

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

Столяров А. И.¹,

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Москва, Россия)

Сорокин И. А.²,

Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики» (Москва, Россия)

ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ВЫСОКОДИВИДЕНДНЫХ СТРАТЕГИЙ НА АМЕРИКАНСКОМ РЫНКЕ

В 80–90-е гг. XX в. экономистами было исследовано множество явлений, которые получили название «рыночные аномалии». Одной из стратегий, основанной на рыночных аномалиях, была стратегия инвестирования, основным критерием отбора акций в которой является их высокая дивидендная доходность. В представленной работе проверяется гипотеза о том, что аномалия, связанная с высокодивидендными акциями, наличие которой на американском рынке выявлялось вплоть до начала XXI в., перестала существовать в настоящее время, а также исследуется вопрос о возможности улучшения результатов высокодивидендных стратегий путем их модификации.

Ключевые слова: рыночные аномалии, инвестиционные стратегии, дивидендная доходность, высокодивидендные акции.

Цитировать статью: Столяров А. И., Сорокин И. А. (2019). Оценка эффективности высокодивидендных стратегий на американском рынке // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. — 2019. — № 3. — С. 79–92.

THE EVALUATION OF THE EFFECTIVENESS OF HIGH-DIVIDEND STRATEGIES IN THE US MARKET

During the 80s and 90s of the 20th century, economists investigated a lot of phenomena that were called market anomalies. One of strategies, based on market anomalies, was a high-dividend investment strategy. The main criterion for the selection of shares in this strat-

¹ Столяров Андрей Иванович, к.э.н., доцент кафедры инфраструктуры финансовых рынков факультета экономических наук; e-mail: Astolyarov@hse.ru

² Сорокин Илья Анатольевич, аспирант, e-mail: ilyasorokin93@gmail.com

egy is their high dividend yield. This paper tests the hypothesis that the anomaly associated with high dividend stocks, which was detected in the American market until the beginning of the 21st century, has ceased to exist at present, and also examines the possibility of improving the results of highly dividend strategies by modifying them.

Key words: market anomalies, investment strategies, dividend yield, high dividend stocks.

To cite this document: *Stolyarov A. I., Sorokin I. A.* The Evaluation of High-Dividend Strategies Effectiveness on the US Market. *Moscow University Economics Bulletin*, (3), 79–92.

Обзор литературы

В 1988 г. американский финансист John Slatter в своей работе *Study of Industrial Averages Finds Stocks with High Dividends Are Big Winners* впервые затронул тему инвестиционных стратегий, основанных на выборе акций тех компаний, которые показывают наибольшую дивидендную доходность. Спустя три года другой ученый, Michael O'Higgins в работе *Beating The Dow* предложил конкретный способ инвестирования на примере индекса Dow Jones, основанный на высокодивидендных акциях. Этот способ заключался в следующем: в конце каждого года из 30 акций, которые учитываются в индексе, инвестор выбирает 10 акций, по которым за последние 12 месяцев была показана наибольшая дивидендная доходность, и покупает их в равных долях. Спустя год портфель собирается заново, т.е. используются акции, показавшие наибольшую дивидендную доходность уже в следующем году. Такая стратегия была названа *Dogs of the Dow* (собаки Доу).

Michael O'Higgins показал, что на протяжении длительного периода времени использование такой стратегии позволяло стабильно получать доходность выше рыночной. Действительно, в период с 1957 по 2003 г. доходность классической стратегии *Dogs of the Dow* опережала рынок, т.е. индекс *Dow Jones Industrial Average*, ежегодно в среднем более чем на 3%. Средняя доходность индекса за этот период времени составляла около 11% с учетом реинвестирования дивидендов, средняя доходность стратегии *Dogs of the Dow* составила 14,3% в год. В некоторые периоды превышение доходности стратегии над доходностью индекса было еще более существенным. К примеру, с 1973 по 1996 г. средняя доходность *Dogs of the Dow* составила более 20,3% при средней доходности индекса в 15,8%.

В качестве обоснования эффективности такой стратегии Michael O'Higgins привел следующие гипотезы. Во-первых, «голубые фишки» — наиболее крупные компании страны — не склонны сильно варьировать размер дивидендных выплат год от года, так как стабильность выплачиваемого дивиденда является показателем стабильности самой компании и соответственно залогом доверия к ней со стороны инвесторов.

Во-вторых, очевидно, что менеджмент компании получает наиболее полную информацию о состоянии дел в ней, что нельзя сказать о других участниках рынка, даже если рассматривать наиболее квалифицированных инвесторов.

Исходя из этого можно сделать выводы о том, что выплата компанией высоких дивидендов по эмитированным акциям означает, что компания прогрессирует, руководство не ожидает каких-либо спадов или проблем, так как иначе бы ей пришлось снижать дивидендные выплаты в будущем, ухудшая собственный имидж. Кроме того, можно предположить, что размер дивидендной доходности является индикатором положения компании в рамках ее бизнес-цикла, так как размер дивиденда относительно стабилен, а вот стоимость акций сильно варьируется в зависимости от большого количества факторов.

После того как данная стратегия была популяризирована, ее изучением занимались многие исследователи. В частности, Larry J. Prather, Genell L. Webb в работе *Window Dressing, Data Mining, Or Data Errors: A Re-Examination Of The Dogs Of The Dow Theory* в 2002 г. предприняли попытку пересчитать результаты Dogs of the Dow, а также расширить период исследования. Было показано, что такого рода рыночная аномалия, связанная с дивидендной доходностью, действительно имеет место быть. Результаты показали регулярное превышение доходности стратегии над рыночной доходностью на величину около 4%. В итоге авторы пришли к выводу, что эффективность стратегии связана с CAPM-аномалиями, достаточно подробно описанными для других случаев, не связанных с высокой дивидендной доходностью. К таким аномалиям относят эффекты P/E, эффект небольшой фирмы, а также эффект чрезмерной реакции рынка.

При этом существует и другая точка зрения на эффективность высокодивидендных стратегий. Dale L. Domiana, David A. Loutonb, Charles E. Mossman в 1998 г. в работе *The rise and fall of the Dogs of the Dow* предположили, что доходность стратегии выше рыночной связана с повышенной волатильностью портфелей, созданных на ее основе, т.е. наличие повышенной доходности нельзя считать рыночной аномалией. Кроме того, авторами была приведена статистика, согласно которой у рассматриваемой стратегии наблюдались как успешные, так и провальные периоды. Успехи и провалы стратегии носили циклический характер: до падения рынка в 1987 г. результат стратегии варьировался около нуля, но следующие несколько лет он оказывался высоким. Это, по мнению авторов, не позволяет говорить о стабильности стратегии, что не делает ее пригодной для инвестирования в долгосрочном периоде.

Из последних статей, оценивающих эффективность Dogs of the Dow на американском рынке, можно отметить работу *Investment Performance of the Dogs of the Dow Strategies: Latest Evidence* [Eric C. Lin, 2017]. Автором рас-

сма­три­ва­ет­ся как клас­си­че­ская стра­те­гия Dogs of the Dow, так и стра­те­гии Dow-5 (пять наи­бо­лее вы­со­ко­ди­ви­ден­ных ак­ций) и Small Dow (пять наи­бо­лее по­де­ше­ве­вших за год ак­ций из клас­си­че­ской стра­те­гии Dogs of the Dow) за пе­ри­од с 1996 по 2016 г. Ав­тор при­хо­дит к вы­во­ду о на­ли­чии до­пол­ни­тель­ной до­ход­но­сти дан­ных стра­те­гий по срав­не­нию с ры­ноч­ным пор­т­фе­лем за по­след­ние не­сколь­ко лет, не­смот­ря на не­ко­то­рый спад до­ход­но­сти в пре­ды­ду­щие пе­ри­оды. Мак­си­маль­ные ре­зуль­та­ты про­де­мон­стри­ро­ва­ла стра­те­гия Small Dow, зна­чи­тель­но опе­ре­жая ба­зо­вый ин­декс в пе­ти­лет­ние пе­ри­оды 2009–2013, 2010–2014, 2011–2015, 2012–2016, при­чем вы­во­ды оста­ют­ся спра­вед­ли­вы­ми и при ис­поль­зо­ва­нии ко­эф­фи­ци­ента Шар­па в ка­че­стве по­ка­за­те­ля эф­фек­тив­но­сти.

Эф­фек­тив­ность вы­со­ко­ди­ви­ден­ных стра­те­гий была под­твер­жде­на и на рын­ках дру­гих стран. Так, в ра­бо­те Empirical analyses of the Dogs of the Dow strategy: Japanese evidence [Qiu M. et al., 2013] по­ка­за­но, что за вре­мен­ной пе­ри­од с 1981 по 2010 г. до­ход­ность Dogs of the Dow в сред­нем пре­вос­хо­дит до­ход­ность ин­дек­са Nikkei 225, при­чем ин­декс Шар­па для вы­со­ко­ди­ви­ден­но­го пор­т­фе­ля так­же пре­вы­ша­ет ана­ло­гич­ный по­ка­за­те­ль для ры­ноч­но­го пор­т­фе­ля.

В ста­тье An Empirical Analysis of the Dog of the Dow Strategy for the Taiwan Stock Market [Hong Yan et al., 2013] оце­ни­ва­ет­ся до­ход­ность стра­те­гии Dogs of the Dow на вре­мен­ном пе­ри­о­де с 2003 по 2012 г. на рын­ке Тай­ваня. В ка­че­стве ос­нов­но­го ин­дек­са для рас­че­та был вы­бран ин­декс Taiwan 50, вклю­ча­ю­щий 50 наи­бо­лее лик­вид­ных ак­ций, тор­гу­ю­щих­ся на бир­же Тай­ваня. Рас­че­ты ав­то­ров по­ка­за­ли, что в сред­нем за рас­сма­три­ва­е­мый пе­ри­од вре­ме­ни по­вы­шен­ная до­ход­ность вы­со­ко­ди­ви­ден­но­го пор­т­фе­ля со­став­и­ла око­ло 2 про­цент­ных пун­к­тов, ис­поль­зо­ва­ние ин­дек­са Шар­па так­же под­твер­ди­ло эф­фек­тив­ность вы­со­ко­ди­ви­ден­ной стра­те­гии.

Боль­шое ко­ли­че­ство ис­сле­до­ва­ний вы­со­ко­ди­ви­ден­ных стра­те­гий про­во­ди­лось так­же и на рос­сий­ском рын­ке. В час­тно­сти, в ра­бо­те «Ин­ве­сти­ци­он­ные стра­те­гии на ди­ви­ден­дных ак­циях рос­сий­ско­го фон­до­во­го рын­ка: «со­ба­ки Доу» и пор­т­фе­ли с филь­тра­ми по фун­да­мен­таль­ным по­ка­за­те­лям» [Галь­пе­рин, Теп­лова, 2012] до­ка­за­на эф­фек­тив­ность ис­поль­зо­ва­ния раз­лич­ных вы­со­ко­ди­ви­ден­ных стра­те­гий на рос­сий­ском фон­до­вом рын­ке, а так­же воз­мож­ность улу­чше­ния ре­зуль­та­тов ин­ве­сти­ро­ва­ния при ис­поль­зо­ва­нии филь­тра по рос­ту при­бы­ли ком­па­нии.

Методология исследования

В по­след­ние не­сколь­ко лет чис­ло но­вых ис­сле­до­ва­ний стра­те­гии Dogs of the Dow на аме­ри­кан­ском рын­ке зна­чи­тель­но сни­зи­лось. Счи­та­ет­ся, что стра­те­гия дей­стви­тель­но ра­ботала в оп­ре­де­лен­ный пе­ри­од вре­ме­ни, но сей­час дан­ная аномалия была учтена рынком и получить дополни-

тельную доходность от инвестирования в высокодивидендные акции уже нельзя.

В данной работе предпринята попытка провести расчеты доходности различных модификаций стратегии Dogs of the Dow за два последних десятилетия с целью оценить ее эффективность и ответить на вопрос о существовании или отсутствии такого рода рыночной аномалии на американском рынке.

В качестве базового индекса был выбран уже упоминавшийся ранее индекс Dow Jones Industrial Average. Период исследования: с 2000 по 2018 г. Отдельного внимания заслуживает методика формирования инвестиционных портфелей. Во-первых, помимо годовой дивидендной доходности, используемой в качестве индикатора в подавляющем большинстве работ, будет использован также 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. Предполагается, что ближайший к моменту инвестирования дивиденд лучше отражает ситуацию в компании, что позволяет рассчитывать на более успешный результат, нежели при использовании годовой дивидендной доходности. Кроме того, предпринята попытка использовать в качестве индикатора не абсолютное значение дивидендной доходности, а ее рост за 1, 6 и 12 месяцев. Такой подход уже использовался в некоторых работах, в частности, подобное исследование было проведено в работе «Инвестиционные стратегии на дивидендных акциях российского фондового рынка: «собаки Доу» и портфели с фильтрами по фундаментальным показателям».

Наиболее интересно протестировать эффективность использования индикативной доходности на рынке США, потому что на нем распространена практика выплаты квартальных дивидендов (что нехарактерно, к примеру, для развивающихся рынков, в частности для российского).

Предполагается, что инвестирование в высокодивидендные акции может быть эффективно только в тех случаях, когда высокая дивидендная доходность подтверждена реальными результатами деятельности компании. В качестве фильтров были выбраны показатели EBITDA, Net profit и Debt per share. Выбор данных показателей связан с тем, что они способны показать обоснованность наличия высокой дивидендной доходности или ее роста. Соответственно, будут 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 исследовании не учитывались, дивиденды капитализировались ежегодно.

Использование таких фильтров необходимо для подтверждения того, что корпорации выплачивают дивиденды не в ущерб финансовому положению, а наоборот, опираясь на стабильные финансовые результаты.

В работе также была использована особенность американских голубых фишек, заключающаяся в многократной выплате дивидендов в течение года. Из-за этой особенности доходности портфелей, состав которых меняется в разные месяцы, могут существенно различаться. По этой причине было принято решение провести соответствующие расчеты для каждого месяца в году, таким образом представленное исследование будет являться наиболее комплексным и всеобъемлющим. При этом в ряде случаев результаты портфелей с различным контрольным месяцем, т.е. месяцем, в котором происходит изменение структуры портфеля, будут усредняться для более простого восприятия информации.

Портфели на основе годовой дивидендной доходности

В данном разделе представлены усредненные результаты «стандартных» портфелей, т.е. портфелей, сигналом в которых выступает годовая дивидендная доходность. Были рассчитаны портфели с количеством бумаг от 1 до 20 для каждого из месяцев в году (с января по декабрь). Далее, было произведено усреднение доходностей по месяцам: найдена средняя доходность за весь период исследования для портфелей, формируемых в каждом из месяцев. Усредненные результаты для портфелей с различным количеством акций представлены в табл. 1. К примеру, значение накопленной доходности для столбца «3» показывает среднее значение доходности за весь период исследования среди портфелей, состоящих из трех акций, формируемых в каждый из месяцев года.

Таблица 1

**Усредненные результаты портфелей
на основе годовой дивидендной доходности**

Количество акций	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ДЛЯ
Накопленная доходность, %	1167	254	166	241	235	222	220	196	198	193	229
β	1,17	1,34	1,27	1,23	1,20	1,14	1,16	1,15	1,12	1,13	
Коэффициент Шарпа	1,42	-0,03	-0,04	0,76	0,29	0,25	0,40	-0,01	0,37	0,15	0,63
Количество акций	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	ДЛЯ
Накопленная доходность, %	212	226	232	257	258	276	298	299	292	290	229
β	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,08	1,08	1,08	1,08	
Коэффициент Шарпа	1,16	0,59	0,67	1,05	0,35	1,23	1,70	0,57	0,46	0,46	0,63

На основе представленных данных можно сделать вывод, что из 20 усредненных портфелей на основе годовой дивидендной доходности на временном промежутке с 2000 по 2018 г. 12 показали доходность выше рынка. В целом же были рассчитаны 240 портфелей (до 20 акций в портфеле для каждого из месяцев формирования портфеля), из них 130 портфелей показали доходность выше рыночной для соответствующего периода времени.

Коэффициент бета ожидаемо несколько завышен для портфелей с небольшим числом акций, при увеличении их числа из-за повышения качества диверсификации портфеля, а также по причине того, что все большее количество акций, учитываемых при расчете индекса, включаются в портфель, коэффициент бета снижается до 1,08 для портфеля из 20 акций.

Тем не менее только для пяти усредненных портфелей коэффициент Шарпа оказался выше, чем для рыночного портфеля, что свидетельствует о том, что более высокая доходность высокодивидендных портфелей нивелируется их избыточным риском.

На графике представлены кривые доходности индекса Dow Jones и портфеля 20–12, т.е. портфеля, состоящего из 20 акций, контрольным месяцем в котором выбран декабрь. Данный портфель является среднестатистическим среди рассмотренных, на его примере можно увидеть, в какие периоды времени метод отбора акций по их дивидендной доходности позволял получить доходность выше рыночной.

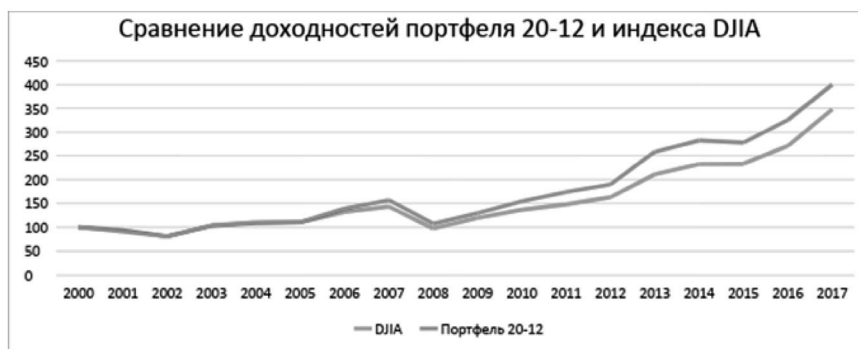


Рис. 1. Сравнение доходностей портфеля 20–12 и индекса DJIA

На основе данных, представленных на графиках, можно сделать вывод о том, что данный портфель показывал доходность выше рыночной в докризисный период, схожим образом вел себя в период кризиса, а в посткризисный период продемонстрировал более быстрое восстановление, нежели рыночный портфель. В целом такая динамика типична для высокодивидендных портфелей.

Портфели на основе индикативной дивидендной доходности

В данном разделе представлены аналогичные результаты для портфелей на основе индикативной дивидендной доходности.

Таблица 2

Усредненные результаты портфелей на основе годовой дивидендной доходности

Количество акций	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ДЛЯ
Накопленная доходность, %	1279	406	311	300	289	271	263	250	249	250	229
β	1,04	1,15	1,18	1,18	1,16	1,12	1,15	1,15	1,18	1,17	
Коэффициент Шарпа	1,78	0,67	0,57	0,58	0,63	0,64	0,56	0,55	0,57	0,52	0,63
Количество акций	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	ДЛЯ
Накопленная доходность, %	257	263	258	269	266	269	292	301	295	294	229
β	1,15	1,12	1,10	1,10	1,09	1,09	1,07	1,06	1,07	1,07	
Коэффициент Шарпа	0,62	0,57	0,57	0,50	0,58	0,59	0,80	0,75	0,70	0,73	0,63

Результаты портфелей на основе индикативной дивидендной доходности оказались значительно более успешными, чем на основе годовой дивидендной доходности. Все усредненные портфели показали большую доходность, чем индекс Dow Jones за тот же период. Из 240 портфелей 182 показали доходность выше рыночной, при этом бета-коэффициент остался на тех же уровнях, что и в случае с портфелями на основе годовой дивидендной доходности.

Для девяти портфелей из 20 коэффициент Шарпа оказался выше аналогичного показателя для рыночного портфеля, что опять свидетельствует о наличии избыточного риска для высокодивидендных портфелей, который нивелирует избыточную доходность.

На графике представлены кривые доходности индекса Dow Jones и портфеля 5–1, т.е. портфеля, состоящего из пяти акций, контрольным месяцем в котором выбран январь. Данный портфель был выбран по причине того, что он продемонстрировал среднюю доходность среди рассмотренных, а также из-за того, что на его примере достаточно явно прослеживаются периоды, в которые высокодивидендные стратегии оказались особенно успешны.

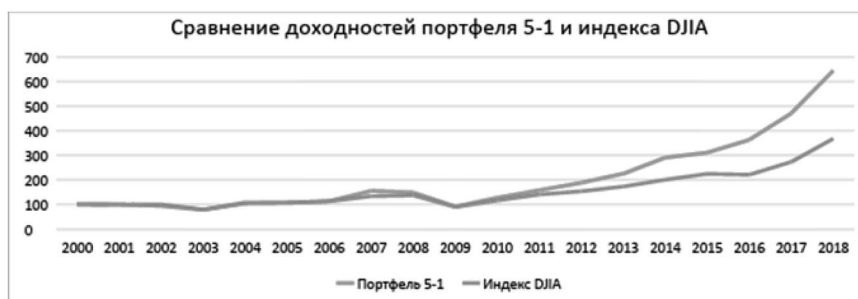


Рис. 2. Сравнение доходностей портфеля 5–1 и индекса DJIA

Заметно, что рассматриваемый портфель оказался несколько более стабилен в период кризиса, а в посткризисный период продемонстрировал намного более быстрое восстановление, чем рыночный портфель.

Таким образом, использование показателя индикативной дивидендной доходности вместо стандартной годовой дивидендной доходности в качестве базового хот и позволяет получить доходность выше рыночной, требуется производить дополнительный отбор по количеству акций в портфеле и контрольному месяцу, так как не все рассмотренные портфели эффективны по показателям доходности/риска.

Портфели с использованием фильтров

Далее, были применены фильтры на основе EBITDA, Net profit и Debt per share. Портфели с учетом фильтров формировались следующим образом: после того как все акции ранжировались по размеру дивидендной доходности, из них выбирались пять таких акций, высокий размер дивидендной доходности которых подтверждался ростом EBITDA или Net profit или отсутствием роста Debt per share, причем размер такого роста не брался во внимание, индикатором служило наличие или отсутствие роста в принципе. Результаты представлены в таблицах.

Таблица 3

Доходность портфелей на основе годовой дивидендной доходности с использованием фильтров

Контрольный месяц	EBITDA	Net profit	DPS	DJIA
1	98,59%	100,86%	369,55%	268,25%
2	181,18%	117,43%	522,34%	281,32%
3	130,70%	114,45%	448,51%	240,46%
4	165,78%	207,66%	350,08%	194,18%
5	168,79%	174,61%	90,84%	201,60%

Окончание табл. 3

Контрольный месяц	ЕВITDA	Net profit	DPS	ДЛИА
6	202,18%	222,18%	165,66%	208,69%
7	225,66%	115,24%	101,28%	214,53%
8	187,96%	55,53%	66,86%	196,34%
9	260,06%	199,07%	124,59%	218,40%
10	184,07%	450,42%	204,09%	222,64%
11	265,61%	371,25%	279,81%	253,42%
12	181,37%	428,85%	179,70%	247,51%
Средняя доходность	187,66%	213,13%	241,94%	228,94%
β	1,16	1,08	1,14	
Коэффициент Шарпа	-0,01	0,16	0,57	0,63

Таблица 4

Доходность портфелей на основе индикативной дивидендной доходности с использованием фильтров

Контрольный месяц	ЕВITDA	Net profit	DPS	ДЛИА
1	105%	102%	346%	268%
2	160%	88%	406%	281%
3	157%	92%	428%	240%
4	221%	177%	343%	194%
5	215%	169%	119%	202%
6	278%	255%	205%	209%
7	264%	131%	95%	215%
8	262%	65%	149%	196%
9	447%	224%	251%	218%
10	256%	546%	317%	223%
11	313%	478%	362%	253%
12	280%	640%	286%	248%
Средняя доходность	247%	247%	275%	229%
β	1,23	1,08	1,12	
Коэффициент Шарпа	0,65	0,77	1,08	0,63

Результаты показывают, что при использовании в качестве индикатора годовой дивидендной доходности положительный результат показывает только фильтр Debt per share (долг на акцию). В случае же использования индикативной дивидендной доходности применение всех предложенных фильтров позволяет получить результат выше рыночного, но только

фильтр на основе Debt per share позволяет улучшить результат, полученный без применения фильтров, так, доходность для аналогичных портфелей без применения фильтров оказывалась выше.

Кроме того, для всех портфелей на основе индикативной дивидендной доходности с фильтрами коэффициент Шарпа оказался выше, чем для рыночного портфеля. Это подтверждает, что более высокая доходность портфеля индикативной дивидендной доходности не связана с более высоким риском, что позволяет рекомендовать такой портфель для инвестирования.

Портфели на основе роста дивидендной доходности

На последнем этапе исследования были сформированы портфели на основе роста дивидендной доходности за один, шесть и 12 месяцев. В данном случае в портфель включались все бумаги, которые показали рост дивидендной доходности за указанный период. Результаты представлены в таблице.

Таблица 5

Доходность портфелей на основе роста дивидендной доходности

Контрольный месяц	DY-1	DY-6	DY-12	ДЛП
1	492%	314%	253%	268%
2	225%	246%	267%	281%
3	101%	403%	202%	240%
4	137%	289%	200%	194%
5	171%	192%	167%	202%
6	243%	265%	212%	209%
7	173%	272%	249%	215%
8	213%	209%	299%	196%
9	92%	206%	343%	218%
10	116%	158%	254%	223%
11	254%	204%	249%	253%
12	268%	203%	291%	248%
Средняя доходность	207%	247%	249%	229%
β	1,10	1,11	1,16	
Коэффициент Шарпа	0,35	0,68	0,72	0,63

Усредненные результаты показывают, что эффективным оказалось использование портфелей на основе роста дивидендной доходности за шесть и 12 месяцев. Для этих же индикаторов успешным оказалось применение описанных ранее фильтров. Усредненная доходность порт-

феля DY-6 (на основе роста дивидендной доходности за шесть месяцев) за весь период составила 247% по сравнению с 229% рыночной доходности, при этом использование фильтров на основе EBITDA, Net profit и Debt per share показало результаты в 242, 257 и 257% соответственно. Результаты работы фильтров для портфеля DY-6 с декабрем в качестве контрольного месяца показаны на графике.



Рис. 3. Доходность портфелей на основе роста дивидендной доходности

Можно заметить, что сам по себе портфель DY-6 показал меньшую доходность, чем индекс, но использование фильтров на основе Net profit и Debt per share позволило получить более высокий результат.

Аналогичным образом фильтры сработали для портфелей на основе роста дивидендной доходности за год. Доходность усредненного портфеля DY-12 за весь период составила 249% по сравнению с 229% рыночной доходности, использование фильтров на основе EBITDA, Net profit и Debt per share показало результаты в 251, 277 и 312% соответственно.

Выводы

На основе полученных результатов можно сделать следующие выводы.

Во-первых, рыночная аномалия, связанная с возможностью получения повышенной доходности при инвестировании в акции с высокой дивидендной доходностью, не исчезла полностью даже на американском рынке. Тем не менее 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.

Во-вторых, 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 порт-

фелей по сравнению с рыночным портфелем и портфелями на основе годовой дивидендной доходности, более высокая степень риска по ним не позволяет рекомендовать любой из таких портфелей для инвестирования.

В-третьих, в качестве индикаторов возможно также использовать показатели на основе роста дивидендной доходности. Расчеты показали, что в этом случае период сравнения доходностей должен быть достаточно большим, т.е. при выборе акций для портфеля следует ориентироваться на те, для которых наблюдается рост дивидендной доходности за значительный период (рекомендуется период от шести до 12 месяцев). Портфели, сформированные на основе этого правила, показали как большую доходность по сравнению с рыночным портфелем, так и большую эффективность на основе коэффициента Шарпа.

Наконец, 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. Таким образом, при инвестировании на американском рынке с использованием высокодивидендных стратегий можно однозначно рекомендовать использование фильтра по отсутствию роста показателя Debt per share.

Исходя из значимости полученных в работе результатов, планируется проведение аналогичных исследований на рынках других развитых и развивающихся стран с целью выявления наличия или отсутствия аномалий, связанных с высокодивидендными акциями, а также с целью проверки устойчивости результатов, связанных с использованием портфелей на основе роста дивидендной доходности и фильтров на основе Net Profit и Debt per share.

Список литературы

1. *Теплова Т.В., Гальперин М.А.* 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. — № 2.
2. *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. — Т. 10. — No. 2. — P. 187–199.
3. *Dale L. Domiana, David A. Loutonb, Charles E. Mossman.* The rise and fall of the “Dogs of the Dow” // *Financial Services Review.* — 1998. —7. — P. 145–159.
4. *French K.R.* Stock returns and the weekend effect // *Journal of financial economics.* — 1980. — Т. 8. — No. 1. — P. 55–69.
5. *Gibbons M.R., Hess P.* Day of the week effects and asset returns // *Journal of business.* — 1981. — P. 579–596.

6. *Levis M.* Stock market anomalies: A re-assessment based on the UK evidence // *Journal of Banking & Finance*. — 1989. — T. 13. — No. 4–5. — P. 675–696.
7. *Lin E. C.* Investment Performance of the „Dogs of the Dow“ Strategies: Latest Evidence // *International Journal of Trade, Economics and Finance*. — October 2017. — Vol. 8. — No. 5.
8. *Nicholson S. F.* Price ratios in relation to investment results // *Financial Analysts Journal*. — 1968. — T. 24. — No. 1. — P. 105–109.
9. *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.
10. *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. — T. 9. — No. 9. — P. 3677–3684.
11. *Rosenberg B., Reid K., Lanstein R.* Persuasive evidence of market inefficiency // *The Journal of Portfolio Management*. — 1985. — T. 11. — No. 3. — P. 9–16.
12. *Slatter J.* Study of industrial averages finds stocks with high dividends are big winners // *Wall street journal (eastern edition)*. — 1988. — P. 1.
13. *Stoll H. R., Whaley R. E.* Transaction costs and the small firm effect // *Journal of Financial Economics*. — 1983. — T. 12. — No. 1. — P. 57–79.
14. *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*. — 2014. — T. 3. — No. 4. — P. 435–439.

The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

1. *Teplova T.V., Gal'perin M.A.* Investicionnye strategii na dividendnyh akcijah rossijskogo fondovogo rynka: «sobaki Dou» i portfeli s fil'trami po fundamental'nym pokazateljam // *Jekonomicheskij zhurnal Vysshej shkoly jekonomiki*. — 2012. — T. 16 — № 2.