

# Forme juridique et performances des institutions de microfinance

---

Hubert TCHAKOUTE TCHUIGOUA  
*Groupe ESC Troyes*

*Classification JEL* : G21, G32, G38 – *Réception* : juin 2009 ; *Acceptation* : janvier 2010

*Correspondance* : tchuigoua@yahoo.fr

*Résumé* : L'étude de quelques cas de transformations réussies en Amérique Latine permet de conclure qu'il existerait une relation entre la forme juridique des IMF et leur performance. Cet article se fixe donc comme objectif principal de vérifier cette relation à partir de la comparaison des performances de 148 IMF sur la période de 2001 à 2006. L'échantillon est élargi aux coopératives et mutuelles. Les résultats montrent que les sociétés privées sont socialement plus performantes que les ONG. Par ailleurs, la supériorité de performance des sociétés privées est également vérifiée lorsque la qualité de portefeuille est retenue comme indicateur de mesure de la performance.

*Mots clés* : microfinance – performance – efficacité – forme juridique – gouvernance.

*Abstract* : Casual observation of several successful transformations in Latin America suggests that there may be a relationship between the legal form of MFIs and their performance. The main objective of this paper is therefore to verify this relationship through the comparison of the performance of 148 MFIs over the period extending from 2001 to 2006. The sample includes cooperatives and mutual's. The results indicate that private MFIs perform better socially than NGOs. Furthermore, the performance of private corporations is also verified when portfolio quality is used as an indicator for measuring performance

*Key words* : microfinance – performance – efficiency – legal form – governance.

L'attribution du prix Nobel de la paix 2006 à Muhamad Yunus est une forme de reconnaissance, par les organisations internationales, des apports de la microfinance au développement des marchés financiers dans les pays en développement. À travers l'offre de services financiers spécifiques et adaptés, les institutions de microfinance (IMF) permettent d'inclure financièrement des populations et entreprises qui, pour des raisons économiques, sont exclues des services bancaires classiques. Elles permettent « aux pauvres et aux quasi pauvres » (CGAP, 2004) d'accéder au crédit à des conditions attractives. Cet objectif de réduction de la pauvreté mondiale ne les exonère pas de la recherche de l'efficacité financière, considérée par un courant de la littérature micro-financière comme une condition *sine qua non* d'une efficacité sociale durable des IMF (Mosley et Hulme, 1998).

Dans la microfinance, la performance financière et sociale est expliquée, soit par le type de design de contrat de crédit (Stiglitz, 1990 ; Armendariz et al., 2000 ; Cull et al., 2007), soit par leurs différentes formes de propriété et les mécanismes de gouvernance propres à ce type d'organisation (Hartarska, 2005 ; Hartarska et Nadolnyak, 2007 ; Mersland et Strøm, 2009). Ces derniers ne trouvent pas d'influence significative de la forme de propriété sur la performance financière et sociale des IMF. L'influence, sur les performances des IMF, de la zone géographique<sup>1</sup> (Lafourcade et al., 2006) et du degré d'intégration dans les réseaux (Desrochers et Fischer, 2005 ; Fischer, 2000) a été démontrée. En revanche, la comparaison des performances selon la forme de propriété a reçu très peu d'attention dans les IMF (Mersland et Strøm, 2008), contrairement aux organisations bancaires pour lesquelles celle-ci a été abordée (Valnek, 1999 ; Ory et al., 2006). Pourtant, il semble important de s'y intéresser, d'autant plus que les praticiens de la microfinance préconisent, sur la base de quelques cas de succès notables en Amérique Latine, une transformation des IMF à but non lucratif en sociétés privées régulées.

Cet article se donne donc pour objectif de vérifier l'existence d'une différence significative de performance selon la forme juridique des IMF. Contrairement à Mersland et Strøm (2008, 2009) et Hartarska (2005), qui mettent un accent particulier sur les Organisations Non

---

<sup>1</sup> À partir d'un échantillon de 163 IMF africaines, ils montrent que les IMF africaines présentent des niveaux de performance sociale supérieurs à ceux des autres régions du monde. Par contre, bien que les IMF africaines soient rentables, leur performance financière globale reste inférieure à celle des autres régions du monde.

Gouvernementales (ONG) et les sociétés privées, nous élargissons l'espace des formes juridiques aux coopératives et vérifions la supériorité de performance postulée des sociétés privées de microfinance qui constituent, avec les ONG, une forme juridique dominante dans l'exercice de l'activité de microfinance dans le monde. Notre contribution se situe ainsi sur un plan méthodologique et empirique. D'un point de vue méthodologique, nous procédons à un test de comparaison des performances sur un échantillon de 148 institutions de microfinance appartenant à différentes zones géographiques (Amérique latine, Afrique, Asie et Europe de l'Est) entre 2001 et 2006. Sur le plan empirique, notre travail adopte une approche multidimensionnelle de la performance. Celle-ci se réfère à l'efficacité financière, à l'efficacité organisationnelle, à l'efficacité sociale et à la qualité du portefeuille de crédit. Nous montrons que les sociétés privées sont socialement plus performantes que les ONG. Par ailleurs, la supériorité de performance des sociétés privées est également vérifiée lorsque la qualité de portefeuille est retenue comme indicateur de mesure de la performance.

L'article est organisé en trois parties. La première partie décrit le cadre conceptuel de la recherche, la seconde présente la méthodologie, et la troisième décrit et discute les résultats obtenus.

## 1. Considérations théoriques et conceptuelles

### 1.1. *La problématique de l'efficacité des formes institutionnelles d'IMF*

Dans la microfinance, Jansson et *al.* (2004) identifient plusieurs types d'organisation aux stratégies d'action différentes: (1) les banques commerciales et les autres institutions financières qui optent pour une stratégie de *downscaling*<sup>2</sup>, (2) les banques commerciales et autres institutions financières non bancaires spécialisées exclusivement dans la microfinance, (3) les coopératives, (4) les ONG. Ces organisations peuvent être regroupées en trois catégories par leur forme juridique: les sociétés privées (les banques de microfinance et les autres institutions financières non bancaires), les coopératives et mutuelles, ainsi que les associations à but non lucratif (ONG). Ces formes juridiques présentent

---

<sup>2</sup> Ces organisations optent pour la création d'une unité interne spécialisée dans le domaine de la microfinance, le microcrédit devenant un produit bancaire permettant

des différences en termes de propriété, de conflits d'agence et de gouvernance. Fama et Jensen (1983a, 1983b) dressent une typologie des organisations à partir de leur forme de propriété et montrent que l'analyse comparative des performances des différentes formes institutionnelles ne peut se faire indépendamment des questions de gouvernance. De ce point de vue, la recherche est ancrée dans les théories contractuelles des organisations. La théorie positive de l'agence est mobilisée comme grille de comparaison des différentes formes institutionnelles d'IMF.

### *1.1.1. Les IMF non commerciales : les coopératives et les ONG*

Pour Akella et Greenbaum (1988), les coopératives sont caractérisées par leur petite taille. Elles proposent des services financiers (épargne et crédit) et non financiers à des cibles homogènes. Hansmann (1996) associe la taille et l'intérêt commun des coopératives à leur efficacité. Elles seraient moins efficaces à mesure que leur taille augmente et que l'intérêt commun devient plus diffus. Par ailleurs, les mutuelles et les coopératives sont des organisations démocratiques basées sur la règle historique « un homme, une voix ». De plus, chaque membre de la mutuelle porte la double casquette de coopérateur (mutualiste) et de client. La littérature sur les entreprises mutuelles reconnaît que la double qualité des membres élimine les conflits d'agence entre les apporteurs de capitaux. Selon Valnek (1999) et Gurtner *et al.* (2002), la double qualité constitue un avantage important pour les sociétés mutuelles dans la mesure où elle permet d'éviter les coûts relatifs aux conflits d'agence entre les propriétaires et les créanciers. Cette forme institutionnelle contribue ainsi à éliminer ce type de conflits d'agence prégnant dans les sociétés par action. Dans la théorie financière, les actionnaires et les créanciers sont les principaux pourvoyeurs de fonds pour le financement des investissements. Des conflits d'intérêts naissent entre ces différentes parties prenantes dès lors que se pose la question du partage de la valeur créée par l'entreprise. Dans le cas des coopératives, l'optimisation des services rendus à la clientèle ainsi que leur satisfaction prennent le pas sur les objectifs de création de valeur financière. Les propriétaires et les créanciers clients ne s'opposent plus puisque chaque membre est en même temps coopérateur (mutualiste) et

---

d'atteindre une niche de clientèle à revenu plus faible. L'activité de microfinance est accessoire et secondaire pour ces organisations.

client. Leurs intérêts ne sont plus nécessairement divergents (Gurtner et *al.*, 2002).

La double qualité peut néanmoins accroître les coûts d'agence. Ceux-ci résultent des conflits potentiels entre la qualité de coopérateur et celle de client. Le coopérateur peut exiger une augmentation de sa rémunération, et par conséquent un accroissement des prix et des marges. En qualité de client, il peut exiger une faible tarification sur les emprunts et une meilleure rémunération de ses dépôts, ce qui rend confus le signal donné au dirigeant (Ory et *al.*, 2006). De plus, en qualité de client, les coopérateurs-débiteurs s'opposent aux coopérateurs-épargnants. Les premiers peuvent exiger une tarification plus faible de leurs emprunts, les seconds une meilleure rémunération de leurs dépôts. Par ailleurs, la très faible relation entre rémunération des parts sociales et résultats de l'entreprise fragilise l'efficacité du principe démocratique « un homme, une voix ». Ce principe dilue l'influence que peut avoir un coopérateur (mutualiste) détenteur de plusieurs parts sur les décisions de l'entreprise. Théoriquement, le pouvoir d'influence n'est pas déterminé dans ce type d'organisation par la structure des droits de propriété et, de manière plus précise, par le degré de concentration des parts. Chaque coopérateur ou mutualiste, dans ce cas, est considéré comme un petit porteur insoucieux du contrôle de la gestion de la mutuelle et attentif à la tarification des services proposés par la coopérative. Cette attitude passive des coopérateurs (mutualistes) qui autorise une indépendance des dirigeants vis-à-vis des contrôles confère à ces derniers une autonomie de décision plus grande. Cette grande latitude managériale, lorsqu'elle n'est pas encadrée par des incitations ou des contrôles externes, exercés par les instances réglementaires, est source de risque ; celui de l'appropriation, par le dirigeant, de tout ou partie de la rente créée. Le peu d'intérêt porté par les créanciers résiduels des coopératives au contrôle des décisions managériales peut s'expliquer par leur faible niveau de qualification. Ils ne disposent pas toujours des pré-requis cognitifs pour l'émission d'une opinion qualifiée. Les élus des coopératives ignorent les subtilités de la gestion des opérations bancaires. De Briey (2003) observe que le bon fonctionnement des organes de gouvernance des IMF exige un effort continu des élus qui n'ont pas toujours le niveau d'éducation suffisant, ni l'implication nécessaire pour appréhender les enjeux de l'institution dans leur globalité. Leur faible niveau de compétence fait décliner leur capacité de contrôle. Ce déficit cognitif se traduit par un complet désintérêt qui laisse libre cours à toutes les initiatives du gestionnaire. Le principe « un homme-une voix » renforce ainsi le pouvoir managérial et

homme-une voix » renforce ainsi le pouvoir managérial et l'inefficacité organisationnelle. L'efficacité organisationnelle peut être restaurée si la coopérative opte pour l'intégration à travers les réseaux.

En effet, la littérature sur les formes organisationnelles des IMF propose une comparaison des performances des coopératives selon leur mode d'intégration dans les réseaux organisationnels. Elle montre que l'intégration à travers les réseaux améliore la performance des coopératives par le transfert d'une partie des décisions de contrôle au sommet stratégique des réseaux. À travers la comparaison des performances des coopératives financières américaines (réseaux atomisés) et canadiennes (réseaux fédérés), Fischer (2000) montre que le modèle fédéré présente des avantages. Sauf rare exception, les coopératives appartenant à des réseaux stratégiques affichent de meilleures performances que celles des réseaux atomisés. Lorsque cette performance n'est pas supérieure, elle est au moins égale à celle des coopératives des réseaux atomisés. Cette différence s'explique par la gouvernance, le système de régulation, l'intensification et la diversité des modes de contrôle des réseaux stratégiques d'institution de microfinance. Dans le prolongement des conclusions de Fischer, dont les investigations sont menées dans deux pays présentant un niveau de développement économique similaire, Desrochers et Fischer (2005) procèdent à une comparaison internationale des performances des réseaux d'IMF opérant dans des pays qui se situent à divers niveaux de développement économique. Ils concluent que l'intégration est moins importante dans les IMF des pays en développement et ne représente pas un déterminant de leur efficacité ; l'inverse étant vrai pour les IMF des pays développés. Cependant, la constitution des coopératives financières sous la forme de réseaux stratégiques s'accompagne du renforcement des procédures de contrôle des comportements. Il améliore sensiblement les performances. De plus, les coûts organisationnels liés à la constitution des coopératives financières sous la forme de réseaux sont plus que compensés par les économies réalisées grâce à une gouvernance et des contrôles plus stricts. On en conclut qu'à l'exception de celles appartenant aux réseaux intégrés d'IMF, les coopératives financières sont moins performantes.

Les organisations non gouvernementales ont le statut juridique d'association à but non lucratif. Elles sont caractérisées par une absence de propriétaire et, par conséquent, un moindre contrôle de la latitude managériale du dirigeant. Pour Peck et Rosenberg (2000), la faible implication des membres du conseil d'administration dans le contrôle de la gestion des ONG s'explique par le fait que ces derniers ne sont pas

des investisseurs. Ils ont de ce fait une attitude plus relâchée à l'égard de la viabilité de leur organisation.

### *1.1.2. Les sociétés privées de microfinance*

Les sociétés privées de microfinance fonctionnent sur le modèle de la société anonyme (SA). Elles ont pour objectif principal la maximisation de la richesse des actionnaires<sup>3</sup> et sont caractérisées par la règle une action-un vote. Dans les sociétés privées, les actionnaires sont titulaires des droits de propriété et des privilèges qui sont cessibles sur un marché financier lorsque celui-ci existe. Les propriétaires sont les créanciers résiduels. Ils ont en charge le contrôle des décisions du dirigeant. La séparation entre propriété et contrôle est source de conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Elle expose les créanciers résiduels au risque de comportement d'expropriation de la part des agents.

Dans la microfinance, à l'exception des régions et pays dans lesquels les dispositifs réglementaires autorisent, à la création, le choix de la SA comme forme juridique<sup>4</sup>, la plupart des sociétés privées résultent de la transformation des organisations de microfinance à but non lucratif en IMF régulées. Fernando (2004) procède à l'étude des cas de 39 transformations d'ONG en sociétés privées. Il conclut que la plupart des transformations s'accompagne d'une amélioration du système de gouvernance et de la viabilité des IMF. Les cas les plus illustratifs étant la BancoSol en 1992; FFP Caja Los Andes en 1996; Banco Ademi en 1998; MiBanco en 1998; Compartamentos en 1999. La collecte de dépôts et la mobilisation de l'épargne représentent une part importante de leur portefeuille d'activité financière. Cette transformation, considérée comme « une progression naturelle » et défendue par les praticiens de la microfinance (White et Campion, 2002 ; Fernando, 2004 ; Ledgerwood et White, 2006), repose en partie sur l'hypothèse selon laquelle le

---

<sup>3</sup> Ces IMF n'étant pour la plupart pas cotées, le concept de maximisation de la richesse des actionnaires est plus pertinent que celui de la création de valeur boursière.

<sup>4</sup> En Afrique centrale par exemple, le règlement N°01/02/CEMAC/UMAC/COBAC relatif aux conditions de contrôle et d'exercice de l'activité de microfinance autorise les IMF à opter pour la SA au moment de leur création. L'exigence minimale en fonds propres est fixé 50 millions de FCA. Elle permet également aux IMF à but non lucratif de changer de statut juridique. Celles disposant d'une exigence minimale en fonds propres supérieure au seuil minimal correspondant à cette forme juridique peuvent évoluer vers une société privée. Au Cameroun, c'est le cas de la Compagnie Financière de l'Estuaire (COFINEST), du Crédit Communautaire d'Afrique (CCA).

système de gouvernance des organisations à but non lucratif est moins efficace que celui des IMF régulées. D'après Jansson et *al.* (2004), en raison de l'absence de propriétaire et, donc, de contrôle, les organisations de microfinance à but non lucratif sont moins performantes financièrement que les sociétés privées. Par contre, la performance sociale des organisations à but non lucratif est supérieure à celle des autres formes organisationnelles.

Au total, en supposant que le système de gouvernance est efficace, c'est-à-dire que les acteurs de la gouvernance sont compétents, efficaces et motivés, les IMF constituées sous la forme de société anonyme exercent un meilleur contrôle de la latitude managériale et sont, par conséquent, plus performantes que les coopératives. Cependant, les travaux empiriques relatifs à la comparaison des performances des banques et des IMF selon leur forme juridique ne confirment pas l'idée que les sociétés privées sont la forme de propriété la plus efficace et la plus efficiente.

### ***1.2. La relation entre la forme organisationnelle et les performances des IMF***

Dans les banques, un consensus semble se dessiner autour des travaux traitant de l'analyse comparative du lien entre la forme juridique et la performance des banques. Sur la période allant de 1983 à 1993, Valnek (1999) montre qu'en Angleterre, les mutuelles sont plus performantes que les banques privées à statut de société anonyme. En Allemagne, Altunbas et *al.* (2001) montrent que les mutuelles sont plus efficaces et plus performantes que les banques du secteur privé. Ory et *al.* (2006), sur la période allant de 1990 à 1999, montrent qu'en France, les performances des banques coopératives sont au moins égales à celles des banques à forme de société anonyme. Le fait d'avoir une seule catégorie de créancier résiduel élimine les conflits d'agence et, donc, les coûts d'agence et améliore la performance des coopératives et des mutuelles (Mayers et Smith, 1988). De plus, l'homogénéité de la clientèle des banques coopératives réduit le risque de contrepartie et améliore leur efficacité (Hart et Moore, 1990).

Dans la microfinance, très peu d'études se sont penchées sur l'analyse du lien entre la forme de propriété et la performance sociale et financière des IMF. Les travaux recensés se donnent pour objectif de vérifier empiriquement les effets de la transformation des ONG en sociétés privées sur la performance. Elles excluent par conséquent les

coopératives. Mersland et Strøm (2008) ne trouvent pas de différence significative de performance sociale entre les ONG et les sociétés privées de microfinance. À partir d'un échantillon de 132 ONG et de 68 sociétés privées d'IMF, ils montrent que le statut juridique des IMF n'influence pas la performance sociale. Sur la période allant de 2000 à 2007, Mersland et Strøm (2009) parviennent aux mêmes conclusions qu'en 2008 à partir d'un échantillon de 278 institutions de microfinance. De plus, ils trouvent que la performance financière des ONG ne diffère pas significativement de celle des sociétés privées. Pour Mersland (2009), les coopératives et les ONG sont plus efficaces que les sociétés privées de microfinance si on prend comme base de comparaison le design des contrats. Gutiérrez-Nieto et *al.* (2007) mettent en évidence l'atomicité des prêts (en valeur) consentis par les ONG. Ils sont en nombre plus importants que ceux accordés par les sociétés privées. En outre, les coûts de fonctionnements sont plus faibles dans ces institutions car la grande majorité des salariés est constituée de bénévoles. Lorsque l'exercice des droits de la propriété est retenu comme base de comparaison, les sociétés privées de microfinance sont considérées comme plus efficaces.

## 2. Méthodologie

### 2.1. Données et échantillon

Le cadre retenu est celui de l'analyse comparative des performances des IMF appartenant aux trois formes juridiques suivantes : les coopératives, les ONG et les sociétés privées (banque de microfinance et autres institutions financières non bancaires). Les données proviennent de la base de données du Microfinance Information Exchange (MIX). Le MIX est une plateforme d'information globale sur la microfinance. La base dresse un répertoire des performances financières et sociales de 1354 institutions de microfinance. La constitution de l'échantillon s'est faite en deux étapes. Tout d'abord, pour chaque groupe d'organisation, nous nous sommes concentrés exclusivement sur celles de niveaux 4 et 5 diamants<sup>5</sup>, car les informations comptables diffusées par ces organisations présentent un niveau de fiabilité élevé. Les IMF de niveau 4 dia-

---

<sup>5</sup> MIX se sert d'une échelle de diamant allant de 1 à 5 pour évaluer la transparence et la qualité de l'information fournie par les organisations. Le plus haut niveau de diamant indique que l'organisation a communiqué des états financiers audités.

mants divulguent des informations relatives à la portée, à l'impact des activités de microfinance sur la clientèle cible. Leurs états financiers (bilan et compte de résultat) sont audités et certifiés par les commissaires aux comptes. Celles de niveau 5, en plus des caractéristiques des IMF de niveau 4, sont notées par des agences de notation. Comme Hartarska (2005), nous supposons qu'il n'y pas de différence qualitative très significative entre les IMF de niveau 4 et 5 diamants. Un premier échantillon composé de 322 institutions de microfinance de niveau de transparence 5 diamants et de 434 institutions de microfinance de niveau 4 diamants a été constitué, soit un total de 756 institutions de microfinance, dont 99 coopératives, 299 ONG et 319 sociétés privées. Ensuite, seules les organisations pour lesquelles des données financières étaient disponibles sur la période allant de 2001 à 2006 ont été retenues. De plus, seules les organisations pour lesquelles les opérations de microfinance constituent au moins 91% de leur activité ont été conservées. Nous n'avons donc pris en compte que les IMF engagées quasi-exclusivement dans l'activité de microfinance. Celles ayant diversifié leur portefeuille d'activité ont été exclues au même titre que les organisations pratiquant le *downscaling*, c'est-à-dire les organisations exerçant l'activité de microfinance au titre d'activité secondaire. L'échantillon définitif est constitué de 148 institutions de microfinance et structuré comme suit : panel 1 : 26 coopératives ; panel 2 : 74 sociétés privées ; panel trois : 48 ONG.

## **2.2. Description des variables : Une approche multidimensionnelle de la performance**

Du moment où les institutions de microfinance sont des organisations non cotées, nous nous limitons à l'utilisation des indicateurs comptables pour la mesure de la performance. La performance financière des IMF est mesurée par des indicateurs de rentabilité et de pérennité (viabilité financière) (Bruett, 2005 ; Hartarska, 2005 ; Lafourcade et al., 2006 ; Cull et al., 2007 ; Mersland et Strøm, 2008, 2009). Dans les sociétés privées de microfinance, la rentabilité financière est simple à appréhender. L'actionnaire n'a qu'un seul but : la maximisation de la rentabilité de ses capitaux investis, mesurée par le ROE (Return on equity). Dans les coopératives de microfinance et les ONG, l'objectif principal est plutôt la recherche de la performance sociale qui pourrait être évaluée en termes de qualité des services rendus par les organisations. L'échantillon étant caractérisé par une hétérogénéité des

formes institutionnelles et, par conséquent, une hétérogénéité d'objectifs stratégiques poursuivis et d'approches d'intervention, il a fallu trouver un indicateur commun de mesure de la rentabilité pouvant avoir la même interprétation au niveau de toutes les catégories d'IMF, et susceptible de faciliter les comparaisons. Cela nous a conduit à retenir le taux de rentabilité économique ou ROA (Return on assets). Contrairement au ROE, le ROA mesure la rentabilité, quelle que soit la structure de financement sous-jacente de l'institution, et permet de comparer les IMF commerciales et non commerciales (Bruett, 2005). La pérennité est mesurée par le ratio d'autosuffisance opérationnelle (AO). Afin d'analyser les différences potentielles qui pourraient exister entre les différentes formes organisationnelles, nous avons élargi la performance à ses dimensions sociales et organisationnelles, et à la qualité du portefeuille. La performance sociale est mesurée par le nombre d'emprunteurs actifs (NEA) et par l'intensité des transactions (DEPTH) (Hartarska, 2005 ; Cull et *al.*, 2007 ; Hartarska et Nadolnyak, 2007). La performance organisationnelle est mesurée par le ratio des charges d'exploitation (RCE) et par le coût du crédit par emprunteur (CPE), la qualité du portefeuille par le portefeuille à risque à 30 jours (PAR). Le tableau 1 résume les différents indicateurs retenus pour la mesure de l'efficacité et de la qualité du portefeuille.

### 3. Résultats et discussion

#### 3.1. Statistiques descriptives

Les statistiques descriptives (tableau 2) donnent une indication des premiers résultats de la recherche. En moyenne, les institutions de microfinance sont pérennes, financièrement et économiquement rentables, indépendamment de leur forme juridique.

**Tableau 1** – Description et opérationnalisation des principales variables

Nature de la variable	Identité de la variable	Mesure	Définition
Performance financière et qualité du portefeuille	Rentabilité économique	ROA	(Résultat d'exploitation)/montant moyen des actifs Mesure de la capacité de l'IMF à utiliser ses actifs pour générer un rendement

	Portefeuille à risque	PAR	(Par>30 jours+valeur des crédits renégociés)/(Encours de crédit brut) Mesure la qualité du portefeuille. Il montre la partie du portefeuille de crédit contaminé par les impayés et présentant donc un risque de ne pas être remboursé. Seuil < 10% étant donné que les garanties financières en microfinance ne sont pas toujours suffisantes.
	Pérennité/viabilité financière	AO	Produits financiers / (charges financières+dotations aux provisions pour créances douteuses+charges d'exploitation) L'autosuffisance opérationnelle mesure la capacité de l'IMF à couvrir les dépenses d'exploitation avec ses recettes d'exploitation
Efficacité sociale	Nombre d'emprunteur Actif	LN_NEA	Logarithme népérien du nombre d'emprunteurs actifs
	Intensité des transactions	DEPTH	Encours de crédit moyen par emprunteur/Revenu national Brut par habitant en US dollar
Efficience ou performance organisationnelle	Ratio de charges d'exploitation ou ratio d'efficacité	RCE	Charges d'exploitation/Encours de crédit brut moyen Mesure l'efficacité d'une institution. Il mesure les coûts nécessaires à l'institution pour fournir ses services de crédit. Plus le ratio est faible, meilleure est l'efficience de l'institution. (les charges sont influencées par la masse salariale)
	Ratio coût par emprunteur	CPE	Charges d'exploitation/nombre moyen de clients actifs. Ce ratio fournit une mesure très parlante de l'efficience de l'institution en montrant le coût moyen sur l'année pour servir un client.
Autres variables	Taille	LN_TA	Logarithme népérien du total actif
	Ratio de Solvabilité	CAR	Fonds propres/total actif

**Tableau 2** – Statistiques descriptives par panel

		N	Moyenne	Écart type	Minimum	Maximum
ROA	Panel 1	156	0,019	0,057	-0,263	0,264
	Panel 2	444	0,031	0,072	-0,322	0,294
	Panel 3	288	0,025	0,085	-0,408	0,220
	Total	888	0,027	0,074	-0,408	0,294
AO	Panel 1	156	1,263	0,775	0,406	8,3
	Panel 2	444	1,209	0,335	0	2,582
	Panel 3	288	1,157	0,344	0	2,401
	Total	888	1,202	0,448	0	8,3
PAR	Panel 1	156	0,072	0,082	0	0,842
	Panel 2	444	0,04	0,053	0	0,442
	Panel 3	288	0,058	0,105	0	0,642
	Total	888	0,051	0,079	0	0,842
NEA	Panel 1	156	16551,49	1962,038	9	126470
	Panel 2	444	39519,99	3575,504	285	784323
	Panel 3	288	24547,66	2101,088	31	263503
	Total	888	30629,09	1967,543	9	784323
DEPTH	Panel 1	156	1,211	0,089	0,038	6,302
	Panel 2	444	0,856	0,039	0,046	6,045
	Panel 3	288	0,623	0,050	0,021	4,893
	Total	888	0,843	0,031	0,021	6,302
RCE	Panel 1	156	0,208	0,241	0,015	1,797
	Panel 2	444	0,279	0,206	0	1,912
	Panel 3	288	0,293	0,198	0,05	1,129
	Total	888	0,271	0,212	0	1,912
CPE	Panel 1	155	170,968	189,759	16,4	1011,5
	Panel 2	444	163,203	168,174	5,0	1269,8
	Panel 3	287	126,750	149,02	10,0	823,1
	Total	886	152,753	167,128	5,0	1269,8
CAR	Panel 1	156	0,283	0,217	0,01	0,982
	Panel 2	444	0,385	0,275	0,008	1
	Panel 3	288	0,462	0,259	0,004	1
	Total	888	0,392	0,267	0,004	1
TA	Panel 1	156	15273712,45	1572881,863	3118	99785557
	Panel 2	444	36408142,09	3624409,776	116253	935510661
	Panel 3	288	11825425,88	1080284,812	30074	154126135
	Total	888	24722564,06	1906383,016	3118	935510661

Panel 1 : Coopératives ; Panel 2 : Sociétés privées ; Panel 3 : ONG

ROA : Return on Assets ; AO : Autosuffisance Opérationnelle ; NEA : nombre d'emprunteur actif ; DEPTH : Intensité des transactions ; RCE : Ratio des charges d'exploitation ; CPE : Coût par emprunteur ; PAR : Portefeuille à risque ; TA : Total Actif en US dollar ; CAR : *Capital to asset ratio*.

Cependant, la rentabilité moyenne des sociétés privées de microfinance est supérieure à celle des coopératives et des ONG, alors que l'autosuffisance opérationnelle moyenne des coopératives est supérieure à celle des autres IMF. Le portefeuille d'emprunteurs des sociétés privées est supérieur à celui des coopératives et des ONG, alors que l'intensité des transactions des coopératives est supérieure à celle des autres formes institutionnelles, indiquant que l'encours de crédit moyen par emprunteur dans les coopératives est supérieur à la richesse nationale brute par habitant. Les coopératives sont plus efficaces. Le ratio moyen de PAR (0,058) est inférieur au seuil de 0,1. Ceci indique qu'en moyenne, le portefeuille de crédit de notre échantillon est sain. Les sociétés privées ont le PAR moyen le plus faible. La valeur moyenne du ratio de capital est de 0,392. Indépendamment de leur forme juridique, les IMF sont fortement consommatrices de fonds propres. Cette moyenne est largement au dessus des seuils réglementaires, compris entre 0,1 et 0,2. Les banques de microfinance sont en moyenne plus grandes que les ONG et les coopératives. Ces résultats montrent une différence de performance et d'efficacité entre ces trois groupes d'IMF. Il convient d'en évaluer la significativité.

### **3.2. Principaux résultats**

Afin de tester la significativité de cette différence de performance, d'efficacité et de qualité de portefeuille mise en évidence par l'analyse uni-variée, nous avons effectué l'analyse de la variance à un facteur (*ANOVA*).

Le test de Levene indique que seules les variables mesurant la performance organisationnelle (RCE, CPE) et la taille (LN\_TA) respectent l'hypothèse d'homogénéité des variances au seuil maximal de signification de 5%. À partir de ce constat, deux groupes de variables ont été constitués. Le groupe 1, composé de celles respectant l'hypothèse d'homogénéité de la variance et le groupe 2 (ROA, AO, LN\_NEA, DEPTH, PAR, CAR), de celles à variances inégales. Le test de Welch, plus puissant que la statistique F lorsque l'hypothèse d'égalité de variance est rejetée, a permis de vérifier la robustesse des résultats obtenus par l'ANOVA sur les variables du groupe 2. Il indique que l'ANOVA sur la qualité de portefeuille et la solvabilité des IMF est robuste, contrairement à celle sur leur performance financière. D'où le recours au test non paramétrique de Kruskal-Wallis pour la comparaison de la performance financière des IMF.

**Tableau 3 – Résultats de l'ANOVA**

ROA	ANOVA		Levene test (homogénéité des variances)		Test de robuste- tesse (Welch)		Kruskal Wallis Test	
	F	Sig.	Statistics	Sig	Statistics	Sig	Khi 2	Sig
ROA	1,840	0,159	6,314	0,002	2,498	0,083	11,186 ***	0,004
AO	2,917 *	0,055	10,07	0,000	2,638	0,073	6,643 **	0,036
PAR	10,822 ***	0,000	8,270	0,000	12,202 ***	0,000		
LN_NEA	30,987	0,000	7,785	0,000	30,398	0,000		
DEPTH	21,689	0,000	11,044	0,000	17,666	0,000		
RCE	8,824 ***	0,000	2,280	0,103				
CPE	5,314 ***	0,005	1,402	0,247				
LN_TA	22,506 ***	0,000	1,264	0,283				
CAR	24,143 ***	0,000	13,493	0,000	29,779 ***	0,000		

\* significatif à 10%, \*\* significatif à 5%, \*\*\* significatif à 1%

ROA : *Return on Assets* ; AO : Autosuffisance Opérationnelle ; LN\_NEA : Logarithme népérien du nombre d'emprunteurs actifs ; DEPTH : Intensité des transactions ; RCE : Ratio des charges d'exploitation ; CPE : Coût par emprunteur ; PAR : Portefeuille à risque ; LN\_TA : Logarithme népérien du Total Actif, CAR : *Capital to asset ratio*.

Au total, les résultats (tableau 3) permettent de conclure à une différence significative de performance financière, d'efficacité organisationnelle, d'efficacité sociale, de taille, de solvabilité et de qualité de portefeuille selon la forme juridique des IMF. Afin de procéder aux comparaisons inter-groupes, le test de Scheffé<sup>6</sup> pour le cas des variables mesurant l'efficacité organisationnelle (RCE, CPE) et la taille, le test de Tamhane<sup>7</sup> pour les variables mesurant la performance sociale (LN\_NEA, DEPTH), la qualité de portefeuille (PAR) et la solvabilité (CAR) et le test U de Mann-Whitney pour la performance financière et la pérennité ont été effectués (Tableau 4)<sup>8</sup>. Ils indiquent que les sociétés

<sup>6</sup> Ce test n'exige pas que les échantillons utilisés pour l'ANOVA aient la même taille. Il est utilisé lorsque l'hypothèse d'homogénéité des variances est respectée.

<sup>7</sup> Il est utilisé dans les cas de violation de l'hypothèse d'homogénéité des variances.

<sup>8</sup> Nous avons refait des tests sur un échantillon de 202 IMF. Les résultats vont dans le sens des résultats obtenus sur l'échantillon composé de 148 IMF.

privées sont de plus grande taille que les ONG et les coopératives, mais ne montrent pas de différence significative de performance entre les ONG et les sociétés privées de microfinance du point de vue de la rentabilité.

Ce résultat est en concordance avec ceux de Cull et *al.* (2007) et Mersland et Strøm (2009). Ils montrent que le statut de société privée n'a pas d'effet significatif sur la rentabilité. Du point de vue de la pérennité, nous trouvons que les sociétés privées de microfinance sont plus pérennes que les ONG. Ceci est contraire aux conclusions de Cull et *al.* (2007), Hartarska et Nadolnyak (2007) et Mersland et Strøm (2009), qui trouvent que le statut de société privée ne joue aucun rôle pour la pérennité des IMF. De plus, les coopératives sont significativement plus pérennes et moins rentables que les ONG.

Quel que soit l'indicateur de performance sociale retenu, nous trouvons que les sociétés privées sont significativement plus performantes que les ONG, indiquant que les IMF ayant une vocation commerciale sont plus efficaces socialement que les IMF à vocation non commerciale (ONG). L'approche commerciale ne serait donc pas incompatible avec la mission d'efficacité sociale des IMF. Ces résultats sont contraires à ceux d'Hartarska (2005) et Mersland et Strøm (2009). Lorsque la performance sociale des IMF est mesurée par le nombre d'emprunteurs actifs (NEA), les sociétés privées sont socialement plus performantes que les coopératives. En outre, il existe très peu de différence entre les ONG et les coopératives.

En revanche, lorsque l'efficacité sociale des IMF est mesurée par l'intensité des transactions (DEPTH), il ressort que les coopératives sont plus performantes que les ONG. Ce résultat serait expliqué par la différence de structure financière entre les coopératives et les ONG et, surtout, par la capacité des coopératives à collecter des dépôts. La collecte des dépôts constitue une composante majeure des ressources et de la capacité de financement des IMF.

**Tableau 4 – Comparaison multiple**

Dimension de la performance	Variables	Panel 1	Panel 2	Panel 3	Total
		n= 156	n=444	n=288	n=888
Rentabilité et Risque	ROA	0,019	0,031	0,025	0,027
	PAR	0,072	0,04	0,058	0,051
Pérennité	AO	1,263	1,209	1,157	1,202
Performance sociale	LN_NE A	8,734	9,721	9,118	9,352
	DEPTH	1,211	0,856	0,623	0,843
Efficience organisationnelle	RCE	0,208	0,279	0,293	0,271
	CPE	170,968	163,203	126,75	152,753
Autres variables	CAR	0,283	0,385	0,462	0,392
	LN_TA	15,567	16,158	15,387	15,804

**Tableau 4 – Comparaison multiple (suite)**

Dimension de la performance	Panel 1 vs Panel 2	Panel 1 vs Panel 3	Panel 2 vs Panel 3
Rentabilité et Risque	-3,374 ***	-2,658 ***	-0,067
	0,031 ***	0,013	-0,018 **
Pérennité	-2 **	-0,338	-2,171 **
Performance sociale	-0,987 ***	-0,384 *	0,603 ***
	0,355 ***	0,588 ***	0,233 ***
Efficience organisationnelle	-0,07 ***	-0,085 ***	-0,014
	7,765	44,218 **	34,453 **
Autres variables	-0,102 ***	-0,179 ***	-0,077 ***
	-0,591 ***	0,18	0,771 ***

\* significatif à 10%, \*\* significatif à 5%, \*\*\* significatif à 1%

Panel 1 : coopératives ; Panel 2 : Sociétés privées ; Panel 3 : ONG

ROA : *Return on Assets* ; AO : Autosuffisance Opérationnelle ; LN\_NEA : Logarithme népérien du nombre d'emprunteur actif ; DEPTH : Intensité des transactions ; RCE : Ratio des charges d'exploitation ; CPE : Coût par emprunteur ; PAR : Portefeuille à risque ; LN\_TA : logarithme népérien du Total Actif ; CAR : *Capital to Assets ratio*.

Nous trouvons que les sociétés privées de microfinance ont une meilleure qualité de portefeuille que les coopératives et les ONG. En revanche, les résultats ne montrent pas de différence significative de qualité de portefeuille entre les ONG et les coopératives. Cette absence de différence peut s'expliquer par la similitude de l'architecture organisationnelle, précisément la similitude des processus décisionnels de crédit entre ces deux formes juridiques. Dans les coopératives et les ONG, le processus décisionnel est décentralisé, ce d'autant plus que les prêts accordés en valeur sont individuellement faibles (Jansson et *al.*, 2004). Pour faire face à l'opacité informationnelle des entreprises cibles, les coopératives et les ONG, en plus du crédit de groupe<sup>9</sup>, optent pour l'approche relationnelle de financement. Elle leur permet de minimiser le risque de sélection adverse et le risque moral dans le processus de crédit. Cette approche prend en compte le caractère intangible des actifs et le caractère non marchand des garanties fournies par les cibles des coopératives financières. L'information nécessaire à la prise de décision est donc principalement « *soft* », c'est-à-dire qualitative, difficilement vérifiable, valorisable et transmissible via les canaux conventionnels, sauf à induire des coûts d'agence élevés (Stein, 2002). En raison de la proximité culturelle et géographique entre les dirigeants de la coopérative et des cibles de celle-ci, de l'appartenance aux mêmes réseaux sociaux, aux mêmes tontines, de l'enracinement social et culturel de la coopérative, le chargé de crédit a un meilleur accès aux informations « *soft* » et est à même de mieux intégrer ces deux types d'information dans la prise de décision d'octroi de crédit.

Nos résultats permettent de conclure que la supériorité de performance des sociétés privées de microfinance varie selon la dimension de performance retenue. Lorsque celle-ci est appréhendée dans sa dimension organisationnelle et que la performance financière est mesurée par le taux de rentabilité économique, aucune différence significative de performance n'est observée. Sur la base de ces deux indicateurs, des réserves peuvent être formulées sur la thèse de la transformation, et la course à la réglementation peut être questionnée. En revanche, lorsque la performance est appréhendée dans sa dimension sociale et par la qualité de portefeuille, la thèse de la régulation semble justifiée étant donné que les sociétés privées ont une meilleure intensité des transactions et une meilleure qualité de portefeuille.

---

<sup>9</sup> Pour une revue de la littérature sur cette thématique, voir Hermes et Lensink (2007).

## Conclusion

L'objectif de cet article est double : d'une part, répondre à la question de savoir s'il existe une différence significative de performance selon la forme de propriété des IMF, d'autre part, procéder à des comparaisons inter-groupes afin d'évaluer les différences de performance entre les formes juridiques d'IMF retenues. Trois formes de propriété ont été retenues : les coopératives, les sociétés privées de microfinance, les organisations à but non lucratif.

Les résultats de l'analyse montrent une différence significative de performance financière et sociale, d'efficacité, de taille, de solvabilité et de qualité de portefeuille par la forme juridique des IMF. La comparaison inter-groupes ne révèle pas de différence significative de rentabilité entre les ONG et les sociétés privées de microfinance. Nous trouvons que les sociétés privées de microfinance sont plus pérennes et plus performantes socialement que les ONG. Cette nuance, apportée par ces résultats relatifs à la performance financière et sociale, est accentuée par les résultats obtenus en ce qui concerne la qualité de portefeuille des IMF. Le risque dans le portefeuille de crédit des sociétés privées est plus faible que celui des ONG. Les coopératives sont plus efficaces que les sociétés privées et les ONG. Enfin, il n'y a pas de différence d'efficacité entre les ONG et les sociétés privées. Au total, les résultats montrent que la supériorité de performance des sociétés privées n'est vérifiée que lorsque la qualité de portefeuille est retenue comme indicateur de mesure de la performance. L'architecture organisationnelle des IMF expliquerait cette différence de performance. Il est donc utile d'approfondir ultérieurement l'analyse en s'intéressant à l'influence des processus décisionnels de crédit sur la qualité de portefeuille et la performance des IMF.

Sur le plan opérationnel, les résultats obtenus invitent à la nuance et la réserve par rapport à la thèse de la transformation des IMF, défendue par les praticiens de la microfinance. S'il est vrai que la transformation des IMF peut améliorer le système de gouvernance et la performance financière des IMF, il semble difficile, au regard de nos résultats, de généraliser ces mutations juridiques<sup>10</sup>. L'étude du cas de la Corposol<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Y compris aux IMF d'Amérique Latine et d'Asie qui représentent une part importante de notre échantillon. C'est dans ces régions que les transformations ont été les plus nombreuses et les plus réussies.

<sup>11</sup> La crise de la Corposol résulte d'une croissance interne et externe mal maîtrisée, mal accompagnée et mal contrôlée, tant par les acteurs internes à l'organisation que par les organes de supervision chargés du contrôle externe. Le diagnostic de cette crise met en

montre bien que la transformation des IMF n'influence pas nécessairement le système de gouvernance et la performance des IMF (Labie, 1998, 2001 ; Steege, 1998).

Nos résultats auraient gagné en pertinence si l'étude avait examiné la relation entre les coûts salariaux et le statut juridique des IMF. Les charges salariales représentent une composante majeure des charges d'exploitation.

## Bibliographie

Akella S. R. et Greenbaum S. I. (1988), « Savings and Loans Ownership Structure and Expense-Preference », *Journal of Banking and Finance*, vol. 12, n° 3, p. 419-437.

Altunbas Y., Evans L. et Molyneux P. (2001), « Bank Ownership and Efficiency », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 33, n° 4, p. 926-954.

Armendariz de Aghion B. et Morduch J. (2000), « Microfinance Beyond Group Lending », *Economics of Transition*, vol. 8, n° 2, p. 401-420.

Bruett T. (2005), *Mesurer la performance des institutions de microfinance. Une cadre pour la publication, l'analyse et le suivi*, SEEP Network.

CGAP (2004), « Institutions financières poursuivant un double objectif de résultat : implications pour l'avenir de la microfinance », *CGAP occasional paper*, n°8.

Cull R., Demirgüç-Kunt A. et Morduch J. (2007), « Financial Performance and Outreach: A Global Performance of Leading Microbanks », *Economic Journal*, vol. 117, p. F107-F133.

De Briey V. (2003), « Élaboration d'un cadre d'évaluation de la performance d'institutions de microfinancement : Etudes de cas à Santiago (Chili) », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université Catholique de Louvain.

Desrochers M. et Fischer K.P. (2005), « The Power of Networks: Integration and Financial Cooperative Performance », *Annals of Public and Cooperative Economics*, vol. 76, n° 3, p. 307-354.

---

cause le système de gouvernance caractérisé par une forte concentration de pouvoir et des déficits dans la transmission de l'information.

- Fama E. et Jensen M.C. (1983a), « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 301-326.
- Fama E. et Jensen M.C. (1983b), « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n° 2, p. 327-350.
- Fernando N.A. (2004), *Micro Success Story? Transformation of Non-government Organizations into Regulated Financial Institutions*, Asian Development Bank.
- Fischer K.P. (2000), « Régie, réglementation et performance des coopératives financières », *Annals of Public and Cooperative Economics*, vol. 71, p. 607-636.
- Gurtner E., Jaeger M. et Ory J.-N. (2002), « Le statut de coopérative est-il source d'efficacité dans le secteur bancaire ? » *Revue d'Économie Financière*, n° 67, p. 133-163.
- Gutiérrez-Nieto B., Serrano-Cinca C. et Molinero C.M. (2007), « Microfinance Institutions and Efficiency », *OMEGA International Journal of Management Science*, vol. 35, p. 131-142.
- Hansmann H. (1996), *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press.
- Hart O. et Moore J. (1990), « Property Rights and the Nature of the Firm », *Journal of Political Economy*, n° 98, p. 1119-1158.
- Hartarska V. (2005), « Governance and Performance of Microfinance Institutions in Central Eastern Europe and the Newly Independent States », *World Development*, vol. 33, n° 10, p. 1627-1643.
- Hartarska V. et Nadolnyak D. (2007), « Do Regulated Microfinance Institutions Achieve Better Sustainability and Outreach? Cross Country Evidence », *Applied Economics*, vol. 39, n° 10, p. 1207-1222.
- Hermes N. et Lensink R. (2007), « The Empirics of Microfinance: What Do We Know? », *Economic Journal*, vol. 117, p. F1-F10.
- Jansson T., Rosales R. et Westley G.D. (2004), *Principles and Practices for Regulating and Supervising Microfinance*, Inter-American Development Bank, Washington.
- Labie M. (1998), « La pérennité des systèmes financiers décentralisés spécialisés dans le crédit aux petites et micro-entreprises - Étude du cas Corposol-Finansol en Colombie. », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Mons-Hainaut, Belgique.
- Labie M. (2001), « De FINANSOL à FINAMERICA : Quelques leçons d'une crise majeure dans le monde de la microfinance. » *Introduction aux journées d'études IRAM*.

- Lafourcade A.L., Isern J., Mwangi P. et Brown M. (2006), « Étude sur la portée et les performances financières des institutions de microfinance en Afrique », *Micro Banking Bulletin*, p. 3-21.
- Ledgerwood J. et White V. (2006), *Transforming Microfinance Institutions: Providing Full Financial Services to the Poor*, World Bank.
- Mayers D. et Smith C.W. (1988), « Ownership Structure Across Lines of Property-Casualty Insurance », *Journal of Law and Economics*, vol. 31, n° 2, p. 351-378.
- Mersland R. (2009), « The Cost of Ownership in Microfinance Organizations », *World Development*, vol. 37, n° 2, p. 469-478.
- Mersland R. et Strøm R.Ø. (2008), « Performance and Trade-Offs In Microfinance Institutions: Does Ownership Matter? » *Journal of International Development*, vol. 20, n° 5, p. 598-612.
- Mersland R. et Strøm R.Ø. (2009), « Performance and Governance In Microfinance Institutions », *Journal of Banking and Finance*, vol. 33, n° 4, p. 662-669.
- Mosley P. et Hulme D. (1998), « Microenterprise Finance: Is There A Conflict Between Growth and Poverty Alleviation? », *World Development*, vol. 26, n° 5, p. 783-790.
- Ory J.-N., Jaeger M., Gurtner E. (2006), « La banque à forme coopérative peut-elle soutenir durablement la compétition avec la banque SA ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 2, p. 121-157.
- Peck R. et Rosenberg R. (2000), « La course à la réglementation : établissement d'un cadre juridique pour la microfinance », CGAP Étude spéciale, n° 4.
- Steege J. (1998), *The Rise and Fall of CORPOSOL : Lessons Learned From The Challenges Of Managing Growth*, Microenterprise Best Practices.
- Stein J.C. (2002), « Information Production and Capital Allocation: Decentralized Versus Hierarchical Firm », *Journal of Finance*, vol. 57, n° 5, p. 1891-1921.
- Stiglitz J. (1990), « Peer Monitoring and Credit Markets », *World Bank Economic Review*, vol. 4, p. 351-366.
- Valnek T. (1999), « The Comparative Performance of Mutual Building Society and Stock Retail Banks », *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, p. 925-938.
- White V. et Champion A., (2002), « Transformation: Journey From NGO to Regulated MFI », in D. Drake et E. Rhyne (Eds.), *The Commercialization of Microfinance: Balancing Business and Development*, Kumarian Press.