

Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики»

На правах рукописи

Сорокин Илья Анатольевич

**ОЦЕНКА ВЫСОКОДИВИДЕНДНЫХ СТРАТЕГИЙ НА
МИРОВЫХ РЫНКАХ**

РЕЗЮМЕ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
доцент, кандидат экономических наук
Столяров Андрей Иванович

JEL: G14, G15, G23

Москва — 2024

Диссертационное исследование выполнено на Базовой кафедре инфраструктуры финансовых рынков факультета экономических наук Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

Актуальность диссертационного исследования

Вопрос эффективности вложений на финансовых рынках является одним из наиболее важных и обсуждаемых в финансовой науке. Инвесторы стремятся получить прибыль, которая была бы выше среднерыночной в долгосрочной перспективе, но однозначного ответа на вопрос о возможности такого инвестирования до сих пор нет. В таких условиях инвесторы часто выбирают консервативные стратегии: к примеру, вложения в индексные портфели, что гарантирует лишь средний доход по рынку, но освобождает их от несистематических рисков.

За последние годы было предложено множество стратегий, которые потенциально позволяют увеличить доход при пассивном инвестировании. Подобные стратегии основаны на различных эффектах: эффект P/E, P/B, эффект маленькой фирмы, календарные эффекты. Такие эффекты называют рыночными аномалиями, так как они позволяют получать иную доходность, чем должна была бы наблюдаться при соответствии их гипотезе эффективного рынка.

В конце XX в. американские экономисты Джон Слэттер и Майкл О'Хиггинс предложили стратегию инвестирования, предусматривающую отбор акций на основе всего одного индикатора — дивидендной доходности. Ими было доказано, что акции компаний, дивидендная доходность которых выше, чем в среднем по рынку, зачастую показывают больший рост, чем другие акции. На основе этих выводов ими была предложена стратегия, названная 'Dogs of the Dow'. Данная стратегия предусматривает ежегодное инвестирование в 10 акций индекса Доу Джонса, показавших наибольшую

дивидендную доходность за прошедший год, причем инвестирование происходит в конце года. Бумаги находятся в портфеле ровно год, после чего происходит формирование нового портфеля на основе свежих данных о дивидендной доходности. Результаты показали, что такая стратегия позволяет получать доходность выше рыночной. За следующие несколько лет высокодивидендные стратегии проверялись как на американском рынке, так и на рынках развивающихся и развитых стран, причем тестировалась как классическая стратегия, так и различные ее модификации.

Данная стратегия имеет некоторое сходство со стратегиями инвестирования в недооцененные акции (value investing), то есть в акции, рыночная цена которых ниже справедливой стоимости. Отличием является то, что в основе высокодивидендных стратегий лежит идея не о текущей недооцененности акций с высокой дивидендной доходностью, а о высоких дивидендах как о признаке благополучия компании.

Более высокая доходность портфелей, состоящих из акций с высокой дивидендной доходностью, чаще всего объясняется тем, что, во-первых, компании стремятся сохранять выплаты дивидендов на стабильном уровне, избегая сильного повышения или снижения размера дивидендов, а во-вторых, предполагается, что менеджмент компаний обладает большей полнотой информации о перспективах компании по сравнению с участниками торгов. Это в свою очередь позволяет считать высокую дивидендную доходность сигналом того, что у компании имеется потенциал к росту.

Результаты тестирования высокодивидендных стратегий, полученные в рассмотренных исследованиях, показывают, что единого мнения по поводу эффективности высокодивидендных стратегий в литературе нет. Кроме того, до сих пор нет работы, которая бы протестировала эффективность высокодивидендной стратегии на длинных временных интервалах и с участием большого числа национальных индексов.

С момента появления идеи инвестирования в акции с высокой дивидендной доходностью в работе О'Хиггинса и Доунса Дж. (1991)

стратегии данного типа многократно модифицировались. Так, в работе Прасера Л. и Уэбба Дж. (2001) был предложен сдвиг контрольного месяца, то есть использование различных месяцев для формирования и ребалансировки портфеля. В работе Кай Р. (2014) было проведено общее сравнение поведения акций с высокой и низкой дивидендной доходностью. Ряд авторов проводили анализ зависимости результатов от количества акций в высокодивидендном портфеле, например: Лиал Р., Да Силва А., Остин М. (2000), Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. (2011), Гальперин М. А., Теплова Т. В. (2011), Дубова Е., Володин С., Боренко И. (2019)

В диссертационном исследовании различные имеющиеся подходы к исследованию эффективности инвестирования в высокодивидендные акции были объединены, и, кроме того, они применены на максимально широкой выборке, чего не делалось в предыдущих работах. Помимо этого, были предложены новые подходы к формированию высокодивидендных портфелей, а также выявлены факторы, влияющие на эффективность инвестирования в акции с высокой дивидендной доходностью.

Подтверждением высокой практической ценности высокодивидендных стратегий служит также наличие большого числа фондов, базирующихся на идее вложения в акции с высокой дивидендной доходностью. Анализ нескольких таких фондов, работающих на российском и зарубежных рынках, приведенный в диссертационном исследовании, показал, что их использование для построения фондов без модификаций и внятной методологии не позволяет получать прибыль выше рыночной, в связи с чем актуальным остается дальнейшее изучение и оценка различных типов стратегий.

Степень разработки научной проблемы в литературе

Общее информационное поле составляет более 80 научных работ периодом публикаций с 1991 по 2023 годы. Их географический охват, с одной стороны, достаточно широк и включает рынки как развитых, так и

развивающихся стран. С другой стороны, работы посвящены в основном одному рынку, тогда как наибольший интерес представляет сравнительный анализ эффективности высокодивидендных стратегий на различных рынках.

На развитых рынках эффективность высокодивидендных стратегий исследовали Слэттер Дж. (1988), О'Хиггинс М. (1991), Филбек Дж., Висшер С. (2003), Мак Квин Дж., Шелд К., Сорли С. Р. (1997), Домиан Д.Л., Лаутон Д.А., Моссман С. Е. (1998), Хирши М. (2000), Прасер Л. Дж., Уэбб Дж. Л. (2001), Гвлим Ап. О., Ситон Дж., Томас С. (2005), Брюс Л. С., Бабра Дж. С. (2006), Капур Р., Сурьяванши С. (2006), Аллес Л. и др. (2008), Фин Л., Шенг Ю. (2008), Бжештшинский Дж. и др. (2008), Райн И., Вяхамаа С. (2011), Ян Х. и др. (2013), Фрисо Д. (2016), Ким Д. (2019).

На развивающихся рынках эффективность высокодивидендных стратегий исследовали Лиал Р., Да Силва А., Остин М. (2000), Саху С. (2001), Бжештшинский Дж., Гайдка Дж. (2007), Киркулак Б., Курт Дж. (2010), Прасер Л., Топуз Дж., Узманолглу С. (2010), Ванг С. и др. (2011), Икапутра А., Сукарно С. (2012), Тиссаякорн К. (2013), Сумро Н., Харун М. А. (2015), Панди Н. (2017).

На российском рынке данный вопрос изучали Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. (2011), Гальперин М. А., Теплова Т. В. (2011), Дубова Е., Володин С., Боренко И. (2019), Николашина Н. Н. (2019), Мельникова М. и др. (2020).

Цель исследования заключается в оценке эффективности инвестиционных стратегий с использованием акций с высокой дивидендной доходностью.

Для достижения данной цели были сформулированы следующие **задачи**:

1. Определить наличие избыточной доходности высокодивидендных портфелей по сравнению с индексом.
2. Оценить эффективность высокодивидендных стратегий с использованием показателей, учитывающих риск портфеля.

3. Рассмотреть различные модификации классических высокодивидендных портфелей, в том числе с использованием нестандартных базовых показателей.

4. Оценить целесообразность применения фильтров при формировании высокодивидендных портфелей.

5. Осуществить тестирование высокодивидендных портфелей на максимально возможном временном горизонте.

6. Оценить привлекательность вложений в акции с высокой дивидендной доходностью со стороны иностранных инвесторов, для чего провести оценку доходности и эффективности высокодивидендных портфелей как в национальных валютах, так и в единой валюте.

Структура диссертационного исследования

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы. Основной текст диссертационного исследования изложен на 165 страницах, содержит 35 таблиц, 74 рисунка. Список использованной литературы включает 95 наименований.

Информационная база и методологическая основа исследования

В диссертационной работе использована информация из баз данных «Блумберг» (Bloomberg) и «Томсон Рейтерс» (Thompson Reuters), «Яху Файнанс» (Yahoo Finance), «Инвестинг ком» (Investing.com).

Общая выборка, использованная в диссертационном исследовании, составила более 50 фондовых индексов и более 7000 публичных компаний из различных стран и экономик.

Практическая часть, представленная в диссертационном исследовании, состоит из четырех самостоятельных исследований.

1. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на рынке США

2. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на рынках экономик АТЭС
3. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на расширенной выборке индексов
4. Межстрановой анализ эффективности высокодивидендных стратегий

В каждом из исследований была использована стандартная методология формирования высокодивидендных портфелей: из индекса ежемесячно отбирались акции с наибольшей дивидендной доходностью, из определенного числа акций формировался высокодивидендный портфель, после чего отслеживалась его динамика на заранее выбранном временном промежутке (как правило, составлявшем 1 год). После этого проводилась ребалансировка портфеля. Далее, оценивалась доходность и эффективность сформированных портфелей на всём периоде исследования, после чего выполнялось сравнение данных показателей с результативностью всего рынка (фондового индекса). В результате в работах проверялась основная гипотеза о более высокой доходности и эффективности высокодивидендных стратегий по сравнению с рынком, а также рассматривались дополнительные гипотезы, связанные с изменением результативности высокодивидендных портфелей в зависимости от применяемого подхода и гипотезы, связанные с факторами, влияющими на эффективность высокодивидендных стратегий. Помимо этого, в представленных исследованиях имелись некоторые особенности.

Так, в исследовании, проведенном на базе индекса Доу Джонса, помимо годовой дивидендной доходности, используемой в качестве индикатора в подавляющем большинстве работ, был использован показатель индикативной дивидендной доходности, который рассчитывается как отношение последнего выплаченного компанией дивиденда к цене акции в годовом выражении. В большинстве случаев данный показатель не равен годовой дивидендной доходности, рассчитываемой как отношение суммы выплаченных дивидендов

к цене акции. Кроме того, предпринята попытка использовать в качестве индикатора не абсолютное значение дивидендной доходности, а ее рост за 1, 6 и 12 месяцев. Также в исследовании были использованы Фильтры на основе показателей EBITDA, Net profit и Debt per share. Такой выбор связан с тем, что эти показатели способны подтвердить обоснованность наличия высокой дивидендной доходности или ее роста. Соответственно, были рассмотрены портфели, состоящие только из тех акций, высокая дивидендная доходность которых подтверждается ростом первых двух показателей и отсутствием роста третьего. Налоги и транзакционные издержки в текущем исследовании не учитывались, дивиденды капитализировались ежегодно. Предполагается, что инвестирование в высокодивидендные акции может быть эффективно только в тех случаях, когда высокая дивидендная доходность подтверждена реальными результатами деятельности компании.

В исследовании, проведенном на основе рынков экономик АТЭС, для каждого из индексов были составлены высокодивидендные портфели, содержащие от 1 до 20 акций с наибольшей дивидендной доходностью с равными весами, а также портфель, который включает все акции, по которым за последний год выплачивались дивиденды. После этого была рассчитана доходность каждого портфеля за следующий год, определены бета-коэффициенты портфелей, а также показатели риска/доходности: коэффициент Шарпа и коэффициент Сортино, для чего осуществлялась проверка выборки на соответствие её нормальному распределению. Для расчета доходности использовались цены, включающие в себя дивидендные выплаты, то есть доходность во всех случаях являлась полной. Для оценки влияния различных факторов на доходность высокодивидендных портфелей была построена регрессионная модель, где в качестве объясняемой переменной выступает разница между доходностью высокодивидендного портфеля и доходностью фондового индекса за определенный период. Эта переменная отражает эффективность предлагаемой высокодивидендной стратегии на основе данных фондового рынка. В качестве объясняющих

переменных использованы: год работы портфеля— для того, чтобы понять, ослабевает ли эффективность стратегии со временем, как это утверждает гипотеза эффективности рынка; контрольный месяц формирования портфеля акций — для тестирования факта наличия календарной аномалии; количество акций в портфеле — для определения оптимального числа акций в портфеле; отношение числа акций, по которым выплачивались дивиденды, к общему числу акций в индексе — для понимания того, насколько наличие большого числа акций, по которым платятся дивиденды, влияет на доходность высокодивидендных компаний. Наконец, в качестве последних показателей используются: отнесение экономики к развитой или развивающейся по классификации Всемирного банка — для выявления того, на каких рынках (развитых или развивающихся) исследуемая аномалия является более значимой, и показатель роста фондового индекса в период работы портфеля.

В исследовании, проведенном на расширенной выборке индексов (38 индексов из 32 стран), использовалась следующая методология. На первом этапе была рассчитана годовая дивидендная доходность всех акций, входящих в каждый из рассматриваемых индексов за каждый из месяцев, входящих в период исследования. Стоит отметить, что в данном случае речь идет не об общепринятом показателе дивидендной доходности, а о годовой дивидендной доходности в расчете на текущую цену. То есть суммируются все дивиденды компании, выплаченные за последний год, после чего полученная сумма делится на цену акции на конец месяца (а не на цену «отсечки»). Это изменение позволяет, во-первых, использовать в качестве контрольного месяца каждый месяц года, а во-вторых, более чувствительно реагировать на изменение цены, что напрямую соотносится с теорией высокодивидендных стратегий. На втором этапе составлены портфели, содержащие от 1 до 20 акций с наибольшей дивидендной доходностью, а также портфель, содержащий все акции, по которым за последний год были выплачены дивиденды; рассчитана доходность этих портфелей, их бета-коэффициенты, коэффициенты Шарпа и Сортино. Данные показатели риска/доходности

традиционно применяются при оценке эффективности всех типов портфелей, в том числе и высокодивидендных, поэтому было принято решение использовать их и в данной работе. После этого данные были агрегированы, оценена эффективность портфелей. На третьем этапе построена эконометрическая модель, целью которой является определение значимости и степени влияния тех или иных факторов на доходность высокодивидендных портфелей. В качестве объясняемой переменной использована разность между доходностью портфеля и индекса за тот же период. Объясняющие переменные можно условно разделить на две группы: те, которые традиционно используются в работах, посвященных высокодивидендным стратегиям, и другие, которые были использованы в подобных работах впервые. К первой группе переменных относятся: количество акций в портфеле, год работы портфеля, контрольный месяц, отнесение страны/экономики к числу развитых по классификации Всемирного банка. К переменным, использованным впервые, относятся: рост рынка за период работы портфеля; отношение количества акций в портфеле к общему числу акций в индексе; отношение количества акций, по которым выплачиваются дивиденды, к общему числу акций в индексе.

В финальном исследовании, проведенном на максимально широкой выборке индексов (49 индексов из 44 стран и экономик), в качестве базовых показателей для построения портфеля были взяты: годовая дивидендная доходность, рост дивидендной доходности за 12 месяцев в п.п., рост дивидендной доходности за 12 месяцев в процентах. Контрольными месяцами в исследовании являлись все 12 месяцев года, то есть портфели строятся ежемесячно. Диапазон периода ребалансировки портфелей был также расширен. Так, каждый портфель работал 6, 12 и 18 месяцев. Это сделано для того, чтобы посмотреть, влияет ли данный показатель на итоговую эффективность. Высокодивидендные портфели традиционно состоят из различного числа акций. Так, рассмотрены: портфели из 1–15 акций; портфель, содержащий все акции, по которым выплачивались дивиденды за

последний год; а также портфель из всех акций, по которым дивиденды не выплачивались. Акции включаются в портфель в равных долях. В работе учтены транзакционные издержки в размере 0,1 % от объема сделки. Транзакционные издержки для рыночного портфеля (индекса) не учитывались, так как вложение в индекс чаще всего происходит путем покупки соответствующего ETF, а комиссии по ним значительно различаются от рынка к рынку. Для всех портфелей и индексов был рассчитан коэффициент Шарпа — для того, чтобы можно было оценить не только доходность соответствующих портфелей, но и их эффективность с учетом риска. Это также позволит использовать еще одну объясняемую переменную в моделях — разность между коэффициентом Шарпа портфеля и индекса. Все приведенные выше показатели оценены также и для портфелей, рассчитанных в долларах США с целью оценки привлекательности вложений в высокодивидендные стратегии со стороны зарубежных инвесторов.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

1. Проведена сравнительная оценка эффективности высокодивидендных стратегий с показателями индикативной доходности, а также с различными показателями роста дивидендной доходности в качестве базовых, в то время как в предыдущих исследованиях в качестве базового применялась только простая дивидендная доходность и рост дивидендной доходности в процентах.

2. Проведена оценка эффективности высокодивидендных стратегий с использованием всех двенадцати месяцев года в качестве контрольных (месяцев, в которые производилась ребалансировка портфеля), тогда как ранее в качестве контрольных использовались только 2 месяца года.

3. Исследование проведено на основе рекордно большого количества рынков и, соответственно, максимального числа фондовых индексов. Авторы более ранних исследований рассматривали вопрос эффективности высокодивидендных стратегий не более чем на семи рынках. Таким образом,

объект диссертационного исследования является наиболее расширенным среди аналогичных работ по рассматриваемой теме. Кроме того, на некоторых из рассмотренных рынков высокодивидендные стратегии ранее не тестировались.

4. Временной горизонт диссертационного исследования достигает 20 лет. Схожие временные горизонты использовались в других исследованиях только при тестировании классических высокодивидендных стратегий на отдельных рынках без применения разнообразных модификаций.

5. Выявлены новые значимые факторы, влияющие на доходность и эффективность высокодивидендных стратегий. Оценено влияние на результат рассматриваемого рынка, различных модификаций высокодивидендных стратегий, а также макроэкономических показателей.

6. На основе финансовых показателей предложено использование фильтров, повышающих доходность высокодивидендных стратегий. Предложенные фильтры ранее не применялись в работах по схожим темам.

7. Проведена оценка устойчивости высокодивидендной аномалии во времени, показано ее постепенное исчезновение на развитых рынках за период с 2000 по 2021 год, что, вероятно, связано с повышением эффективности рынков. Данный вывод не делался ранее для широкой выборки индексов.

8. Расчеты эффективности высокодивидендных стратегий проведены не только в национальных, но и в единой валюте (доллар США) для оценки привлекательности вложения в высокодивидендные акции со стороны иностранных инвесторов. Ранее данная идея использовалась только для оценки отдельных рынков.

9. Показано, что несмотря на то, что в среднем высокодивидендная аномалия практически исчерпала себя к настоящему моменту, существуют рынки, на которых высокодивидендные акции продолжают показывать доходность и эффективность выше среднерыночных показателей. Кроме того, применяя предложенные модификации, а также учитывая выявленные факторы, влияющие на доходность и эффективность высокодивидендных

стратегий, можно продолжать получать более высокую доходность даже на тех рынках, где классические высокодивидендные портфели более не актуальны.

Теоретическая значимость исследования заключается в разработке новых модификаций уже известных, а также в создании новых типов высокодивидендных стратегий, оценке их эффективности на большом количестве рынков, в том числе таких, где тестирование высокодивидендных стратегий ранее не проводилось. Полученные результаты могут использоваться для создания учебных курсов для студентов финансовых специальностей.

Практическая значимость исследования связана с возможностью использования его результатов при принятии инвестиционных решений как на развитых, так и на развивающихся рынках с использованием инвестиционных стратегий на базе акций с высокой дивидендной доходностью. В частности, выявлены факторы, которые влияют на результаты инвестирования в акции с высокой дивидендной доходности, а также закономерности, свойственные портфелям из высокодивидендных акций.

В результате проведенного диссертационного исследования автором были сделаны следующие выводы.

Исследование, проведенное на рынке США (на основе индекса Доу Джонса), показало, что стандартные высокодивидендные портфели, основанные на размере годовой дивидендной доходности, уже не являются эффективными в полной мере: значения коэффициента Шарпа показывают, что повышенная доходность таких портфелей нивелируется повышенным риском по ним. Кроме того, использование в качестве базового индикатора показателя индикативной дивидендной доходности вместо годовой

дивидендной доходности позволяет значительно улучшить результаты инвестирования. С другой стороны, несмотря на лучшие значения доходности таких портфелей по сравнению с рыночным и портфелями на основе годовой дивидендной доходности, более высокая степень риска по ним не позволяет рекомендовать все такие портфели для инвестирования. Наконец, повысить доходность и эффективность высокодивидендного инвестирования позволяет применение фильтров. Использование фильтра на основе Net profit способно улучшить результаты инвестирования в большинстве случаев, а фильтр на основе отсутствия роста показателя Debt per share показал положительный результат для всех видов портфелей. Данное утверждение справедливо как для показателя доходности, так и для эффективности на основе коэффициента Шарпа.

Исследование, проведенное на основе 19 рынков экономик АТЭС показало, что средняя доходность высокодивидендных портфелей в 17 из 19 экономик АТЭС превышает среднюю рыночную доходность за период исследования. Данные выводы оказались справедливы и для сравнения эффективности стратегий по годам: из 16 лет работы портфелей только 3 года оказались для высокодивидендных портфелей менее доходными, чем рыночный портфель. Отсюда можно сделать вывод о том, что на большинстве фондовых рынков АТЭС аномалия, связанная с дивидендным эффектом, сохраняет свою значимость. При этом еще раз подтверждена гипотеза о том, что высокодивидендные стратегии показывают наибольшее превышение в кризисные годы и в год восстановления экономики и фондового рынка. При сравнении высокодивидендных портфелей с индексом выяснилось, что все портфели продемонстрировали аномальную доходность. Среди всех высокодивидендных портфелей наибольшую доходность показали включающие 2–3 акции. Важным выводом является также то, что дивидендный портфель, состоящий из всех акций, по которым выплачивались дивиденды, также показал доходность, значительно превышающую рыночную. Сравнение результатов на рынках различного типа показало, что

аномальная доходность выше на развивающихся рынках, чем на развитых. Это может быть связано с более высокой степенью эффективности развитых рынков — аномалии на них исчезают быстрее.

Исследование, проведенное на расширенной выборке индексов, показали, что для подавляющего большинства индексов (более 85 %) высокодивидендные портфели показывают более высокую доходность, чем рыночные (индексные) портфели. В среднем разница в среднегодовой доходности составляет около 3 п.п., или 27 %. Данные выводы справедливы и для разбивки по годам: в большей части из рассматриваемых лет средняя доходность высокодивидендных стратегий была выше, чем доходность соответствующих индексов.

Наименьшую доходность показывает портфель из одной акции; портфели из большего количества акций показали более высокую доходность. При этом все рассмотренные портфели, включая состоящий из всех акций, по которым выплачивались дивиденды, показали большую прибыль, нежели индексные портфели. Кроме того, при рассмотрении развивающихся и развитых стран в отдельности выяснилось, что негативные результаты для портфеля из одной акции характерны только для развивающихся стран. На основе полученных данных можно сделать вывод о том, что первая гипотеза была подтверждена лишь частично: в части более низкой доходности портфелей из небольшого числа акций эта гипотеза справедлива только для развивающихся рынков, а, несмотря на более низкую доходность портфелей с большим числом акций по сравнению с другими портфелями, их доходность все равно остается выше среднерыночной.

Регрессионный анализ показал, что с течением времени разность между доходностью высокодивидендных и рыночных портфелей падает, то есть высокодивидендные стратегии снижают свою эффективность. Эти результаты соотносятся с выводами, которые делались другими авторами. Исходя из того, что повышенная доходность высокодивидендных портфелей является рыночной аномалией, со временем она должна снижаться или вообще

исчезать, что наблюдается на примере других рыночных аномалий. Таким образом, вторая гипотеза подтвердилась полностью.

Более доходными оказались портфели, которые формируются на основе дивидендной доходности в первые месяцы года, нежели те, контрольный месяц у которых приближен к концу года. То есть гипотеза о значимости влияния контрольного месяца на уровень доходности портфеля подтверждается. Это связано с более быстрой реакцией портфелей со смещенным контрольным месяцем на новые выплаты дивидендов по сравнению с портфелями на основе классической стратегии 'Dogs of the Dow', согласно которой контрольным месяцем выбирается исключительно декабрь.

Регрессионный анализ показал, что рост доли акций, по которым выплачиваются дивиденды, в общем числе акций индекса негативно влияет на дополнительную доходность высокодивидендных портфелей, а рост числа акций в портфеле по отношению к общему количеству акций в индексе значимо негативно влияет на аномальную доходность высокодивидендных портфелей только в развивающихся странах, что частично подтверждает выдвинутую гипотезу. Полученные результаты являются новыми, так как данные факторы никогда ранее не рассматривались в исследованиях, посвященных высокодивидендным стратегиям.

Что касается различий между развитыми и развивающимися странами, в первом типе стран увеличение числа акций в портфеле ведет к снижению разницы в доходности между высокодивидендными портфелями и индексом, а рост рынка на 10 % ведет к росту разницы на 1 п.п. В развивающихся странах наблюдается обратная ситуация: предпочтительнее использовать портфели на основе большего числа акций, а рост рынка ведет к падению дополнительной доходности высокодивидендных портфелей. В целом же аномальная доходность в развитых странах ниже аналогичного показателя в развивающихся на 0,56 п.п., что подтверждает гипотезу о более быстром исчезновении высокодивидендной аномалии на рынках развитых стран.

В целом результаты показали, что из 38 проанализированных индексов только в 5 случаях высокодивидендные портфели показали меньшую доходность, чем рыночный портфель, за период исследования (2003–2019 гг.). Результаты позволяют сделать вывод о том, что высокодивидендная аномалия продолжает существовать, а акции с высокой дивидендной доходностью можно использовать с целью увеличения доходности инвестиционных портфелей.

Исследование, проведенное на максимально широкой выборке индексов (49 индексов из различных стран и экономик) подтвердило гипотезу об ослабевании высокодивидендной аномалии со временем, причем это утверждение справедливо и для развитых, и для развивающихся рынков. Подтвердилась гипотеза о том, что на развитых рынках высокодивидендная аномалия слабее, чем на развивающихся. Этот эффект проявляется и с точки зрения доходности, и с точки зрения эффективности высокодивидендных портфелей при оценке коэффициента Шарпа. Кроме того, сделан важный вывод о необходимости разумной диверсификации высокодивидендных портфелей, так как, с одной стороны, доходность и эффективность портфелей растет при увеличении числа акций в портфеле; с другой стороны, портфели, состоящие из всех акций, по которым выплачивались дивиденды, показывает себя несколько хуже.

Наконец, портфели, состоящие из акций, по которым дивиденды не выплачивались, а также сформированные на основе показателей роста дивидендной доходности показали более низкие результаты по сравнению с классическими высокодивидендными портфелями, вследствие чего не могут быть рекомендованы для инвестиций. В то же время гипотеза о существенном изменении результатов при расчете в единой валюте не подтвердилась.

В целом результаты диссертационного исследования свидетельствуют о том, что высокодивидендные стратегии, с одной стороны, действительно в среднем позволяют получать доходность выше рыночной, но, с другой стороны, как правило, эта доходность компенсируется более высокой

волатильностью таких портфелей, в связи с чем высокодивидендные стратегии нельзя считать эффективными. Кроме того, можно говорить об исчезновении высокодивидендной аномалии на рынках большинства стран и экономик. Тем не менее, используя результаты, связанные с влиянием различных факторов на доходность и эффективность высокодивидендных стратегий, а также предложенные модификации высокодивидендных стратегий, можно формировать портфели, которые потенциально смогут показать высокую результативность.

Основные положения, выносимые на защиту:

1. Рыночная аномалия, связанная с возможностью получения повышенной доходности при инвестировании в акции с высокой дивидендной доходностью, не исчезла полностью до настоящего момента.

2. В ряде случаев повышенная доходность по портфелям, построенным на основе высокодивидендных стратегий, нивелируется повышенным риском по ним, вследствие чего не все высокодивидендные стратегии являются более эффективными по сравнению с индексами.

3. Применение модификаций высокодивидендных стратегий, в том числе использование индикативной дивидендной доходности или показателей роста дивидендной доходности, позволяет получать более высокую доходность по сравнению с классическими стратегиями даже с учетом показателей риска.

4. За период исследования, с 2000 по 2019 гг., разность между доходностью высокодивидендных портфелей и рыночных портфелей падает, то есть эффект от высокодивидендной аномалии постепенно снижается.

5. На доходность и эффективность высокодивидендных стратегий на различных рынках влияет множество факторов, в числе которых: количество акций в индексе; отнесение рынка к развитому или развивающемуся; доля в индексе компаний, которые выплачивают дивиденды; средняя дивидендная

доходность компаний в индексе; а также рост или падение рынка за период работы портфеля.

Список публикаций по теме диссертации

Публикации в рецензируемых научных журналах:

1. Столяров А. И., Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на американском рынке // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2019. – № 3. – С. 78–91.
2. Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на мировых рынках // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2020. – № 3. – С. 106–125.
3. Столяров А. И., Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на рынках экономик Азиатско-Тихоокеанского экономического сотрудничества // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2021. – Т. 37. – № 1. – С. 166–186.
4. Володин С. Н., Сорокин И. А. Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке // Управление корпоративными финансами. – 2014. – № 6. – С. 382–390.
5. Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на различных рынках // Бизнес. Образование. Право. – 2019. – № 1. – С. 335–344.

В диссертационном исследовании использованы материалы публикаций 1-3.

Апробация результатов исследования

Результаты диссертации были апробированы на следующих мероприятиях:

1. IXX Апрельская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества, НИУ ВШЭ, 2018 г. Доклад:

«Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на американском рынке».

2. XX Апрельская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества, НИУ ВШЭ, 2019 г. Доклад: «Сравнение эффективности высокодивидендных стратегий на развитых и развивающихся рынках».

3. Конференция ПАО «Московская биржа» FinFair, 2019 г. Доклад: «Высокодивидендные стратегии для частного инвестора».

4. Международная научная конференция «V Ефимовские чтения», 2021 г. Доклад: «Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на мировых рынках».

Список литературы

1. Аистов А. В., Кузьмичёв К. Е. Анализ доходности дивидендных стратегий на российском фондовом рынке // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2011. – N 35. – С. 18–24.
2. Ватрушкин С. В. Оценка устойчивости существования временных эффектов на российском рынке ценных бумаг // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – N 4 (238). – С. 27–35.
3. Володин С. Н., Сорокин И. А. Формирование высокодивидендных портфелей на российском фондовом рынке // Управление корпоративными финансами. – 2014. – N 6. – С. 382–390.
4. Гальперин М. А., Теплова Т. В. Инвестиционные стратегии на дивидендных акциях российского фондового рынка: «собаки Доу» и портфели с фильтрами по фундаментальным показателям // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2012. – Т. 16. – N 2. – С. 205–242.

5. Николашина Н. Н. Изучение особенностей дивидендной политики российских компаний // Экономика и предпринимательство. – 2021. – N 10 (135). – С. 983.
6. Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на различных рынках // Бизнес. Образование. Право. — 2019. — N 1 (46). — С. 329-338.
7. Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на мировых рынках // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2020. – N 3. – С. 106–125.
8. Столяров А. И., Сорокин И. А. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на американском рынке // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2021. – N 3. – С. 79–92.
9. Столяров А., Сорокин И. Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на рынках экономик Азиатско-Тихоокеанского экономического сотрудничества // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2021. – Т. 37. – N 1. – С. 166–186.
10. Теплова Т. В. «Собаки Доу» и «акции стоимости»: на что надеются и что получают инвесторы // Финансовый менеджмент. – 2011. – N 5. – С. 75–86.
11. Ahmad N., Ghouse S. H. N. M., Salamuddin N. Empirical Analysis of the Dogs of the Dow (DoD) Trading Strategy in Developed and Developing Asian Markets // Pertanika Journal of Social Science and Humanities. – 2017. – Vol. 25. – P. 75.
12. Alles L. et al. 'Dogs of the Dow' down under // JASSA. – 2008. – N 3. – P. 30.
13. Arora A., Capp L., Smith G. The real dogs of the Dow // The Journal of Wealth Management. – 2008. – Vol. 10. – N 4. – P. 64–72.
14. Black F. Beta and return // Streetwise: the best of the Journal of portfolio management. – 1993. – P. 74.
15. Bruce L. C., Bhabra G. S. Dogs-of-the-Dow Contrarian Investment: Does it Work in New Zealand? // International Journal of Finance. – 2006. – Vol. 18. – N 4. – P. 4183–4203.

16. Brzeszczyński J. et al. Dividend yield strategy in the British stock market 1994-2007 // International Atlantic Economic Society (IAES). – 2008. – P. 19.
17. Brzeszczyński J., Gajdka J. Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange: International Atlantic Economic Society. — Working Paper, 2007. — P. 285–300.
18. Brzeszczyński J., Gajdka J. Performance of high dividend yield investment strategy on the Polish Stock Market 1997-2007 // Investment management and financial innovations. – 2008. – N 5, Issue 2. – P. 86–92.
19. Cai R. Which one is better: Investing in High Dividend or Low Dividend stocks? : Master Thesis. – Reno (USA), University of Nevada, 2014.
20. Carvalho A., Meireles A. Does the Dogs of the Dow strategy outperform the market in Latin America // Business and Management Review. – 2015. – Vol. 4. – N 5. – P. 531–542.
21. Chin-Sheng H. et al. The practice of dividend-yield strategies in the greater China region // Asian Economic and Financial Review. – 2014. – Vol. 4. – N 11. – P. 1607.
22. Chong T. T. L., Luk K. K. Does the ‘Dogs of the Dow’ strategy work better in blue chips? // Applied Economics Letters. – 2010. – Vol. 17. – N 12. – P. 1173–1175.
23. Clemens M. Dividend investing: Strategy for long-term outperformance // Behavioral & Experimental Finance eJournal. – 2012. – P. 23
24. Clevenger T., Baker G. Have The Dogs Of The Dow Lost Their Bite? // Journal of Personal Finance. – 2004. – N 3(4). – P. 89–100.
25. Cloutier Jr R., Xu D. Creating a high dividend stock strategy while exploiting the low beta anomaly // International Journal of Revenue Management. – 2015. – Vol. 8. – N 3–4. – P. 324–342.
26. Da Silva A. L. C. Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets // International Review of Financial Analysis. — 2001. — Vol. 10. — N 2. — P. 187–199.

27. Dale L. Domiana, David A. Loutonb, Charles E. Mossman. The rise and fall of the “Dogs of the Dow” // *Financial Services Review*. – 1998. – N 7. – P. 145–159.
28. De Bondt W. F. M., Thaler R. Does the stock market overreact? // *The Journal of finance*. – 1985. – Vol. 40. – N 3. – P. 793–805.
29. Dickerson A. P., Gibson H. D., Tsakalotos E. Takeover risk and dividend strategy: a study of UK firms // *The Journal of Industrial Economics*. – 1998. – Vol. 46. – N 3. – P. 281–300.
30. Domian D. L., Louton D. A., Mossman C. E. The rise and fall of the “Dogs of the Dow” // *Financial services review*. – 1998. – Vol. 7. – N 3. – P. 145–159.
31. Dong M., Robinson Ch., Veld Ch. Why Individual Investors Want Dividends // *Journal of Corporate Finance*. – 2005. – N 12. – P. 121–158.
32. Dubova E., Volodin S., Borenko I. High-Dividend Portfolios with Filters on the Financial Performance and an Optimization of Assets Weights in a Portfolio // *Scientific Annals of Economics and Business*. – 2018. – Vol. 65. – N 3. – P. 347–363.
33. Ekaputra A., Sukarno S. The Application of Dividend Yield Based Investment Strategy in Indonesian Stock Exchange // *Indonesian Journal of Business Administration*. – 2012. – Vol. 1. – N 1. – P. 18–22.
34. Fakir R. et al. Dividend yield as a superior investment strategy : PhD Thesis. – Pretoria (RSA): University of Pretoria, 2014.
35. Fama E. F., French K. R. Value versus growth: The international evidence // *The journal of finance*. – 1998. – Vol. 53. – N 6. – P. 1975–1999.
36. Filbeck G., Visscher S. Dividend Yield Strategies in the British Stock Market // *European Journal of Finance*. – 1997. – N 3 (4). — P. 277–289.
37. Fin L. A. F., Sheng Y. T. 'Dogs of the Dow' Down Under // *JASSA*. – 2008. – N 3. – P. 30.
38. Fong W. M. A Profitable Dividend Yield Strategy for Retirement Portfolios // *The Journal of Retirement*. – 2016. – Vol. 3. – N 3. – P. 51–61.

39. Fong W. M. Beating the Market: Dollar-Cost Averaging with the Profitable Dividend Yield Strategy // *The Journal of Wealth Management*. – 2017. – Vol. 20. – V 2. – P. 54–66.
40. French K. R. Stock returns and the weekend effect // *Journal of financial economics*. — 1980. — Vol. 8. — N 1. — P. 55–69.
41. Frisö D. G. Do Retail Investors Benefit From a High Dividend Yield? : The Dogs of the Dow strategy applied on the Swedish stock market : PhD Thesis. – Jönköping (Sweden): Jönköping University, 2016.
42. Fuller P., Yu G., Boudreaux D. Should Investors Be Fearful of the Halloween Effect? // *Southwestern Economic Review* – 2017. – N 39 (1). – P. 31–40.
43. Gibbons M. R., Hess P. Day of the week effects and asset returns // *Journal of business*. – 1981. – Vol. 54. – P. 579–596.
44. Greenblatt J. *The Little Book That Beats the Market*. John Wiley & Sons, Inc., 2006. – P. 178.
45. Gwilym Ap.O., Seaton J., Thomas S. Dividend Yield Investment Strategies, The Payout Ratio and Zero-dividend Stocks // *Journal of Investing*. – 2005. – Vol. 14. – N 4. – P. 69–74.
46. Hirschey M. The «Dogs Of The Dow» Myth // *Financial Review*. – 2000. – N 35. – P. 1–16.
47. Houge T., Loughran T. Do Investors Capture The Value Premium? // *Financial Management*. – 2006. – N 2. – P. 5–19.
48. Huang Ch.-S., You Ch.-F., Lin S.-H. Cash Dividends, Stock Dividends And Subsequent Earnings Growth // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2009. – Vol. 17. – Issue 5. – P. 594–610.
49. Kapur R., Suryavanshi S. Dividend yield strategies: Dogs of the Dow and Hounds of the Bay : PhD Thesis. – Burnaby (Canada): Faculty of Business Administration-Simon Fraser University, 2006.
50. Kim D. K. et al. The Dogs of the Dow Theory” C Is It Valid? // *International Journal of Economics and Finance*. – 2019. – Vol. 11. – N 5. – P. 1-43.

51. Kirkulak B., Kurt G. Are dividends disappearing or shrinking? Evidence from the Istanbul Stock Exchange // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2010. – Vol. 46. – N 2. – P. 38–52.
52. Kumar S. Revisiting calendar anomalies: Three decades of multicurrency evidence // *Journal of Economics and Business*. – 2016. – N 86. – P. 16–32.
53. Latif M. et al. Market efficiency, market anomalies, causes, evidences, and some behavioral aspects of market anomalies // *Research journal of finance and accounting*. – 2011. – Vol. 2. – N 9. – P. 1–13.
54. Leal R. P. C., Da Silva A. L. C., Austin M. Does this dog hunt? Testing the performance of the dogs of the dow strategy in the US and in Brazil // *International Journal of Finance*. – 2000. – Vol. 12. – N 4. – P. 1896–1912.
55. Levis M. Stock market anomalies: A re-assessment based on the UK evidence // *Journal of Banking & Finance*. – 1989. – Vol. 13. – N 4–5. – P. 675–696.
56. Nicholson S. F. Price ratios in relation to investment results // *Financial Analysts Journal*. – 1968. – Vol. 24. – N 1. – P. 105–109.
57. Levy R. A. Beta coefficients as predictors of return // *Financial Analysts Journal*. – 1974. – Vol. 30. – N 1. – P. 61–69.
58. Lin E. C. Investment Performance of the ‘Dogs of the Dow’ Strategies: Latest Evidence // *International Journal of Trade, Economics and Finance*. – 2017. – Vol. 8. – N 5. – P. 231–234.
59. Markowitz H. M. Portfolio selection // *The Journal of Finance*. – 1952. – N 7 (1). – P. 77–91.
60. McQueen G., Shields K., Thorley S. R. Does the “Dow-10 Investment Strategy” Beat the Dow Statistically and Economically? // *Financial Analysts Journal*. – 1997. – Vol. 53. – N 4. – P. 66–72.
61. Melnikova M. et al. Peculiarities of the high-dividend strategies in the markets of developed and developing countries // *E3S Web of Conferences*. – EDP Sciences, 2020. – Vol. 164, 09042. doi: 10.1051/e3sconf/202016409042
62. Nicholson S. F. Price ratios in relation to investment results // *Financial Analysts Journal*. — 1968. — Vol. 24. — N 1. — P. 105–109.

63. O'Higgins M. *Beating the Dow: A High-return, Low-risk Method for Investing in the Dow Jones Industrial Stocks with as Little as \$5,000.* — HarperCollins, 1991. — P. 268.
64. Pandey N. N. 'Dogs of the Dow' Investment Strategy: Indian Context // *SCMS Journal of Indian Management.* — 2017. — Vol. 14. — N 2. — P. 20–27.
65. Plastun A., Sibande X., Gupta R., Wohar M. E. Rise and fall of calendar anomalies over a century // *The North American Journal of Economics and Finance.* — 2019. — N 49. — P. 181–205.
66. Prather L. J., Topuz J. C., Uzmanoglu C. Dividend-yield based trading rules: The Turkish evidence // *International Research Journal of Applied Finance,* Forthcoming. — 2010, October. — P. 31.
67. Prather L.J., Webb G.L. Window Dressing, Data Mining, Or Data Errors: A Re-examination of the Dogs of the Dow Theory // *The Journal Of Applied Business Research.* — 2001. — Vol. 18. — N 2. — P. 115–124.
68. Qiu M., Song Y., Hasama M. Empirical analyses of the “dogs of the dow” strategy: Japanese evidence // *International Journal of Innovative Computing, Information and Control.* — 2013. — Vol. 9. — N 9. — P. 3677–3684.
69. Qiu M., Yan H., Song Y. Empirical analyses of the dogs of the Dow strategy: Hong Kong evidence // *Proc. European Journal of Management.* — 2012. — Vol. 3 (N 4). — P. 183–187.
70. Racanelli V.J. Pedigree Performance From the Euro Dogs // *Barron's* 85. — 2005. — Issue 3. MW10.
71. Rine E., Vahamaa S. The «Dogs of the Dow» Strategy Revisited: Finnish Evidence // *European Journal of Finance.* — 2011. — Vol. 17. — Issue 5–6 (May–Jul.). — P. 451–469.
72. Rosenberg B., Reid K., Lanstein R. Persuasive evidence of market inefficiency // *The Journal of Portfolio Management.* — 1985. — Vol. 11. — N 3. — P. 9–16.
73. Rossi M. et al. Efficient market hypothesis and stock market anomalies: Empirical evidence in four European countries // *Journal of Applied Business Research (JABR).* — 2018. — Vol. 34. — N 1. — P. 183–192.

- 74.Sahu C. Effectiveness of 'Dogs of the Dow' Investment Strategy in the Indian Context //Vikalpa. – 2001. – Vol. 26. – N 1. – P. 65–72.
- 75.Sembel H. M. R. Investment performance analysis of Dogs of the Dow, value investment strategy, and growth investment strategy on Indonesia stock exchange // South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law. – 2021. – Vol. 24. – N 1. – P. 58–74.
- 76.Sharpe W. F. The sharpe ratio //Streetwise—the Best of the Journal of Portfolio Management. – 1998. – Vol. 3. – P. 169–185.
- 77.Slatter J. Study of industrial averages finds stocks with high dividends are big winners // Wall street journal (eastern edition). – 1988, August. – P. 1.
- 78.Soomro N., Haroon M. A. Comparison of Dog's of the Dow Strategy //Universal Journal of Management. – 2015. – Vol. 3. – N 3. – P. 127–130.
- 79.Sortino F. A., Van Der Meer R. Downside risk //Journal of portfolio Management. – 1991. – Vol. 17. – N 4. – P. 27.
- 80.Stoll H. R., Whaley R. E. Transaction costs and the small firm effect // Journal of Financial Economics. — 1983. — Vol. 12. — N 1. — P. 57–79.
- 81.Thaler R. H. Anomalies: weekend, holiday, turn of the month, and intraday effects // Journal of Economic Perspectives. – 1987. – N 1. – P. 169–177.
- 82.Tissayakorn K. et al. A Study on Effectiveness of the" Dogs of the Dow" Strategy for the Thai Stock Investment //International Journal of Innovation, Management and Technology. – 2013. – Vol. 4. – N 2. – P. 277.
- 83.Treynor J. L. Market value, time, and risk // Finance Educator: Courses. - 1961.
- 84.Visscher S., Filbeck G. Dividend-yield strategies in the Canadian stock market // Financial Analysts Journal. – 2003. – Vol. 59. – N 1. – P. 99–106.
- 85.Wang C. et al. The dogs of the Dow in China //International Journal of Business and Social Science. – 2011. – Vol. 2. – N 18. – P. 70–80.
- 86.Wang C. et al. Why the Dogs of the Dow Bark Loudly in China //American Journal of Economics and Business Administration. – 2011. – Vol. 3. – N 3. – P. 560–568.

87. Yan H. et al. An empirical analysis of the dog of the dow strategy for the Taiwan stock market // *Journal of Economics, Business and Management*. – 2013. – Vol. 3. – N 4. – P. 435–439.
88. You C. F., Huang C. S., Huang J. C. Abnormal dividend-yield returns and investment strategy // *Emerging Markets Finance and Trade*. – 2017. – Vol. 53. – N 3. – P. 544–553.
89. Zhang Lu The Value Premium // *The Journal of Finance*. – 2005. – Vol. 60. – N 1. – P. 67–103.
90. Кузьмичев К. Е. Эффективность формирования портфелей высокодивидендных акций на российском фондовом рынке [Электронный ресурс]. – URL: https://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2012/1948/48442_8816.pdf (дата обращения: 24.04.2020).
91. World Economic Report // IMF, 2020 [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020> (дата обращения: 24.04.2020).
92. Thomson Reuters [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.thomsonreuters.com/> (дата обращения: 24.04.2020).
93. Bloomberg [Электронный ресурс]. – URL: <https://www.bloomberg.com/> (дата обращения: 24.04.2020).
94. Investing.com [Электронный ресурс]. – URL: <https://investing.com/> (дата обращения: 24.04.2020).
95. Yahoo Finance [Электронный ресурс]. – URL: <https://finance.yahoo.com/> (дата обращения: 24.04.2020).