

Vol. 35 ■ N° 3 ■ 2014

Finance

REVUE DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE FINANCE

■ Performance of microfinance institutions: do board activity and governance ratings matter?

Hubert Tchakoute
Tchuigoua

■ The 99% Market Sentiment Index

Patrick Roger

■ Interest Term Premiums and C-CAPM: A Test of a Parsimonious Model

Hubert de La Bruslerie
Jessica Fouilloux





Abstracts / Résumés

Performance of microfinance institutions:
do board activity and governance ratings matter?

Hubert Tchakoute Tchuigoua

This article aims to empirically verify the relationship among board activity, governance rating scores, and the financial performance of microfinance institutions (MFIs). The study comprises a sample of 215 MFIs rated by Planet Rating between 2003 and 2009. The findings, obtained after controlling for endogeneity and selection biases, suggest that board activity and governance rating scores are associated with profitability. In addition, the study of the moderating effect of legal status reveals a significant difference of the effect of governance rating score and CEO/Chairman duality. In view of the results, it seems difficult to conclude definitively that the legal form of MFIs has a moderating effect on their financial performance. The existence of a moderating effect and thus validation of the thesis that shareholder-based MFI governance systems would be more effective than nonprofit MFIs depends on how governance is measured. The results are robust to other measures of financial performance and to the functional form of board activity.

L'objectif de cette étude est de vérifier empiriquement la relation entre l'activité du conseil d'administration, la qualité de la gouvernance et la performance financière des institutions de microfinance (IMF). L'étude porte sur un échantillon de 215 IMF notées par Planet Rating entre 2003 et 2009. Les résultats, obtenus après contrôle des biais de sélection et d'endogénéité, suggèrent que l'activité du conseil d'administration et la qualité de la gouvernance sont associées à la performance financière. En outre, l'impact de la qualité de la gouvernance et de la dualité diffère selon le statut légal de l'IMF. Au regard des résultats obtenus, il semble difficile de conclure définitivement que la forme juridique des IMF a un effet modérateur sur leur performance financière. L'existence de cet effet modérateur dépend du type d'indicateur retenu pour mesurer la qualité de gouvernance. Les résultats

sont robustes à l'utilisation d'autres mesures de la performance financière et de l'activité du conseil d'administration.

The 99% Market Sentiment Index

Patrick Roger

We build a market sentiment index based solely on the changes over time in the number of different stocks held by individual investors. No prices, returns or trading volumes enter the definition and trades of unwealthy and underdiversified investors are overweighted in our sentiment index. Using the trades and portfolios of a large sample of 87,373 French investors over a eight-year period, we show that our index outperforms other usual indices (based on surveys, macro-economic variables or buy-sell imbalances) in predicting short-term returns on long-short portfolios based on size or on the book-to-market ratio. An increase of one standard deviation of our market sentiment index in a given month implies a decrease of 1.05% of the return on such a long-short size based portfolio the following month. A simple dynamic strategy driven by our sentiment index delivers a Sharpe ratio higher than that of random dynamic strategies in 99.6% of cases and a much higher Sharpe ratio than the one of a buy-and-hold strategy.

Dans cet article, nous construisons un indice de sentiment de marché, uniquement à partir des variations dans le temps du nombre de titres différents détenus par des investisseurs individuels. Ni les prix ou les rentabilités d'actions, ni les volumes globaux de transactions sur lesdites actions n'interviennent dans la construction de l'indice. En revanche, les transactions des « petits » investisseurs sont surpondérées dans le calcul de notre indice de sentiment. À partir des transactions réalisées par 87373 investisseurs individuels sur une période de huit années (1999-2006), nous montrons que notre indice surperforme les autres indices usuels (sur données d'enquêtes, données macro-économiques ou sur les déséquilibres achat/vente) dans la prévision des rentabilités mensuelles de portefeuilles long-short fondés sur la taille des firmes ou le ratio *book-to-market*.

Un accroissement d'un écart-type de notre indice de sentiment sur un mois donné entraîne une baisse de rentabilité de 1,05 % du portefeuille « taille » le mois suivant. Une stratégie dynamique élémentaire guidée par notre indice conduit à un ratio de Sharpe supérieur à celui de stratégies

dynamiques aléatoires dans 99,6 % des cas et à un ratio de Sharpe très supérieur à celui d'une stratégie *buy-and-hold*.

Interest Term Premiums and C-CAPM: A Test of a Parsimonious Model

Hubert de La Bruslerie and Jessica Fouilloux

This paper proposes a consumption-based model that accounts for term premiums of the nominal term structure of interest rates. The model focuses on *ex ante* term premiums, which depend on the volatility processes of real consumption and inflation. The contribution of the paper is to derive and test a parsimonious model that highlights linear relationship between term premiums and next period conditional volatilities. When calibrated to US data on interest rates, consumption and inflation, the model accounts for the C-CAPM expectations puzzle. Risk aversion coefficients between 2 and 7 are elicited.

Cet article propose de modéliser les primes de terme de la structure par terme des taux d'intérêt nominaux au sein d'un modèle d'évaluation d'actifs basé sur la consommation. Le modèle utilise les primes de terme *ex ante* qui découlent de l'estimation des processus de volatilité de la consommation réelle et de l'inflation. La principale contribution de ce papier est de dériver et de tester un modèle qui met en évidence une relation linéaire entre les primes de terme, d'une part, et les volatilités conditionnelles de la consommation et de l'inflation ainsi que la covariance, d'autre part. L'estimation empirique sur des données américaines de taux d'intérêt, de consommation et d'inflation, valide le modèle. Celui-ci explique une partie du puzzle attaché aux modèles d'équilibre de consommation. Les coefficients d'aversion au risque implicitement obtenus se situent entre 2 et 7.