

Vol. 38 ■ N° 2 ■ 2017

Finance

REVUE DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE FINANCE

Investor sentiment
and stock return
predictability:
The power
of ignorance

Catherine D'Hondt,
Patrick Roger

Performance-
Sensitive Debt:
A New Mechanism

Sami Attaoui,
Moez Bennouri,
Imen Meji

ROE in Banks:
Performance
or Risk Measure?
Evidence from
Financial Crises

Christophe Moussu,
Arthur Petit-Romec



Finance

REVUE DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DE FINANCE

Vol. 38 ■ N° 2 ■ 2017

DIRECTEURS DE LA RÉDACTION

Pascal François (HEC Montréal, Canada)

Carole Bernard (Grenoble École de Management, France)

DIRECTRICE DE LA PUBLICATION

Sékolène Marbach

UNE PUBLICATION DES PRESSES UNIVERSITAIRES DE GRENOBLE

SA coopérative à capital variable

Représentant légal : Sékolène Marbach

RCS Grenoble 072 500 911

SIRET 072 500 911 000 36

Dépôt légal : mars 2018

ISBN : 978-2-7061-4213-0

ISSN : 0752-6180

Périodicité : trois numéros par an

© PUG 2018

VENTE ET ABONNEMENTS

Didier Capelli

didier.capelli@pug.fr

Presses universitaires de Grenoble

15, rue de l'Abbé-Vincent

38600 Fontaine – France

Tél. : 04 76 29 51 75

Fax : 04 76 44 64 31

www.pug.fr

TARIFS 2018

■ Prix de vente au numéro

58 € (France)

70 € (étranger)

■ Prix de l'abonnement France

120 € (individuel)

150 € (institutionnel)

■ Prix de l'abonnement Étranger

Port avion en sus (10 €)

Création graphique de la couverture et maquette intérieure : Corinne Tourrasse

Mise en page : Soft Office

Achevé d'imprimer en mars 2018 sur papier 90 g Coral Book

(origine Espagne, certifié sans bois, sans chlore élémentaire)

sur les presses de Présence Graphique – F-37260 Monts

Toutes les encres et vernis utilisés sont d'origine végétale. Les eaux de mouillage des machines, les plaques, les produits de développement et les chutes de papier sont recyclés.

Imprimerie certifiée IMPRIM'VERT

N° d'impression :

– Imprimé en France

Abstracts/Résumés

Investor sentiment and stock return predictability: The power of ignorance

Catherine D'Hondt, Patrick Roger

Sentiment measures, based on the trading activity of retail investors, carry some predictive power of future market returns. In this paper, we use such a sentiment measure on two samples of approximately 25,000 individual investors, who differ in their choices when answering MiFID questionnaires, especially in terms of their appetite for information and professional recommendations. Our data covers 51 months from January 2008 to March 2012. We show that the sentiment of investors who disregard free information and professional advice is the best predictor of future returns on a long-short portfolio based on size. Our findings remain valid when controlling for investor characteristics like spoken language (French or Dutch), portfolio value and financial literacy. Our results bring evidence that sentiment is essentially driven by underdiversification and narrow framing by retail investors. When shared by many investors, sentiment can generate long-lived mispricing, which is, therefore, difficult to arbitrage.

Les mesures du sentiment de l'investisseur fondées sur l'activité des investisseurs individuels ont un certain pouvoir prédictif des rentabilités futures. Dans cet article, nous mesurons le sentiment à partir de deux échantillons d'environ 25 000 investisseurs chacun, les investisseurs des deux échantillons se distinguant par leurs choix dans les réponses aux questionnaires MIFID, en particulier en termes d'appétit pour l'information et les recommandations de professionnels. Nos données couvrent la période allant de janvier 2008 à mars 2012. Nous montrons que le sentiment des investisseurs négligeant de l'information gratuite et des recommandations de professionnels constitue un meilleur prédicteur des rentabilités futures d'un portefeuille long-short fondé sur la taille des titres. Nos résultats sont robustes quand on contrôle pour d'autres caractéristiques des investisseurs comme la langue (français ou flamand), la valeur du portefeuille ou l'éducation financière. Nos résultats montrent que la révélation du sentiment passe essentiellement par la

sous-diversification des portefeuilles et le narrow framing des investisseurs individuels. Quand ces caractéristiques sont partagées par de nombreux investisseurs, le sentiment peut engendrer des erreurs d'évaluation qui persistent sur le marché, et qui sont, de ce fait, difficiles à arbitrer.

Performance-Sensitive Debt: A New Mechanism

Sami Attaoui, Moez Bennouri, Imen Mejri

We propose a new mechanism of a finite-maturity performance-sensitive debt (PSD). Unlike typical PSD, our mechanism relates positively the firm's performance, captured by the level of its assets, to the coupon rate. That is, when its performance improves, the firm pays a high coupon rate, and when its performance deteriorates, the firm pays a low coupon rate. In a fairly general setting, we provide the necessary and sufficient conditions for our PSD to be efficient, and show that this mechanism can be immune against risk-shifting when augmented with a covenant deterring managers from changing risk following debt issuance. We analyze the characteristics of an example of such a mechanism where the coupon rate is a stepwise function of assets, and find that intermediate credit quality firms benefit most from it. This suggests that this new PSD should be considered as a complement to typical ones.

Nous proposons un nouveau mécanisme de dette sensible à la performance (PSD) ayant une maturité finie. Contrairement aux PSD classiques, notre mécanisme lie positivement la performance de la firme, mesurée par son niveau des actifs, au taux de coupon. Lorsque sa performance s'améliore, la firme paie un coupon élevé, et quand sa performance se détériore, l'entreprise paie un coupon faible. Dans un cadre assez général, nous spécifions les conditions nécessaires et suffisantes pour que notre PSD soit efficace et nous montrons que ce mécanisme peut être immunisé contre le problème de changement de risque lorsqu'il est augmenté d'une clause dissuadant les gérants de changer le risque après l'émission de la dette. Nous analysons les caractéristiques d'un exemple de ce mécanisme dans lequel le taux de coupon est une fonction par paliers des actifs. Nous constatons que les entreprises de qualité de crédit intermédiaire en bénéficient le plus. Cela

suggère que ce nouveau PSD devrait être considéré comme un complément aux PSD existants.

Le return on equity (ROE) est le principal indicateur de performance dans les banques. En nous centrant sur les crises de 1998 et de 2007-08, nous montrons que le ROE pré-crise est un déterminant important du risque individuel et du risque systémique d'une banque pendant la crise. Cette association reste robuste lorsque nous contrôlons pour de nombreux indicateurs de risque en particulier le levier. Des tests complémentaires révèlent une sensibilité de la rémunération des dirigeants de banques au ROE. Nos résultats questionnent le rôle de la focalisation sur le ROE comme inducteur de la prise de risque dans les banques.

ROE in Banks: Performance or Risk Measure? Evidence from Financial Crises

Christophe Moussu, Arthur Petit-Romec

Return on equity (ROE) is a central measure of performance in the banking industry. The reliance on ROE emerged with the risk management approach that inspired bank capital regulation. In this paper, focusing on the 2007-2008 crisis, we empirically assess the validity of ROE as a performance measure in the banking industry. We document that pre-crisis ROE is a strong predictor of both bank standalone and systemic risk during the crisis. These results are unchanged for the 1998 crisis. Banks appear to be special as the same association between pre-crisis performance measures and the materialization of risk in crisis periods is not observed for firms outside the banking industry. Complementary tests confirm the existence of monetary incentives associated to ROE. Overall, our findings challenge the use of ROE as a main performance measure in banks and its incorporation in bank executives' compensation contracts.

Le return on equity (ROE) est le principal indicateur de performance dans les banques. En nous centrant sur les crises de 1998 et de 2007-08, nous montrons que le ROE pré-crise est un déterminant important du risque individuel et du risque systémique d'une banque pendant la crise.

Cette association reste robuste lorsque nous contrôlons pour de nombreux indicateurs de risque en particulier le levier. Des tests complémentaires révèlent une sensibilité de la rémunération des dirigeants de banques au ROE. Nos résultats questionnent le rôle de la focalisation sur le ROE comme inducteur de la prise de risque dans les banques.