratije, kako bi „digli glas“), te njihovo p(r)ozivanje državnih institucija da reše njihove probleme. U tom kontekstu, neoliberalisti ubrzo su pronašli „rešenje“, koje bi preveniralo ovakav nepovoljan scenario, a to su upravo mikrofinansijske institucije (briga o siromašnima *umesto* države) (Bateman, Chang, 2009, str. 23). Ono što autori istog istraživanja dalje ističu kao „dokaz“ koji potvrđuje da je koncept mikrofinansiranja derivat koncepta neoliberalizma jeste činjenica da su zagovornici neoliberalizma neretko isticali kako *globalizacija* može da dovede do redukcije siromaštva (sektor mikrofinansiranja u novije vreme sve značajnije podleže procesima globalizacije i komercijalizacije, a od ovih procesa najviše benefita imale su upravo najbogatije države, poput Sjedinjenih Američkih Država, što je dodatno produbilo jaz između bogatih i siromašnih). Isti autori navode kako su očekivani pozitivni efekti mikrofinansiranja u velikom broju slučajeva *preuveličani*, te da su iluzornog karaktera (realni efekti su još naglašenija diskriminacija „slabijih“ i favorizovanje „jačih“). Autori istraživanja čak porede koncept mikrofinansiranja sa „lošim lekom“ (stvara pozitivne efekte u kratkom roku, ali suštinski ne leči u dugom roku) (2009, str. 22-30).

2.2. Analiza mikrofinansijskih „mehura“

Hulme i Maitrot u svom istraživanju ističu kako su se u novije vreme mikrofinansijske institucije više fokusirale na sopstvene finansijske performanse, a da su *zapostavile* prvo bitno deklarisanu misiju postojanja (finansijsko osnaživanje marginalnih grupacija i redukcija siromaštva). Isti autori analiziraju da li je samo „mejnstrim“ bankarstvo izgubilo „moralni kompas“ ili je i sektor mikrofinansiranja, takođe. U Sjedinjenim Američkim Državama, Evropi i Japanu mediji gotovo *rutinski* predstavljaju nastanak koncepta mikrofinansiranja kao *uspeh* značajnih razmera (prethodno pomenuta pretpostavka kritički se ne revidira). Ovakva vrsta „narativa“ nastavlja se bez obzira na *krizu* mikrofinansijskog sektora u Indiji 2009/2010. godine, zatim, mikrokreditne „mehure“ u Nikaragvi, *Bosni i Hercegovini* i Moroku, kao i skandale u vezi privatizacije Compartamos Banco iz Meksika (koja je interest akcionara postavila iznad interesa klijenata) (2014, str. 2/3).

Kada su u pitanju mikrofinansijski „*mehuri*“, bolivijsko iskustvo iz devedesetih godina prethodnog veka može da posluži za analizu „zelenaških“ kamatnih stopa (Goodwin-Groen, 2012, str. 18).

Wagner u svom istraživanju navodi da je slabljenje kreditne discipline najizraženije bilo u *Bosni i Hercegovini* i Moroku. U mikrofinansijskom sektoru određenih zemalja, rastući nivo konkurenциje neretko je bio praćen „*multiplikovanim*“ mikrokreditiranjem (gde su klijenti imali pravo da istovremeno uzimaju nekoliko mikrokredita od različitih mikrofinansijskih institucija). Ovo posebno važi za zemlje u kojima su kreditni biroi ili disfunkcionalni ili ih uopšte nema, te ne postoji centralna baza podataka o kreditnim dosjeima. U 2009. godini, u *Bosni i Hercegovini*,

Nikaragvi, Moroku i Pakistanu čak 30-40% klijenata pribegavalo je „multiplikovanom“ mikrokreditiranju (2013, str. 34-37).

Autori drugog istraživanja pokazuju da mikrokreditiranje u većoj meri pozitivno utiče na već profitabilne poslovne subjekte, a manje na siromašne pojedince (*protivno teoriji i retorici o mikrofinansiranju*). U okviru istog istraživanja, navodi se da mikrofinansiranje ne utiče na rast ponude radne snage uzrasta tinejdžera (za šta je često „optuživan“ koncept mikrofinansiranja, da doprinosi radnoj eksploraciji dece, primera radi, u *Bosni i Hercegovini*) (Banerjee, Duflo, Glennerster, Kinnan, 2014, str. 20-23).

3. Predlog mera za podsticanje razvoja koncepta mikrofinansiranja u Srbiji

Akinosi, Nordlund i Turbay u svom istraživanju navode kako bi korišćenje *Toolkit* jezika (za izgradnju softverskih aplikacija) doprinelo unapređenju sektora mikrofinansiranja, kao i redukciju emisije CO₂ (usled korišćenja vozila i terenskih obilazaka klijenata). Neretko, kao jedna od mera za unapređenje sektora mikrofinansiranja navodi se implementacija odgovarajućeg modela za procenu rizika. Kao primer *skoring* modela, autori ovde navedenog istraživanja ističu Entrepreneurial Finance Lab (evaluacija troškova, „difolt“ stopa, i dr.) (2011, str. 35/36). U drugom istraživanju, kao primer razvoja specifičnog modela za *skoring* kredita navodi se Permicro iz Italije (od klijenata se prikupljanju odgovori na po 10 pitanja iz svake od sledećih tri oblasti: socio-demografski profil, istorijski pregled kreditnog rejtinga i analiza pouzdanosti ko-garantora, a potom, odgovori se evaluiraju ocenom u rasponu 1-5, poput ocenjivanja u okviru Likertove skale, gde prosečni rezultat predstavlja skor) (Bramanti, 2013, str. 31).

U nastavku je predstavljena detaljnija analiza mera za podsticanje razvoja koncepta mikrofinansiranja u Srbiji.

3.1. Izrada i implementacija Zakona o mikrofinansiranju

Autori ovde navedenog istraživanja smatraju da problem *legitimeta* mikrofinansijskih institucija leži u nedostatku jasne i precizne *definicije* o tome šta ustvari predstavlja mikrofinansijska institucija (njena prava i obaveze) (Ahmed, Brown, Williams, 2013, str. 211).

U Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori postoje zakonski propisi koji regulišu oblast mikrofinansiranja, dok u Srbiji to nije slučaj. Najpre, trebalo bi precizirati da li mikrokreditna organizacija može da se bavi poslovima primanja depozita. Potom, trebalo bi precizirati u kojim pravnim formama može da bude osnovana mikrokreditna organizacija. Takođe, trebalo bi definisati maksimalni iznos mikrokredita koji može da bude odobren od strane profitne i neprofitne mikrofinansijske organizacije. Isto tako, trebalo bi navesti da su mikrofinansijske organizacije u obavezi da javno objavljuju nominalne i efektivne kamatne stope na mikrokredite, kao i provizije za obradu mikrokreditnog zahteva. Trebalo bi specifikovati i minimalni iznos osnivačkog kapitala. Od izuzetnog značaja je i definisanje preciznih kriterijuma za izdvajanje rezervi za pokriće kreditnih gubitaka (i uopšte, kriterijuma za upravljanje rizicima). Naposletku, trebalo bi navesti da je višak ostvarenih prihoda nad rashodima moguće investirati isključivo u

obavljanje mikrokreditne delatnosti. Nakon donošenja zakonskih propisa koji bi uređivali ovu oblast, trebalo bi obezbediti nadzor adekvatne primene istih (kako bi se izbegla „labava”, odnosno, selektivna primena regulative).

3.2. Smanjenje regionalnog jaza

Wijesiri u svom istraživanju predlaže usvajanje savremenih komunikacionih *tehnologija*, u funkciji afirmisanja finansijske *inkluzije* na troškovno efikasan način i *smanjenja* regionalnog jaza. Kao primer unapređenja finansijske inkluze pomoću „mobilne revolucije” u okviru bankarskog sektora navodi se Kenija. Prema podacima iz istraživanja, čak 93% Kenijaca koristi mobilni telefon, dok čak 73% njih koristi usluge mobilnog bankarstva. U Keniji je u 2011. godini preko servisa M-PESA zabeleženo više realizovanih transakcija, nego putem Western Union na globalnom nivou (2014, str. 41-43).

„Bezekspoziturno” (elektronsko, internet, mobilno) bankarstvo može da ponudi finansijske usluge po 50% nižim troškovima u odnosu na klasične kanale distribucije kreditnih proizvoda. U citiranom istraživanju navodi se primer Filipina, gde tipična finansijska transakcija košta banku 2,5 USD, dok bi identična transakcija procesuirana putem mobilnog telefona koštala banku svega 0,50 USD (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 128). Ovo je jedna od činjenica koja je ugrađena prilikom *teorijske projekcije* kamatnih stopa na mikrokredite.

I u drugom istraživanju navodi se kako ATM-ovi, upotreba mobilnih telefona, kao i interneta, doprinosi *redukciji troškova* i unapređenju distribucije proizvoda/usluga (Galema, 2011, str. 43/44). Primeri „distribucije” mikrofinansijskih usluga su: grupno i individualno mikrokreditiranje, mobilno mikrofinansiranje (tehnološka intenzivnost), „širina” lepeze proizvodnog miksa (mikrodepoziti), i sl. (Annim, 2010, str. 161).

U vreme početka neformalnog²⁵ prikupljanja podataka (**maj 2014.** godine), analizirano je 29 banaka, koje čine čak 91% analiziranog uzorka (korišćen je tada važeći spisak banaka sa internet stranice Narodne banke Srbije, koje poseduju dozvolu za rad), kao i 3 mikrokreditne institucije, koje čine svega 9% analiziranog uzorka (što potvrđno govori u prilog tome da je finansijski sistem u Srbiji „bankocentričan“).

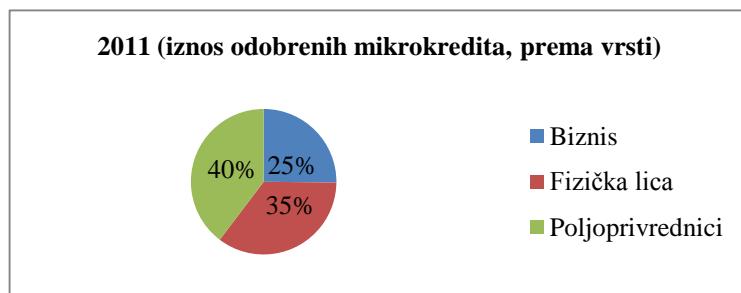
S obzirom na nemogućnost prikupljanja ove vrste podataka za ostale finansijske institucije koje se bave mikrokreditiranjem u Srbiji, u nastavku je predstavljena analiza mikrokreditnog poslovanja Opportunity Bank ad Novi Sad (struktura odobrenih mikrokredita po svom *tipu*, distribucija mikrokredita po *regionima i polu*, broj odobrenih mikrokredita i *iznos* odobrenih mikrokredita). U izvornoj definiciji o mikrofinansiranju, pod ovim pojmom podrazumeva se obezbeđivanje finansijskih usluga stanovništvu sa nižim prihodima, posebno siromašnjima. Kada je u pitanju ova banka, zadovoljen je osnovni kriterijum finansiranja siromašnijih slojeva stanovništva. U 2015. godini, 38% kreditnih klijenata Opportunity Bank ad Novi Sad kategorisani su kao klijenti sa *nižim prihodima od prosečnih* u Republici Srbiji (u skladu sa

²⁵ Formalno prikupljanje empirijskih podataka otpočelo je marta 2015. godine, nakon preciznog definisanja teme i sadržaja disertacije, kako je i navedeno u uvodnom delu.

Anketom o potrošnji domaćinstava Republičkog zavoda za statistiku). Zatim, 60% klijenata iz aktivnog kreditnog portfolija Opportunity Bank imalo je prebivalište van gradova na kraju 2015. godine, što znači da su u pitanju klijenti iz ruralnih područja, kojima je otežan pristup finansijskim proizvodima i uslugama (Opportunity Bank ad Novi Sad, Upravljanje socijalnim performansama, 2016).

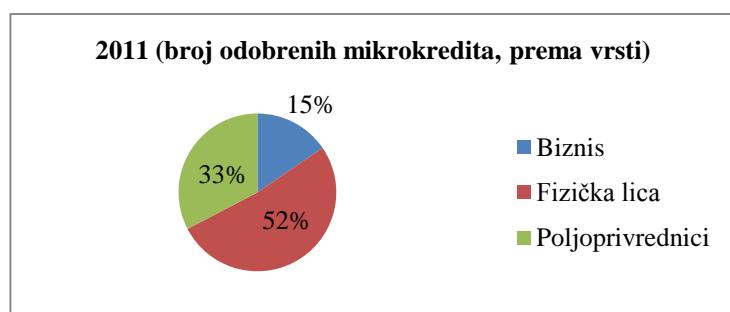
Kada je u pitanju 2011. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po tipu* najveći deo zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih poljoprivrednicima, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita najveći deo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih fizičkim licima (prosečna veličina biznis mikrokredita je 3.489,23 EUR, mikrokredita odobrenog fizičkom licu 1.450,12 EUR, a mikrokredita odobrenog poljoprivredniku je 2.602,79 EUR). Kada je u pitanju 2011. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po regionima* najveći deo zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita takođe najveći deo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji (prosečna veličina mikrokredita odobrenog u Vojvodini je 2.202,57 EUR, mikrokredita odobrenog u Beogradu 2.647,94 EUR, mikrokredita odobrenog u Šumadiji i zapadnoj Srbiji 2.025,85 EUR, mikrokredita odobrenog u Jugoistočnoj Srbiji 2.055,98 EUR, a mikrokredita odobrenog na Kosovu i Metohiji 1.382,75 EUR).

Grafikon 32: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti (2011. godina)



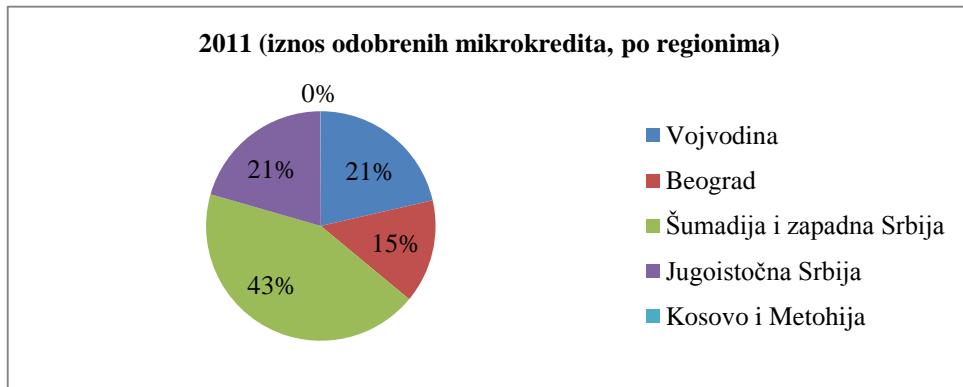
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 33: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti (2011. godina)



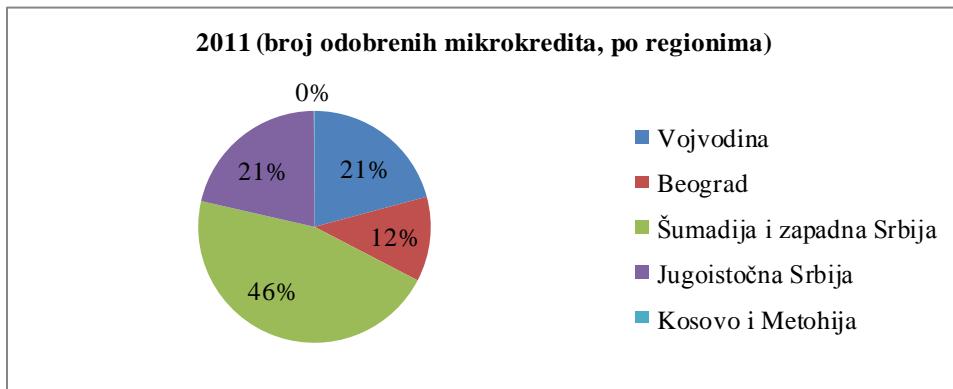
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 34: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2011. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

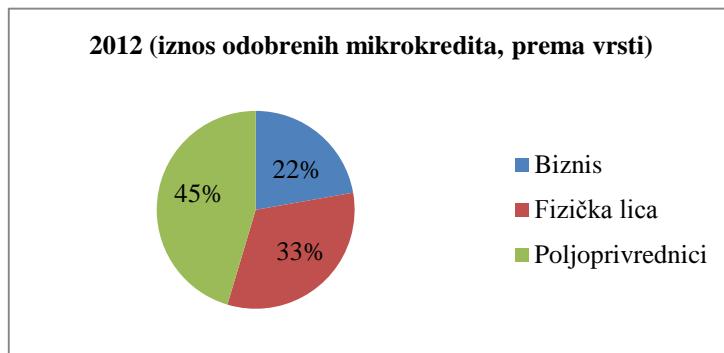
Grafikon 35: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2011. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

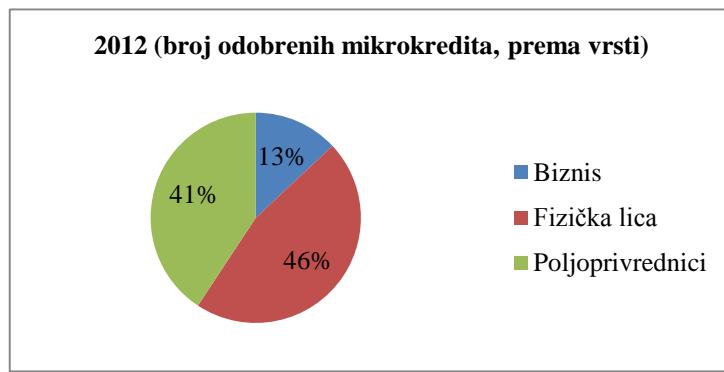
Analizirajući 2012. godinu, može se uočiti da u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po tipu* najveći udio zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih poljoprivrednicima, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita najveći udio zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih fizičkim licima (prosečna veličina biznis mikrokredita je 3.638,08 EUR, mikrokredita odobrenog fizičkom licu 1.492,73 EUR, a mikrokredita odobrenog poljoprivredniku je 2.375,1 EUR). Kada je u pitanju 2012. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po regionima* najveći udio zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita takođe najveći udio zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji (prosečna veličina mikrokredita odobrenog u Vojvodini je 2.220,89 EUR, mikrokredita odobrenog u Beogradu 2.765,17 EUR, mikrokredita odobrenog u Šumadiji i zapadnoj Srbiji 2.030,05 EUR, mikrokredita odobrenog u Jugoistočnoj Srbiji 2.066,26 EUR, a mikrokredita odobrenog na Kosovu i Metohiji 2.074,70 EUR).

Grafikon 36: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2012. godina)



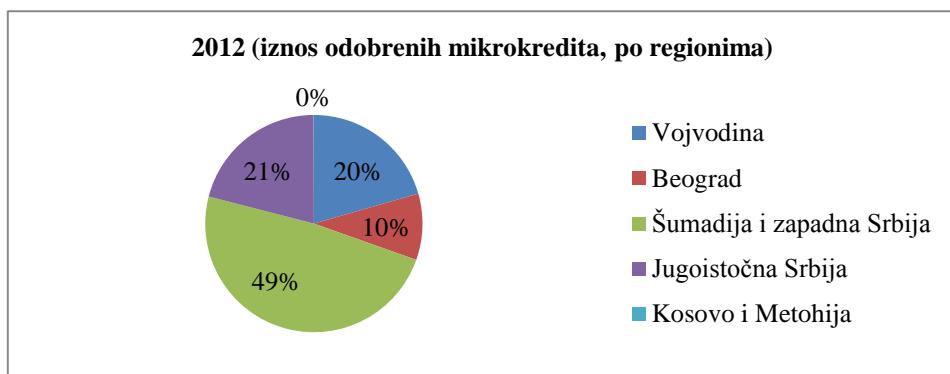
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 37: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2012. godina)



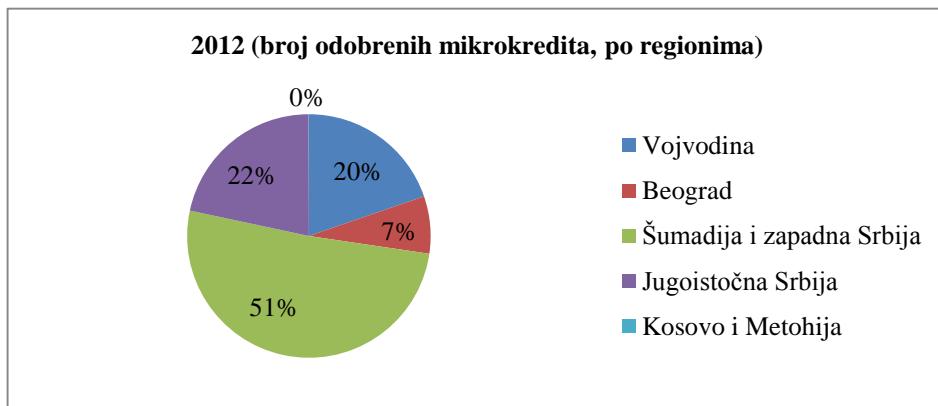
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 38: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2012. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

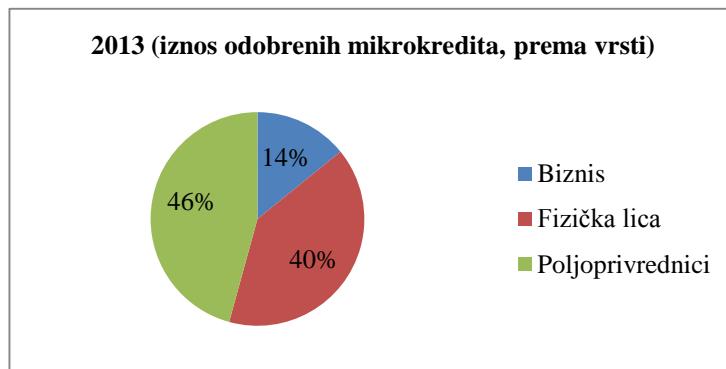
Grafikon 39: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2012. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

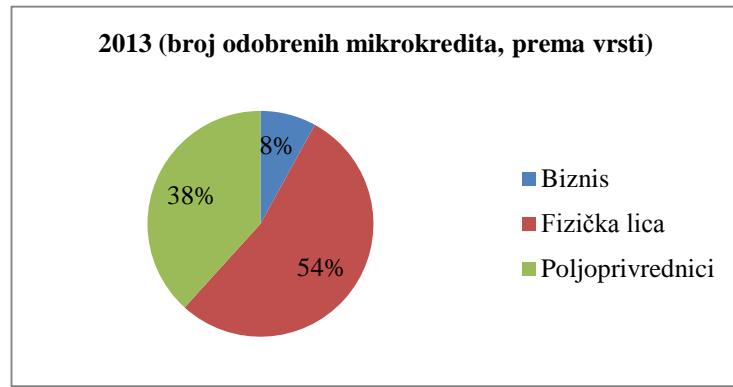
Posmatrajući 2013. godinu, može se konstatovati u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po tipu* najveći deo zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih poljoprivrednicima, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita najveći deo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih fizičkim licima (prosečna veličina biznis mikrokredita je 3.355,54 EUR, mikrokredita odobrenog fizičkom licu 1.414,50 EUR, a mikrokredita odobrenog poljoprivredniku je 2.262,43 EUR). Kada je u pitanju 2013. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po regionima* najveći deo zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita takođe najveći deo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji (prosečna veličina mikrokredita odobrenog u Vojvodini je 2.095,18 EUR, mikrokredita odobrenog u Beogradu 2.575,99 EUR, mikrokredita odobrenog u Šumadiji i zapadnoj Srbiji 1.743,74 EUR, mikrokredita odobrenog u Jugoistočnoj Srbiji 1.914,27 EUR, a mikrokredita odobrenog na Kosovu i Metohiji 1.503,19 EUR).

Grafikon 40: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2013. godina)



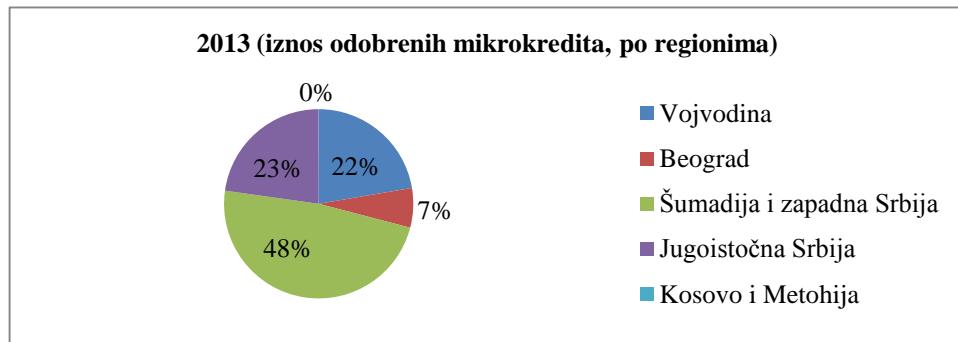
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 41: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2013. godina)



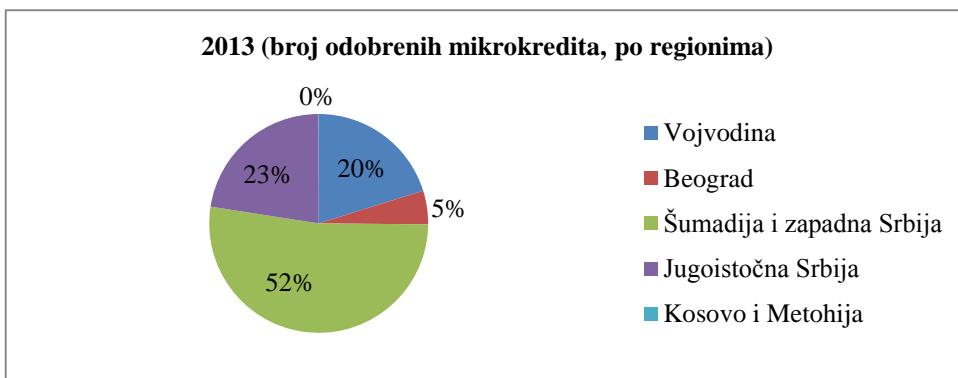
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 42: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2013. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

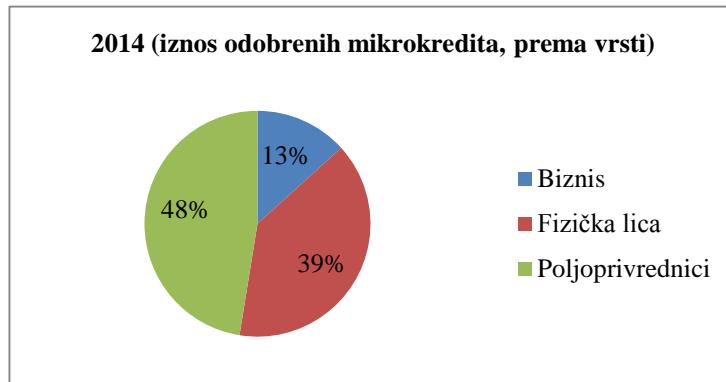
Grafikon 43: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2013. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

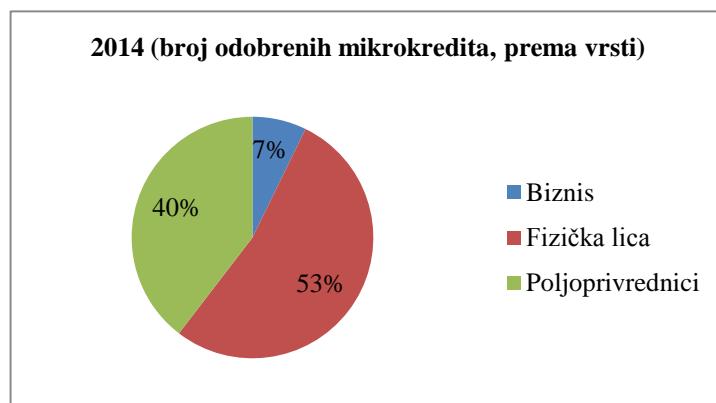
Kada je u pitanju 2014. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po tipu* najveći deo zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih poljoprivrednicima, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita najveći deo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih fizičkim licima (prosečna veličina biznis mikrokredita je 3.466,34 EUR, mikrokredita odobrenog fizičkom licu 1.395,78 EUR, a mikrokredita odobrenog poljoprivredniku je 2.266,15 EUR). Kada je u pitanju 2014. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po regionima* najveći deo zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita takođe najveći deo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji (prosečna veličina mikrokredita odobrenog u Vojvodini je 2.093,67 EUR, mikrokredita odobrenog u Beogradu 2.363,39 EUR, mikrokredita odobrenog u Šumadiji i zapadnoj Srbiji 1.709,87 EUR, mikrokredita odobrenog u Jugoistočnoj Srbiji 1.941,25 EUR, a mikrokredita odobrenog na Kosovu i Metohiji 1.257,01 EUR).

Grafikon 44: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2014. godina)



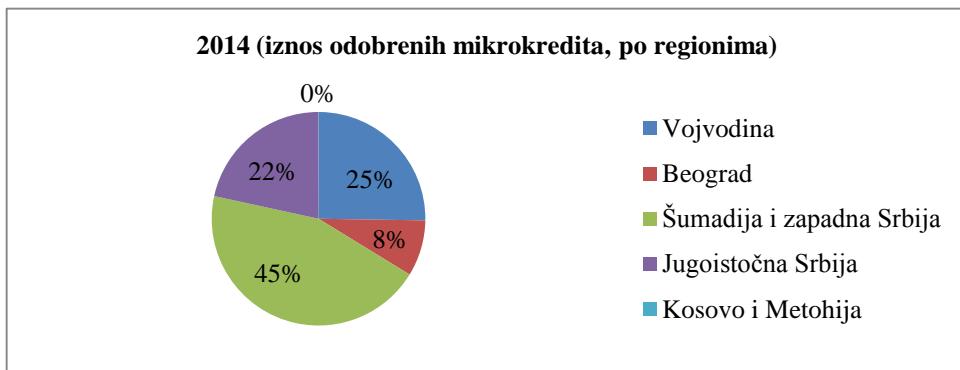
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 45: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2014. godina)



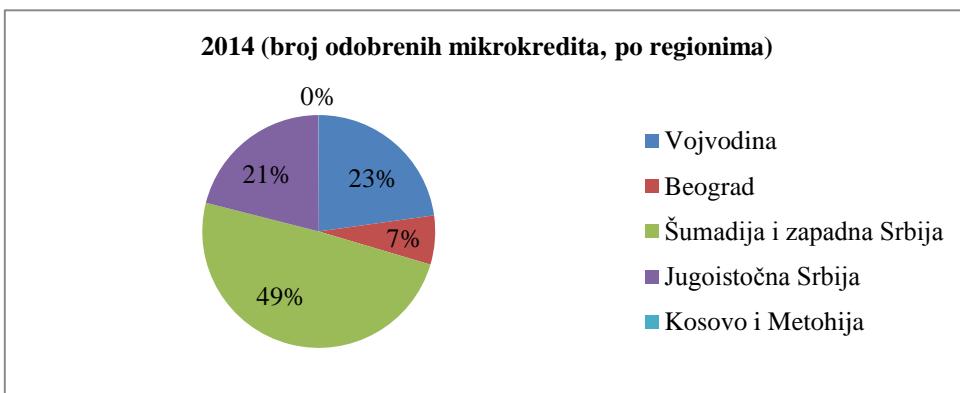
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 46: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2014. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

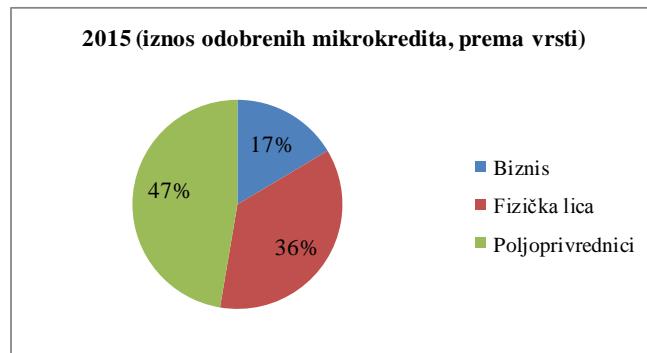
Grafikon 47: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2014. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

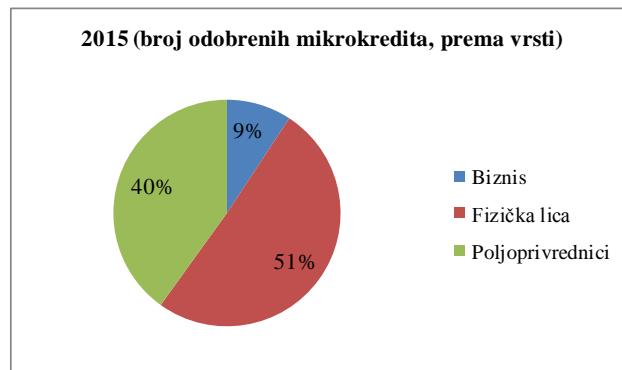
Naposletku, u 2015. godini u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po tipu* najveći udio zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih poljoprivrednicima, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita najveći udio zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih fizičkim licima (prosečna veličina biznis mikrokredita je 3.668,98 EUR, mikrokredita odobrenog fizičkom licu 1.597,13 EUR, a mikrokredita odobrenog poljoprivredniku je 2.636,42 EUR). Kada je u pitanju 2015. godina, u strukturi ukupnog iznosa svih odobrenih mikrokredita *po regionima* najveći udio zauzima ukupni iznos mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji, dok u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita takođe najveći udio zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih u Šumadiji i zapadnoj Srbiji (prosečna veličina mikrokredita odobrenog u Vojvodini je 2.360,71 EUR, mikrokredita odobrenog u Beogradu 2.801,50 EUR, mikrokredita odobrenog u Šumadiji i zapadnoj Srbiji 1.882,75 EUR, mikrokredita odobrenog u Jugoistočnoj Srbiji 1.943,39 EUR, a mikrokredita odobrenog na Kosovu i Metohiji 1.432,23 EUR).

Grafikon 48: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2015. godina)



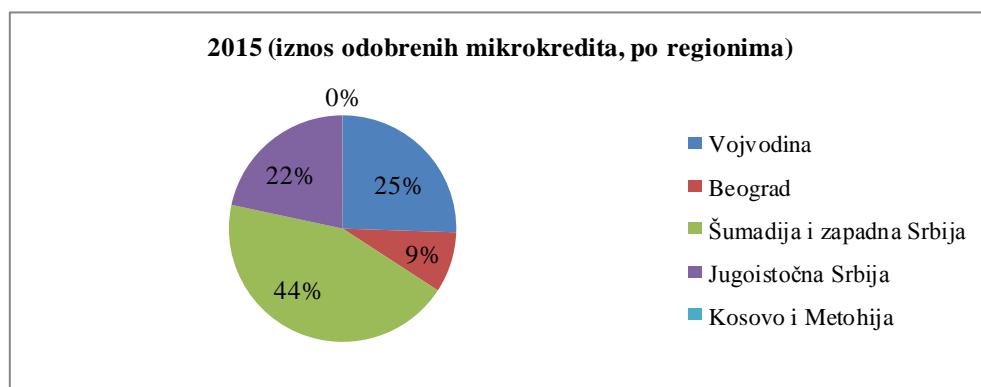
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 49: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2015. godina)



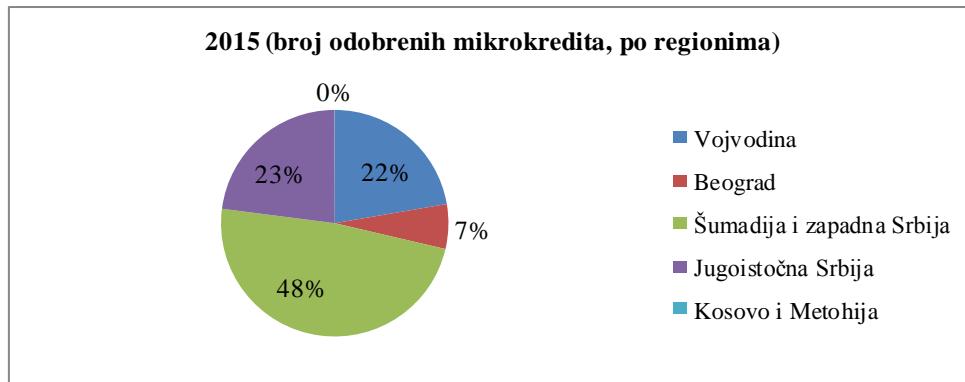
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 50: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2015. godina)



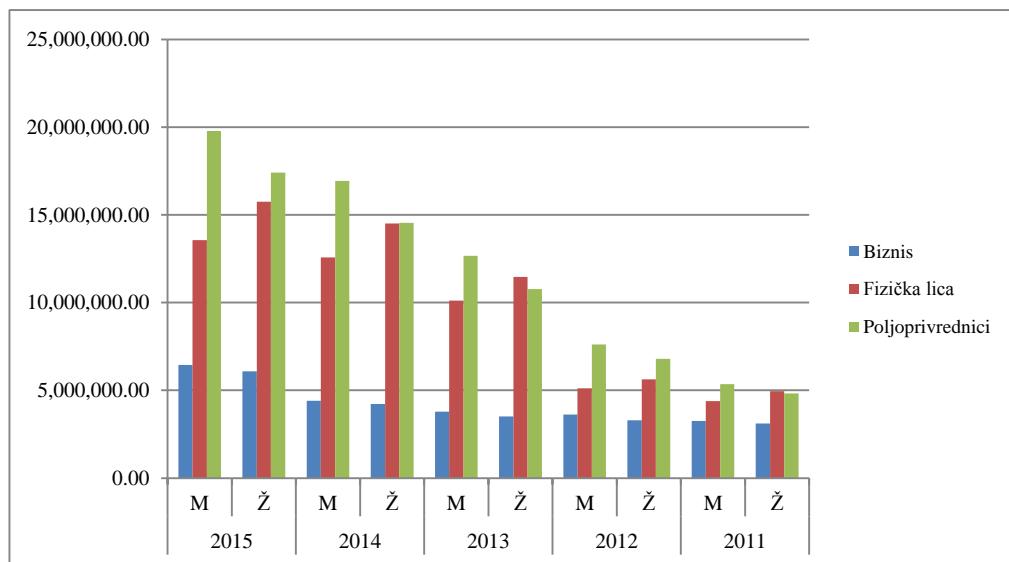
Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Grafikon 51: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2015. godina)



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

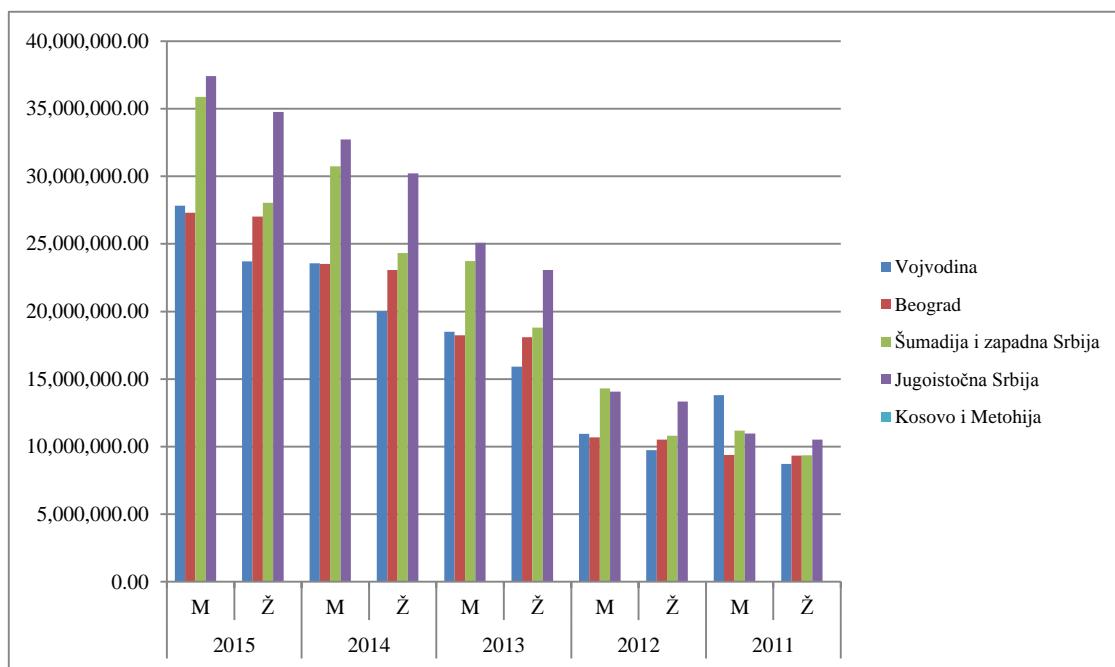
U nastavku je predstavljena analiza ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita (u EUR) u periodu 2011-2015. godine, prema vrsti mikrokredita i polu. Uočava se da u strukturi ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita dominira iznos po osnovu odobrenih mikrokredita za poljoprivrednike (u svim analiziranim godinama, osim u 2011. i 2013. godini kod klijenata ženskog pola). Takođe, može se primetiti da kada su u pitanju biznis mikrokrediti, postoji *ujednačeno* mikrofinansiranje klijenata muškog i ženskog pola, dok kada su u pitanju mikrokrediti za fizička lica dominira iznos odobren klijentima ženskog pola, a kada je reč u poljoprivrednim mikrokreditima dominira iznos odobren klijentima muškog pola.

Grafikon 52: Analiza ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita (u EUR) u periodu 2011-2015. godine, prema vrsti mikrokredita i *polu*

Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

U nastavku je predstavljena analiza ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita (u EUR) u periodu 2011-2015. godine, prema regionu i polu. Uočava se da je u periodu 2011-2012. godine postojalo relativno ujednačeno mikrofinansiranje kako klijenata muškog pola, tako i klijenata ženskog pola. U periodu 2013-2015. godine, uočava se značajan porast finansiranja klijenata muškog i ženskog pola u Jugoistočnoj Srbiji (*ujednačen rast*), kao i u Šumadiji i zapadnoj Srbiji (dominira iznos odobren klijentima muškog pola).

Grafikon 53: Analiza ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita (u EUR) u periodu 2011-2015. godine, prema regionu i *polu*



Izvor: Prikaz autora, na osnovu podataka iz Opportunity Bank ad Novi Sad.

Analizirajući mikrokreditiranje u okviru Vojvodine, bankari ističu da u strukturi ukupnog broja svih odobrenih mikrokredita najveći ideo zauzima ukupni broj mikrokredita odobrenih na području Bačke, objašnjavajući ovo činjenicom da se na ovom području nalazi *plodnije tlo i veće zemljišne parcele* (mikrokrediti za poljoprivrednike). Takođe, značajno je napomenuti da ne primenjuju sve banke jednoobraznu praksu, kada je mikrokreditiranje u pitanju (pojedine banke ne odobravaju biznis mikrokredite, niti mikrokredite namenjene stanovništvu, već isključivo mikrokredite namenjene poljoprivrednicima). Isto tako, značajno je apostrofirati i to da pojedine banke ne odobravaju start-up kredite, već mikrokredite odobravaju isključivo subjektima koji posluju minimum godinu dana (što se kosi sa *misijom* koncepta mikrofinansiranja).

Na osnovu izloženih podataka, može se zaključiti da u okviru Opportunity Bank ad Novi Sad postoji zadovoljavajući stepen *decentralizacije* usluga mikrokreditiranja, međutim, to nije automatski moguće zaključiti i za usluge mikrofinansiranja *na nivou Srbije* (iako što ne postoji saglasnost drugih finansijskih institucija koje se bave mikrokreditiranjem u Srbiji da se u okviru

ove disertacije publikuju analitički podaci ovog tipa, neformalnom analizom ipak je utvrđeno da pojedine banke *ne rade terenski*, već da zahtevaju da tražioci mikrokredita *dolaze lično* da podnesu zahtev). S obzirom na to da je realno pretpostaviti da pojedinci iz nepristupačnih delova zemlje nemaju čak ni saobraćajni pristup mestima gde se nalaze ekspoziture ovih finansijskih institucija, te da su usluge mikrokreditiranja posledično pretežno *koncentrisane u gradskim sredinama*, može se doneti zaključak da je u Srbiji prisutan *neravnomeran* pristup mikrofinansiranju, čime je dokazana jedna od postavljenih hipoteza, što je već ranije elaborirano).

3.3. Klasifikacija zajmotražilaca prema stepenu izloženosti riziku

Osnova ovog koncepta jeste u tome da ne bi trebalo sve potencijalne klijente tretirati na identičan način, već da bi procenu rizika trebalo vršiti na *pojedinačnom* nivou (vršiti „kamatno targetiranje“, odnosno, „stezenovanje“ kamatnih stopa prema stepenu rizičnosti zajmotražilaca. *Karakteristike* klijenata bi trebalo da utiču na formiranje kamatnih stopa (Annim, 2010, str. 97).

Autori drugog istraživanja takođe predlažu model za rešavanje problema informacione asimetrije pod nazivom „*stezenasto*“ kreditiranje (gde iznos kredita može da se povećava protokom vremena i boljim upoznavanjem klijenta) (Frankiewicz, Churchill, 2011, str. 113).

Klasična teorija Irving Fisher o kamatnim stopama zastupa stanovište da su kamatne stope determinisane silama ponude i tražnje, dok zanemaruje uticaj ostalih faktora (stopa inflacije, tržišne imperfekcije, fiskalna i monetarna politika, organizacioni faktori, i dr.). S druge strane, teorija Ronald MacKinnon i Edward Shaw o finansijskoj represiji zastupa ideju da *represija* u finansijskom sektoru kreira *negativne* kamatne stope (kada je stopa inflacije veća od kamatnih stopa koje se plaćaju na tržištima, dugovi se smanjuju, ali loša strana je što to ostavlja posledice na štednju građana) (Bosire, Mugo, Owuor, Oluoch, Kakiya, 2014, str. 20).

Pojedini autori razmatraju da li, pod uticajem institucionalnih performansi, kamatne stope mogu da budu *endogenizovane*? (Annim, 2010, str. 91) Podrazumeva se, analiza načina formiranja aktivnih kamatnih stopa zahteva preciznu *koncepcionalizaciju i kontekstualizaciju*.

4. Traženje „zlatne sredine”: predlog načina formiranja i definisanja visine aktivnih kamatnih stopa u mikrokreditnom sektoru

Već je ranije u disertaciji navedeno da u Srbiji ne postoji zakon o ograničenju kamatnih stopa, te da finansijske institucije samostalno definišu kamatne stope, u skladu sa principima slobodnog tržišta.

Zakon o obligacionim odnosima (Sl. list SFRJ, br. 29/78, 39/85, 45/89 - odluka USJ i 57/89, Sl. list SRJ, br. 31/93 i Sl. list SCG, br. 1/2003 - Ustavna povelja) smatra ništavnim zelenaska ugovore (član 141), te navodi da je „ništav ugovor kojim neko, koristeći se stanjem nužde ili teškim materijalnim stanjem drugog, njegovim nedovoljnim iskustvom, lakomislenošću ili zavisnošću, ugovori za sebe ili za nekog trećeg korist koja je u očiglednoj *nesrazmeri* sa onim što je on drugom dao ili učinio, ili se obavezao dati ili učiniti.“ Krivični zakonik (Sl. glasnik RS, br. 85/2005, 88/2005 - ispr., 107/2005 - ispr., 72/2009, 111/2009, 121/2012, 104/2013 i

108/2014) propisuje krivično delo - zelenašenje (član 217), te navodi da „ko za davanje novca ili drugih potrošnih stvari na zajam nekom licu primi ili ugovori za sebe ili drugog **nesrazmernu** imovinsku korist, iskorišćavajući teško imovinsko stanje, teške prilike, nuždu, lakomislenost ili nedovoljnu sposobnost za rasuđivanje oštećenog, kazniće se zatvorom do tri godine i novčanom kaznom.“ Međutim, u pomenutim zakonima *ne definiše se precizno* šta predstavlja nesrazmerna imovinska korist.

Za kamatne stope na mikrokredite neretko se navodi da su „most”, odnosno, „sredina” između kamatnih stopa na kredite koje odobravaju klasične finansijske institucije i kamatnih stopa na kredite koje daju zelenaši (Annim, 2010, str. 143/144).

U literaturi, navodi se kako se neretko dešava da se pojedinci u nedostatku formalnih izvora finansiranja opredeljuju čak i za „zelenaške” kredite, čiji je raspon kamatnih stopa 30-120% (Sharma, Puri, Chhatwal, 2014, str. 102).

U citiranim istraživanju navodi se primer „zelenašenja“ na Filipinima (naplaćuju se kamatne stope od 20% na dnevnom nivou, *ujutru* se pozajmljuje, a već *uveče* istog dana otplaćuje novac) (Mitra, 2009, str. 88).

Neretko se u okviru akademskih i stručnih krugova „raspravlja“ koja aktivna kamatna stopa je „previše“ visoka, ali postoji opšta saglasnost da bi informacije o njima trebalo da budu dostupne i transparentne (Garmaise, Natividad, 2013, str. 215).

Kamatna stopa nije isključivo cena kredita, već je ujedno i „filter“ za selekciju aplikanata (Torres García, 2009, str. 21). Isti autor navodi kako je uobičajena praksa u sektoru mikrofinansiranja primena *proporcionalne* (proste) kamante stope, koja se zaračunava na početni iznos odobrenog mikrokredita, a ne na njegov smanjeni deo, kako se mikrokredit otplaćuje tokom vremena. Primera radi, ukoliko je iznos uzetog mikrokredita 100 USD, rok dospeća mikrokredita 4 meseca, a mesečna kamatna stopa 3%, ukupan iznos kamate koji bi trebalo platiti iznosi 12 USD, a ukupan iznos kredita 112 USD.

U zavisnosti od ugovorene *dinamike* otplate (na nedeljnem, mesečnom nivou, i sl.), i ukoliko se pretpostavi da nema dodatnih provizija (nema razlike između nominalne i efektivne kamatne stope), iznos godišnje kamatne stope može da se kreće u rasponu 39-71%. Navodi se i primer kako se u Indiji u visinu kamatne stope na mikrokredite ugrađuju i „skriveni troškovi“, poput osiguranja, „članarina“, i sličnog, te da se one kreću u rasponu 50-80% na godišnjem nivou (Augsburg, 2009, str. 43/44). U još jednom istraživanju, navodi se da većina mikrofinansijskih institucija zaračunava kamatu primenom proporcionanog kamatnog računa (Muhammad, Waweru, Porporato, 2011, str. 13). Međutim, u Opportunity Bank ad Novi Sad se primenjuje *konformni* kamatni račun (kao što je već navedeno u nekom od prethodnih segmenata disertacije).

Određeni broj mikrofinansijskih institucija obezbeđuje mikrokredite po relativno niskim kamatnim stopama (navodi se primer mikrofinansijske institucije Rang De, koja obezbeđuje

mikrokredite za potrebe finansiranja *obrazovanja*, po efektivnim kamatnim stopama od 9% na godišnjem nivou) (Akinosi, Nordlund, Turbay, 2011, str. 30).

Al Azzam, Mimouni i Sarangi u svom istraživanju zaključuju da se odnos između dohodaka *per capita* i aktivnih kamatnih stopa može predstaviti krivom obliku slova U (rast dohodaka *per capita* prati i rast aktivnih kamatnih stopa, do *procenjene „granične vrednosti“* od oko 5.000 USD, te da se nakon daljeg rasta dohodaka *per capita* preko ove „granice“ aktivne kamatne stope smanjuju). Rast dohodaka *per capita* „stvara prostor“ mikrofinansijskim institucijama za povećavanje aktivnih kamatnih stopa. Međutim, rast dohodaka *per capita* preko ustanovljene „granične vrednosti“ dovodi do preusmeravanja klijenata sa mikrofinansijskih na klasične bankarske institucije (2014, str. 13).

Na osnovu izvršene *benchmarking* analize, pojedini autori smatraju da godišnja kamatna stopa na mikrokredite na nivou od oko 30% nije ekstremna (u Meksiku je bilo zabeleženih primera godišnjih kamatnih stopa na mikrokredite na nivou od čak 80%) (Annim, 2010, str. 72). Nije jednostavan zadatak utvrditi koje kamatne stope su ujedno i previsoke, iz razloga što postoje brojna različita mišljenja (u ovoj disertaciji, definisano je da se kamatne stope preko 25% na godišnjem nivou smatraju izuzetno visokim).

U CGAP studiji iz 2008. godine, prosečna aktivna kamatna stopa mikrofinansijskih institucija na godišnjem nivou iznosila je 17% (Šri Lanka), 80% (Uzbekistan), dok je prosečna globalna kamatna stopa na mikrokredite na godišnjem nivou iznosila 35% (Vong, Song, 2015, str. 13; Start, 2013, str. 3).

Rezultati citiranog istraživanja pokazuju da se nominalne aktivne kamatne stope koje mikrofinansijske institucije naplaćuju kreću u rasponu 30-70% na godišnjem nivou. Efektivna kamatna stopa još je i viša, usled dodavanja provizija (Fernando, 2006, str. 1).

U 2007. godini, kamatne stope na mikrokredite u Boliviji iznosile su u proseku 19.8% na godišnjem nivou, što je **pokrivalo operativne troškove** mikrofinansijskih institucija. U funkciji poređenja, te godine u Meksiku kamatne stope na mikrokredite iznosile su u proseku 94% na godišnjem nivou, 52% u Ekvadoru, 36% u Peru (Torres García, 2009, str. 42).

Većina zajmodavaca u Aziji naplaćuje nominalne kamatne stope na kredite od preko 5% na mesečnom nivou. Primera radi, u 2007. godini, pojedini privatni zajmodavci u Sjedinjenim Američkim Državama naplaćivali su kamate u iznosu 15-22 USD na dvonedeljnem nivou za svakih pozajmljenih 100 USD, što je ekvivalentno kamatnoj stopi od čak **572%** na godišnjem nivou (Torres García, 2009, str. 43).

U drugom istraživanju se navodi kako su u periodu 2000-2008. godine mikrofinansijske institucije u proseku naplaćivale nominalne kamatne stope u visini od 42% (Afrika i Latinska Amerika) i 35% (Azija). Autori tog istraživanja razmatraju da li su visoke kamatne stope posledice nedostatka *konkurenčije* na mikrokreditnom tržištu (Cotler, Almazan, 2013, str. 70).

Globalno posmatrano, kamatne stope mikrofinansijskih institucija pokazuju *trend pada* nakon 2007. godine, osim u 2008. i 2011. godini (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 71). Međutim, u ovom delu rada, ali kasnije, ponovo se navodi kako je primetan ovaj trend, ali *isključivo u pojedinim* državama (Bolivija, Nikaragva, Kambodža, ali ne i Meksiko, Bosna i Hercegovina, Indonezija). Autori citiranog istraživanja razmatraju mogućnost uticaja konkurenčije na visinu kamatnih stopa (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 76).

Autori drugog istraživanja ističu kako kod mikrofinansijskih institucija raste *portfolio rizik* sa rastom kamatnih stopa. Statistike pokazuju da mikrofinansijske institucije koje zaračunavaju aktivne kamatne stope iznad 60% na godišnjem nivou ostvaruju niže nivoe profitabilnosti (posebno se odnosi na mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja). **Rast** aktivnih kamatnih stopa utiče na smanjenje tražnje za mikrokreditima (*ekonomija obima* sve manje dolazi do izražaja). Isti autori ističu i kako mikrofinansijske institucije koje primenjuju sistem individualnog kreditiranja imaju više troškove osoblja (Cull, Demirguc-Kunt, Morduch, 2007, str. 5/6).

Pojedini autori ističu kako mikrofinansijske institucije zaračunavaju visoke aktivne kamatne stope, u okviru koje uključuju troškove kapitala, monitoringa i skrinininga, ali i „*forsiranja*

Drugi autori smatraju kako jačanje konkurenčije ne bi podsticalo smanjivanje aktivnih kamatnih stopa (smanjenje stopa bilo bi „iskopirano“ od strane konkurenčije, usled čega bi se izgubila konkurentska prednost) (Karlan, Zinman, 2008, str. 1057).

Kada se analizira senzitivnost klijenata na promene aktivnih kamatnih stopa, Karlan i Zinman smatraju da bi u obzir trebalo uzeti brojne faktore, poput nivoa *obrazovanja* (elastičnost tražnje značajno se *razlikuje* kod pismenog i nepismenog dela stanovništva). Rezultati istog istraživanja su (ne)očekivani, kod edukovanijeg stanovništva povećava se osetljivost na promene aktivnih kamatnih stopa, dok se kod stanovništva *nižeg obrazovanja* *senzitivnost smanjuje*. Isto tako, rezultati istog istraživanja povrđuju da su klijenti *ženskog* pola senzitivniji na promene aktivnih kamatnih stopa u odnosu na klijente muškog pola. Takođe, potvrđeno je i da povećanje roka dospeća mikrokredita za jedan mesec *povećava* i tražnju za mikrokreditima za oko 15%. Isti autori konstatuju kako ipak nisu uspeli da odgovore na brojna pitanja (da li rok dospeća utiče na stopu otplate, analiza drugih faktora koji utiču na elastičnost tražnje za mikrokreditima, i sl.). Dokazano je i da se elastičnost tražnje za mikrokreditima u pojedinim slučajevima *ne razlikuje* značajno od elastičnosti tražnje za klasičnim kreditima (kao primer su navedeni potrošački krediti u Italiji, kreditne kartice ili čak krediti za kupovinu automobila u Sjedinjenim Američkim Državama, i dr.) (2008, str. 1058-1064).

Karlan i Zinman konstatuju da kreatori politika neretko *propisuju* povećanje aktivnih kamatnih stopa, kako bi se smanjila ili čak eliminisala zavisnost mikrofinansijskih institucija od državnih subvencija. Ova „strategija“ imala bi smisla kada siromašni ne bi bili osetljivi na promene kamatnih stopa (u tom slučaju, mikrofinansijske institucije bi povećale profitabilnost, a pritom siromašnima ne bi ograničile pristup mikrokreditima). Ipak, malo je istraživanja koja pružaju detaljnu empirijsku analizu o senzitivnosti klijenata na promene kamatnih stopa na mikrokredite

(elastičnost tražnje), kao i analizu *metodologija definisanja optimalnih stopa*. Iz tih razloga, prilikom definisanja aktivnih kamatnih stopa, mikrofinansijske institucije u značajnoj meri se *oslanjaju na teorijske analize i intuiciju*. Osim što reaguju na promene aktivnih kamatnih stopa, klijenti reaguju i na rok dospeća (duži rokovi podrazumevaju niže mesečne otplate, što posledično ima povoljan uticaj na likvidnost klijenta i manji „pritisak“ na njegove novčane tokove). Takođe, autori čak smatraju da rok dospeća ima *veći uticaj* na tražnju za mikrokreditima, u odnosu na aktivnu kamatu stopu. Prema rezultatima ovog istraživanja, povećavanje aktivnih kamatnih stopa čak može da bude neprofitabilno za kreditora (pad prihoda usled izgubljene tražnje) (2008, str. 1040-1056).

Isti autori postavljaju pitanje da li to što postoji i zaduživanje kod privatnih zajmodavaca po „zelenaškim“ kamatnim stopama znači da postoji i neosetljivost tražnje na promene aktivnih kamatnih stopa? Oni zaključuju da je *marginalni* trošak ovakvog načina pozajmljivanja visok, ali da je *ukupni* trošak nizak (2008, str. 1041).

U teoriji, *savršena* neelastičnost tražnje za kreditima trebalo bi da vodi tržišnom neuspehu, prema postavkama neo-klasične ekonomije. Paradoksalno, u mikrofinansijskom sektoru ovo stanovište dominira više od dve dekade. U ovom kontekstu, prisutna je „*Win-Win*“ retorika, posmatrano iz aspekta mikrofinansijske institucije (povećanje cene mikrofinansijskih usluga ne umanjuje tražnju za istima). S druge strane, moguće je konstatovati da ovakva retorika može da dovede do *zloupotrebe* klijenata (informaciona asimetrija limitira njegove mogućnosti) (Annim, 2010, str. 82).

Karakter veze između visine kamatne stope i veličine mikrokredita još uvek ostaje nerazjašnjen. U tom kontekstu, trebalo bi preispitati validnost uvrežene *prepostavke o nesenzitivnosti* siromašnih na promene visine kamatnih stopa (Annim, 2010, str. 75).

Bosire, Mugo, Owuor, Oluoch i Kakiya u svom istraživanju zaključuju da postoji pozitivna *korelacija* između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, kao i kamatnih stopa na tržištu novca, što implicira da kamatne stope reaguju na aktivnosti *monetarne* politike. Isti autori navode da su ključne *determinante* koje utiču na definisanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa operativni troškovi, profitabilnost, stopa rasta, finansijski troškovi i „difolt“ rizik (2014, str. 21-26).

U nastavku je predstavljen *predlog* mehanizma definisanja kamatnih stopa na mikrokredite. U segmentu disertacije u okviru kog je vršena procena pojedinačnih komponenti koje utiču na efektivne kamatne stope na mikrokredite *detaljnije je elaborirano koje sve podfaktore* bi trebalo uključiti u analizu (primera radi, kada je u pitanju procena operativnih troškova, trebalo bi uzeti u obzir analizu prisustva terenskog rada, troškova naknada za pružanje usluga, troškova angažovanja eksternih revizora, stepena razvijenosti države i implementacije informacionih tehnologija, i sličnog; kada je u pitanju procena troškova finansiranja, trebalo bi izvršiti i analizu na koji način politički faktor i međunarodni odnosi utiču na cenu dugovnog finansiranja, na koji način stopa inflacije i makroekonomski ambijent utiču na kuponsku stopu emitovanih državnih evroobveznica, i slično; kada je u pitanju procena očekivanog gubitka, trebalo bi uzeti u obzir procenat neperformansnih mikrokredita, uticaj pola klijenta na kreditni rizik, troškove

rezervisanja, i slično; kada je u pitanju procena očekivanog profita, trebalo bi uzeti u obzir uticaj rizika zemlje, kreditnog rejtinga, beta koeficijenta, i sličnog).

Tabela 133: Predlog modela za strukturiranje efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite

1.	Operativni troškovi
2.	Troškovi finansiranja
3.	Očekivani gubitak
4.	Očekivani profit
EKS (%)	1 + 2 + 3 + 4

Izvor: Autor.

4.1. Načela za utvrđivanje kamatnih stopa na mikrokredite

Cotler i Almazan u svom istraživanju ističu da su *faktori* koji utiču na determinisanje kamatnih stopa troškovi finansiranja, veličina mikrokredita, stepen konkurenциje na mikrokreditnom tržištu, geografska lokacija, te nivo efikasnosti mikrofinansijske institucije. U istom istraživanju, navodi se kako mikrokrediti povlače više operativne troškove u odnosu na klasične kredite, ali bez detaljnijeg objašnjenja ove tvrdnje (2013, str. 69-72).

U drugom istraživanju, navodi se kako odobravanje **jednog kredita većeg iznosa košta više** u odnosu na odobravanje jednog kredita manjeg iznosa (odobravanje kredita većeg iznosa zahteva **dodatne analize** i veštine kreditnog službenika). Dakle, sa rastom iznosa kredita rastu i operativni troškovi (doduše, u sve manjoj proporciji). Međutim, u tom istraživanju, navodi se kako je neminovno da kamatne stope na mikrokredite budu više u odnosu na kamatne stope na klasične kredite (iz razloga što odobravanje kredita malih iznosa **velikom** broju klijenata košta više, nego odobravanje kredita većih iznosa **malom** broju klijenata). Međutim, u ovakvim zaključima, neretko se navodi termin „usually”: „it **usually** costs more to lend and collect a given amount of money in many small loans than in fewer big loans” (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 69-89).

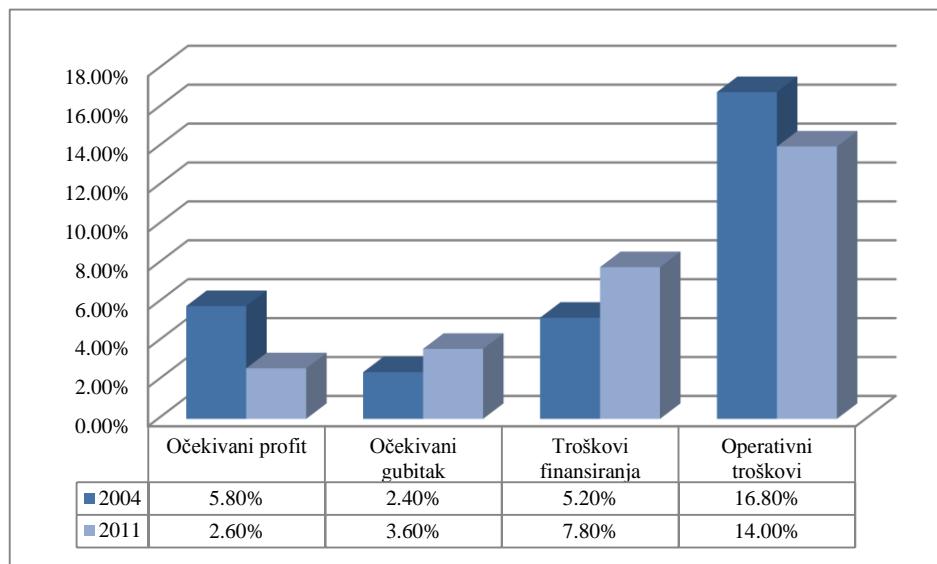
Da bi poređenje troškova uopšte moglo da se izvrši, trebalo bi najpre izvršiti **poređenje broja** kreditnih transakcija u mikrofinansijskim institucijama i klasičnim bankama (ne bi trebalo *a priori prepostavljati* da je broj mikrokreditnih transakcija značajno veći, iz razloga što su manjeg iznosa).

APR (Annual Percentage Rate) za klijenta predstavlja efektivan trošak kreditiranja, odnosno, obuhvata i troškove provizija, i slično, i ona je najčešće viša u odnosu na kamatnu stopu definisani u okviru kreditnog ugovora. MicroFinance Transparency poseduje bazu podataka o APR značajnijih mikrofinansijskih institucija u velikom broju država. S druge strane, u bazi MixMarket nije moguće pronaći ovu vrstu podataka (moguće je pronaći isključivo podatke o „kamatnim prinosima“ mikrokreditnih institucija, koji se računa kao odnos između prihoda ostvarenih po osnovu kamatne stope i kreditnog portfolija, i izražava se u procentima, na godišnjem nivou; ovaj „indikator“ značajniji je za analizu mikrokreditne institucije, ali ne i za procenu realnog troška klijenta). Neretko, mikrofinansijske institucije zahtevaju od klijenata da određeni iznos mikrokredita ne troše, odnosno, on nije na raspolaganju klijentima („zamrznut“

deo tretira se kao *depozit*), što smanjuje ukupan iznos mikrokredita koji klijenti mogu da koriste, dok plaćanju kamatnu stopu na pun iznos odobrenog mikrokredita (a ne na *smanjeni* iznos, koji realno mogu da iskoriste). APR „ugrađuje“ ovu činjenicu, dok kamatni prinos ne. Kalkulacija kamatnih prinosa koju vrši MixMarket je neujednačena, iz razloga što iste računa za *ceo* portfolio, iako je on sačinjen od kreditnih proizvoda *različitih* karakteristika i odobrenih pod različitim uslovima (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 72/73).

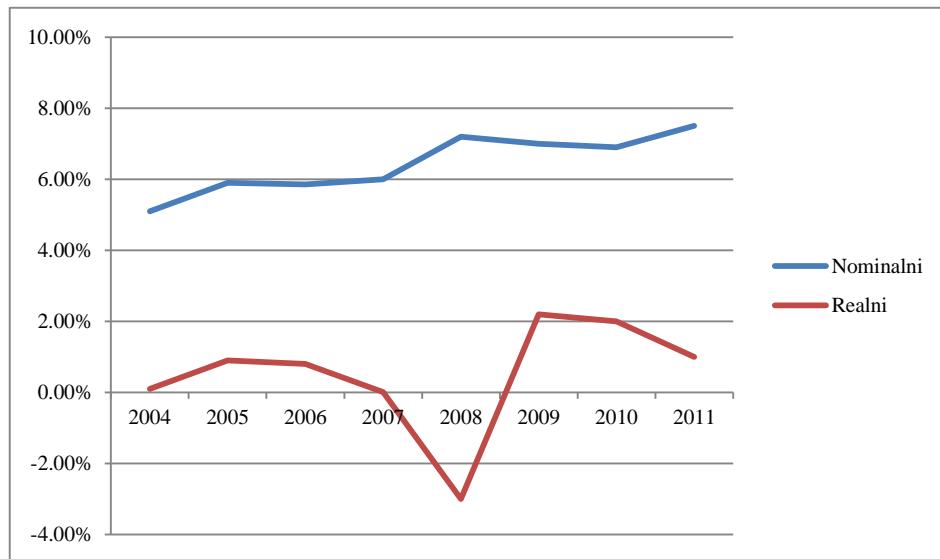
Na narednom grafikonu predstavljena je *komparativna analiza intenziteta uticaja pojedinih komponenti* na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, koji se menjao tokom vremena (učešće operativnih troškova i očekivanog profita smanjilo se u strukturi kamatnih stopa na mikrokredite, dok se udeo očekivanog gubitka i troškova finansiranja povećao). U nastavku je predstavljena i analiza mogućih razloga rasta troškova finansiranja (u visinu kamatnih stopa *unapred* se „ugrađuju“ *procenjeni* troškovi finansiranja, koji poskupljuju kako rastu i očekivani rizici, a koji se potom „prevaljuju“ na klijente posredstvom aktivnih kamatnih stopa). Neophodno je napomenuti da sačinjavanje *realne* procene rizika (bez precenjivanja i potcenjivanja) nije niti malo jednostavan zadatak.

Grafikon 54: Komponente koje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite



Izvor: Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 97.

Grafikon 55: Nominalni i realni (korigovani za inflaciju) troškovi finansiranja mikrofinansijskih institucija



Izvor: Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 81.

S obzirom na to da bi referentna kamatna stopa trebalo da utiče na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, može se konstatovati da prilikom izrade procena izbor nacionalne referentne kamatne stope kao stope aproksimacije troškova izvora finansiranja ne mora nužno da bude najadekvatniji izbor (na osnovu ranije navedenih vrednosti referentne kamatne stope u Srbiji, izračunata je standardna devijacija od 2,56 procentnih poena, dok je za Euribor izračunata standardna devijacija od svega 0,58 procentnih poena; fluktuabilnost kamatnih stopa u korelaciji je sa „dubinom“ tržišta novca i stepenom njegove likvidnosti). Što su izvori finansiranja mikrofinansijske institucije složeniji, neminovno je čak korišćenje različitih stopa (izbor nacionalne referentne kamatne stope kao *jedine reperne* može da predstavlja pogrešan izbor, ukoliko se u strukturi izvora finansiranja mikrofinansijske institucije nalazi širok spektar različitih vrsta kredita ili drugih oblika finansiranja). Kao jedan od mogućih razloga zašto kamatne stope na mikrokredite ne prate kretanje referentne kamatne stope u Srbiji jeste nedovoljna reprezentativnost nacionalne referentne kamatne stope (postoji kolebljivost u dužem vremenskom periodu). Posledično, pretpostavka je da mikrofinansijske institucije u maržu ugrađuju i *procenu rizika nereprezentativnosti* referentne kamatne stope (rizik *odstupanja* između referentne kamatne stope i realnih troškova prikupljanja izvora finansiranja). Nereprezentativnost nacionalne referentne kamatne stope ogleda se i u tome što su u okviru pasive mikrofinansijskih institucija dominantniji *drugi, naročito inostrani* izvori finansiranja. Usled nedovoljne reprezentativnosti nacionalne referentne kamatne stope, praktikuje se zaračunavanje *promenljive* kamatne stope (narastajući problem nedovoljne transparentnosti i *nerazumevanja razloga* promena kamatnih stopa). Dakle, umesto da se nadmeću u *obezbeđivanju što povoljnije strukture finansijskog „miksa“*, finansijske institucije se nadmeću posredstvom definisanja kamatnih stopa („*pasivna*“ strategija). Uvidom u finansijske izveštaje analiziranih mikrofinansijskih institucija (one koje su dostupni), uočava se da u strukturi pasive dominiraju donacije (u konkretnoj analizi, zbog ograničenog pristupa podacima, nije bilo

moguće utvrditi da li dominiraju domaće ili strane donacije), depoziti (isključivo kod onih institucija koje se bave i poslovima primanja depozita, gde bi trebalo uzeti u obzir i *različit* obračun rezerve u dinarima i evrima, odnosno, *nejednako* opterećenje pojedinih komponenti pasive koje uslovljava različito definisanje kamatnih stopa na pojedine komponente pasive), akcijski kapital (isključivo kod onih institucija koje su organizovane kao akcionarska društva), ali i subordinirane obaveze (obaveze po osnovu emitovanih hartija od vrednosti ili obaveze po osnovu dugovanja stranim kreditorima). U tom kontekstu, u disertaciji je procenjeno da je *opravдано* primeniti kuponsku stopu na emitovane državne dugoročne *evroobveznice* kao stopu aproksimacije troškova finansiranja mikrofinansijskih institucija. Ipak, trebalo bi napomenuti i da što je struktura izvora finansiranja mikrofinansijske institucije kompleksnija postoji veća verovatnoća da kuponska stopa na emitovane državne dugovne evroobveznice ne predstavlja realnu aproksimaciju troškova finansiranja mikrofinansijskih institucija. Međutim, na osnovu analize utvrđeno da struktura pasive analiziranih mikrofinansijskih institucija *nije izraženo heterogena*.

4.2. Formula za izračunavanje kamatnih stopa na mikrokredite

U ovde citiranom istraživanju, izvršena je analiza troškovne strukture 233 mikrofinansijske institucije u Bangladešu. Održivost je merena pomoću indikatora ROA i kamatnim spredom. Rezultati tog istraživanja pokazuju da na održivost mikrofinansijskih institucija značajno utiču nivo administrativnih troškova, troškovi finansiranja, vrsta finansiranja, karakter klijenta, kao i veličina mikrokredita (Muhammad, Waweru, Porporato, 2011, str. 1).

Autori drugog istraživanja zaključuju kako najveći uticaj na definisanje aktivnih kamatnih stopa imaju *operativni* troškovi (navode i primere većine azijskih država, koje putem smanjivanja zarada zaposlenih pokušavaju da smanje operativne troškove) (Gonzalez, 2010, str. 4).

Muhammad, Waweru i Porporato u svom istraživanju navode da je prosečna troškovna *struktura profitabilnih* mikrofinansijskih institucija u 2006. godini izgledala ovako: ideo administrativnih troškova iznosio je 62%, ideo troškova finansiranja iznosio je 23%, ideo profita iznosio je 10% i ideo gubitka iznosio je 5%. Međutim, komparacije troškovnih struktura mikrofinansijskih institucija koje posluju u različitim državama teško je izvršiti, osim ukoliko se pronađe adekvatan način za komparaciju specifičnosti troškova koji nastaju u različitim državama usled različitih okolnosti. U okviru istog istraživanja navodi se kako mikrofinansijske institucije koriste donatorske izvore finansiranja po *koncesionim* stopama, međutim, ova vrsta „jeftinog“ finansiranja ne može se smatrati trajnim, već isključivo privremenim (2011, str. 9-11).

Isti autori ističu da inflacija poskupljuje izvore finansiranja za mikrofinansijske institucije, a da takođe, utiče i na „eroziju“ njihovog kapitala. Posledično, u inflatornim uslovima, mikrofinansijske institucije definišu više nominalne kamatne stope (2011, str. 12).

U okviru istog istraživanja, navodi se i kako postoje *dve vrste operativnih* troškova: troškovi *personalna* i *administrativni* troškovi. Sektor mikrofinansiranja je radno-intenzivan, troškovi personala su visoki, a administrativni troškovi obuhvataju trošak iznajmljivanja poslovnog prostora, trošak provizija, trošak transporta, trošak kancelarijskog materijala, kao i trošak

depresijacije fiksne imovine. U *slabije razvijenim* državama, loša infrastruktura (nepostojanje puteva ili njihov loš kvalitet, kao i nepouzdani telekomunikacioni sistemi) utiče na rast administrativnih troškova. Isti autori navode kako od svih troškova kojima su izložene (troškovi finansiranja, troškovi „difolte”, operativni tj. transakcioni troškovi), mikrofinansijske institucije **u najvećoj meri mogu da utiču na operativne** troškove. Oni navode kako u *direktne* transakcione troškove spadaju troškovi formiranja grupa (postoje *isključivo* u sistemu grupnog kreditianja), troškovi administriranja mikrokredita i troškovi monitoringa mikrokredita. U *indirektne* transakcione troškove svrstavaju se troškovi filijale, regionalne kancelarije ili sedišta. Takođe, navode i kako su transakcioni troškovi **prve godine** poslovanja mikrofinansijskih institucija **najviši**, dok se narednih godina smanjuju (*smanjuje se vreme* neophodno za formiranje grupa, usled rasta iskustva). Međutim, navode i kako je neophodno izraditi više studija (o ovoj temi postoji malo literature), u cilju boljeg razumevanja „izazivača“ troškova mikrofinansijskih institucija (2011, str. 12-17).

Informacione *frikcije* utiču na rast troškova finansiranja, posebno u zemljama u razvoju (Garmaise, Natividad, 2010, str. 1/2).

Sve prethodno navedeno, trebalo bi na *određen* način „ugraditi“ u procenu kamatnih stopa na mikrokredite. U okviru citiranog istraživanja, navodi se **formula** za izračunavanje kamatnih stopa mikrofinansijskih institucija, koja predstavlja zbir troškova finansiranja, očekivanog gubitka, operativnih troškova i očekivanog profita (Rosenberg, Gaul, Ford, Tomilova, 2013, str. 71). *Doprinos* ove disertacije jeste proširivanje analize posredstvom uključivanja dodatnih podfaktora (ranije je već naveden *predlog modela* za definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, uz uvažavanje dejstva svih analiziranih podkomponenti).

4.3. Definisanje „zelene“, „žute“ i „crvene“ zone (prilagodena i korigovana metodologija Muhameda Junusa)

Kirchstein u okviru svog istraživanja naglašava kako je proces vršenja procena *krajnje kompleksan* (2011, str. 76).

Nakon svetske finansijske krize iz 2007/2008. godine, analiza mehanizama definisanja kamatnih stopa ponovo je dospela u *žiju* stručnog i akademskog interesovanja (Gonzalez, 2010, str. 1).

U drugom istraživanju, navodi se kako se nominalne kamatne stope na mikrokredite u proseku kreću u rasponu 24-36% na godišnjem nivou (u *slabije razvijenim* državama). Takođe, ističe se kako komparacija aktivnih kamatnih stopa u sektoru mikrofinansiranja i tradicionalnog bankarstva nije prikladna, jer odobravanje i obrada mikrokredita rezultuju *višim* transakcionim troškovima (Augsburg, 2009, str. 43).

U ovoj disertaciji, cilj je bio upravo da se izvrši *relativizacija* prethodno navedene konstatacije (analiza procesa realizacije mikrokredita i nastalih transakcionalih troškova). U istraživanjima iz ove oblasti neretko se navodi kako se od klijenata koji apliciraju za mikrokredit zahteva strožija dokumentacija i kolateral (što je, takođe, bilo predmet preispitivanja), kao i da je za izvršavanje ovih transakcija neophodno više osoblja, što posledično utiče na rast operativnih troškova (i ovo

je bilo predmet istraživanja, s aspekta *vremena* neophodnog za realizaciju pojedinačnog procesa).

Flosbach smatra da nominalna kamatna stopa, koja je najčešće jedina i dostupna kao podatak, ne predstavlja realan trošak korišćenja pozajmljenog novca. Umesto nje, kao indikatori *realnog* troška korišćenja tuđih izvora finansiranja koriste se: provizije, veličina obaveznih depozita, kao i vrste zahtevanog kolateralna. U istom istraživanju, pravi se razlika između APR (Annual Percentage Rate) i EIR (Effective Interest Rate). Podaci o ovim stopama mogu da se pronađu na internet stranici Microfinance Transparency (podaci o kamatnim stopama 394 mikrofinansijske institucije) (Flosbach, 2013, str. 5/6).

Rezultati istog istraživanja pokazuju da je trend pada kamatnih stopa izraženiji kod onih mikrofinansijskih institucija koje imaju širu bazu klijenata. Autori istraživanja definišu „*granične*“ vrednosti ROE, u funkciji ocene stepena održivosti mikrofinansijske institucije (ukoliko je $ROE \geq 5\%$, mikrofinansijska institucija je održiva, a ukoliko je $ROE < 5\%$, nije održiva). Takođe, definišu i „*granične*“ vrednosti (*realne*) APR:

- niska kamatna stopa: $APR \leq 15\%$
- kamatna stopa srednje visine: $15\% < APR \leq 25\%$
- visoka kamatna stopa: $25\% < APR \leq 100\%$
- izuzetno visoka kamatna stopa: $APR > 100\%$ (Flosbach, 2013, str. 8).

Muhamed Junus predlaže analizu kamatnih stopa zasnovanu na kamatnoj *premiji*, odnosno, *razlici* između kamatne stope koja se naplaćuje (od klijenata) i troškova koji se plaćaju (od strane mikrofinansijske institucije), koju bi trebalo *uvećati* za razliku između inflacije i troškova refinansiranja (Flosbach, 2013, str. 8).

Tabela 134: Analiza kamatnih stopa i određenih pokazatelja poslovanja mikrofinansijskih institucija širom sveta

Država	Institucija	Godina	Broj klijenata	ROE (%)	Nominalna APR (%)	Stopa inflacije (%)	Realna APR (%)
Azerbejdžan	Caspian Invest	2012	977	9,95	48,10	1,08	47,02
Azerbejdžan	FINCA	2012	116.410	38,11	49,88	1,08	48,80
Malavi	CUMO	2012	48.013	-1,90	124,36	21,27	103,09
Malavi	MLF MWI	2012	24.364	-5,32	150,60	21,27	129,33
Ruanda	Urwego	2012	41.246	7,74	74,25	6,29	67,96
Uganda	Silver Upholders	2012	2.111	2,85	116,14	14,13	102,01
Tanzanija	BRAC	2011	117.261	7,53	71,86	5,67	66,19
Filipini	HSPFI	2011	18.350	3,73	117,26	4,72	112,54
Filipini	Rangtay sa Pa.	2011	39.663	30,50	115,76	4,72	111,04
Bolivija	FUBODE	2011	21.097	9,40	62,30	9,90	52,40
Bolivija	EMPRENDER	2011	9.163	11,47	59,37	9,90	49,47
Kambodža	Chamroeun	2011	14.893	8,89	52,44	5,48	46,96
Kolumbija	Crezcamos	2011	25.888	28,62	40,41	3,42	36,99
Gana	Cedi Finance F.	2011	109	-3,23	146,05	8,73	137,32
Gana	APED	2011	13.774	-24,40	131,07	8,73	122,34

Izvor: Flosbach, 2013, str. 15.

Iz prethodne tabele, može se uočiti da zaračunavanje izuzetno visokih kamatnih stopa čak može negativno da se odrazi na indikatore profitabilnosti mikrofinansijskih institucija (ROE).

U ovde citiranoj disertaciji analizira se evolucija mikrofinansijske *rejting* industrije. Prvu „*rejting*“ agenciju osnovao je 1868. godine Henry V. Poor, pod nazivom „Manual of the Railroads of the United States“, a 1900. godine, John Moody osnovao je „Manual of Industrial Statistics“ (najpre je vršena procena kvaliteta i sigurnosti državnih, a potom i korporativnih obveznica) (Kirchstein, 2011, str. 17).

Autori drugog istraživanja zaključuju kako sam proces *interne* evaluacije kredita utiče na *cenu* kreditiranja (različite metodologije primenjuju se u mikrofinansijskim institucijama u razvijenim i u nerazvijenim državama, a kompleksnije metodologije povlače i viši trošak). Kada se govori o evaluacijama, u širem kontekstu, *komercijalne* mikrofinansijske institucije „osetljivije“ su na informacije o rezultatima *eksterne* evaluacije, posebno posmatrano u *kratkom* roku (informacije o dodeljenom aktuelnom rejtingu značajnije se održavaju na tok budućeg poslovanja, nego kod mikrofinansijskih institucija nekomercijalnog karaktera, koje neretko nisu predmet eksternih evaluacija). Pozitivne eksterne ocene mogu da doprinesu padu troškova izvora finansiranja (Garmaise, Natividad, 2010, str. 4).

Grameen Bank definiše tri „*zone*“ kamatnih stopa:

- „zelen“ zona: (aktivna kamatna stopa – troškovi finansiranja) $\leq 10\%$;
- „žuta“ zona: (aktivna kamatna stopa – troškovi finansiranja) $\leq 15\%$;
- „crvena“ zona: (aktivna kamatna stopa – troškovi finansiranja) $> 15\%$

Mikrofinansijske institucije u „zelenoj“ zoni u najvećoj meri su fokusirane na siromašne pojedince, dok su one u „crvenoj“ zoni u najvećoj meri usmerene na maksimizaciju profita (Muhamed Junus ove mikrofinansijske institucije čak naziva „zelenašima“). Rezultati ovde navedenog istraživanja pokazuju kako *čak $\frac{3}{4}$ od ukupnog* broja mikrofinansijskih institucija širom sveta spadaju u „crvenu“ zonu (njih 75% svrstavaju se u „crvenu“ zonu, a svega njih 11% u „zelenu“). Međutim, isti autor ističe kako je određen broj mikrofinansijskih institucija *pogrešno* svrstan u „crvenu“ zonu, iako ne ostvaruju ekstra-profite. Rezultati istog istraživanja pokazuju da mikrofinansijske institucije iz „crvene“ zone pokazuju tendenciju fokusiranja na mikrokredite nižih iznosa, dok se one iz „zelene“ zone u najvećoj meri fokusiraju na mikrokredite *većih iznosa* (Gonzalez, 2010, str. 1-4).

Uzveši sve prethodno u obzir, moguće je *teorijski* definisati tri „*zone*“ kamatnih stopa na mikrokredite u Srbiji (na osnovu već izvršene *procene* operativnih troškova, uz uvažavanje mogućih ušteda usled implementacije informacionih tehnologija, zatim, *procene* troškova finansiranja, očekivanog gubitka i očekivanog profita mikrofinansijskih institucija u Srbiji):

- „zelen“ zona: aktivna kamatna stopa $\leq 17\%$;
- „žuta“ zona: $14 < \text{aktivna kamatna stopa} \leq 21\%$;
- „crvena“ zona: aktivna kamatna stopa $> 21\%$

V Zaključak

Formiranje uzorka vršeno je na način da on podržava donošenje zaključaka o stanju sektora mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji. Startno je formulisana definicija mikrokredita (kredit do 10.000 EUR). U tom kontekstu, pošlo se od uzorka koji obuhvata podatke vezane za sektor mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji.

Istraživanjem koje je započeto u maju 2014. godine, u Srbiji je analizom obuhvaćeno 29 banaka i 3 mikrokreditne institucije, a što se tiče Bosne i Hercegovine, analizom je obuhvaćeno 13 mikrofinansijskih institucija u Federaciji Bosne i Hercegovine i 6 mikrofinansijskih institucija u Republici Srpskoj, dok je u Crnoj Gori obuhvaćeno 7 mikrofinansijskih institucija koje poseduju dozvolu za rad.

Analizom je ustanovljeno da većina banaka u Srbiji ne pruža mikrofinansijske usluge (njih 90%), a kada su u pitanju mikrokreditne institucije, preostale su samo dve funkcionalne (jedna je u međuvremenu prestala da radi). Kao značajna prepreka u istraživanju ispostavilo se to što onih 10% banaka i dve mikrokreditne institucije nisu dale saglasnost da obezbede podatke o istorijskim kretanjima kamatnih stopa na mikrokredite, za posmatrani period 2011-2015. godine, izjašnjavajući se da je to bankarska tajna. Iz tih razloga (nedobijanje saglasnosti za saradnju u svim pojedinačnim slučajevima, što rezultuje neujednačenošću prikupljenih podataka), neminovno je bilo uvrštavanje podataka prikupljenih iz baze MixMarket, kao i određenih *aproksimacija*, ali uz visok nivo svesti o mogućim nepreciznostima izvršenih pojednostavljenih procena.

Kada su u pitanju komponente koje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, u disertaciji su izdvojene četiri osnovne: operativni troškovi, troškovi izvora finansiranja, visina očekivanog gubitka i visina očekivanog profita.

„Retorika“ finansijskih institucija akcenat stavlja na visoke operativne troškove, ističući kako su oni značajno viši u sektoru mikrofinansiranja, nego kod klasičnog bankarstva. U disertaciji se nastojalo da se u određenoj meri teorijski relativizuje navedeni argument za povećanje aktivnih kamatnih stopa, uvodeći značaj uticaja implementacije informacionih tehnologija na redukciju operativnih troškova. Isto tako, „retorika“ finansijskih institucija fokusira se i na visoke rizike u sektoru mikrofinansiranja, naglašavajući kako su oni više izraženi nego kod tradicionalnog bankarstva, te je posledično i visina očekivanog gubitka viša, kao i visina očekivanog profita (kompenzacija za preuzete povećane rizike). Takođe, u disertaciji je izvršen pokušaj teorijske relativizacije i ovih argumenata za povećanje kamatnih stopa na mikrokredite, uvodeći u analizu stope delinkvencije, gde se ispostavilo da je ona niža u mikrofinansijskom sektoru, nego kod klasičnog bankarstva, kao i analizu problema „dvostrukog računanja“ rizika zemlje, te posledično neopravdanog povećavanja vrednosti pomenutih komponenti koje dalje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite.

Osnovna istraživačka hipoteza potvrđena je u potpunosti (da se u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji zaračunavaju izuzetno visoke kamatne stope na mikrokredite, preko 25%), obezbeđivanjem pregleda *istorijskih* vrednosti kamatnih stopa na mikrokredite u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, kao i *rasponom* kamatnih stopa na mikrokredite u Srbiji (bez

mogućnosti prikupljanja i predstavljanja istorijskih vrednosti kamatnih stopa na mikrokredite), ali i posredstvom CAPM modela (podrazumeva se, *stepen* validnosti dokazivanja može se tumačiti u kontekstu *ograničene* dostupnosti podataka). Ipak, trebalo bi naglasiti i to da se CAPM model u određenoj meri više koristi u Sjedinjenim Američkim Državama (gde je ovaj model prvo bitno i osmišljen), nego u Evropi (Modiljani je svojevremeno istraživao da li su evropska tržišta manje efikasna od američkih, a istraživanja ovog tipa nastavljena su i do danas).

Na osnovu analize postojeće zakonske regulative, moguće je zaključiti da mikrofinansijski sektor u Srbiji karakteriše niži stepen transparentnosti, u odnosu na mikrofinansijski sektor u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori (potvrđena je posebna hipoteza 1).

Nakon izvršene analize broja postojećih mikrofinansijskih organizacija, može se konstatovati da je u Srbiji prisutan manji stepen penetracije usluga mikrofinansiranja, u odnosu na Bosnu i Hercegovinu i Crnu Goru (potvrđena je posebna hipoteza 2).

Na osnovu sprovedene analize, moguće je zaključiti da u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji postoji *određeni* stepen decentralizacije mikrofinansijskih usluga, međutim, da je ona u većoj meri *formalnog*, a ne suštinskog karaktera, ukoliko se uzme u obzir činjenica da značajan broj mikrofinansijskih institucija ne vrši terenski rad, već zahteva lični dolazak podnosioca zahteva za mikrokreditom (na taj način, potvrđena je posebna hipoteza 3).

Na osnovu izvršene statističke analize (pomoću programa SPSS 17.0), posebna hipoteza 4 dokazana je samo *delimično* (rast obima mikrofinansiranja utiče pozitivno i statistički značajno isključivo na povećanje stope zaposlenosti i iznosa bruto domaćeg proizvoda u Srbiji, dok to nije slučaj u Bosni i Hercegovini i Crnoj Gori, kao što je potvrđeno i da obim mikrofinansiranja ne utiče na povećanje indeksa ljudskog razvoja niti u jednoj od tri analizirane države).

Naposletku, kada je u pitanju definisanje kamatnih stopa na mikrokredite, trebalo bi uzeti u obzir da je određeni deo stope korelisan sa *neobjašnjivim* faktorima (poput političke stabilnosti, ranije spomenutih očekivanja, i sličnog), koje nije moguće precizno izolovati i kvantifikovati. Pomenute *neobjašnjive* faktore trebalo bi „ugraditi“ prilikom procene tržišne premije rizika (što i jeste izvršeno u okviru disertacije). Uprkos činjenici da pomenute *neobjašnjive* faktore (neretko iracionalne, bihevioralne, psihološke) nije moguće matematički i statistički obuhvatiti, dokazivanje (uslovno rečeno) njihovog postojanja vrši se na osnovu zabeleženih *dugoročno ponavljanih* iskustava, ali ne *intuitivno* (potvrđena je i posebna hipoteza 5). Međutim, trebalo bi striktno naglasiti kako predložene veličine u okviru ove disertacije predstavljaju rezultat isključivo *individualne* procene, te da nisu u pitanju *univerzalno prihvaćene* procene.

Istraživanje ovog tipa može da doprinese širenju baze referenci na temu mikrofinansiranja, s obzirom na činjenicu da su istraživački radovi na pomenutu temu izuzetno slabo prisutni u domaćoj literaturi.

VI Literatura

1. Abraham, H., Balogun, I. O. (2012). Contribution of microfinance to GDP in Nigeria: is there any?, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3, No. 17, 167-176.
2. Ahlin, C., Lin, J., Maio, M. (2011). Where Does Microfinance Flourish? Microfinance Institutions Performance in Macroeconomic Context, *Journal of Development Economics*, Vol. 95, No. 2, pp. 105-120.
3. Ahmed, F., Brown, B., Williams, S. (2013). Is it time to regulate microfinance?, *Progress in Development Studies*, Vol. 13, No. 3, pp. 209-220.
4. Al Azzam, M., Mimouni, K., Sarangi, S. (2014). Foreign exchange risk in microfinance: an empirical evidence, *SSRN Electronic Journal*, 1-18.
5. Alesina, A., Summers, L. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (2), 151-162.
6. Alihodžić, A. (2010). Proračun beta koeficijenata za akcije koje se kotiraju na Sarajevskoj, Banjalučkoj i Beogradskoj berzi, *Bankarstvo*, Vol. 39, No. 1/2, 86-105.
7. Annim, S. (2010). *Microfinance paradigm: institutional performance and outreach*, doktorska disertacija, The University of Manchester.
8. Armendáriz, B., Morduch, J. (2010). *The economics of microfinance*, Massachusetts institute of technology.
9. Augsburg, B. (2009). *Microfinance: greater good or lesser evil?*, doktorska disertacija, Maastricht University.
10. Ball, K., Watt, J. (2013). Implications of lender values for risk management in the microfinance industry, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 5, No. 9, 1-12.
11. Basharat, B., Hudon, M., Nawaz, A. (2015). Does efficiency lead to lower prices? A new perspective form microfinance interest rates, *Strategic change*, Vol. 24, No. 1, 49-66.
12. Bateman, M., Chang, H. J. (2009). The microfinance illusion, *SSRN Electronic Journal* 01, 1-39.
13. Berhane, G., Gardebroek, C. (2011). Does microfinance reduce rural poverty? Evidence based on household panel data from Northern Ethiopia, *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 93, No. 1, 43-55.
14. Besley, T., Ghatak, M. (2009). *The de Soto effect*, London School of Economics, 1-34.
15. Besley, T., Burchardi, K., Ghatak, M. (2012). Incentives and the de Soto effect, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 127, No. 1, 237-282.
16. Bichanga, W., Aseyo, L. (2013). Causes of loan default within microfinance institutions in Kenya, *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No. 12, 316-335.
17. Bramanti, V. (2014). *Microfinance in industrialized areas: social capital as a trigger for a valuable development*, doktorska disertacija, Università Cattolica del Sacro Cuore.
18. Brière, M., Szafarz, A. (2014). Does commercial microfinance belong to the financial sector? Lessons from the stock market, *CEB Working Paper No. 14*, 1-49.

19. Brière, M., Szafarz, A. (2011). Investment in microfinance equity: risk, return, and diversification benefits, *CEB Working Paper No. 11*, 1-31.
20. Cassar, A., Crowley, L., Wydick, B. (2007). The effect of social capital on group loan repayment: evidence from field experiments, *The Economic Journal*, Vol. 117, No. 517, 85-106.
21. Caudill, S. B., Gropper, D. M., Hartarska, V. (2009). Which microfinance institutions are becoming more cost effective with time? Evidence from a mixture model, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, No. 4, 651-672.
22. Chakravarty, S., Iqbal, Z., Shahriar, A. Z. (2013). Are women “naturally” better credit risks in microcredit? Evidence from field experiments in patriarchal and matrilineal societies in Bangladesh, *Annual Meeting of the American Economic Association*, 1-33.
23. Chu-Fen, L. (2007). The role of information technology in operating cost and operational efficiency of banks: an application of frontier efficiency analysis, *Asian Journal of Management and Humanity Sciences*, Vol. 2, No. 1-4, 36-56.
24. Cotler, P., Almazan, D. (2013). The lending interest rates in the microfinance sector: searching for its determinants, *The Business and Economics Research Journal*, Vol. 6, No. 1, 69-81.
25. Cozarencu, A. (2015). *Microfinance institutions and banks in Europe: the story to date*, Brussels: Université libre de Bruxelles, Solvay Brussels School of Economics and Management, Centre Emile Bernheim.
26. Crabb, P., Keller, T. (2006). A test of portfolio risk in microfinance institutions, *Faith and Economics*, No. 47/48, 25-39.
27. Cull, R., Demirgüç-Kunt, A., Morduch, J. (2007). Financial performance and outreach: a global analysis of leading microbanks, *The Economic Journal*, Vol. 117, No. 517, 107-133.
28. De Quidt, J. (2014). *Essays on contract design in behavioral and development economics*, doktorska disertacija, The London School of Economics and Political Science.
29. Duflo, E., Banerjee, A., Glennerster, R., Kinnan, C. (2014). The miracle of microfinance? Evidence from a randomized evaluation, *NBER Working Paper No. 18950*, 1-53.
30. D'Espallier, B., Guérin, I., Mersland, R. (2009). Women and repayment in microfinance: a global analysis, *World Development*, Vol. 39, No. 5, 758-772.
31. Easterlin, R., Angelescu, L. (2009). Happiness and growth the world over: time series evidence on the happiness-income paradox, *IZA Discussion Paper No. 4060*, 1-31.
32. Fernando, N. (2006). *Understanding and Dealing with High Interest Rates on Microcredit: A Note to Policy Makers in the Asia and Pacific Region*, Asian Development Bank (ADB).
33. Fetzer, T. (2014). *Of naxalites, pirates and microfinance borrowers: three essays in applied microeconomics*, doktorska disertacija, The London School of Economics and Political Science.
34. Flosbach, J. (2013). *Profitability and interest rates: does the commercialization of microfinance institution lead to higher interest rates?*, Microfinance gateway, 1-19.
35. Frankiewicz, C., Churchill, C. (2011). *Making microfinance work - managing product diversification*, International Labour Office – Geneva.
36. Fridman, M. (1973). *Teorija novca i monetarna politika*, Beograd: Rad.

37. Galema, R. J. (2011). *Microfinance as a socially responsible investment*, doktorska disertacija, University of Groningen.
38. Garmaise, M., Natividad, G. (2012). Cheap credit, lending operations, and international politics: the case of global microfinance, *The journal of finance*, vol. 68, no. 4, 1551-1576.
39. Garmaise, M., Natividad, G. (2010). Information, the cost of credit, and operational efficiency: an empirical study of microfinance, *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 6, 2560-2590.
40. Gies, D. (2012). *Access to Microcredit in Serbia: Perspectives and Positions*, ICIP-Serbia.
41. Gies, D. (2010). *Environment and demand for microcredit in Serbia*, FLAG International, llc.
42. Giné, X., Jakielo, P., Karlan, D., Morduch, J. (2010). Microfinance games, *American Economic Journal: Applied Economics*, American Economic Association, Vol. 2, No. 3, 60-95.
43. Goodwin-Groen, R. (2012). *Financial inclusion does not come easily: an institutional analysis of the development of the microfinance markets*, doktorska disertacija, University in Bath England.
44. Guntz, S. (2011). *Sustainability and profitability of microfinance institutions*, Center for Applied International Finance and Development (CAIFD).
45. Hermes, N., Lensink, R. (2007). The empirics of microfinance: what do we know?, *The Economic Journal*, Vol. 117, No. 517, 1-10.
46. Hitchcock, J. (2014). *Determinants of Microfinance Loan Performance and Fluctuation Over the Business Cycle*, Haverford College, Economics Department Thesis.
47. Hudon, M., Sandberg, J. (2011). Towards a theory of fair interest rates on microcredit, *CEB working paper no. 11/119*, 1-31.
48. Hulme, D., Maitrot, M. (2014). Has microfinance lost its moral compass?, *BWPI Working paper no. 205*, 1-19.
49. Hussain, R., Fareed, Z., Saleem, I. (2012). Implementation of Basel II in microfinance sector of Pakistan, *European Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 2, 64-70.
50. Hutchinson, J., Guttentag, M., Chen, Y., Mo., K. (2012). *Youth entrepreneurship in Serbia: constraints and opportunities*, The George Washington University.
51. Idama, A., Asongo, A. I., Nyor, N. (2014). Credit risk portfolio management in microfinance banks: conceptual and practical insights, *Universal Journal of Applied Science*, Vol. 2, No. 6, 111-119.
52. Janda, K., Rausser, G., Svárovská, B. (2014). Can investment in microfinance funds improve risk-return characteristics of a portfolio?, *Technological and Economic Development of Economy*, Vol. 20, No. 4, 673-695.
53. Janićijević, N., Petković, G. (2011). *Microfinance in Serbia*, u: Confronting Microfinance: Undermining Sustainable Development, edited by Milford Bateman, Quicksilver Drive, Sterling, 125-153.
54. Janković, D. (2009). Primena CAPM u vrednovanju imovine na crnogorskom tržištu kapitala, *Montenegrin journal of economics*, Vol. 5, No. 10, 81-94.

55. Karlan, D., Valdivia, M. (2011). Teaching entrepreneurship: impact of business training on microfinance clients and institutions, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 93, No. 2, 510-527.
56. Karlan, D. S., Zinman, J. (2008). Credit elasticities in less-developed economies: implications for microfinance, *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 3, 1040-1068.
57. Khachatryan, K. (2013). *Managing microfinance institutions: linking performance with service and capital portfolios*, doktorska disertacija, University of Nice Sophia-Antipolis.
58. Kirchstein, K. (2011). *Functions and functionalities of ratings in microfinance: a comparison with the major credit rating industry with special reference to the case of Peru*, doktorska disertacija, Freien Universität Berlin.
59. Krauss, N., Walter, I. (2009). *Can microfinance (still) reduce portfolio volatility?*, New York University.
60. Kruschwitz, L., Loeffler, A., Mandl, G. (2010). *Damodaran's Country Risk Premium: A Serious Critique*, dostupno na SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1651466>
61. Laureti, C. (2012). Flexibility and payment discipline in microfinance, *SSRN Electronic Journal* 02, 1-14.
62. Lehner, M. (2009). *Emerging market finance: the role of multinational banks and microfinance*, doktorska disertacija, Munich University.
63. Leire, S. J., Retolazza, J. L., Gutierrez, J. (2009). Ethical banks: an alternative in the financial crisis, *22nd EBEN annual conference*, Athens, 1-37.
64. Louis, P., Seret, A. (2013). Financial efficiency and social impact of microfinance institutions using self-organizing maps, *World Development*, Vol. 46, 197-210.
65. Mari del Cristo, L., Gómez-Puig, M. (2014). Dollarization and the relationship between EMBI and fundamentals in Latin American countries, *Working Papers 2014-02*, Universitat de Barcelona, UB Riskcenter, 1-36.
66. Marulanda, B., Fajury, L., Paredes, M. et al. (2010). *Taking the good from the bad in microfinance: lessons learned from failed experiences in Latin America*, Calmeadow.
67. McIntosh, C., De Janvry, A., Sadoulet, E. (2005). How rising competition among microfinance institutions affects incumbent lenders, *Economic Journal*, Vol. 115, No. 506, 987-1004.
68. Meral, A. (2013). *Optimal portfolio strategies under various risk measures*, doktorska disertacija, Middle East Technical University.
69. Mersland, R. (2009). *Corporate governance and ownership in microfinance organizations*, doktorska disertacija, University of Agder Norway.
70. Milan, F. M. (2011). *Social performance of microfinance institutions: theory and empirical evidence*, doktorska disertacija, University of Hohenheim.
71. Mori, N. (2012). *Four essays on microfinance boards*, doktorska disertacija, University of Agder.
72. Muhammad, Z., Waweru, N., Porporato, M. (2011). Cost structure and sustainability in microfinance institutions: the case of Bangladesh, *SSRN Electronic Journal* 08, 1-28.
73. Mukherjee, S. (2013). A comparative analysis of interest rates: formal sector banks, local moneylenders and microfinance institutions, *Journal of developmental entrepreneurship*, Vol. 18, No. 1, 1-6.

74. Muriu, P. (2011). *Microfinance profitability*, doktorska disertacija, University of Birmingham.
75. Najdanović, Z., Žiravac Mladenović, M. (2012). Procena beta koeficijenta za akcije koje kotiraju na Banjalučkoj berzi, *International Conference on Social and Technological Development (STED 2012)*, Banja Luka, 1-12.
76. Prasad Sharma, P. (2013). Microfinance and gross national happiness (GNH) - a study on the impact of living standards of the poor, *Integral Review: A Journal of Management*, Vol. 6, No. 2, 70-83.
77. Preeti Voola, A. (2013). *Beyond the economics of gender inequalities in microfinance: comparing problem representations in India and Australia*, doktorska disertacija, Faculty of education and social work - University of Sydney.
78. Priberny, C., Dorfleitner, G. (2013). Risk perception and foreign exchange risk management in microfinance, *Journal of Management and Sustainability*, Vol. 3, No. 2, 68-78.
79. Quispe-Agnoli, M. (2002). Costs and Benefits of Dollarization, *Dollarization and Latin America: Quick Cure or Bad Medicine?*, Latin American and Caribbean Center, Summit of the Americas Center, Florida International University, 1-30
80. Reeder, J. (2010). *Investment and portfolio decisions with uncertainty and market frictions: theory and application to microfinance*, doktorska disertacija, Universität Regensburg.
81. Rosenberg, R., Gaul, S., Ford, W., Tomilova, O. (2013). *Microcredit Interest Rates and Their Determinants: 2004-2011*, CGAP, MIX, and KfW.
82. Samson, A., Olunbunmi, A., Olusegun, A. (2013). Microfinance bank as a catalyst for entrepreneurship development in Nigeria: Evidence from Ogun State, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 4, No. 12, 286-303.
83. Sarker, D. (2013). Microfinance for disabled people: how is it contributing?, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 9, 118-125.
84. Sharma, G. L., Himanshu, P., Hartika, C. (2014). An empirical analysis of causal relationship between micro-loans and various economic indicators of India, *International Journal of Engineering and Management Sciences*, Vol. 5, No. 2, 102-108.
85. Schmitt-Grohe, S., Uribe, M. (2001). Stabilization policy and the costs of dollarization, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 33, No. 2, 482-509.
86. Song, I., Lui, C., Vong, J. (2014). Lowering the interest burden for microfinance, *International Journal of Process Management and Benchmarking*, Vol. 4, No. 2, 213-229.
87. Soon Chong, B., Liu, M-H. (2009). Islamic banking: interest free or interest based?, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 17, No. 1, 125-144.
88. Start, N. (2013). *Why Risk It? The Effect of Risk and Time Preferences on Microfinance Loan Default*, Master's Theses, Paper 67, University of San Francisco.
89. Stevenson, B., Wolfers, J. (2008). Economic growth and subjective well-being: reassessing the Easterlin paradox, *Brookings Papers on Economic Activity*, NBER Working Paper No. 14282, Vol. 39, No. 1, 1-102.
90. Torres García, O. (2009). *Measuring poverty and vulnerability in microfinance*, doktorska disertacija, Universidad Complutense de Madrid.

91. Tundai, C., Tundai, H. (2013). Microcredit, micro enterprising and repayment myth: the case of micro and small women business entrepreneurs in Tanzania, *American Journal of Business and Management* Vol. 2, No. 1, 20-30.
92. Vong, J., Song, I. (2015). Emerging technologies for emerging markets, topics in intelligent engineering and informatics, chapter 2: *Mobility technology solutions can reduce interest rates of microfinance loans*, Springer Science.
93. Wagner, C. (2013). *Growth and crises in microfinance*, doktorska disertacija, Frankfurt School of Finance and Management.
94. Wijesiri, M. (2014). *Essays in efficiency and productivity analysis of microfinance institutions*, doktorska disertacija, University of Bergamo.
95. www.nbs.rs
96. www.cb-mn.org
97. www.cbbh.ba
98. www.mfin.gov.rs
99. www.mft.gov.ba
100. www.fmf.gov.ba
101. www.vladars.net
102. www.abrs.ba
103. www.mif.gov.me
104. www.stat.gov.rs
105. www.bhas.ba
106. www.ibhi.ba
107. www.fba.ba
108. www.eki.ba
109. www.lider.ba
110. www.lok.ba
111. www.melaha.ba
112. www.mi-bospo.org
113. www.mikra.ba
114. www.mikroaldi.org
115. www.partner.ba
116. www.mfi.ba
117. www.microsunrise.ba
118. www.mikrofin.com
119. www.ppmkd.com
120. www.zdravo.org
121. www.igmin-invest.com
122. www.altermodus.me
123. www.agroinvest.rs
124. www.obs.rs
125. www.monstat.org
126. www.javnidug.gov.rs
127. www.socijalnoukljucivanje.gov.rs
128. webrzs.stat.gov.rs
129. www.slglasnik.org

130. www.slgglasnik.com
131. www.sluzbenilist.ba
132. www.sluzbenilist.me
133. www.zakon.co.rs
134. www.responsability.com
135. http://ilo-mirror.library.cornell.edu
136. https://openknowledge.worldbank.org
137. http://reports.weforum.org
138. www.cgap.org
139. http://www.bankregdata.com
140. www.statista.com
141. https://sdw.ecb.europa.eu
142. https://datamarket.com
143. www.kpmg.com
144. www.pwc.com
145. http://pages.stern.nyu.edu
146. www.mfc.org.pl
147. http://www.themix.org
148. http://data.mftransparency.org
149. www.grameen.com
150. http://hdr.undp.org/en/data
151. http://www.microcreditsummit.org
152. http://www.ruralfinance.org
153. http://datatopics.worldbank.org/financialinclusion
154. http://www.euribor-rates.eu
155. www.globaledge.msu.edu
156. www.eucham.eu
157. www.ekip.me
158. www.genre.com
159. www.eur-lex.europa.eu
160. www.neamgroup.com
161. www.dontbankonthebomb.com

VII Spisak tabela, grafikona i slika**Tabele**

Tabela 1: Karakteristike koncepta mikrofinansiranja u zemljama u razvoju i razvijenim zemljama	20
Tabela 2: Evolucija značenja i merila siromaštva	21
Tabela 3: Pokazatelji finansijskih i socijalnih performansi mikrofinansijskih institucija	23
Tabela 4: Stope apsolutnog siromaštva u Srbiji (u %), za period 2011-2014. godine	28
Tabela 5: Razvijenost finansijskog tržišta i lakoća pristupa kreditima	35
Tabela 6: Komparativna analiza komponenti kvaliteta finansijskog tržišta	35
Tabela 7: Analiza penetracije finansijskih usluga u Evropskoj Uniji i Sjedinjenim Američkim Državama, za 2010. godinu	36
Tabela 8: Analiza prednosti i nedostataka mehanizma grupnog mikrokreditiranja	45
Tabela 9: Uporedni pregled karakteristika sistema individualnog i grupnog mikrokreditiranja	47
Tabela 10: Poređenje sistema grupnog i individualnog kreditiranja	48
Tabela 11: Analiza statistički značajnih korelacija između određenih pokazatelja poslovanja i tržišnih indeksa (posebno za mikrofinansijske institucije i komercijalne banke)	50
Tabela 12: Korelaciona matrica formirana za određene indikatore performansi	65
Tabela 13: Analiza stepena diverzifikacije ponude u pojedinim mikrofinansijskim institucijama	69
Tabela 14: Činioci eksternih procena pojedinih reiting agencija iz oblasti mikrofinansiranja	73
Tabela 15: Komparativni pregled udela klijenata ženskog pola (izraženo u %)	76
Tabela 16: Pregled Odluka koji regulišu oblast mikrofinansiranja u Federaciji Bosne i Hercegovine	84
Tabela 17: Pregled Uputstava koji regulišu poslovanje mikrokreditnih organizacija u Federaciji Bosne i Hercegovine	85
Tabela 18: Uporedna analiza specifične mikrofinansijske legislative, koja bi trebalo da razdvoji socijalne od klasičnih pozajmica	87
Tabela 19: Razlozi odbijanja zahteva za mikrokredit u pojedinim gradovima u Srbiji, u 2012. godini	90
Tabela 20: Karakteristike mikro, malih i srednjih, kao i velikih preduzeća	91
Tabela 21: Obim mikrofinansiranja u Bosni i Hercegovini (zajedno u MKF i MKD, u Federaciji Bosne i Hercegovine i Republici Srpskoj) i stopa zaposlenosti u Bosni i Hercegovini	92
Tabela 22: Pearson-ov koeficijent korelacije	92

Tabela 23: Bazična deskriptivna statistika	93
Tabela 24: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	93
Tabela 25: Standardizovani koeficijent beta	93
Tabela 26: Obim mikrofinansiranja i stopa zaposlenosti u Crnoj Gori	94
Tabela 27: Pearson-ov koeficijent korelacija	94
Tabela 28: Bazična deskriptivna statistika	94
Tabela 29: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	94
Tabela 30: Standardizovani koeficijent beta	95
Tabela 31: Obim mikrofinansiranja i stopa zaposlenosti u Srbiji	97
Tabela 32: Pearson-ov koeficijent korelacijske matrice	97
Tabela 33: Bazična deskriptivna statistika	98
Tabela 34: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	98
Tabela 35: Standardizovani koeficijent beta	98
Tabela 36: Obim mikrofinansiranja i bruto domaći proizvod u Bosni i Hercegovini	100
Tabela 37: Pearson-ov koeficijent korelacijske matrice	100
Tabela 38: Bazična deskriptivna statistika	100
Tabela 39: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	100
Tabela 40: Standardizovani koeficijent beta	101
Tabela 41: Obim mikrofinansiranja i bruto domaći proizvod u Crnoj Gori	101
Tabela 42: Pearson-ov koeficijent korelacijske matrice	101
Tabela 43: Bazična deskriptivna statistika	102
Tabela 44: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	102
Tabela 45: Standardizovani koeficijent beta	102
Tabela 46: Obim mikrofinansiranja i bruto domaći proizvod u Srbiji	103
Tabela 47: Pearson-ov koeficijent korelacijske matrice	103
Tabela 48: Bazična deskriptivna statistika	104
Tabela 49: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	104

Tabela 50: Standardizovani koeficijent beta	104
Tabela 51: Obim mikrofinansiranja i indeks ljudskog razvoja u Bosni i Hercegovini	110
Tabela 52: Pearson-ov koeficijent korelacija	111
Tabela 53: Bazična deskriptivna statistika	111
Tabela 54: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	111
Tabela 55: Standardizovani koeficijent beta	111
Tabela 56: Obim mikrofinansiranja i indeks ljudskog razvoja u Crnoj Gori	112
Tabela 57: Pearson-ov koeficijent korelacija	112
Tabela 58: Bazična deskriptivna statistika	112
Tabela 59: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	113
Tabela 60: Standardizovani koeficijent beta	113
Tabela 61: Obim mikrofinansiranja i indeks ljudskog razvoja u Srbiji	113
Tabela 62: Pearson-ov koeficijent korelacija	114
Tabela 63: Bazična deskriptivna statistika	114
Tabela 64: Prilagođeni R-kvadrat i F-test	114
Tabela 65: Standardizovani koeficijent beta	114
Tabela 66: „Statistika” korisnika mikrofinansijskih usluga	116
Tabela 67: Analiza prosečnih iznosa mikrokredita u Kambodži	118
Tabela 68: Ocena značajnosti rizika sa kojima se suočavaju mikrofinansijske institucije	118
Tabela 69: Analiza regionalne distribucije mikrokredita institucije Alter Modus Podgorica	122
Tabela 70: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Republici Srpskoj, za period 2011-2015. godine	127
Tabela 71: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Republici Srpskoj, u 2015. godini	127
Tabela 72: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Republici Srpskoj, u 2014. godini	128
Tabela 73: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Republici Srpskoj, u 2013. godini	128
Tabela 74: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Republici Srpskoj, u 2012. godini	128

Tabela 75: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Republici Srpskoj, u 2011. godini	128
Tabela 76: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine, za period 2011-2015. godine	129
Tabela 77: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2015. godini	129
Tabela 78: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2014. godini	130
Tabela 79: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2013. godini	130
Tabela 80: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2012. godini	130
Tabela 81: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Federaciji Bosne i Hercegovine, u 2011. godini	131
Tabela 82: Struktura operativnih troškova MKF Mikro Aldi Goražde u 2015. godini	139
Tabela 83: Trend kretanja ROA za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Republici Srpskoj u periodu 2011-2015. godine	143
Tabela 84: Trend kretanja ROE za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Republici Srpskoj u periodu 2011-2015. godine	144
Tabela 85: Trend kretanja ROA za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Federaciji Bosne i Hercegovine u periodu 2011-2015. godine	145
Tabela 86: Trend kretanja ROE za neprofitne i profitne mikrofinansijske institucije u Federaciji Bosne i Hercegovine u periodu 2011-2015. godine	145
Tabela 87: Vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Federaciji Bosne i Hercegovine, u periodu 2011-2015. godine	154
Tabela 88: Vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor u Republici Srpskoj, u periodu 2011-2015. godine	155
Tabela 89: Hronološki pregled rejtinga Bosne i Hercegovine	156
Tabela 90: Hronološki pregled rejtinga Bosne i Hercegovine	157
Tabela 91: Trend kretanja tromesečnog EURIBOR-a	160
Tabela 92: Uporedna analiza efektivnih kamatnih stopa na kratkoročne i dugoročne mikrokredite u IV kvartalu 2015. godine, u mikrofinansijskim institucijama koje posluju u Federaciji Bosne i Hercegovine	160
Tabela 93: Inflacija u Bosni i Hercegovini	160

Tabela 94: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine	165
Tabela 95: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, u 2015. godini	165
Tabela 96: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, u 2014. godini	165
Tabela 97: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, u 2013. godini	165
Tabela 98: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, u 2012. godini	166
Tabela 99: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, u 2011. godini	166
Tabela 100: Pokazatelj ROA za mikrofinansijski sektor Crne Gore, za period 2011-2015. godine	169
Tabela 101: Pokazatelj ROE za mikrofinansijski sektor Crne Gore, za period 2011-2015. godine	169
Tabela 102: Vrednosti pokazatelja ROA za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine	169
Tabela 103: Vrednosti pokazatelja ROE za mikrofinansijske organizacije u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine	170
Tabela 104: Prosečna ponderisana efektivna kamatna stopa mikrokreditnih finansijskih institucija u Crnoj Gori, po sektorima i ročnosti, za period 2011-2015. godine	173
Tabela 105: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2011. godini	174
Tabela 106: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2012. godini	174
Tabela 107: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2013. godini	175
Tabela 108: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2014. godini	175
Tabela 109: Pregled vrednosti VaR-a za mikrofinansijski sektor Crne Gore u 2015. godini	175
Tabela 110: Uporedni pregled dugoročnog rejtinga Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Srbije	176
Tabela 111: Komparativna analiza prosečnih ponderisanih nominalnih i efektivnih kamatnih stopa banaka i mikrofinansijskih institucija u Crnoj Gori, u junu 2015. godine (u %)	178
Tabela 112: Pregled stopa inflacije u Crnoj Gori, u periodu 2011-2015. godine	179
Tabela 113: Pregled vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijski sektor u Srbiji, za period 2011-2015. godine	182
Tabela 114: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Srbiji, u 2015. godini	182

Tabela 115: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Srbiji, u 2014. godini	182
Tabela 116: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Srbiji, u 2013. godini	182
Tabela 117: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Srbiji, u 2012. godini	183
Tabela 118: Vrednosti Herfindal-Hiršmanovog indeksa za mikrofinansijske organizacije u Srbiji, u 2011. godini	183
Tabela 119: Kretanje pokazatelja ROA izračunatog za mikrofinansijski sektor u Srbiji, za period 2011-2015. godine	186
Tabela 120: Kretanje pokazatelja ROE izračunatog za mikrofinansijski sektor u Srbiji, za period 2011-2015. godine	186
Tabela 121: Kretanje pokazatelja ROA i ROE izračunatog za Agroinvest, za period 2011-2015. godine	186
Tabela 122: Kretanje pokazatelja ROA i ROE izračunatog za Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine	187
Tabela 123: Vrednosti LTD racija za Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine	189
Tabela 124: Kvartalne vrednosti pokazatelja ROA i ROE u Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine	189
Tabela 125: Trend kretanja VaR-a u Opportunity Bank ad Novi Sad, za period 2011-2015. godine	190
Tabela 126: Kreditni rejtinzi Republike Srbije za dugoročno zaduživanje, u stranoj valuti	191
Tabela 127: Kretanje referentne kamatne stope Srbije, u periodu 2011-2015. godine	192
Tabela 128: Kretanje inflacije u Srbiji, u periodu 2011-2015. godine	193
Tabela 129: Struktura operativnih troškova Mikrofinansijskog centra u Varšavi, izraženo u PLN	196
Tabela 130: Kamatna margina u mikrofinansijskim institucijama, u Nemačkoj	199
Tabela 131: Prosečna kamatna margina u bankama u Sjedinjenim Američkim Državama	199
Tabela 132: Analiza obuhvata islamskog bankarstva, u 2008. godini	202
Tabela 133: Predlog modela za strukturiranje efektivnih kamatnih stopa na mikrokredite	224
Tabela 134: Analiza kamatnih stopa i određenih pokazatelja poslovanja mikrofinansijskih institucija širom sveta	229

Grafikoni

Grafikon 1: Faze procesa istraživanja	1
	245

Grafikon 2: Stope apsolutnog siromaštva u Bosni i Hercegovini, za peirod 2007-2015. godine	24
Grafikon 3: Stope reativnog siromaštva u Bosni i Hercegovini, za peirod 2007-2011. godine	24
Grafikon 4: Stope apsolutnog siromaštva u Crnoj Gori, za period 2011-2015. godine	26
Grafikon 5: Stope apsolutnog siromaštva u Srbiji, za period 2011-2014. godine	27
Grafikon 6: Komparativna analiza stopa apsolutnog siromaštva u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Srbiji, u 2011. godini	29
Grafikon 7: Komparativna analiza stopi kreditnog rasta mikrofinansijskog i bankarskog sektora	29
Grafikon 8: Komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije, 2011. godina	36
Grafikon 9: Komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije, 2014. godina	37
Grafikon 10: Komparativna analiza određenih pokazatelja stepena finansijske inkluzije, 2014. godina ..	38
Grafikon 11: Broj mikrofinansijskih institucija koje su koristile usluge eksternog procenjivanja	72
Grafikon 12: Distribucija broja izvršenih procena u okviru mikrofinansijskog sektora, po regionima	73
Grafikon 13: Pozitivan uticaj rejtinga na troškove finansiranja mikrofinansijskih institucija	74
Grafikon 14: Komparativna analiza određenih pokazatelja poslovanja u zavisnosti od različitog sistema mikrokreditiranja	82
Grafikon 15: Uporedni pregled deklarisanog razloga apliciranja za mikrokredit u Srbiji, u 2010. godini (% ispitanika)	89
Grafikon 16: Uporedni pregled razloga za zaduživanje kod mikrofinansijske institucije u Srbiji, u 2010. godini (% ispitanika)	89
Grafikon 17: Načini prikupljanja izvora finansiranja za započinjanje sopstvenog posla u Srbiji	96
Grafikon 18: Da li mikrofinansiranje može da poveća zaposlenost u Srbiji?	97
Grafikon 19: Da li mikrofinansiranje može da poveća bruto domaći proizvod Srbije?	103
Grafikon 20: Dugoročna korelacija između promene satisfakcije životom i BDP <i>per capita</i> u 17 razvijenih država	107
Grafikon 21: Dugoročna korelacija između promene satisfakcije životom i BDP <i>per capita</i> u 9 država u razvoju	107
Grafikon 22: Dugoročna korelacija između promene satisfakcije životom i BDP <i>per capita</i> u 11 tranzisionih država	108
Grafikon 23: Putanja kretanja broja klijenata mikrofinansijskih institucija	116
Grafikon 24: „Statistika” obuhvata klijenata mikrofinansijskih usluga	117

Grafikon 25: Realna i projektovana putanja broja korisnika usluga mikrofinansiranja	117
Grafikon 26: Analiza obuhvata klijenata mikrofinansijskih institucija po regionima	120
Grafikon 27: „Dubina“ obuhvata korisnika usluga mikrofinansiranja po regionima	120
Grafikon 28: Regionalne razlike u operativnim troškovima (% od portfolija), u 2014. godini	121
Grafikon 29: Struktura troškova i ideo u vrednosti portfolija (2008. godina, izraženo u %)	125
Grafikon 30: Komponente koje utiču na kamatne stope na mikrokredite	125
Grafikon 31: Bankarska neto kamatna margina (%)	199
Grafikon 32: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti (2011. godina)	209
Grafikon 33: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti (2011. godina)	209
Grafikon 34: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2011. godina)	210
Grafikon 35: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2011. godina)	210
Grafikon 36: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2012. godina)	211
Grafikon 37: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2012. godina)	211
Grafikon 38: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2012. godina)	211
Grafikon 39: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2012. godina)	212
Grafikon 40: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2013. godina)	212
Grafikon 41: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2013. godina)	213
Grafikon 42: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2013. godina)	213
Grafikon 43: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2013. godina)	213
Grafikon 44: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2014. godina)	214
Grafikon 45: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2014. godina)	214
Grafikon 46: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2014. godina)	215
Grafikon 47: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2014. godina)	215
Grafikon 48: Iznos odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2015. godina)	216
Grafikon 49: Broj odobrenih mikrokredita, prema vrsti mikrokredita (2015. godina)	216
Grafikon 50: Iznos odobrenih mikrokredita, po regionima (2015. godina)	216
Grafikon 51: Broj odobrenih mikrokredita, po regionima (2015. godina)	217

Grafikon 52: Analiza ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita (u EUR) u periodu 2011-2015. godine, prema vrsti mikrokredita i polu	217
Grafikon 53: Analiza ukupnog iznosa odobrenih mikrokredita (u EUR) u periodu 2011-2015. godine, prema regionu i polu	218
Grafikon 54: Komponente koje utiču na definisanje kamatnih stopa na mikrokredite	225
Grafikon 55: Nominalni i realni (korigovani za inflaciju) troškovi finansiranja mikrofinansijskih institucija	226

Slike

Slika 1: Odnos između ruralnih, agrarnih i mikrofinansija	46
Slika 2: Korelacija između satisfakcije životom i BDP <i>per capita</i> u određenih evropskim državama	109
Slika 3: Korelacija između satisfakcije životom i BDP <i>per capita</i> u Japanu	110

VIII Spisak skraćenica

- MFI (Microfinance Institution) – Mikrofinansijska institucija
MKD – Mikrokreditno društvo
MKF – Mikrokreditna fondacija
BIH – Bosna i Hercegovina
FBIH – Federacija Bosne i Hercegovine
RS – Republika Srpska
CG – Crna Gora
RS – Republika Srbija
EU (European Union) – Evropska Unija
NKS – Nominalna kamatna stopa
EKS – Efektivna kamatna stopa
APR (Annual Percentage Rate) – Godišnja kamatna stopa
KM – Konvertibilna marka
BAM – Bosna i Hercegovina konvertibilna marka
EUR – Evro
RSD (Republika Srbija Dinar) – Srpski dinar
USD (The United States Dollar) – Američki dolar
GBP (Great British Pound) – Britanska funta
CHF (Swiss Franc) – Švajcarski franak
MRS – Međunarodni računovodstveni standardi
PIB – Poreski identifikacioni broj
PDV – Porez na dodatu vrednost
DEA (Data Envelopment Analysis) – Analiza obavijanja podataka
DMU (Decision Making Units) – Jedinice o kojima se odlučuje
SFA (Stochastic Frontier Analysis) – Stohastična metoda
PSM (Propensity Score Matching) – Tehnika poklapanja rezultata trendova
NVO – Nevladina organizacija
BDP – Bruto domaći proizvod
HDI (Human Development Index) – Indeks ljudskog razvoja
GNH (Gross National Happiness) – Indeks bruto nacionalne sreće
GDI (Gender-related Development Index) – Indeks rodne jednakosti
PPI Index (Progress out of Poverty Index) – Indeks siromaštva
FIC (Financial Inclusion Score) – Indeks finansijske inkluzije
VA (The Voice and Accountability index) – Indeksa transparentnosti i odgovornosti
GMI (Global Microfinance Index) – Međunarodni indeks sektora mikrofinansiranja
SDI (Subsidy Dependence Index) – Indeks zavisnosti od subvencija
UNDP (United Nations Development Programme) – Program Ujedinjenih Nacija za razvoj
MFC (Microfinance Centre for Central and Eastern Europe) – Mikrofinansijski centar za Centralnu i Istočnu Evropu
CGAP (The Consultative Group to Assist the Poorest) – Konsultativna grupa za pomoć siromašnjima
MDG (Millennium Development Goals) – Milenijumski razvojni ciljevi

SIPRU (Social Inclusion and Poverty Reduction Unit) – Tim za socijalno uključivanje i smanjenje siromaštva
BRAC (Bangladesh Rural Advancement Committee) – Odbor Bangladeša za ruralni razvoj
EAP (The Eastern Partnership) – Istočno partnerstvo
ROA (Return on Assets) – Stopa prinosa na aktivu
ROE (Return on Equity) – Stopa prinosa na kapital
ROI (Return on Investment) – Prinos na investicije
PaR (Portfolio at Risk) – Portfolio pod rizikom
VaR (Value at Risk) – Vrednost pod rizikom
CVaR (Conditional Value at Risk) – Uslovni VaR
TVaR (Tail Value at Risk) – Repna vrednost pod rizikom
ES (Expected Shortfall) – Očekivani gubitak
NOI (Net Operating Income) – Neto poslovni prihod
EM (Emerging Markets) – Tržišta u razvoju
NPL (Non Performing Loans) – Nivo neperformansnih kredita
WOR (Write-Off Ratio) – Racio otpisa
LLR (Loan Loss Rate) – Stopa otpisa kredita
CAPM (Capital Asset Pricing Model) – Model vrednovanja kapitalne aktive
ICAPM (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) – Intertemporalni model vrednovanja kapitalne aktive
CCAPM (Consumption Capital Asset Pricing Model) – Model vrednovanja kapitalne aktive zasnovan na potrošnji
APT (Arbitrage Pricing Theory) – Teorija arbitražnog vrednovanja
IT – Informacione tehnologije
ATM (Automated Teller Machine) – Bankomat
HHI (Herfindahl-Hirschman Index) – Herfindal-Hiršmanov indeks
ER (Expected Return) – Očekivani prinos
Rf (Risk-free Rate) – Bezrizična stopa prinosa
RP (Risk Premium) – Premija na rizik
CRP (County Risk Premium) – Premija za rizik zemlje
MRP (Market Risk Premium) – Premija tržišnog rizika
ERP (Equity Risk Premium) – Premija na rizik ulaganja u akcije
MERP (Mature Equity Risk Premium) – Premija na rizik ulaganja u akcije na „zrelim” tržištima
CDS (Country Default Spread) – „Difolt” spred države
LTD (Loan-To-Deposit Ratio) – Indikator odnosa kredita i depozita
LIBOR (The London Interbank Offered Rate) – Londonska međubankarska kamatna stopa
EURIBOR (The Euro Interbank Offered Rate) – Evropska međubankarska kamatna stopa
BELIBOR (Belgrade Interbank Offered Rate) – Referentna kamatna stopa za dinarska sredstva ponuđena od strane banaka Panela, na međubankarskom tržištu
CCA (circa) – Približno