

## **Uitkomst studie geeft beleggers tactisch voordeel in opkomende markten**

Een onderneming die winst maakt, heeft twee mogelijkheden om de winst aan te wenden. De winst kan worden geherinvesteerd in het bedrijf of de winst kan worden uitgekeerd aan de aandeelhouders in de vorm van dividend. Onder de aanname dat het niet uitmaakt voor een belegger of het rendement wordt behaald via koersstijging of dividenduitkeringen, lijkt het beter dat het bedrijf investeert in nieuwe projecten, zodat uiteindelijk een hogere winstgroei ontstaat. Deze gedachtegang werd wetenschappelijk bevestigd toen Miller en Modigliani (1961) hun *Dividend Irrelevance Theorem* publiceerden.

In 1984 verscheen weer een belangrijke wetenschappelijke publicatie over dit onderwerp: Myers *Pecking Order Theory*. Deze theorie merkt op dat bedrijven onverschillig staan tegenover financieringsbronnen voor nieuwe projecten in de jacht op winstgroei en kiezen daarom altijd datgene met de laagste kapitaalkosten: dus ingehouden winsten.

Beide publicaties geven aan dat de relatie tussen de pay-out ratio (het percentage van de winst dat wordt uitgekeerd als dividend) en toekomstige winstgroei negatief is. Jarenlang was dit de algemeen geaccepteerde theorie. Deze theorieën leunen echter sterk op een reeks aannames, zoals het ontbreken van belastingen, symmetrische informatie over de kapitaalmarkten en dat alle bedrijfsinvesteringen daadwerkelijk bijdragen aan de toekomstige winst.

Dus toen Arnott en Asness (2003) voor het eerst op basis van cijfers uit de praktijk de Amerikaanse aandelenmarkt over een periode van 130 jaar onderzochten, werd ineens de tegenovergestelde trend gevonden. Hun publicatie kreeg dan ook de pakkende titel: *Surprise! Higher dividends = Higher earnings growth*. Deze bevindingen hebben de financiële literatuur door elkaar geschud en een golf van verder onderzoek in het veld aangewakkerd, waardoor meerdere wetenschappers de geldigheid van de stelling in de “echte wereld” gingen onderzoeken. En jawel, daarna volgde al snel de ene na de andere publicatie die de stelling van Arnott en Asness bevestigden, namelijk dat de winst sneller groeit bij bedrijven die hoge dividend pay-out ratio's hanteren.

Deze onderzoeken concentreerden zich uitsluitend op ontwikkelde markten en er is tot nu toe weinig tot geen onderzoek naar deze kwestie gedaan in de context van Emerging & Frontier markets. Daarom initieerde Trustus Capital Management (Trustus) als eerste in dit onderzoeksveld een studie naar de relatie tussen dividenduitbetalingen en de toekomstige winstgroei binnen Emerging & Frontier markets. Dit is uitgevoerd door Idan Isvoranu als afstudeerproject aan de Rijksuniversiteit Groningen onder supervisie van dr. Auke Plantinga.

In tegenstelling tot ontwikkelde markten, worden opkomende markten gekenmerkt door snelle economische groei, kleinere marktkapitalisatie, lagere liquiditeit en verminderde markttoegankelijkheid voor internationale investeerders. De hogere volatiliteit en andere voorkeuren voor financiering en fiscale behandeling in deze markten roepen tevens de vraag op of de positieve correlatie, gevonden door Arnott en Asness (2003), ook voor deze markten geldt.

Dat bleek inderdaad het geval. Over de periode 1999-2019 en met de data van 15.996 Emerging en Frontier bedrijven werd het bestaan van een sterke statistisch significante correlatie tussen dividenduitbetalingen en toekomstige winstgroei over een 1,3 en 5-jaars observatiehorizon aangetoond.

Om te controleren of de winstgroei ook echt verband houdt met de pay-out ratio en niet veroorzaakt wordt door andere factoren is gebruik gemaakt van een multivariate regressie analyse. Dit zijn

factoren zoals bijvoorbeeld de grootte van de onderneming, het rendement op vermogen en de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen. In totaal zijn er 6 controlefactoren gebruikt.

Een andere zeer interessante invalshoek was om te kijken of het positieve verband tussen de dividendbetalingen en de toekomstige winstgroei niet werd veroorzaakt door *mean reversion*. Met dit verschijnsel van "terugkeer naar het gemiddelde" wordt bedoeld dat als een onderneming tijdelijk in zwaar weer zit, de winst vaak herstelt in de jaren daarna als de lastige periode voorbij is. Ondertussen laat het management het dividend vaak intact, omdat een dividendverlaging doorgaans negatief wordt ontvangen bij beleggers. Dividend is "*sticky downwards*" en wordt niet gauw naar beneden aangepast. Dan krijg je dus het fenomeen dat bij een tijdelijke lagere winst de pay-out ratio relatief hoog is waarna de winst in de jaren daarna weer groeit. Dat zou dan gelijk de verklaring zijn van het positieve verband dat in het onderzoek is aangetoond. Maar dat is dus niet het geval! Deze *mean reversion* is namelijk ook een van de controlefactoren die in de analyse is opgevoerd.

De stelling dat een hogere winstgroei daadwerkelijk in positief verband staat met de pay-out ratio blijkt met de multivariate regressie niet verworpen te kunnen worden. Er zijn verschillende verklaringen voor dit opmerkelijke fenomeen. Managers van de ondernemingen zouden met teveel cash omhanden geneigd zijn om suboptimale investeringsbeslissingen te nemen in een wens om een imperium op te bouwen. Bonusregelingen en de fiscale behandeling van dividenden kunnen ook een rol spelen. Hier is echter (middels het testen van de *Free Cash Flow Hypothesis*) geen significant bewijs voor gevonden.

Een andere verklaring is dat er middels een hoge pay-out ratio een signaal uitgaat vanuit de onderneming naar beleggers toe dat ze vertrouwen hebben in de realisatie van de winstgroei. Dit is ook onderzocht in de studie van Idan, maar deze *Signalling Hypothesis* gaf echter ook niet voldoende verklaringskracht voor de uitkomst dat een hogere dividendbetaling leidt tot hogere toekomstige winstgroei.

Hoe dan ook; het verband hogere dividendbetaling = hogere toekomstige winstgroei is aangetoond en deze conclusie heeft belangrijke implicaties voor investeringsbeslissingen, in het bijzonder voor die investeerders die betrokken zijn bij dergelijke investeringsstijlen als waarde en groei. De dividendstrategie van TCM Investment Funds wordt vaak beschouwd als een waarde strategie (*value*). Echter met de bevindingen uit deze studie wordt aangetoond dat bedrijven die een groot deel van de winst uitkeren juist de bedrijven zijn die een bovengemiddelde toekomstige winstgroei laten zien. Aangezien TCM Investment Funds specifiek aandelen selecteert op (onder meer) hoog dividend is het goed om te weten dat dit op basis van het verrichte onderzoek een tactisch voordeel biedt in Emerging & Frontier markten.