

ПРАВИТЕЛЬСТВО РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ
«ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ»

УДК: 336.01/02; 339.7.01

№ госрегистрации: 01201056696

Инв.№

УТВЕРЖДАЮ
Первый проректор федерального
государственного автономного
образовательного учреждения высшего
профессионального образования
«Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»

_____ В.В. Радаев

«__» _____ 2011 г.

М.П.

ОТЧЕТ

О НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЕ

**по теме: «Анализ инвестиционных стратегий на основе
дивидендных акций российского рынка (оценка выгод
инвестирования в обыкновенные и привилегированные акции
с текущим доходом)»**

(заключительный)

Шифр: 28/04/2010

Руководитель темы: заведующий проектно-учебной
лабораторией анализа финансовых рынков факультета Экономики НИУ ВШЭ,

д.э.н., профессор

Т.В. Теплова

Москва 2011

СПИСОК ИСПОЛНИТЕЛЕЙ

Т. В. Теплова, А. А. Зальцман, Р. Каримов, Л.Ю. Рассадкин (часть 1 раздела), Ю.А. Погосян (часть 1 раздела)

Отчет 67 с., 5 ч., 26 рис., 28 табл., 24 источника, 1 прил.

ДИВИДЕНДНЫЕ АКЦИИ, ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА, ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ, ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ, ТЕСТИРОВАНИЕ СТРАТЕГИЙ.

Объектом исследования являются российские компании, выплачивающие дивиденды в период с 2002 по 2010 год.

Цель исследования – проанализировать инвестиционные стратегии и оценить выгоды инвестирования, основываясь на дивидендные акции российского рынка.

В процессе работы проводился анализ денежных дивидендных выплат российских компаний (по обыкновенным и привилегированным акциям) на временном отрезке 2003-2011 (за 2002-2010 финансовые годы работы компаний) по таким аспектам, как: число плательщиков, число инициаций, дивидендный выход и дивидендная доходность в разбивке по отраслям и эшелонам ликвидности и размера.

В результате работы представлен анализ «дивидендных аристократов» российского рынка; дано краткое сопоставление политики выплат российских эмитентов акций с американскими крупнейшими компаниями из индекса S&P500; представлены результаты тестирования стратегий инвестирования в портфели дивидендных акций по компаниям-плательщикам, дивиденды которых доступны российским инвесторам (дано сопоставление с результатами тестирования на рынке США, на развивающихся рынках капитала на основе реферирования научных работ).

При проведении исследования выявлены факторы, порождающие интерес инвесторов к дивидендным акциям, приведен пример опросного исследования участников инвестиционного рынка и сделан вывод о целесообразности исследования закономерностей выплаты денежных дивидендов и тестирования различных инвестиционных стратегий. Представлен также обзор инвестиционных фондов, ориентированных на дивидендный доход (динамика их доходности, величины привлеченного капитала и анализ используемых стратегий).

Содержание

	Название раздела	Стр в отчете
	Содержание	4
1	Обзор дивидендных выплат по обыкновенным и привилегированным акциям российского рынка на отрезке 2003-2011 (сопоставление в динамике выплачиваемых дивидендов по российским компаниям с США, Китаем; инвестиционная привлекательность дивидендов по отраслям и эшелонам рынка – расчет дивидендного выхода, дивидендной доходности)	5
2	Сопоставление портфелей дивидендных и недивидендных акций по акциям, котирующимся на ММВБ	20
3	Анализ работы крупнейших фондов, ориентированных на дивидендную доходность	23
4	Пример опросного исследования привлекательности дивидендов для рыночных инвесторов	36
5	Тестирование стратегии «Собак Доу» на российском рынке (РТС), сопоставление с результатами тестирования на американском, канадском и европейском рынках капитала	37
6	Список использованной литературы	60
7	Приложение	62

1. Обзор дивидендных выплат по обыкновенным и привилегированным акциям российского рынка на отрезке 2003-2011

1) Суммарные дивиденды.

В рассматриваемый период 2003-2011гг суммарные дивиденды по акциям, котируемым на ММВБ, составляли от 0,88% до 1,41% номинального ВВП России. Эти цифры сопоставимы с показателями других стран: в 2009 г. дивиденды составляли 1,37% ВВП США и 1,56% ВВП Китая, а в 2010 г. 1,38% и 1,07%, соответственно.

Таблица 1. Объем выплачиваемых денежных дивидендов по годам

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Отношение дивидендов к ВВП	1,16%	1,17%	1,41%	1,33%	1,22%	0,84%	1,26%	1,47%

Рисунок 1 Динамика дивидендных выплат на российском рынке



За 2009-2010 финансовые годы большая часть выплаченных дивидендов (более 65%) относилась к нефтегазовой отрасли. Более 85% дивидендов было выплачено компаниями, входящими в индекс высокой капитализации ММВБ. На долю 15 крупнейших плательщиков приходилось около 90% всех дивидендов, при этом приблизительно 50% выплачивались тремя компаниями: ТНК-ВР, Газпромом и Лукойлом.

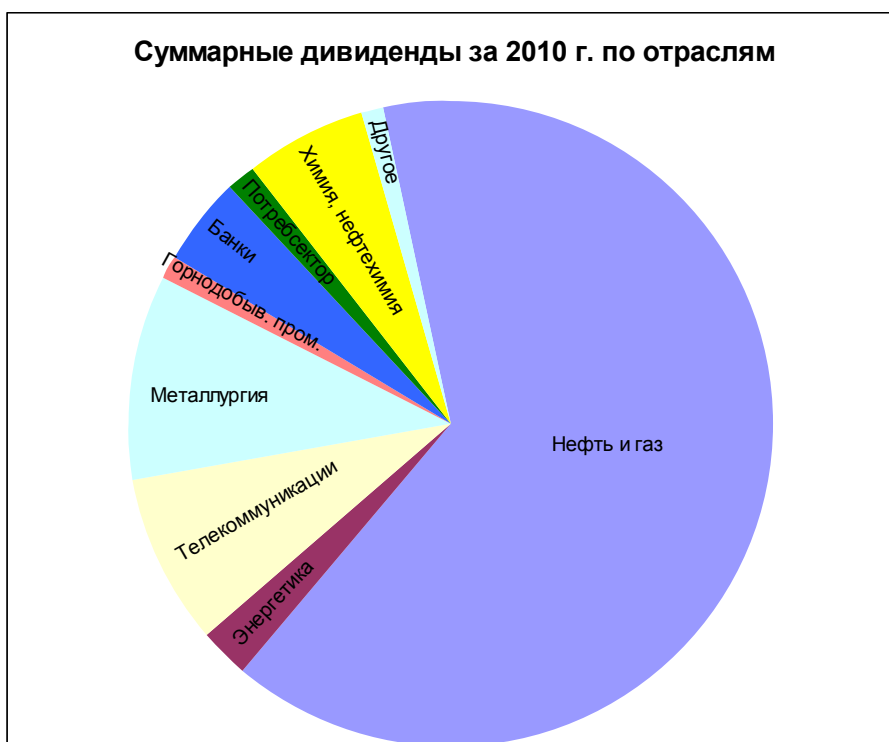


Рисунок 2. Отраслевая разбивка дивидендных акций

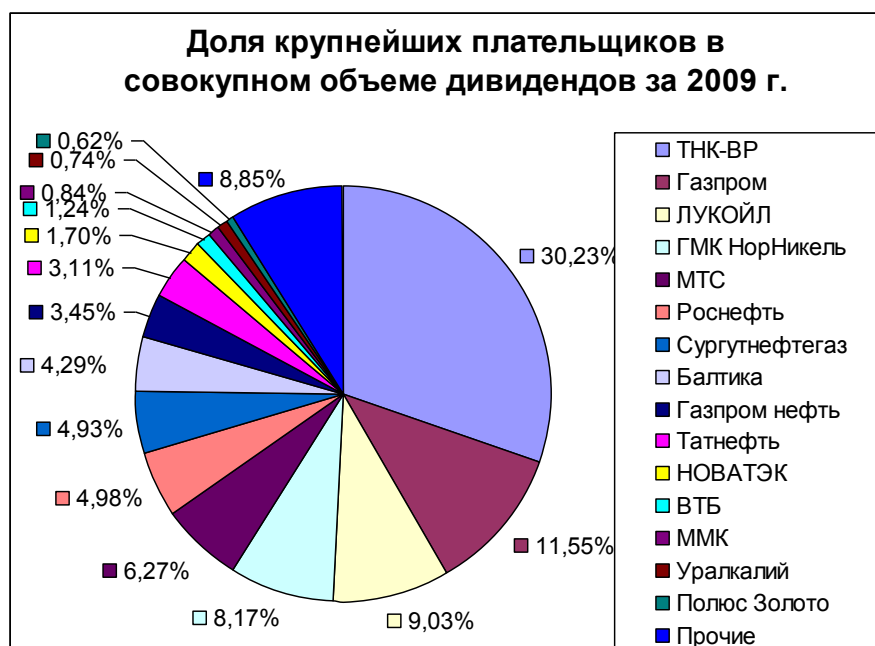
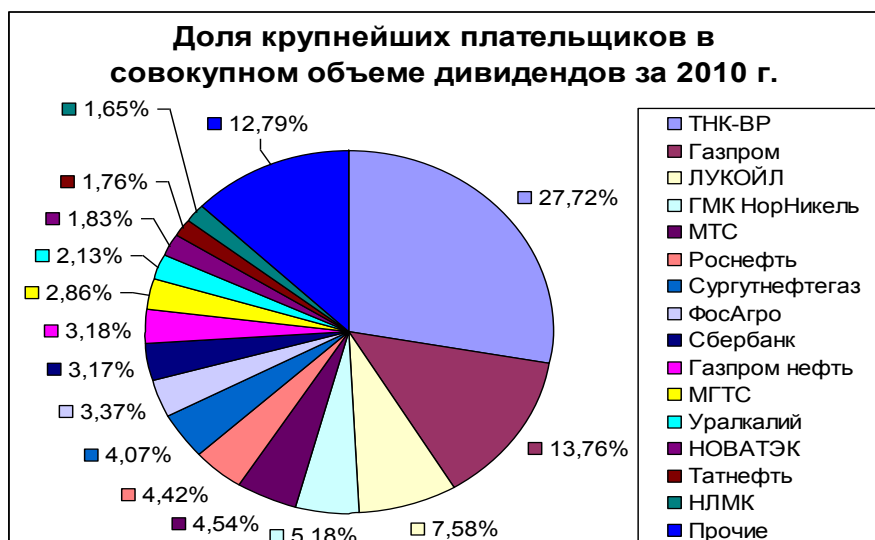


Рисунок 3 Крупнейшие плательщики дивидендов на российском рынке

Из рассматриваемых компаний-плательщиков были выделены "дивидендные аристократы", т.е. компании, на протяжении всего периода обращения их акций на ММВБ (не менее 5 лет) повышающие суммарные дивиденды на акцию за год¹. Такими компаниями оказались Лукойл, Новатэк, Роснефть и Центр международной торговли.

2) Доля компаний, платящих дивиденды.

Доля обыкновенных акций, по которым выплачивались дивиденды, в общем количестве акций, котирувавшихся на ММВБ составляла около 70% в 2003-2006 гг., после чего сократилась до почти 53% в 2007 г., и на протяжении 2008-2010 гг. зафиксировалась на уровне около 40% (таблица 2). Имеющее место падение доли плательщиков может быть объяснено, во-первых, влиянием кризиса (ведь дивиденды по итогам 2007 г. платились в кризисный 2008 г. с низким падением ликвидности на рынке), а во-вторых, увеличением числа акций, котирующихся на бирже (можно предположить, что на биржу стали выходить менее крупные компании, которые имеют больше инвестиционных возможностей и не платят дивидендов).

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Доля обыкновенных акций, по которым выплачивались дивиденды	70,15%	67,26%	72,90%	72,56%	52,71%	39,81%	39,19%	44,00%
Доля привилегированных акций, по которым выплачивались дивиденды	87,10%	85,42%	85,51%	86,44%	85,71%	80,00%	76,47%	84,00%
Количество наблюдений, по которым рассчитывались показатели								
Обыкновенные акции	67	113	155	164	203	211	222	225
Привилегированные акции	31	48	69	59	49	50	51	50

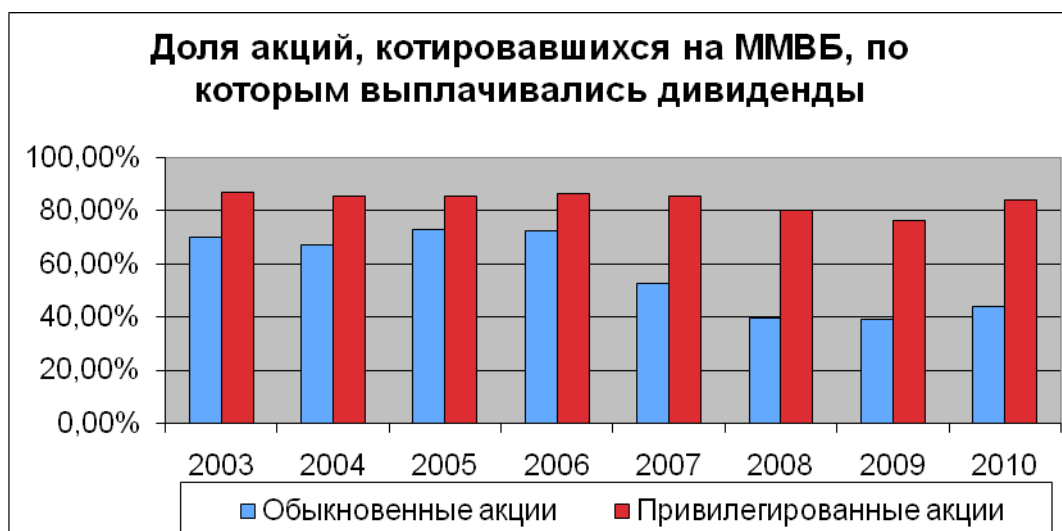
Таблица 2 Доля плательщиков дивидендов на российском рынке

Большинство компаний, имеющих привилегированные акции, торгующиеся на ММВБ, платили по ним дивиденды. Доля таких компаний достаточно стабильна – около 85% (за исключением 2008-2009 гг., когда она падала до 80% и 75% соответственно).

¹ Понятие "дивидендных аристократов" используется рейтинговым агентством S&P в серии соответствующих индексов

http://www.standardandpoors.com/indices/main/en/us/?pagename=Spcom_Beta%2Findices%2Fmain&pageNav=No&i_rpqSearch=NO&findindex=dividend+aristocrats

Рисунок 4. Доля плательщиков дивидендов



Падение доли плательщиков дивидендов по обыкновенным акциям с 2007 г. затрагивает преимущественно следующие отрасли: электроэнергетику, металлургию, машиностроение, горнодобывающую промышленность и потребительский сектор. При этом такого падения не отмечается в отраслях: нефтегазовой, химии и нефтехимии, телекоммуникациях, банках, транспорте.

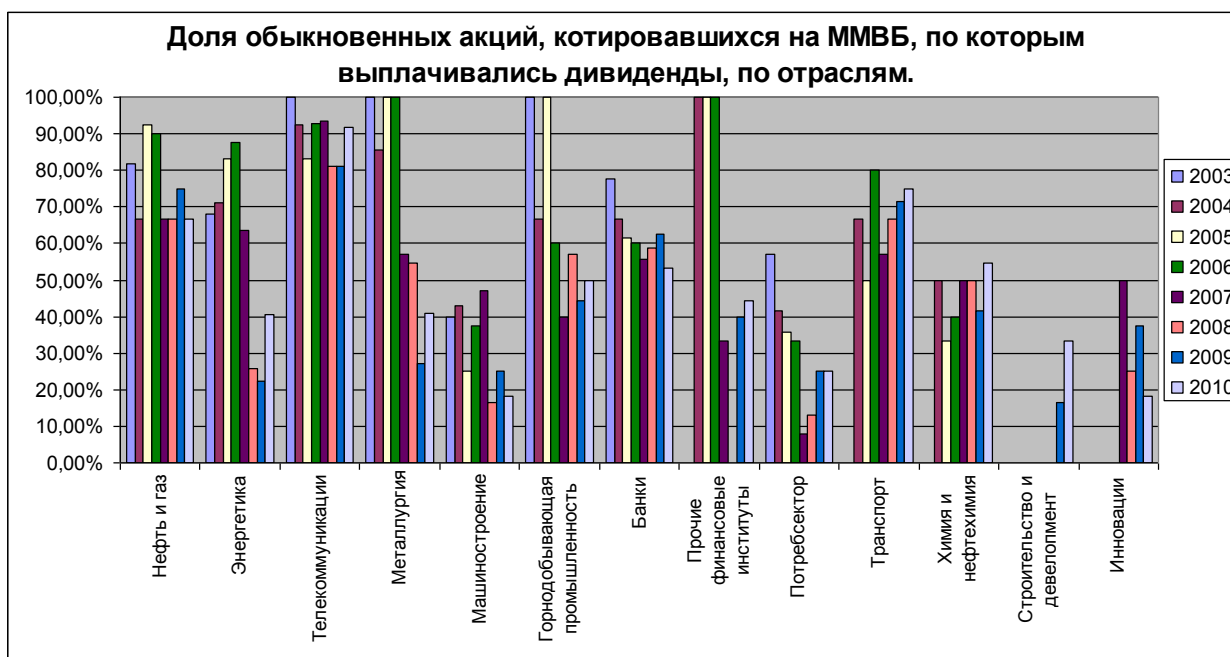
Из 234 обыкновенных акций, котирувавшихся на ММВБ в 2010 и 2011 годах дивиденды по результатам работы в 2010 финансовом году заплатили в 2011 году 100 компаний (42,74% от числа котирующихся на бирже). Из 234 компаний по результатам 2010 года платили промежуточные дивиденды по обыкновенным акциям 23 (9,83% всех компаний или 23,00% компаний, выплачивавших дивиденды). По результатам 2011 года уже 11 компаний приняли решение выплачивать дивиденды (4 компании за 1 квартал, 7 за полугодие, 1 за 9 месяцев 2011, ОАО Северсталь платила дивиденды и за 1 квартал, и за полугодие 2011г). Кроме того, ожидается, что собрания акционеров еще 5 компаний примут решение о выплате дивидендов за 9 месяцев 2011 в декабре.

На бирже ММВБ котируются 55 привилегированных акций, 83,64% из них выплатили дивиденды за 2010 финансовый год.

Дата закрытия реестра по единичным дивидендным выплатам за год традиционно приходится на апрель или май. В 2011 году 28 компаний закрыли реестр в апреле, 54 – в мае. По промежуточным дивидендам за 1 квартал закрытие реестра приходится на апрель (Нижегородская сбытовая компания, ФосАгро) и май (Магнит, Северсталь). По дивидендам за полугодие – на июль (Калина, Распадская), август (НЛМК, Северсталь, ТНК-ВР), сентябрь (НОВАТЭК), октябрь (ТМК). По дивидендам за 9 месяцев

– на сентябрь (Акрон), октябрь (Полюс Золото, ФосАгро), ноябрь (Лензолото, Пермэнергосбыт, Уралкалий).

Рисунок 5. Отраслевые плательщики дивидендов



Также стоит отметить, что большинство компаний с высокой капитализацией (более 90%, за исключением 2008 г., в который доля плательщиков составила 80%) платили дивиденды своим акционерам.

Доля плательщиков среди компаний средней капитализации была заметно ниже, однако несколько превышала долю компаний выборки базовой капитализации.



Рисунок 6. Плательщики дивидендов по эшелонам акций (размер)

Данное деление по эшелонам соответствует разбивке, используемой биржей ММВБ, состав эшелонов по капитализации отражает состав соответствующих капитализационных индексов ММВБ (высокая капитализация, базовая и стандартная).

3) Дивидендный выход, как доля денежных дивидендных выплат в прибыли (Payout ratio)

Дивидендная доходность (dividend yield) рассчитывалась с использованием средней цены закрытия за декабрь года, по итогам которого выплачивались дивиденды. Так, дивидендная доходность по 2010 году равна дивидендам за 2010 год (выплаты имели место в 2011 году и в ряде случаев могли иметь место уже в 2010 году), деленным на среднюю цену акции декабря 2010 года. Цена на дату закрытия реестра не использовалась, так как закрытие реестра по разным акциям происходит в разное время, и, соответственно, полученные в таком случае дивидендные доходности было бы не совсем корректно сравнивать между собой. Выбирая между ценой на начало и на конец года, за который платятся дивиденды, был сделан в пользу последней, так как она ближе по времени к реальной выплате дивидендов. Усреднение за декабрь проводится для снижения влияния рыночных колебаний на полученные оценки.

При расчете средних значений дивидендного выхода и дивидендной доходности проведена стандартная статистическая процедура удаления экстремальных значений (2,5% наибольших и 2,5% наименьших), так как экстремальные (нетипичные) значения сильно смещают оценки среднего. Для средних оценок отброшено 39 энергетических мелких (у которых чистая прибыль по РСБУ была стабильно меньше 100 млн. руб.) компаний (за некоторые годы доля энергетических компаний составляла около 50%).

За 2005-2010 финансовые годы компании, платящие дивиденды по обыкновенным акциям, направляли на них в среднем 35%-40% чистой прибыли по РСБУ. За отчетные 2003 г. и 2004 г. этот показатель был ниже и составлял 22% и 26%, соответственно. При использовании для расчета прибыли по IFRS или US GAAP оценка среднего payout ratio оказалась несколько ниже – около 25% на протяжении всего периода с минимумом за 2004 г. и максимумом за 2008 финансовый г., приблизительно 21% и 33%, соответственно. На привилегированные акции компании направляли 7-11% чистой прибыли по РСБУ или 5-11% прибыли по IFRS или GAAP.

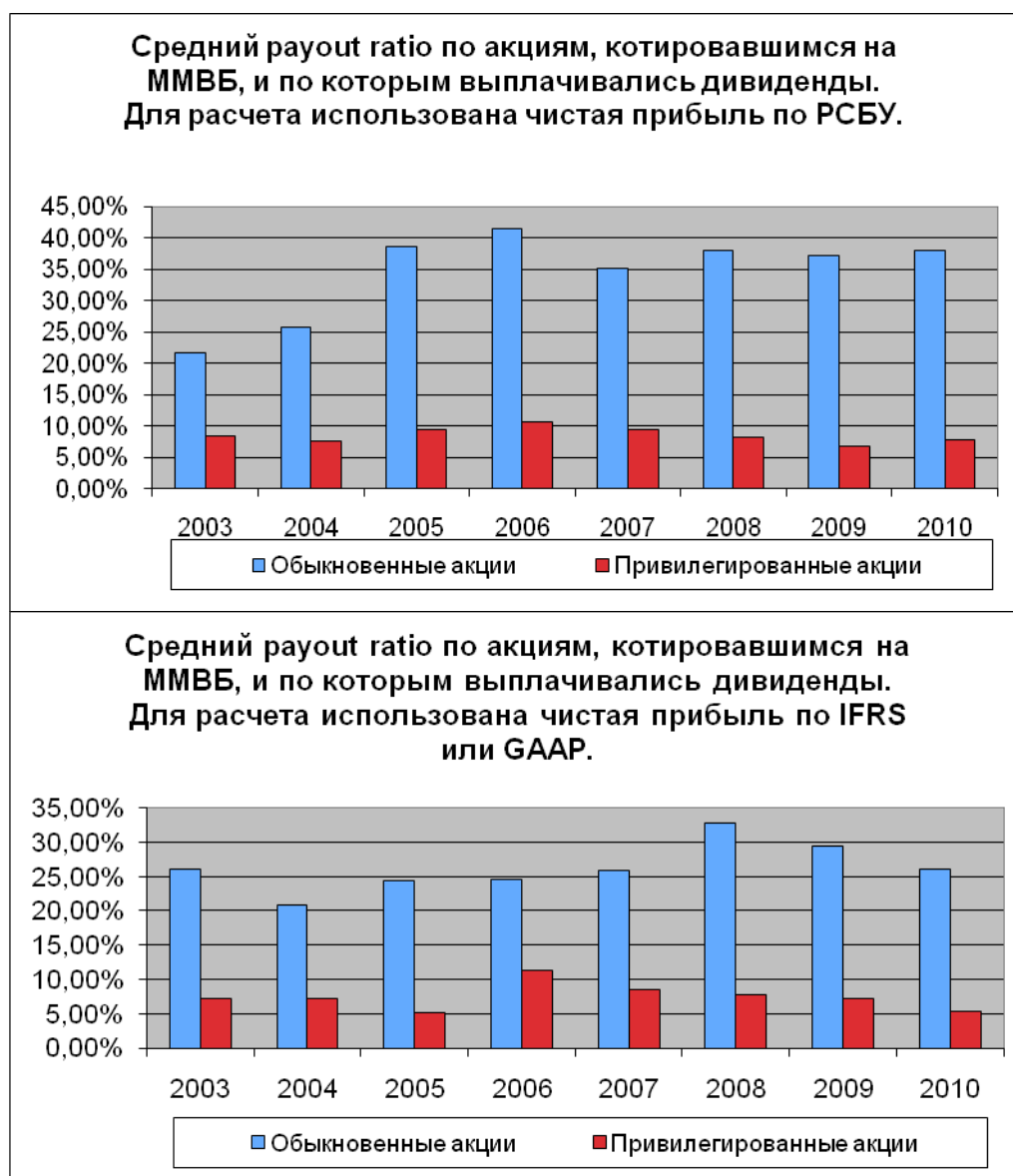


Рисунок 7. Дивидендный выход (динамика по годам)

Наибольшую долю прибыли по РСБУ направляют на дивиденды по обыкновенным акциям в последние годы компании горнодобывающей промышленности и потребительского сектора (более 50%). Также можно отметить электроэнергетическую отрасль, в которой payout ratio по обыкновенным акциям на протяжении всего периода наблюдения был выше 40%. Наименьший коэффициент дивидендных выплат наблюдается в телекоммуникационной отрасли – в среднем не более 20%. Примечательно, что при использовании прибыли по IFRS или GAAP выделить отрасли со стабильно более высокими или более низкими показателями дивидендного выхода не представляется возможным.

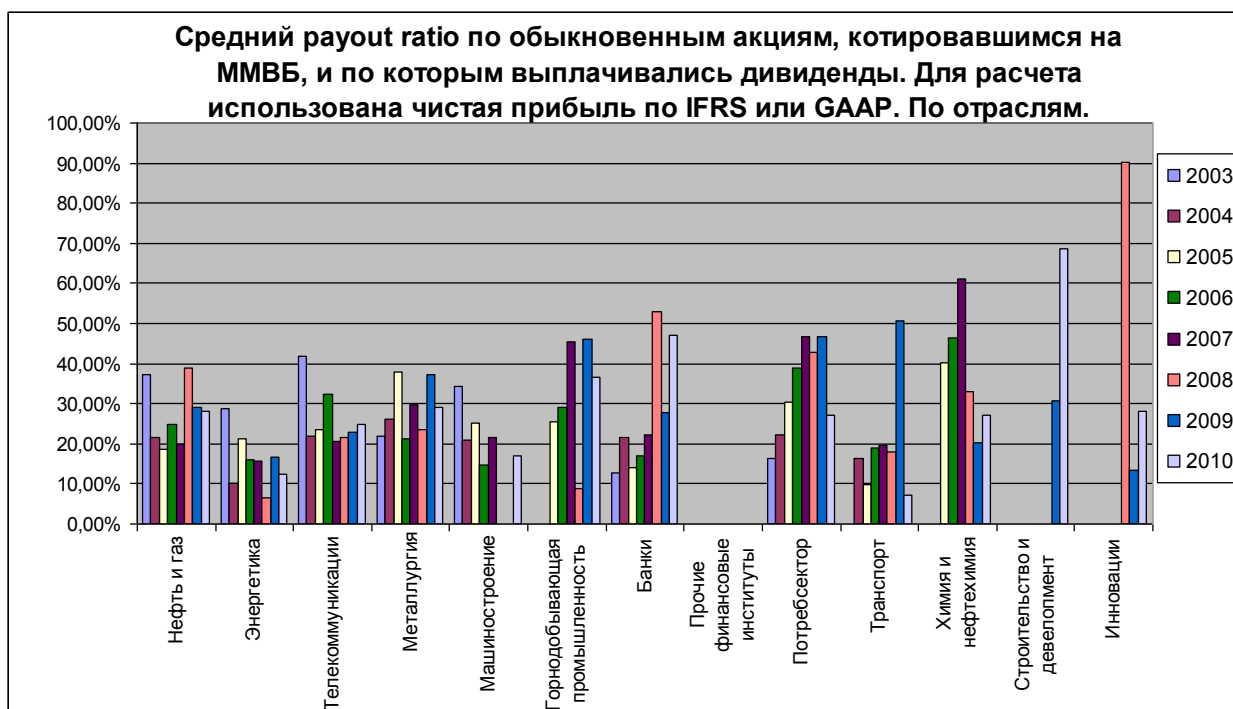
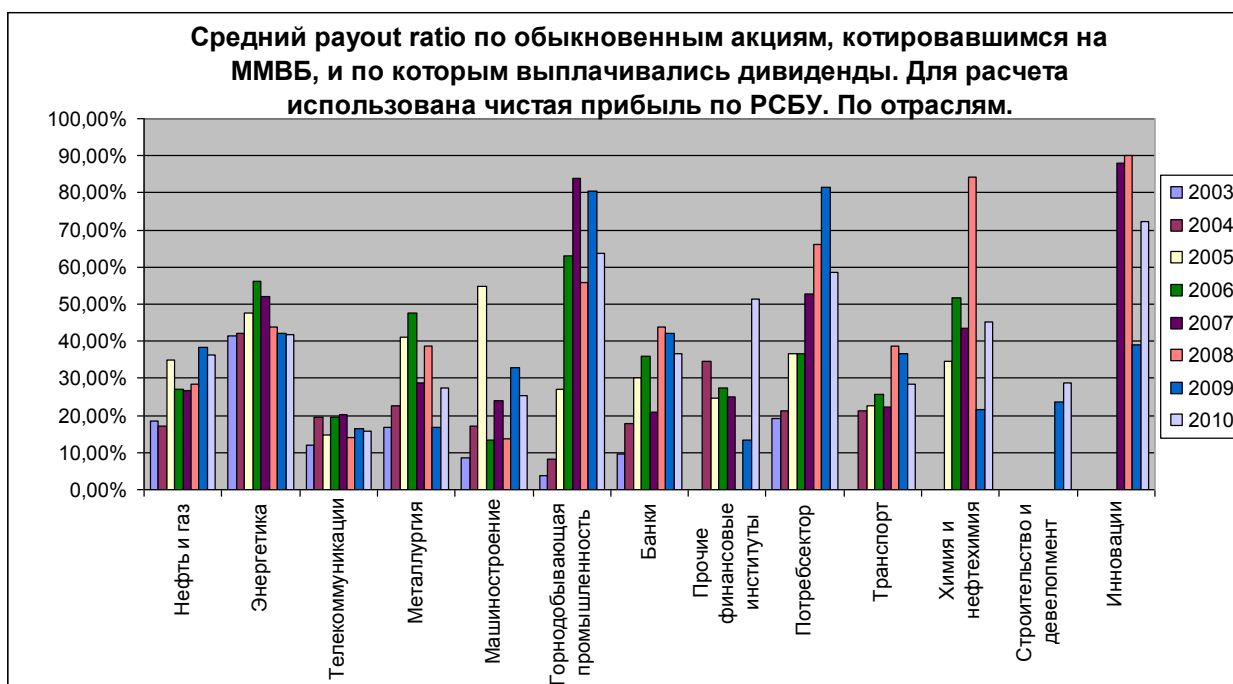


Рисунок 8 Дивидендный выход по отраслям

Различия в доле прибыли, направляемой на дивиденды по обыкновенным акциям, между эшелонами по капитализации прослеживаются слабо. При использовании в расчетах прибыли по РСБУ такие различия в принципе отсутствуют. При использовании прибыли по IFRS или GAAP обращает на себя внимание тот факт, что более крупные компании направляли на дивиденды по результатам работы в кризисные 2008-2009 гг. заметно большую часть своей прибыли.

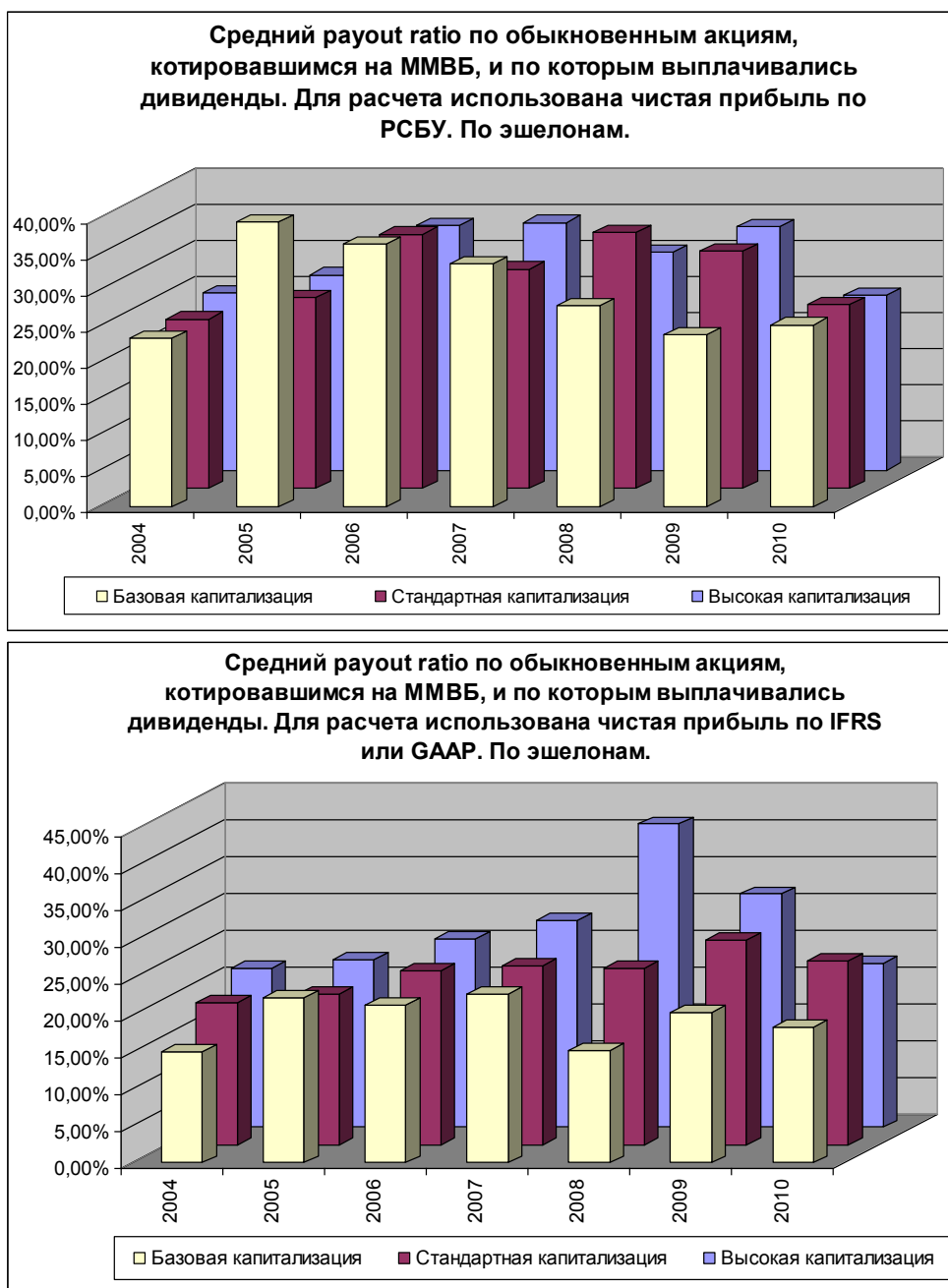


Рисунок 9. Сопоставление дивидендного выхода по эшелонам

4) Дивидендная доходность (Dividend yield).

Дивидендная доходность (dividend yield) рассчитывалась с использованием средней цены закрытия за декабрь года, по итогам которого выплачивались дивиденды. Так, дивидендная доходность по 2010 году равна дивидендам за 2010 год (выплаты имели место в 2011 году и в ряде случаев могли иметь место уже в 2010 году), деленным на среднюю цену акции декабря 2010 года. Цена на дату закрытия реестра не использовалась, так как закрытие реестра по разным акциям происходит в разное время, и,

соответственно, полученные в таком случае дивидендные доходности было бы не совсем корректно сравнивать между собой. Выбирая между ценой на начало и на конец года, за который платятся дивиденды, был сделан в пользу последней, так как она ближе по времени к реальной выплате дивидендов. Усреднение за декабрь проводится для снижения влияния рыночных колебаний на полученные оценки.

При расчете средних значений дивидендного выхода и дивидендной доходности проведена стандартная статистическая процедура удаления экстремальных значений (2,5% наибольших и 2,5% наименьших), так как экстремальные (нетипичные) значения сильно смещают оценки среднего. Для средних оценок отброшено 39 энергетических мелких (у которых чистая прибыль по РСБУ была стабильно меньше 100 млн. руб.) компаний (за некоторые годы доля энергетических компаний составляла около 50%).

За 2005-2010 финансовые годы компании, платящие дивиденды по обыкновенным акциям, направляли на них в среднем 35%-40% чистой прибыли по РСБУ. За отчетные 2003 г. и 2004 г. этот показатель был ниже и составлял 22% и 26%, соответственно. При использовании для расчета прибыли по IFRS или US GAAP оценка среднего payout ratio оказалась несколько ниже – около 25% на протяжении всего периода с минимумом за 2004 г. и максимумом за 2008 финансовый г., приблизительно 21% и 33%, соответственно. На привилегированные акции компании направляли 7-11% чистой прибыли по РСБУ или 5-11% прибыли по IFRS или GAAP.

Средняя дивидендная доходность по обыкновенным акциям в 2003-2007 гг. колебалась в пределах 1,5-2,5%, по привилегированным – от 2,5% до 4,5%. Очень значительный рост доходности наблюдался в 2008 г., до 8,5% по обыкновенным акциям и почти 19% по привилегированным. Это объясняется многократным обесценением акций: за полгода индекс ММВБ упал с 1900 пунктов до 500, причем "дно" пришлось как раз на конец 2008 г. В 2009-2010 гг. с ростом стоимости акций дивидендная доходность упала, однако осталась на уровне, превышающем докризисный. Средний dividend yield по обыкновенным акциям составил приблизительно 3% в 2009 г. и 4% в 2010 г., а по привилегированным – 8% и 7,5% соответственно.

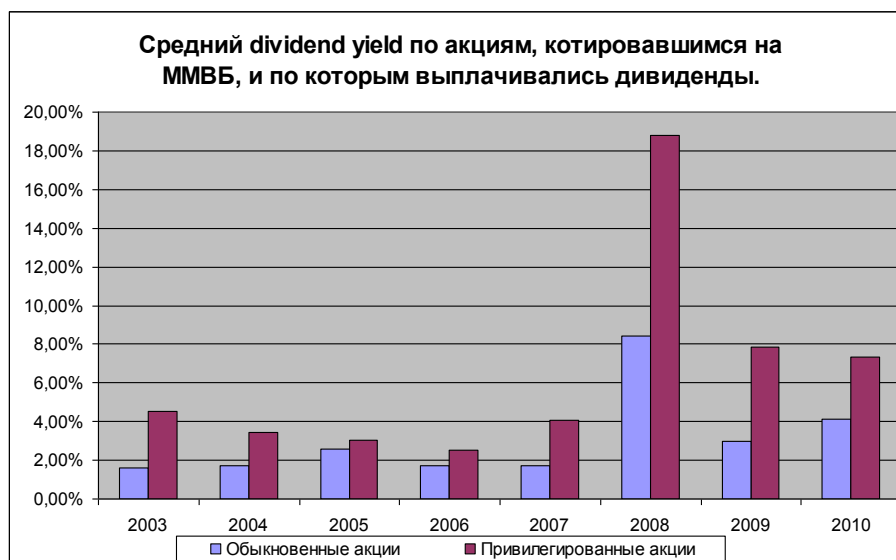


Рисунок 10. Дивидендная доходность (динамика по годам)

Стабильные различия по дивидендной доходности между отраслями не прослеживаются. Можно отметить, однако, что значительный рост доходности в 2008 г. наблюдался во всех отраслях, за исключением банков и транспортной отрасли.

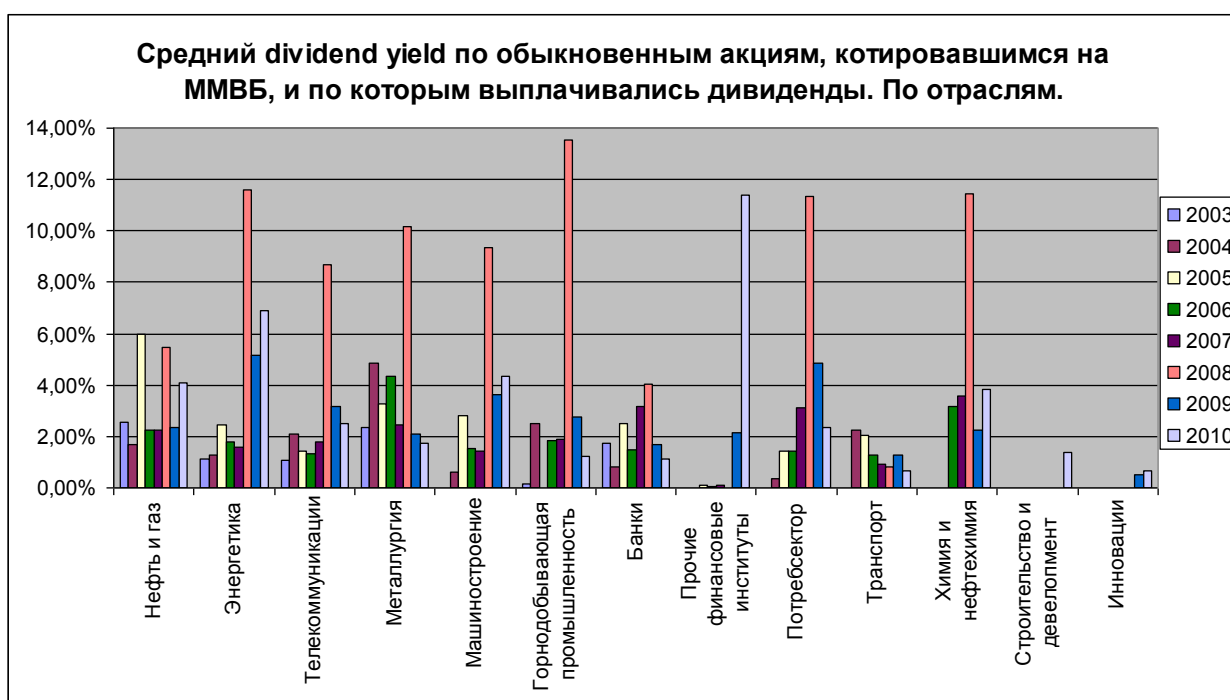


Рисунок 11. Сопоставление дивидендной доходности по отраслям

По эшелонам стандартной и высокой капитализации не прослеживается рост дивидендной доходности по обыкновенным акциям в 2009-2010 гг. относительно доходности до кризиса. Таким образом, достаточно высокая дивидендная доходность в среднем по рынку после кризиса объясняется в первую очередь увеличением доходности

по акциям компаний базовой капитализации и еще более мелких компаний, не вошедших в капитализационные индексы ММВБ. На протяжении рассматриваемого периода dividend yield по обыкновенным акциям компаний с высокой капитализации стабильно несколько выше, чем по акциям компаний стандартной и базовой капитализации. По доходности привилегированных акций примечательных различий между капитализационными эшелонами не наблюдается. Ее динамика схожа с динамикой дивидендной доходности в целом по рынку.

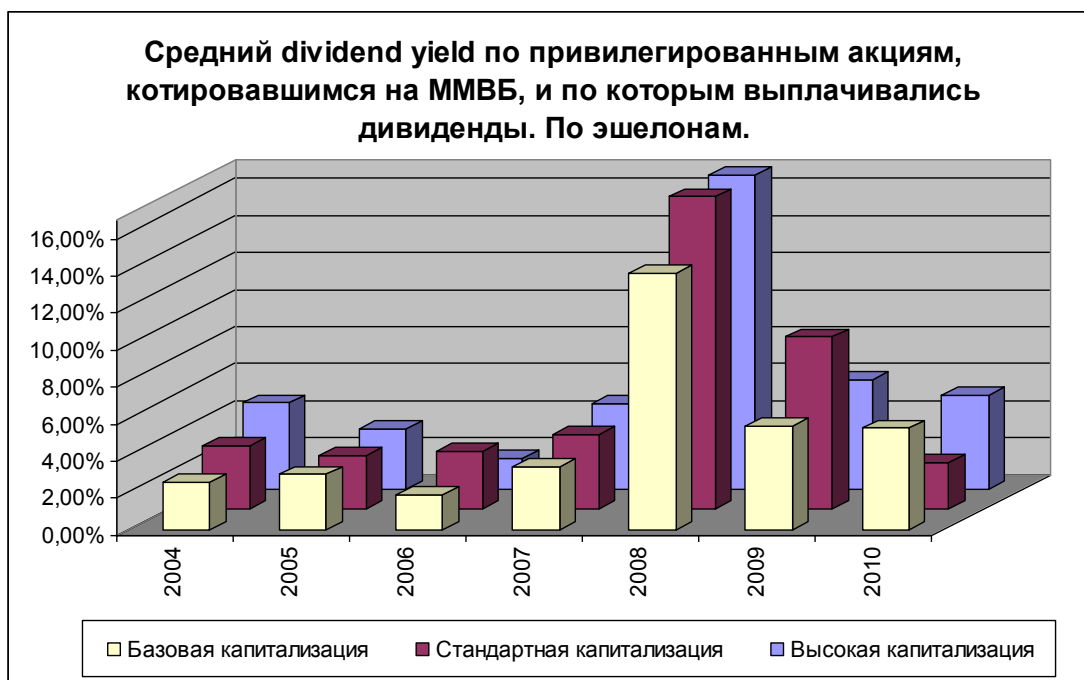
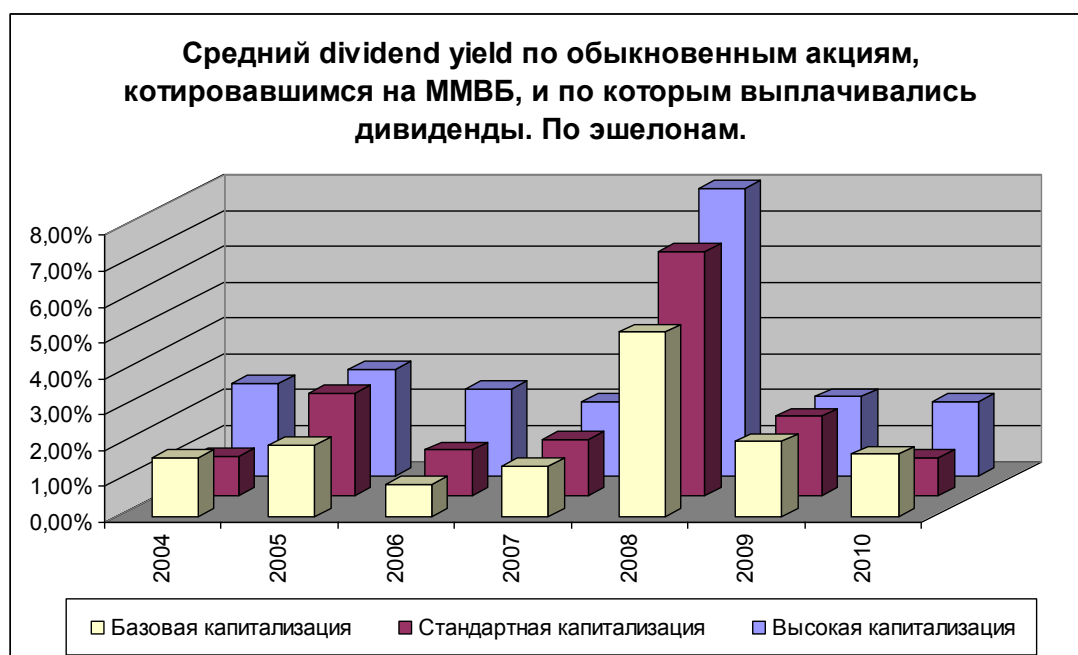


Рисунок 12. Дивидендная доходность по эшелонам в динамике (привилегированные и обыкновенные акции)

Общее сопоставление российских и американских компаний-плательщиков дивидендов представлено по 2010 и 2011 годам. По американскому рынку анализ дивидендов был ограничен денежными выплатами компаний, входящих в индекс S&P 500. Данные были собраны за третий и четвертый кварталы 2010 года, и за 2011 год (квартальные данные вполне репрезентативны для сопоставления дивидендных выплат, так как волатильность суммарных дивидендов по американскому рынку гораздо ниже, чем по российскому в течение года). Так как за этот временной интервал в списке S&P 500 происходили изменения, то была выбрана дата фиксации списка – июль 2011 года. Источником информации служил сайт Bloomberg

Сопоставление производилось по следующим ключевым показателям: количеству плательщиков, дивидендной доходности и дивидендному выходу.

Были выявлены следующие отличия:

1) В отличие от компаний, котирующихся на ММВБ, на американском рынке не произошло существенного снижения доли компаний, платящих дивиденды: на протяжении 2010 и 2011 годов она колебалась в районе 70%. Большая часть плательщиков придерживается политики денежных выплат 4 раза в год.

2) Интересна ситуация с дивидендным выходом. В среднем, в 2010 и 2011 годах компании в США направляли на выплату дивидендов около 50% процентов своей прибыли, что выше среднего значения по российскому рынку (40%).

3) Относительно дивидендной доходности ситуация несколько другая. В 2010 на российском рынке средняя доходность оценена в 4%, тогда как на рынке США она в два раза меньше – 2,2%.

4) Отдельно стоит прокомментировать различие в количестве выплат за год. На российском рынке преобладают компании, платящие дивиденды раз в год. На американском рынке они составляют меньшинство, тогда как основная часть компаний предпочитает выплачивать дивиденды каждый квартал.

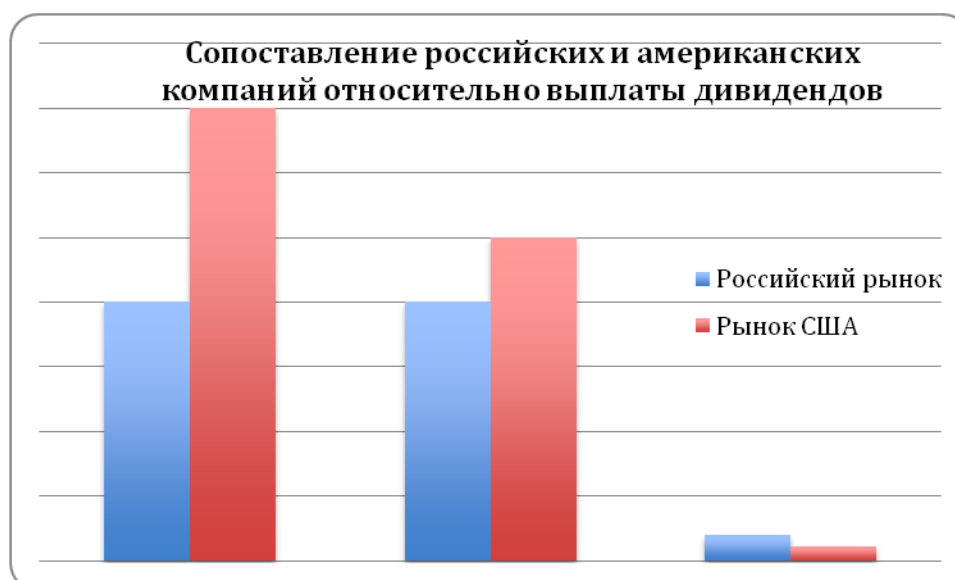


Рисунок 13 Сопоставление плательщиков дивидендов по рынкам США и России

2. Сопоставление портфелей дивидендных и недивидендных акций по акциям, котирующимся на американском рынке и ММВБ

По результатам исследования компании Ned Davis Research², при сопоставлении доходности четырех портфелей акций американских компаний из выборки индекса S&P500 на 35-ти летнем временном горизонте до кризиса 2007–2009гг, при формировании портфелей на основе группировки компаний по динамике дивидендных выплат: растущие, стабильные, снижающиеся и нулевые, получено, что средняя полная (общая, total) доходность (как сумма дивидендной доходности и курсовой доходности акции) для первой группы составила 10,9% в год, по второй группе – 8,9%, по группе со снижающимися выплатами — 3,9%, а по последней группе с отсутствием дивидендов — 2,5%. Наглядно эти результаты демонстрирует рисунок 14.

² Skousen, Mark, 2007. Dividend Paying Stocks, Investment U, Wednesday, November 14, 2007, <http://variousreadings.com/tag/ned-davis-research/>



Рисунок 14. Среднегодовая полная доходность портфелей из компаний, входящих в индекс S&P500 с различной дивидендной политикой.

Для оценки привлекательности инвестирования в дивидендные акции была сформирована выборка из 67 компаний, торгующихся на бирже ММВБ. Данные по истории выплат дивидендов с 2001 года брались с сайтов компаний-эмитентов. В систематизированном виде данные по дивидендной истории российских акций представлены на сайте www.fmlab.hse.ru³. Котировки были получены с сайта Финам. Анализ проводился на временном промежутке с 2001 по 2011 годы. В общую таблицу по каждой компании за каждый год анализа собраны значения чистой прибыли на акцию (EPS) и дивиденда на акцию (DPS), цены акции на начало и конец месяца и года. Далее для каждого года были рассчитаны:

- 1) коэффициент дивидендных выплат (Dividend Payout), как отношение дивиденда на акцию к прибыли на акцию;
- 2) Дивидендная доходность (Dividend Yield), как отношение величины дивиденда на акцию к средней за год стоимости акции (средняя по году стоимость рассчитывалась на основе данных начала и конца года);
- 3) Курсовая доходность акций, как отношение прироста стоимости акций за год к стоимости на начало года;
- 4) Годовая доходность индекса ММВБ и отраслевых индексов ММВБ.

На первом шаге исследования все акции, котирующиеся на бирже ММВБ, были поделены на 2 группы (два портфеля): стабильно платящие дивиденды и без дивидендов. Набор акций в двух портфелях не менялся по годам. Заметим, что проблема формирования таких портфелей на российском рынке заключается в том, что число

³ <http://fmlab.hse.ru/method/database>

компаний с полным отсутствием дивидендов на отрезке 2001-2011, либо с регулярными выплатами, не велико. Более того, по годам менялось число котируемых компаний на бирже ММВБ. Поэтому отнесение акций в оба портфеля достаточно субъективно. В таблице 3 представлено сопоставление результатов инвестирования по двум портфелям и индекса ММВБ (как бенчмарка) на временном отрезке 2007 -2011 гг⁴.

Таблица 3. Сопоставительный анализ портфелей российского рынка акций				
	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Доходность дивидендного портфеля	-6,17%	-48,92%	61,35%	54,32%
Доходность недивидендного портфеля	10,86%	-55,50%	50,23%	27,07%
Доходность индекса ММВБ	5,26%	-44,60%	35%	27,29%

Средняя геометрическая годовая доходность дивидендного портфеля (20 акций российского рынка) за 4 года равна 4,52%, средняя геометрическая годовая доходность недивидендного портфеля (30 акций) за 4 года (-1,49%), средняя геометрическая годовая доходность ММВБ за 4 года 0,01%.

На втором шаге исследования все акции выборки (обыкновенные и привилегированные) были разбиты на четыре группы. В группу «А» вошли компании, стабильно повышающие дивиденды на протяжении всего периода анализа. Эту группу сформировали всего две обыкновенные акции российского рынка – компаний ОАО «Лукойл» и «Башкирэнерго». В группу «В» попали компании, стабильно платящие дивиденды, для которых снижение выплат имело место не более одного раза (в период кризиса). В группу «С» отобраны компании, которые один раз за период наблюдения снизившие дивиденды (исключая кризисный период) или не выплатившие дивиденды хотя бы раз на протяжении всей истории анализа. Группу «D» составили остальные компании, которые характеризуются нерегулярностью выплат или отсутствием дивидендов. В группе «А» оказалось всего два представителя российского рынка. Группа «В» составила 18 компаний, в «С» - восемь компаний и в «D» попали остальные 39 компаний.

В процессе исследования было проведено сравнение доходностей по портфелям (группам) с доходностью индекса ММВБ, а также рассчитана доля компаний в группе, по которым наблюдалось превышение средней доходности над соответствующим отраслевым индексом. Для подсчета средней доходности использовалась формула средней эффективной годовой доходности при стратегии «купи и держи»:

$$Y_{эф} = (1+r_t)^{(1/T)} - 1 \quad (1)$$

⁴ Переформирование портфеля осуществлялось в июле месяце каждого года

При дальнейшем описании результатов исследования под доходностью подразумевается именно эффективная средняя годовая доходность портфельного инвестирования. Первые результаты исследования показали:

- 1) При учете только курсовой доходности по акциям выборки соответствующую отраслевую доходность превысили по группам следующий процент акций (рисунок 14) : - 100% компаний группы А; - 72% компаний группы В; - 37% компаний группы С; - 35% компаний группы D.

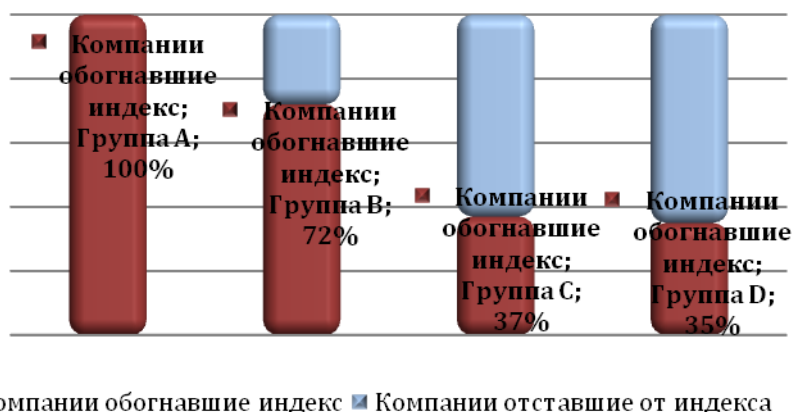


Рисунок 15. Доля компаний в группе, курсовая доходность которых превысила среднеотраслевую

- 2) При учете полной доходности (т.е. к курсовой доходности прибавилась дивидендная доходность без учета эффекта от возможного реинвестирования дивидендов) (рисунок 5): — 100% компаний группы А; — 83% компаний группы В; — 50% компаний группы С; — 46% компаний группы D.

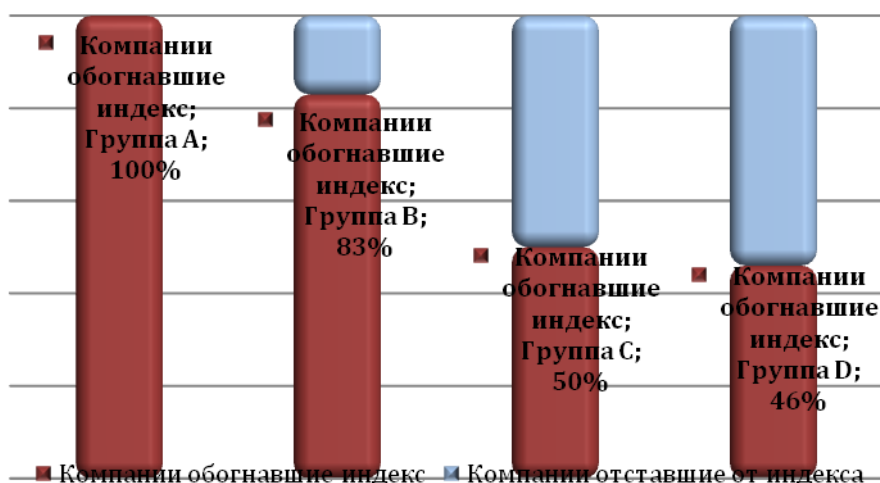


Рисунок 16. Доля акций в группе, полная доходность которых превысила среднеотраслевую.

Средняя полная доходность компаний по каждой группе в выборке за весь период наблюдения (без учета реинвестирования дивидендов) составила: по группе А — 26,6%, по группе В — 24,21%, по группе С — 18,12% и по группе D — 12,49%.

Как видно из приведенных выше результатов, чем стабильней дивидендная политика компаний, тем больше вероятность того, что ее курсовая и тем более полная доходность (даже без возможности реинвестирования дивидендов) опередит среднеотраслевую. Анализ, проведенный на российском фондовом рынке, дал результаты, совпадающие с выводами аналитиков компании Ned Davis Research при исследовании американского рынка акций на докризисном периоде (до 2008 года).

3. Анализ работы крупнейших фондов, ориентированных на дивидендную доходность.

Среди крупнейших американских компаний индекса S&P 500 131 публичная компания вообще не платит дивиденды. Это прежде всего компании технологического сектора, такие как, Amazon, Apple, Cisco Systems, Dell, McAfee, Yahoo!. Средняя дивидендная доходность (отношение годового дивидендного дохода к текущей цене акции) по компаниям индекса S&P 500 на конец 2010 года составила 1,78% годовых. Компании, у которых объявляются максимальные дивиденды, как правило, не имеют известных брендов. В пятерку лидеров по дивидендной доходности по данным сайта <http://www.vip-money.com/articles/100319.htm> входят Frontier Communications — 11,23%, Windstream — 9,87%, буровая компания Diamond Offshore Drilling — 9,16%, CenturyLink — 8,46% и Qwest Communications International — 7,02%. Разнообразные стратегии, делающие упор на дивидендную доходность, пользуются немалой популярностью за рубежом, часто их берут на вооружение крупные инвестиционные фонды. Ориентиром для них выступают специализированные индексы широко известных индексов акций, строящиеся на дивидендных акциях. Например, это индекс Dow Jones Select Dividend, куда входит 100 компаний с высокой дивидендной доходностью, или индекс S&P High Yield Dividend Aristocrats или региональный индекс S&P Pan Asia Dividend Aristocrats.

По данным аналитиков Morningstar, число фондов, имеющих в названии слово «дивидендные» приближается к ста. По оценке аналитиков S&P индекс «дивидендных акций» (включающий компании, которые на протяжении 25 лет стабильно повышают дивиденды) в 2007 г. включал 64 эмитента. По итогам 2008 г. их число сократилось до 57. Фонд *Prudential dividend maximiser fund* строит стратегию на долгосрочных инвестициях в сильные компании (например, в конце 2008 г. приобретены доли в *SAB Miller*, *British*

American Tobacco, Tiger Brands). Три года подряд, включая 2008 г., фонд обеспечивает своим акционерам 14,08% годовых. С 2003 г. инвестиционный фонд *Ishares Dow Jones select dividend index fund* инвестирует в акции 100 самых прибыльных компаний США, которые за пять последних лет не снижали дивидендных выплат. В докризисный период значительная доля вложений приходилась на финансовый сектор, а также на таких гигантов, как *General Electric, Pfizer, Dow Chemical*. Инвестиционная стратегия *Franklin rising dividend fund* строится на поиске компаний, которые за последние 10 лет анализа удвоили объем дивидендов и показывали рост дивидендных выплат на протяжении, по меньшей мере, восьми из последних 10 лет. Это достаточно жесткий отбор. Оборачиваемость активов фонда составляет всего 4% в среднем для инвестиционных фондов (оборачиваемость находится на уровне 50%). 45% всего портфеля фонда приходится на акции 10 компаний.

Можно привести примеры по нескольким специализированным фондам, которые ориентируются на дивидендные акции. Например, это

- 1) Alpine's Total Dynamic Dividend Fund - <http://www.alpinecef.com>
- 2) ETF SPDR S&P Dividend (<https://www.spdrs.com/product/fund.seam?ticker=SDY>, <http://finance.yahoo.com/q/pr?s=SDY>), (<http://finance.yahoo.com/q/pr?s=DVY>),
- 3) ETF iShares Dow Jones Select Dividend Index Fund,
- 4) T. Rowe Price Equity Income (<http://www3.troweprice.com/fb2/fbkweb/snapshot.do?ticker=PRFDX>, <http://finance.yahoo.com/q/pr?s=PRFDX>),
- 5) Value Partners High-dividend Stocks Fund (ориентирован на азиатские рынки- http://www.valuepartners.com.hk/html/eng/products/fund_liter.php#a4).

Alpine's Total Dynamic Dividend Fund - фонд закрытого типа. Деятельность Alpine Total Dynamic Dividend Fund направлена как на оптимизацию дохода от дивидендов, так и на увеличение долгосрочного роста капитала, что говорит о гибкости политики этой организации. По всему миру фонд вкладывает привлеченные средства в бумаги компаний, различающихся размером (величиной капитализации), работающих в разных секторах и направлениях. Фонд использует в своей работе четыре инвестиционных стратегии: ростовую, ценностную, стратегию специальных дивидендов и стратегию захвата дивидендов. У инвестиционного фонда *Alpine dynamic dividend fund* оборачиваемость активов очень большая — 190%, так как стратегия фонда строится на покупке акций компаний из 20 стран мира за несколько дней до выплаты дивидендов. Большую долю портфеля оставляют акции компаний «второго» и «третьего» эшелонов. Важное

требование при выборе акций — уровень мультипликатора P/E должен выражаться однозначным числом. Такие компании в кризисный период (2007-2009) составляли 40% портфеля фонда.

Первая стратегия, стратегия Growth Dividend Payers, делает упор на увеличение стоимости капитала и повышение дивидендного дохода. Такая стратегия является традиционной, она подразумевает выявление компаний со сравнительно низкой, но все же приемлемой дивидендной доходностью, обладающих при этом потенциалом для роста прибыльности. Основной акцент здесь приходится на потенциальное увеличение капитала и соответствующий рост дивидендных выплат.

Стратегия Value Dividend Opportunities нацелена на текущий высокий дивидендный доход и рост капитала. Часть фонда, направленная на реализацию этой стратегии, акцентирует внимание на инвестиции в ценные бумаги с дивидендными выплатами выше средних. То есть упор в данном случае делается на компании с недооцененным или неправильно оцененным капиталом, реструктуризацию или значительные изменения в политике корпораций, обещающие увеличение стоимости, а также на компании с текущей низкой оценкой стоимости в сравнении с историческими средними значениями. Такая стратегия похожа на добавление в портфель бумаг с несколько повышенным риском, приносящих при этом больший дивидендный доход.

Стратегия Special Dividend Research заключается в поиске и захвате специальных дивидендов различных компаний. Такие дивиденды появляются, когда компания одновременно распределяет крупные остатки денежных средств между акционерами в связи с реструктуризацией или недавними значимыми улучшениями финансовых показателей деятельности.

При осуществлении стратегии *Paired Rotation Strategy* схожие ценные бумаги объединяются в пары, а дивиденды собираются более четырех раз в год. По большинству ценных бумаг дивиденды выплачиваются ежеквартально, однако *Paired Rotation Strategy* позволяет получать дивиденды чаще при тех же инвестиционных вложениях за счет «переключения» в течение года между бумагами, обладающими одинаковыми характеристиками. Обычно фонд, используя эту стратегию, обеспечивает от шести до восьми дивидендных выплат в год вместо четырех, не увеличивая при этом объем инвестированных средств. Этот метод позволяет увеличить прибыль от инвестиций, однако при этом он существенно увеличивает трейдинговые издержки и повышает вероятность убытков, особенно в случае существенных краткосрочных колебаний цен на бумаги.

В таблице 4 показана общая доходность по фонду Alpine Total Dynamic Dividend Fund. Под доходностью, приходящейся на срок до одного года включительно, подразумевается кумулятивная доходность, в остальных случаях речь идет о доходности, приведенной к годовому исчислению. Представленные данные подразумевают реинвестирование распределенных дивидендов.

Таблица 4. Общая доходность Alpine Total Dynamic Dividend Fund⁵

СЧА (NAV)	Первый месяц	Третий месяц	Шестой месяц	Первый год	Третий год	Всего с даты основания (1/26/2007)
6,81	5,35%	11,33%	21,98%	21,04%	-8,33%	-6,66%
Рыночная стоимость	Первый месяц	Третий месяц	Шестой месяц	Первый год	Третий год	Всего с даты основания (1/26/2007)
6,33	3,82%	7,59%	18,82%	-18,55%	-12,96%	-9,27%

Согласно приведенным данным за годы кризиса стоимость чистых активов и рыночная цена активов фонда сократилась на несколько процентных пунктов, однако такое сокращение нельзя назвать критическим, и работу фонда оно, в общем, не нарушило, что подтверждают другие данные, взятые с сайта организации и представленные на рисунке 17.

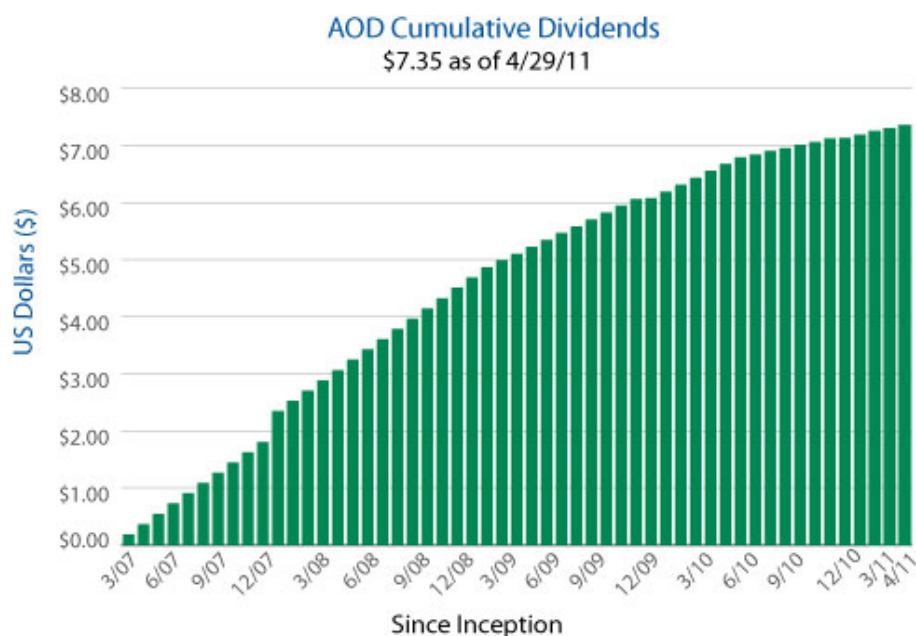


Рисунок 17 Совокупные дивидендные выплаты Alpine Total Dynamic Dividend Fund

⁵ <http://www.alpinecef.com>

Вполне очевидно, что в абсолютном отношении дивидендные выплаты фонда только росли, а его рыночная доходность на 6/10/2011 составила 10,98%. Из всего вышеперечисленного можно сделать вывод об эффективности реализуемых фондом стратегий.

ETF SPDR S&P Dividend — биржевой фонд (Exchange traded fund (ETF) – то есть это индексный (чаще всего, в том числе в данном случае) фонд, паи которого торгуются на бирже), который базируется на бумагах 50 компаний, на протяжении 25 и более лет постоянно увеличивающих дивидендные отчисления и входящих в индекс S&P High Yield Dividend Aristocrats. Текущая дивидендная доходность этого фонда составляет 3,65%, а год назад, когда фондовый рынок был на спаде, этот показатель равнялся 6,12%. Рост стоимости долей SPDR S&P Dividend за последние 12 месяцев — 61,8%. Дивиденды выплачиваются инвесторам ежеквартально. Основное отличие этого фонда от обычного взаимного фонда заключается в том, что паи ETF обладают для инвестора свойствами обычных акций – их цена определяется непрерывно путём торгов на бирже, и благодаря маркет-мейкерам приближается к стоимости чистых активов, деленной на количество паёв, кроме того по паям ETF доступна маржинальная торговля.

Фонд ETF SPDR S&P Dividend основан 11.08.2005, на 15.04.2011 имеет чистые активы в размере \$5,47 млрд. Бета фонда составляет 0,84 (за рыночную доходность принимается S&P 500). Затраты на управление фондом составляют 0,35% вложений в год. Фонд опирается на индекс S&P High Yield Dividend Aristocrats, который состоит из 60 акций из индекса S&P Composite 1500 с наибольшей дивидендной доходностью, которые увеличивали дивиденды последние 25 лет. Фонд обязан инвестировать как минимум 80% средств в акции, представленные в индексе. Как видно из следующей таблицы 5, вложения фонда очень тесно коррелированы с весами в индексе, однако имеют некоторые незначительные отличия.

Таблица 5. Структура портфелей (дивидендного и бенчмарка)

10 самых крупных весов акций по состоянию на 15.04.2011

В фонде ETF SPDR S&P Dividend		В индексе S&P High Yield Dividend Aristocrats	
Name	Weight	Name	Weight
Centurylink Inc	3.85%	Centurylink Inc	3.88%
Pitney Bowes Inc	3.61%	Pitney Bowes Inc	3.59%
Hcp Inc	3.07%	Hcp Inc	3.05%
Consolidated Edison Inc	2.95%	Consolidated Edison Inc	2.95%
Leggett & Platt Inc	2.84%	Leggett & Platt Inc	2.85%
Cincinnati Finl Corp	2.69%	Cincinnati Finl Corp	2.71%
National Retail Properties	2.64%	National Retail Properties	2.64%
Abbott Labs	2.61%	Abbott Labs	2.59%
Kimberly Clark Corp	2.56%	Kimberly Clark Corp	2.58%
Johnson & Johnson	2.10%	Genuine Parts Co	2.15%

Результаты работы фонда лучше всего анализировать по его годовым и полугодовым отчетам⁶, так как динамика NAV на один пай, которая может быть построена самостоятельно, не будет отражать полученные от фонда выплаты (которые совершаются ежеквартально). В своих отчетах фонд рассчитывает доходность при условии, что все полученные денежные средства реинвестируются (total return). При сравнении с индексом фонд исходит из того же предположения.

Таблица 6. Результаты работы дивидендного фонда. По состоянию на 30 июня 2010:

	CUMULATIVE TOTAL RETURN			AVERAGE ANNUAL TOTAL RETURN		
	NET ASSET VALUE	MARKET VALUE	S&P HIGH YIELD DIVIDEND ARISTOCRATS INDEX	NET ASSET VALUE	MARKET VALUE	S&P HIGH YIELD DIVIDEND ARISTOCRATS INDEX
ONE YEAR	23.25%	23.28%	23.57%	23.25%	23.28%	23.57%
THREE YEARS	-16.92%	-17.17%	-16.93%	-5.99%	-6.09%	-6.00%
SINCE INCEPTION (1)	2.11%	2.11%	2.46%	0.45%	0.45%	0.53%

(1) For the period November 8, 2005 to June 30, 2010.

По состоянию на 31 декабря 2010:

	CUMULATIVE TOTAL RETURN			AVERAGE ANNUAL TOTAL RETURN		
	NET ASSET VALUE	MARKET VALUE	S&P HIGH YIELD DIVIDEND ARISTOCRATS INDEX	NET ASSET VALUE	MARKET VALUE	S&P HIGH YIELD DIVIDEND ARISTOCRATS INDEX
SIX MONTHS ENDED	17.19%	17.29%	17.40%	N/A	N/A	N/A
ONE YEAR	16.43%	16.50%	16.80%	16.43%	16.50%	16.80%
THREE YEARS	6.76%	6.24%	6.96%	2.20%	2.04%	2.27%
FIVE YEARS	17.66%	17.68%	18.27%	3.31%	3.31%	3.42%
SINCE INCEPTION (1)	19.67%	19.77%	20.29%	3.55%	3.57%	3.66%

(1) For the period November 8, 2005 to December 31, 2010.

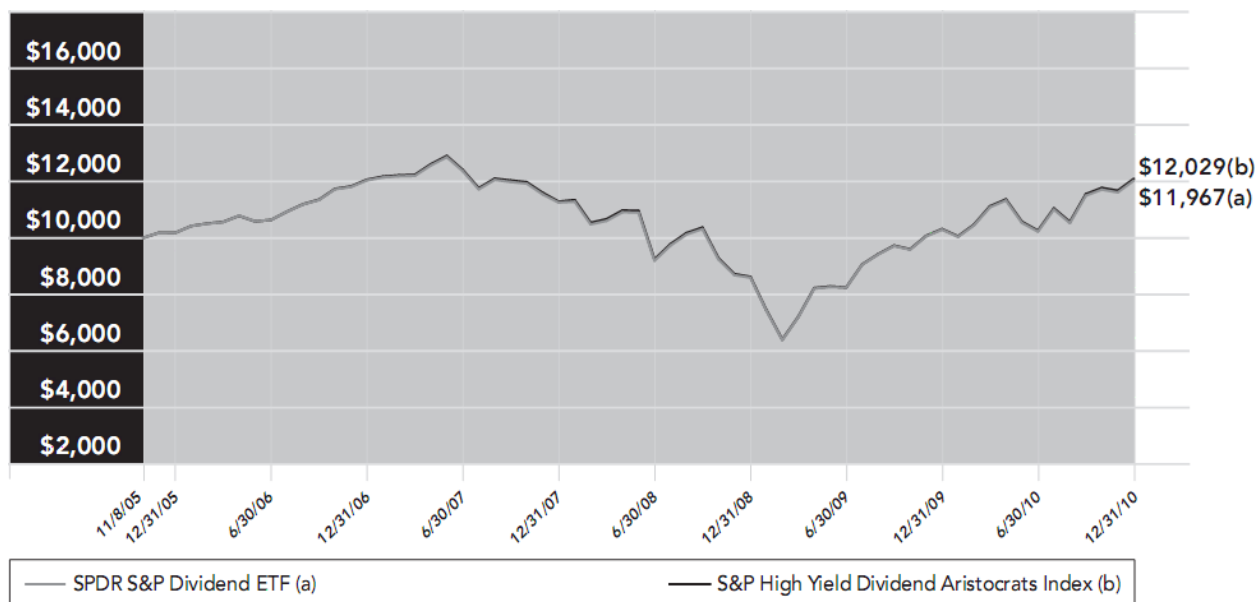


Рисунок 18. Динамика фонда дивидендных акций в сопоставлении с банчмарком

⁶ https://www.spdrs.com/library-content/public/SST%20Equity%20Annual_6.30.10.pdf
https://www.spdrs.com/library-content/public/SST%20Equity%20Semi%20Annual_12.31.2010.pdf

Для сравнения, доходность фонда и дивидендного индекса имеет смысл сравнить с доходностью S&P 500 (по состоянию на 31 декабря 2010)⁷ – таблица 6:

Таблица 7 Average annual total return, S&P 500

	3	5	10
1 Year	Years	Years	Years
15,06%	-2,2%	1,80%	1,16%

Из приведенных таблиц 6 и 7 и графика на рисунке 18 видно, что доходности фонда и индекса, на который он опирается, очень близки. Кроме того, очень близки и доходности фонда рассчитанные при делении NAV на количество паёв и при использовании рыночных цен. Примечательно, что результаты фонда по состоянию на середину 2010г. и на его конец выглядят совершенно по-разному. Примечательно, что ETF SPDR S&P Dividend по итогам за 1, 3 и 5 лет несколько выигрывает у S&P 500 по общей доходности.

Для иллюстрации того, насколько важна дивидендная доходность в результатах рассматриваемого фонда, можно привести график, сравнивающий динамику нескольких индексов по данным, приведенным на сайте S&P⁸, и динамику NAV на один пай ETF SPDR S&P Dividend⁹. Из графика на рисунке 19 видно, что NAV на один пай до сих пор не выросло до первоначального уровня, тогда как согласно отчету фонда с учетом реинвестирования всех выплат доходность с момента образования фонда до конца 2010г. составила около 20%.

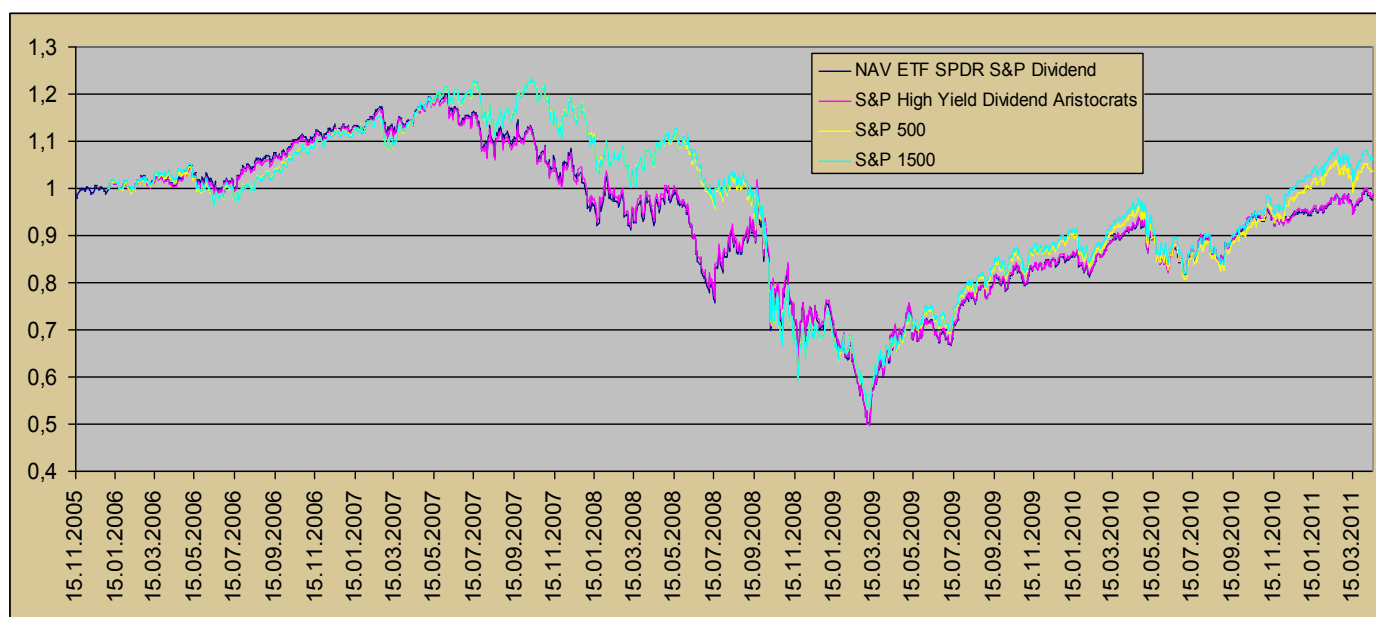


Рисунок 19. Сопоставление доходности инвестирования в дивидендный фонд и различные бенчмарки по величине активов в портфеле

⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/S%26P_500#Total_annual_returns_.28b.29

⁸ <http://www.standardandpoors.com/prot/spf/docs/indices/SPUSA-500-USDUF--P-US-L--HistoricalData.xls>
<http://www.standardandpoors.com/prot/spf/docs/indices/SPUSA-15--USDUF--P-US---HistoricalData.xls>
<http://www.standardandpoors.com/prot/spf/docs/indices/SPSDIVHYARUSDEW--P-US----HistoricalData.xls>

⁹ https://www.spdrs.com/site-content/csv/SDY_HistoricalNav.csv

ETF — iShares Dow Jones Select Dividend Index Fund основан 03.11.2003. На 15.04.2011 фонд имеет чистые активы в размере \$6,07 млрд. Бета фонда составляет 0,80 (за рыночную доходность принимается S&P 500). Затраты на управление фондом составляют 0,40% вложений в год.

Фонд опирается на индекс Dow Jones Select Dividend, куда входит 100 компаний с высокой дивидендной доходностью. Дивиденды выплачиваются инвесторам ежеквартально.

Для включения в индекс должно выполняться 3 условия: последние пять лет компания следовала политике увеличения дивидендов, последние 5 лет средний коэффициент дивидендных выплат составлял менее 60%, среднесуточный объем торгов последние 3 месяца был не менее 200 000 акций. Фонд обязан инвестировать как минимум 90% средств в акции, представленные в индексе. Как видно из следующей таблицы, вложения фонда очень тесно коррелированы с весами в индексе, однако имеют некоторые незначительные отличия.

10 самых крупных весов акций по состоянию на 31.03.2011

В фонде iShares Dow Jones Select Dividend

В индексе Dow Jones Dividend Select

Name	Weight	Name	Weight
LORILLARD INC	3,59%	LORILLARD INC	3,45%
CHEVRON CORP	2,29%	CHEVRON CORP	2,33%
ENTERGY CORP	2,06%	ENTERGY CORP	2,08%
VF CORP	1,92%	VF CORP	1,89%
INTEGRYS ENERGY GROUP INC	1,85%	INTEGRYS ENERGY GROUP INC	1,85%
KIMBERLY-CLARK CORP	1,84%	KIMBERLY-CLARK CORP	1,81%
CENTURYLINK INC	1,71%	CENTURYLINK INC	1,78%
PPG INDUSTRIES INC	1,65%	PPG INDUSTRIES INC	1,71%
CLOROX COMPANY	1,61%	EATON CORP	1,69%
MCDONALD'S CORP	1,59%	CLOROX COMPANY	1,61%

Так же как и в случае с предыдущим фондом, доходность фонда iShares Dow Jones Select Dividend лучше анализировать по отчетам самого фонда¹⁰.

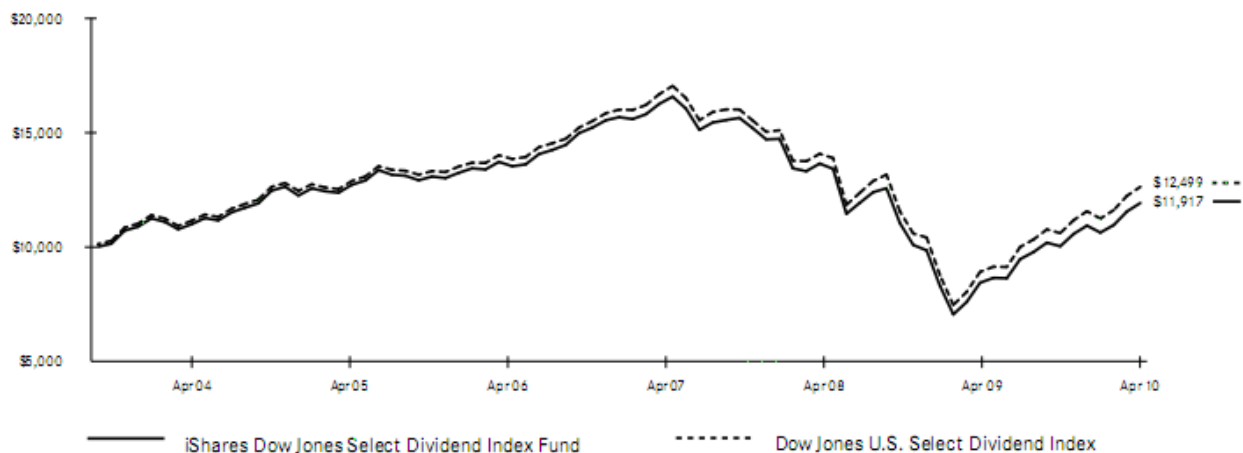
По состоянию на 30 апреля 2010:

Average Annual Total Returns								
Year Ended 4/30/10			Five Years Ended 4/30/10			Inception to 4/30/10		
NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX
41.33%	41.39%	42.37%	(0.73)%	(0.71)%	0.17%	2.74%	2.73%	3.50%
Cumulative Total Returns								
Year Ended 4/30/10			Five Years Ended 4/30/10			Inception to 4/30/10		
NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX
41.33%	41.39%	42.37%	(3.62)%	(3.50)%	0.84%	19.17%	19.12%	24.99%

¹⁰

http://us.ishares.com/content/stream.jsp?url=/content/en_us/repository/resource/annual_report/dj_book1_ar.pdf&imeType=application/pdf
http://us.ishares.com/content/stream.jsp?url=/content/en_us/repository/resource/semi_annual_report/dj_book1_sar.pdf&imeType=application/pdf

**GROWTH OF \$10,000 INVESTMENT
(SINCE INCEPTION AT NET ASSET VALUE)**



По состоянию на 31 октября 2010:

Average Annual Total Returns								
Year Ended 10/31/10			Five Years Ended 10/31/10			Inception to 10/31/10		
NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX
22.65%	22.65%	23.32%	(0.97)%	(0.97)%	(0.17)%	3.00%	3.00%	3.73%

Cumulative Total Returns								
Year Ended 10/31/10			Five Years Ended 10/31/10			Inception to 10/31/10		
NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX	NAV	MARKET	INDEX
22.65%	22.65%	23.32%	(4.75)%	(4.76)%	(0.84)%	22.97%	22.95%	29.16%

Таблица 7.2

Average annual total return, S&P 500¹¹

	3	5	10
1 Year	Years	Years	Years
14,49%	-6,80%	2,02%	-0,03%

По приведенным данным можно сделать вывод, что фонд iShares Dow Jones Select Dividend несколько сильнее проигрывает индексу, на который он опирается, чем фонд ETF SPDR S&P Dividend. Также индекс iShares Dow Jones Select Dividend несколько иначе соотносится с S&P 500: 1-годовая доходность за отчетный период у него заметно выше, в то время как доходность за 5 лет несколько ниже. В остальном же фонды довольно схожи – они сильно проиграли во время кризиса, но за последние 1,5-2 года отыграли и по общим результатам деятельности с момента основания вышли в небольшой плюс.

T. Rowe Price Equity Income с активами \$17 млрд - классический взаимный фонд (mutual fund), с активами \$17 млрд, который не менее 65% средств инвестирует в высокодивидендные акции. Фонд показал рост на 7,4% в 2009 г. и 15,67% за 2008 г. В 2010 году его паи выросли более чем на 13%. Дивидендная доходность фонда не велика и находится на конец 2010г на уровне 2%. Фонд инвестирует не менее 80% чистых активов в обыкновенные акции американских компаний, при этом 65% средств инвестируется в

¹¹ рассчитано по графику [http://www.wikinest.com/index/S%26P_500_Total_Return_INDEX_\(SPXTR\)](http://www.wikinest.com/index/S%26P_500_Total_Return_INDEX_(SPXTR))

акции наиболее надежных компаний с перспективами увеличения дивидендов и увеличения капитала. Утверждается, что стратегия фонда относительно консервативна и его доходность в среднем должна быть менее волатильной, чем доходность фондов, инвестирующих в другие классы акций.

Основан 31.10.1985, на 15.04.2011 имеет чистые активы в размере \$24,71 млрд. Бета фонда составляет 1,07 (за рыночную доходность принимается S&P 500). Затраты на управление фондом составляют 0,73% вложений в год.

В своих вложениях фонд не опирается на какой-либо индекс. Можно было бы ожидать, что большая часть его вложений будет направлена в компании из индекса S&P 500 Dividend Aristocrats, как индекса крупных компаний с самой стабильной политикой выплат, однако из 10 акций с крупнейшими долями по состоянию на 31.03.2011 лишь одна (Exxon Mobil) включена в упомянутый индекс.

10 самых крупных весов акций по состоянию на 31.03.2011 в фонде T. Rowe Price Equity Income.

Holding	Weight
JPMorgan Chase	2.80%
Chevron	2.60%
General Electric	2.50%
Exxon Mobil	2.20%
American Express	1.90%
Royal Dutch	
Shell	1.90%
AT&T	1.90%
Wells Fargo	1.80%
Home Depot	1.60%
Bank of America	1.60%

Рассмотрим доходность фонда T. Rowe Price Equity Income по состоянию на 31 декабря 2010 по данным годового отчета¹².

AVERAGE ANNUAL COMPOUND TOTAL RETURN

Periods Ended 12/31/10	1 Year	5 Years	10 Years
Equity Income Fund	15.15%	2.72%	4.31%

¹² <http://individual.troweprice.com/gcFiles/pdf/areif.pdf>

Полугодовой отчет не рассматривается, так как в отличие от предыдущих фондов он относится к более раннему периоду.

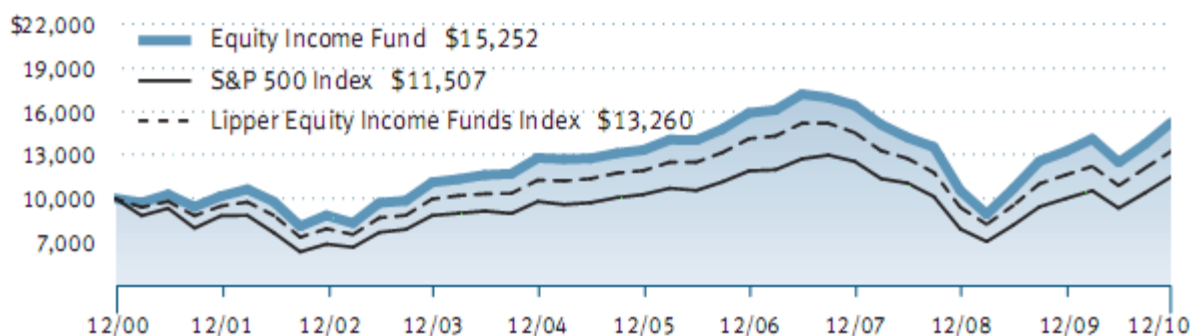


Таблица 7.3 Average annual total return, S&P 500

	3	5	10
1 Year	Years	Years	Years
15,06%	-2,2%	1,80%	1,16%

Lipper Equity Income Funds Index – индекс нескольких крупнейших взаимных фондов соответствующей категории, рассчитываемый Lipper Inc. Из графика и таблиц видно, что доходность фонда T. Rowe Price Equity Income стабильно выше S&P 500.

Фонд Value Partners High-dividend Stocks Fund специализируется на азиатских странах, в частности на Китае. Текущая дивидендная доходность фонда (конец 2010г) близка к 4%. За 2009 г. фонд вырос на 82,8%, почти покрыв провал 2008 г. в 46,8%.

Часть фондов реализуют стратегии захвата дивидендов (покупают акции незадолго до фиксации выплат дивидендов (до экс-дивидендной даты) и продают их сразу после этого). Это, как правило, закрытые фонды с фиксированным количеством паев (closed end funds), которые могут периодически выплачивать фиксированную сумму дохода или только распределять фактически собранные за год или квартал дивиденды. Например, американский фонд Eaton Vance Tax-Advantaged Dividend Income Fund выплачивает ежемесячно \$0,1075 на одну акцию. За 2010 год его дивидендная доходность варьировалась от 8,1% до 19,9%, а акции выросли на 102,1%.

Value Partners High-dividend Stocks Fund - паевой фонд (unit trust), зарегистрированный на Каймановых островах. Объект инвестиций – долговые и долевого ценные бумаги с высокой доходностью азиатских рынков. Стратегия фонда не имеет привязки к каким-либо индексам и не имеет жестких ограничений по весам вложений в зависимости от сектора или географического положения. Однако имеются некоторые ограничения на ценные бумаги, в которые может инвестировать фонд (нельзя инвестировать в товарные ценные бумаги, недвижимость). Также имеются ограничения на максимальные доли вложений (не более 10% в бумаги одного эмитента, не более 15% в опционы и варранты, не более 15% в ценные бумаги, не обращающиеся на организованном рынке и др.). Кроме того, отдельно указывается, что фонд может инвестировать в ценные бумаги с рейтингом ниже инвестиционного.

Основан 02.09.2002, на 15.04.2011 имеет чистые активы в размере \$0,547 млрд. Затраты на управление фондом составляют 1,25% вложений в год, плюс дополнительная плата в размере 15% от полученной прибыли. Единичный взнос при подписке может достигать 5%.

Среди 10 крупнейших вложений фонда нет ни одной акции из индекса S&P Pan Asia Dividend Aristocrats. 10 самых крупных весов акций по состоянию на 31.03.2011 в фонде Value Partners High-dividend Stocks Fund представлены в таблице ниже (примечательно, что среди них нет ни одной акции из индекса S&P Pan Asia Dividend Aristocrats).

Name	Industry ^Δ	%
Brilliance China Automotive	Automobiles & components	3.3
China Shenhua Energy	Energy	3.3
Industrial & Commercial Bank	Banks	2.5
CNOOC	Energy	2.5
China National Building Material	Materials	2.4
PetroChina	Energy	2.2
GZI Real Estate Investment Trust	REITs	1.9
Great Wall Motor	Automobiles & components	1.8
Chow Sang Sang	Retailing	1.8
China Wireless Technologies	Technology, hardware & equipment	1.6

Доходность фонда вновь будет рассмотрена по данным его отчетов¹³ по состоянию на 31 декабря 2010.

	Value Partners High-Dividend Stocks Fund	MSCI Asia Pacific (ex-Japan) Index
One month	-1.2%	+4.4%
Year-to-date	+25.8%	+15.2%
One year	+25.8%	+15.2%
Three years	+22.4%	-11.1%
Five years	+138.2%	+53.7%
Since launch	+471.7%	+189.0%
Annualized return	+23.3%	+13.6%
Annualized volatility	20.8%	24.5%

¹³

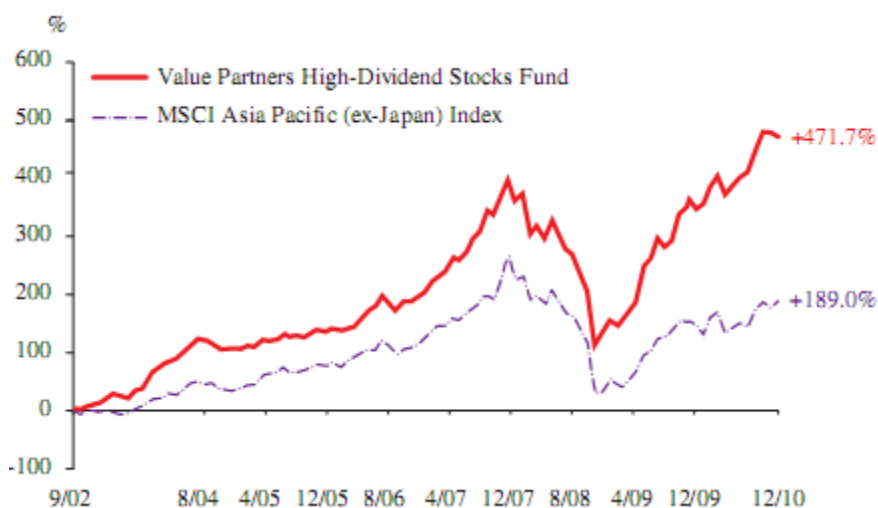
[http://www.valuepartners.com.hk/html/upload/File/VP%20High%20Dividend%20Stocks%20Fund/Commentary/English/VP_HDF_Dec%20with%204Q10%20Commentary_Eng%20\(FS\).pdf](http://www.valuepartners.com.hk/html/upload/File/VP%20High%20Dividend%20Stocks%20Fund/Commentary/English/VP_HDF_Dec%20with%204Q10%20Commentary_Eng%20(FS).pdf)

	Value Partners High-Dividend Stocks Fund	MSCI Asia Pacific (ex-Japan) Index
2010	up 26%	up 15%
2009	up 83%	up 68%
2008	down 47%	down 54%
2007	up 44%	up 35%
2006	up 35%	up 28%
2005	up 11%	up 18%
2004	up 9%	up 20%
2003	up 80%	up 41%
2002 [#]	up 11%	down 6%
Annualized return (Since inception)	up 23.3%	up 13.6%
Volatility [^] (Since inception annualized)	20.8%	24.5%

Таблица 7.4

Annual return since launch[#]

2002 (Since launch)	+10.5%	2007	+44.2%
2003	+79.7%	2008	-46.8%
2004	+8.9%	2009	+82.8%
2005	+11.0%	2010	+25.8%
2006	+35.0%		



Таким образом, доходность фонда Value Partners High-dividend Stocks Fund, начиная с 2006, регулярно превышала доходность индекса MSCI Asia Pacific. Фиксировался проигрыш индексу в 2004 и 2005, но незначительный. Следует отметить, что стандартное отклонение доходности фонда ниже, чем у индекса, падение в 2008 было также слабее. Сравнение с индексом S&P 500 вряд ли имеет смысл, так как риски несопоставимы. По схожим причинам вряд ли имеет смысл сравнивать данный фонд со

всеми предыдущими. Однако стоит отметить, что результативность выглядит очень неплохо, график доходностей стабильно растёт на протяжении всего времени существования фонда, за исключением кризисного 2008, снижение которого было почти полностью окуплено в 2009.

4. Пример опросного исследования привлекательности дивидендов для рыночных инвесторов

(реферирование работы Донга, Робинсона и Велда - Ming Dong, Chris Robinson, Chris Veld. (2005) *Why individual investors want dividends. Journal of Corporate Finance* 12, p. 121-158) - анкетирование индивидуальных инвесторов на рынке: исследование Донга, Робинсона и Велда на проверку различных гипотез о привлекательности дивидендов на рынке Голландии.

Анкета была разослана 2732 респондентам, из которых 2035 респондентов ответили на вопросы (74.7%), 555 человек были собственниками акций или паевых фондов, 42.5% инвесторов владели как акциями, так и ПИФаами, 18.6% - только акциями, 38.9% - только ПИФаами. Интересен тот факт, что возраст большинства инвесторов составляет менее 55 лет (60%), они имеют низкий доход (68.5%) и у них отсутствует высшее образование (72.8%). Несмотря на это, в среднем инвесторы Голландии старше, имеют больший доход и более образованы, чем люди, не имеющие в собственности акций или ПИФов.

Исследование показало, что, во-первых, инвесторы предпочитают получать наличные дивиденды или, если отсутствует такая возможность, то получать дивиденды в форме акций, чем совсем их не получать. Во-вторых, результаты показывают, что инвесторы не безразличны к проводимой дивидендной политике фирмы. В-третьих, отчасти подтвердилась теория транзакционных издержек и сигнальная теория Миллера и Рока. Ниже приведены теории и полученные результаты:

Таблица 8. Теории о дивидендах, подтвержденные исследованием Донга, Робинсона и Велда

Подтвержденные теории		Результаты
(б)	Транзакционные издержки	Дивиденды снижают транзакционные издержки
(з)	Сигналы	Увеличение/уменьшение дивидендов сигнализирует о улучшении/ухудшении будущего поведения фирмы
(и)	Выкуп акций	Выкуп акций сигнализирует о недооценке акций
(м)	Транзакционные издержки (дивиденды в форме акций)	Инвесторы предпочитают дивиденды в форме акций, так как это снижает транзакционные издержки для реинвестирования
(о)	Поведенческие финансы (дивиденды в форме акций)	Инвесторы предпочитают дивиденды в форме акций, даже если это просто дробление акций
Теории, которые не подтвердились		Результаты
Различие рисков между дивидендами и ростом цены акции		Инвесторы не считают выплату дивидендов менее рискованной, чем получение дохода от акций в будущем
Манипуляции в бухучете		Инвесторы не верят, что выплата дивидендов отражает качество прибыли
Поведенческие финансы		Инвесторы потребляют меньше от дивидендов, чем от обычного дохода
Свободный денежный поток		Инвесторы не верят, что выплата

	дивидендов решает проблему со свободным денежным потоком
Агентские издержки	Инвесторы не верят, что выплата дивидендов является решением агентских издержек
Налоги	Налоги не являются определяющими при принятии инвестиционных решений относительно покупки дивидендных акций

5. Тестирование стратегии «собак Доу» на американском, европейском и российском рынках

Стратегия формирования портфеля акций с акцентом на получение дивидендных выплат (*dividend-yield strategy*) стала популярной для фондов коллективных инвестиций в США с начала 90-х гг. XX в.¹⁴ Эта стратегия ориентирована на инвесторов, работающих с «акциями стоимости» и может быть отнесена к классу стратегий получения выгод от распознанной на рынке стоимости компаний (*value investment strategies*). Стратегия заключается в отборе акций с наибольшим потенциалом роста дивидендных выплат. Жаргонное название популярной стратегии в группе «инвестиций в акции стоимости» — «собаки Доу» («*Dogs of the Dow*»), которое впервые было дано в 1988 г., так как первые результаты анализа высокодивидендных акций (на отрезке 1972—1987 гг.) были продемонстрированы на портфеле акций из индекса Доу—Джонса, который включает наиболее крупные и зрелые компании США.

Собаки Доу – это отличная от других инвестиционная стратегия, выявленная Джоном Слаттером и описанная публично в его статье 1988 года «*Study of Industrial Averages Finds Stocks With High Dividends Are Big Winners*» в журнале Уолл-Стрит. Позднее эта стратегия была популяризована стараниями О’Хиггинса и Доунса в 1991 г.¹⁵, Бэрри в 1993 и 1994 гг., а также получила известность благодаря двум информационным бюллетеням – “*Beating The Dow*” и “*The Motley Fool Investment Guide*”. На данный момент существует множество вариаций этой стратегии, но все они сводятся к формированию портфеля из входящих в рыночный индекс акций с высокими дивидендами, взятыми с равными весами, и переформированию данного портфеля в каждом следующем году относительно выбранной стратегии. Изначальная версия Собак Доу заключается в выборе 10 акций с наибольшими дивидендами из индекса 30 DJIA. Позднее появились стратегии *Dow Underdogs*, *Five Dogs* и *The Foolish Four*. Хорошие портфельные результаты «стратегии Доу» вызвали интерес и на европейском рынке. Европейская версия (*DuBois*

¹⁴ McGee S. Smart Plays or Hype? Unit Investment Trusts Are Hot // Wall Street Journal. 1997. № 10 (Oct.).

¹⁵ O’Higgins, M., Downes, J. (1991) *Beating the Dow*. New York: Harper Collins

(1997)¹⁶), в которой используются акции, котирующиеся на Лондонской, Франфурктской, Парижской и Амстердамской биржах, получила название «Евро-собаки» (*Euro Dog*). Глобальные инвесторы получили рекомендацию формировать портфели из акций с разных рынков, которые показывают выше, чем среднюю по глобальному рынку дивидендную доходность. Есть исследования и по развивающимся рынкам, например, Польши¹⁷.

В российской учебной литературе стратегия собак Доу, а также сопоставление по инвестиционной привлекательности акций стоимости и акций роста описаны в учебнике Тепловой Т.В. Инвестиции (М. ЮРАЙТ, 2011, стр 561- 564).

Индикаторами эффективности портфелей акций с высокой дивидендной доходностью традиционно выступают общие показатели доходности (*raw return*), а также значения портфельной доходности с корректировкой на риск (*returns adjusted for risk*) — коэффициенты Шарпа и Трейнора.

Коэффициент Шарпа показывает доходность портфеля, взвешенную по риску, то есть показывает, сколько единиц доходности принес портфель на единицу риска. Коэффициент рассчитывается по следующей формуле:

$$SR = \frac{Y - r}{\sigma}, \text{ где}$$

Y – среднемесячная доходность портфеля;

r – средняя безрисковая ставка доходности;

σ – стандартное отклонение доходности портфеля.

В академических исследованиях расчетные значения годовых доходностей на разных временных горизонтах сопоставляются с соответствующими показателями фондовых индексов (например, *DJIA*). МакКуин, Шилдс и Хорли (1997)¹⁸ анализируя инвестиционные стратегии «Доу 5», «Доу 10», «Доу 15» и «Доу 30» через формирование портфеля высокодоходных акций с разным количеством входящих активов, обнаружили, что на 50-летнем временном горизонте стратегия «собак Доу» обыгрывает индустриальный индекс Доу-Джонса (*DJIA*) на 3,06 процентных пункта. Даже разбивка на пять 10-летних подотрезков не меняет общий вывод — «собаки Доу» показывают лучший результат. Только в кризисном 2000 г. (падение фондового рынка из-за лопнувшего

¹⁶DuBois P. 1997. International Trader: Like the Dogs of the Dow? Then Take a Look at the «Euro Dog's Fund» // Barron's. Vol. 77. № 31 (4 Aug.).

¹⁷ Brzeszczynski, Janusz; Jerzy Gajdka (2007). Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange. International Atlantic Economic Society 2007, p. 285-300

¹⁸McQueen G., Shields K., Thorley S. R. Does the 'Dow-10 Investment Strategy' Beat the Dow Statistically and Economically? Financial Analyst Journal. 1997. Vol. 53. №. 4. P. 66—72.

«интернет-пузыря») стратегия обеспечила выигрыш в 6%, в то время как индекс DJIA снизился на 6,2%. Кроме того, стратегия «Доу 5» обыгрывает стратегию «Доу 10», а «Доу 10» в свою очередь показывает лучшие результаты, чем «Доу 30» (превышение общей доходности на 3 процентных пункта на 50-летнем временном горизонте). Единственное, что снижает эффективность стратегий «Доу» — транзакционные издержки, налогообложение, а также учет специфических факторов риска, которые должны быть включены в анализ, т.к. нарушается классический подход к диверсификации портфеля.

Dow Underdogs – это стратегия выбора акций с наихудшим поведением котировок за последние 12 месяцев. Дивидендная доходность при этом оставляется без внимания, так как в последние годы появилось значительное количество акций с низкими выплатами по дивидендам, так что доходность теперь не лучший индикатор недооцененности. Такая стратегия основывается на "обратном" инвестиционном подходе: упавшая акция в следующем периоде превзойдет ожидания, а если нет, то дивидендная доходность вернет часть потерь.

"Five Dogs", как и изначальная стратегия, основана на выборе акций с наибольшей дивидендной доходностью, только при ее реализации выбираются худшие 5 акций из DoD 10. *"Foolish Four"* основана на стратегии *"Five Dogs"*, только в этом случае последняя акция выводится из портфеля, а оставшиеся берутся с разными весами (каждая следующая акция имеет удвоенный в сравнении с предыдущей вес).

Смысл таких стратегий очень прост: высокая дивидендная доходность акций часто сигнализирует об их недооценке. Теоретическую основу этой стратегии можно подогнать под теорию корпоративной дивидендной политики. Корпорации пытаются выплачивать стабильные дивиденды, чтобы не допустить нежелательных сигналов на рынок. Работа Фомы и Френча 1992 г. показывает, что рыночная капитализация и отношение балансовой стоимости собственного капитала к рыночной стоимости объясняет наблюдаемые доходности акций. Такие величины как Price/Earnings, Book Equity/Market Equity, dividend yield – это все разновидности цены акции в разных масштабах.

Как и в случае с загадками дивидендов, исследования по дивидендным стратегиям носят противоречивый характер. Например, работа Мак Куина, Шилдса и Торлея 1997 года подтвердила гипотезу о превышении портфеля DoD над рынком США в абсолютных значениях, но после добавления в модель транзакционных издержек, налогов и рисков, гипотеза не подтвердилась. Похожие работы проводились в разных странах, и результаты исследований также были различны. В 2000 году Хирши в своей работе попытался резюмировать основные ошибки экономистов: во-первых, неправильный сбор данных, во-вторых, неправильный расчет нормы доходности (доходность чаще смещена вверх при

изучении высоковолатильных портфелей) и, наконец, отсутствие в моделях транзакционных издержек и налогов. Если говорить об успешных работах, основанных на данных рынка США, то наиболее значимые из них представлены в таблице:

Таблица 9. Наиболее значимые работы о стратегии DoD

Авторы	Период	Доходность DoD	Общая доходность DJIA
Slatter	1973-1988	18,39%	10,86%
Knowles and Petty	1973-1990	17,81%	11,41%
O'Higgins and Downes	1973-1991	16,61%	10,43%
Prudential Securities	1973-1992	16,06%	10,91%

Стратегия Собак Доу до сих пор вызывает дискуссию на тему применимости ее в реальности, поэтому попробуем разобраться в аргументах противоположных сторон на примере уже сделанных исследований.

Работа Слаттера 1988 года показала, что доходность портфеля, полученного с использованием DoD, превышает среднюю рыночную доходность почти в два раза (18,4% против 10,8%). Недостатки его работы заключались в отсутствии диверсификации периодов доходности портфеля (1 год или 3 года), а также в отсутствии в модели транзакционных издержек и налогов. Результаты его работы представлены в таблице 4.

Таблица 10. Портфель DoD на момент 1988 г. в сравнении с DJIA 1973-1988 гг. Работа Слаттера, 1988 г.

Период	Доходность индекса DJ	Доходность DoD 10
1973-1988	10.8%	18.4%
Dow Top 10	Dividend Yield	
General Motors Corp.	6.4%	
Texaco	6.4%	
Primerica	5.9%	
Chevron	5.5%	
Sears Roebuck	5.5%	
Allied-Signal	5.2%	
Philip Morris	4.9%	
Exxon	4.7%	
AT&T	4.5%	
Du Pont	4.4%	

Продолжением популяризации стратегии занялись О'Хиггинс и Доунс в 1991 году со статьей *"Beating The Dow"*. Методология была та же, что и у Слаттера, и результаты оказались похожими:

Таблица 11. Сравнение стратегии DoD с DJIA 1973-1991 гг. Работа О'Хиггинса и Доунса, 1991 г.

Период	Доходность индекса DJ	Доходность DoD 10
1973-1991	10.43%	16.61%

В следующей статье О'Хиггинс и Доунс внесли некоторые изменения в методологию: добавили эффект комиссии в размере 3%, по-прежнему однако упуская из виду налоги. В обновленной работе стратегия была успешна и опережала рынок на 5,6%, однако авторы, как и Слаттер, игнорировали поправку на риски.

Объяснение инвестиционной привлекательности «стратегии Доу».

В работе Домьяна, Лутона и Моссмана представлено исследование дивидендных акций на американском рынке в период 1964-1997 гг. Результаты подтвердили гипотезу гиперреакции рынка: портфель из топ-10 акций с высокими дивидендными доходностями недооценивался в 12 месячный период перед его формированием, а впоследствии его доходность превышала рыночную. Обратная ситуация была характерна для наименее дивидендно-доходных акций: превышение рынка в 12 месячный период перед формированием портфеля и последующий проигрыш рынку. Также авторы сравнили периоды 1964-1986 и 1964-1997, обнаружив, что результаты в целом похожи, а наблюдаемое ухудшение стратегии DoD связано, скорее, с повышенной популярностью самой стратегии. То есть здесь наблюдается случай, когда с популяризацией стратегии уменьшается получаемая инвестиционная премия.

К 2000 году накопилось множество работ «за» и «против» DoD, что повлияло на появление нового исследования Ларри Празера и Генела Уэбба¹⁹, которые попытались расширить анализ, чтобы объяснить разногласия и противоречия в ранее проведенных работах на эту тему. Они, во-первых, постарались учесть, что цена акций изменяется в течение дня, как и дивидендная доходность, из чего следует, что даже незначительные различия в сборах данных могут повлиять на финальный результат. Во-вторых, они отметили, что различия в результатах также зависят от начального и конечного дня

¹⁹ Prather, Larry J.; Webb, Genel L. (2001) Window Dressing, Data Mining, Or Data Errors: A Re-examination of the Dogs of the Dow Theory. The Journal Of Applied Business Research V 18, Number 2.

периода – изменение на один-два дня могут сильно повлиять на портфельную доходность. Решение этих проблем авторы увидели в применении следующей формулы:

$$R_{pt} = \sum_{i=1}^N \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it} + I_t + S_{it}}{P_{it-1}}$$

где R_{pt} - это ежегодная доходность портфеля, P_{it} и P_{it-1} - это цена закрытия акции i во время t и $t-1$, соответственно, D_{it} - это дивиденды начисляемые на одну акцию i , I_t - это доходность полученная с реинвестирования дивидендов и S_{it} - это стоимость какой-либо бумаги или опциона, полученного при распределении.

Далее в своем исследовании Празер и Уэбб тестируют регрессию по формуле CAPM: $R_{pt} - R_f = \alpha + \beta_p (R_{mt} - R_f) + \varepsilon_{pt}$:

Таблица 12. Результаты исследования Празера и Уэбба, 2001 г.

Панель А (Формирование портфеля 1 января)					
	Коэфф.	Стандартная ошибка	t-статистика	p-value	R ²
альфа	4.188	1.153	3.361	0.001	0.84
бета	0.911	0.066	13.754	0.000	
Панель Б (Формирование портфеля в разные дни)					
	Коэфф.	Стандартная ошибка	t-статистика	p-value	R ²
альфа	3.055	1.371	2.228	0.032	0.866
бета	0.767	0.074	10.388	0.000	

Результаты из панели А превышали индекс Доу-Джонса более, чем на 4% с учетом риска, а панель Б учитывала вклад эффекта разных дат, а также эффект января. Результаты по панели Б превосходили индекс более, чем на 3%. Хотя в модели не учитывались транзакционные издержки и налоги, стратегия Собак Доу оказалась успешной, так как даже при добавлении в модель этих компонентов, результат был бы все равно положительным из-за значительного превышения доходности портфеля над рынком.

Одна из первых критических работ по стратегии DoD - статья Мак Куина, Шилдса и Торлея *"Does The 'Dow-10 Investment Strategy' Beat Dow Statistically And Economically?"* (1997)²⁰. Результаты в абсолютных значениях были такими же как и у сторонников

²⁰ McQueen, G., Shields, K., Thorley, S. (1997) Does the "Dow-10 Investment Strategy" beat the Dow statistically and economically? Financial Analysts Journal 53, p. 66-72

теории, но последующие поправки на риск (более высокий риск вследствие меньшей диверсификации), введение транзакционных издержек (портфели чаще меняют структуру) и налогов (налоги на дивиденды выше, чем налоги на капитал) показали, что стратегия не является успешной:

Таблица 13. Результаты исследования Куина, Шилдса и Торлея за период 1946-1995 гг.

Портфель	Среднегодовая доходность	Стандартное отклонение	Среднегеометрическая годовая доходность
DoD-10	16.77%	19.1%	14.22%
DJIA	13.71%	16.64%	11.78%
Разница	3.06%	2.46%	2.44%

На первый взгляд, стратегия Доу-10 опережает индекс на 3.06%, но это связано с большим риском, который объясняет 1.52% премии. После добавления комиссии за ежегодное изменение портфеля акций, остается только 0.95%. В отличие от индекса DJIA, где доходность связана с прибавкой стоимости капитала, в стратегии DoD основная доходность приходится на счет дивидендов. Более того, налог на дивиденды выше налога на капитал, чем и объясняются оставшиеся 0.95%. В итоге авторы пришли к выводу, что по историческим данным за 50 лет стратегия Доу-10 не превосходит индекс Доу-Джонса экономически.

Хирши в своей работе *"The 'Dogs Of The Dow' Myth"* (2000) был более основателен в своей критике. Он заметил, что был период, когда стратегия Доу-10 действительно превосходила рынок – это 1973-1974 гг., и периоды когда проигрывала, например, 1990 г. Автор утверждает, что большинство работ показывали успех благодаря неправильно собранным данным, а также исключению транзакционных издержек и налогов. Хирши утверждает, что в настоящее время больше не выгодно вкладываться в такую стратегию, даже если исключить из рассмотрения налоги и транзакционные издержки. В своей статье автор приводит слова Йенсена и Беннингтона (1970, стр. 470): "дайте нам время и мы найдем механические правила торговли, которые "работают" на случайных данных и которые будут после протестированы на этих же самых данных". Хирши приводит следующие примеры проблем сбора данных:

1) исследователи используют сотни и даже тысячи данных, после чего утверждают, что их исследования статистически значимы (большая t-статистика). С другой стороны, каждый аналитик понимает, что 5% неправильных данных могут внести ощутимые поправки в исследование.

2) появление исследований как "за", так и "против" собак Доу – это классический пример противоборства ошибки первого рода (Type I) и ошибки второго рода (Type II).

Далее в своей статье Хирши сравнивает различные работы, основанные на одних и тех же данных (Слаттер (1988), О'Хиггинс и Доунс (1991), Ноулз и Притти (1991), Меррил Линч (1990)). Он показывает отсутствие успешности стратегии DoD, а полученные успешные результаты экономистов, объясняет некорректным сбором и обработкой данных, а также отсутствием во многих работах поправки на транзакционные издержки, налоги и риски. Особой критике автор подвергает вопрос о корректности арифметической средней: если акция увеличивается в цене на 100%, а затем падает на 50%, то средняя оценка равна 25%, в то время как чистая прибыль инвестора - 0.

Одной из самых последних работ на тему стратегии DoD является статья Ратула Капура и Саураба Сурияванши *"Dividends Yield Strategies: Dogs of the Dow and Hounds of the Bay"*, опубликованная в 2006 г. В ней авторы попытались собрать все аргументы "за" и "против" стратегии собак Доу и проверить ее на 16-летнем отрезке (1990-2005гг.). Также в свое исследование Капур и Сурияванши включили канадский аналог собак Доу - Hounds of The Bay (HoB). Авторы в своей работе ставят задачу проверить эффективность стратегии Доу-10 и ответить на вопросы: может ли стратегия работать после столь успешной популяризации и работает ли стратегия за пределами Америки? Результаты по американскому рынку сенсации не сделали: стратегия DoD превосходила индекс S&P500 на 0.3% и проиграла DJIA 7.67%. Похожий результат был и для геометрической средней: у стратегии собак Доу было на 0.21% больше, чем у SP500, но меньше, чем у DJIA на 0.7%. С другой стороны, стратегия Доу-10 в 50% времени опережала SP500 и в 44% - DJIA. Все результаты представлены в таблице 8.

Таблица 14. Результаты исследования Капура и Сурияванши на американском рынке

	SP500	DJIA	DOD	DOD- SP500	DOD-DJIA
Общая доходность	191.28%	199.24%	191.58%	0.3%	-7.67%
Средняя доходность	11.95%	12.45%	11.97%	0.02%	-0.48%
Геометрическая средняя	10.55%	11.47%	10.76%	0.21%	-0.7%
Стандартное отклонение	17.89%	15.21%	17.19%	-0.71%	1.98%
Количество лет (DOD был выше индекса)				8	7

Интересный факт заметили авторы: во время периода медвежьего тренда (2001-2002 гг.) стратегия Доу-10 опережала рынок, что согласовано с теорией ожиданий относительно стоимости акций Де Бондта и Тайлера. По этой теории акции стоимости превосходят рынок в медвежьи годы благодаря более низким ожиданиям доходности. Также в статье портфели сравниваются по коэффициенту Шарпа (рис.20).

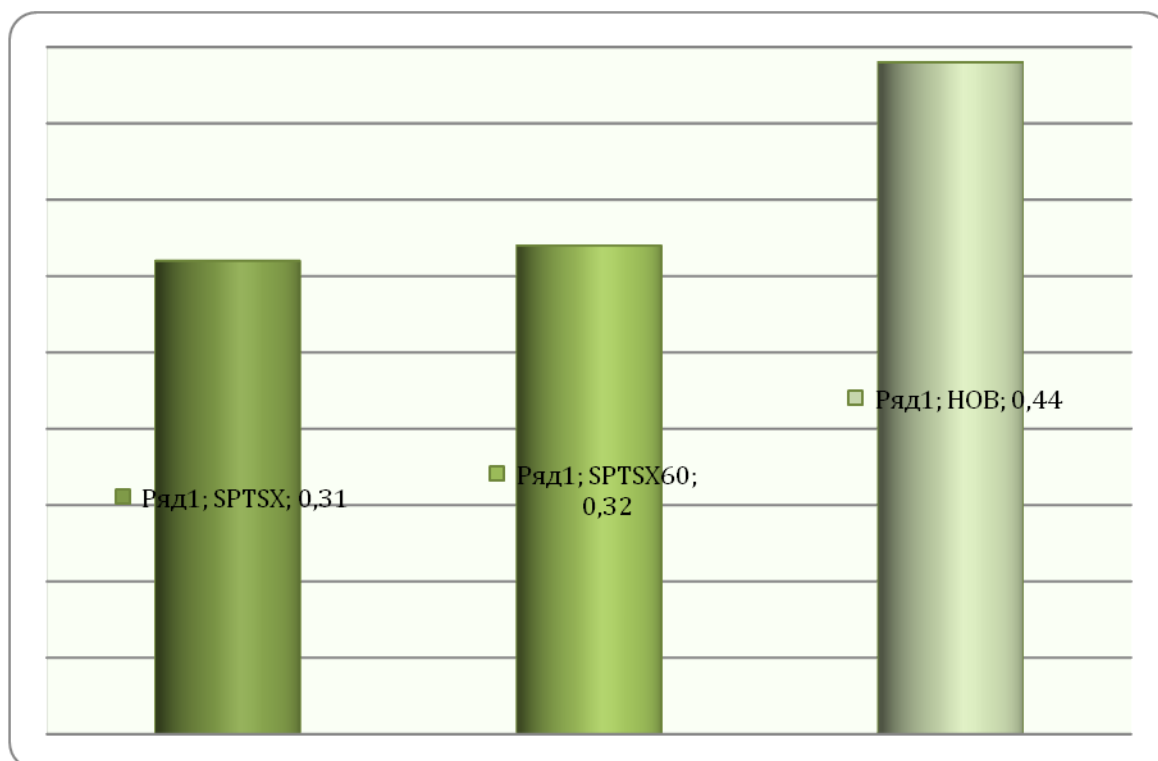


Рисунок 20. Коэффициент Шарпа для американского рынка

Далее в анализ включили транзакционные издержки (ежегодные - 0.1% и 0.1% за каждую новую акцию в портфеле) - за все года получилось в среднем 0.27%. После чего DoD проигрывает как DJIA, так и SP500:

Таблица 15. Результаты исследования Капура и Сурияванши с учетом транзакционных издержек

Доходность	SP500	DJIA	DOD	DOD-SP500	DOD-DJIA
Доходность портфеля до транзакционных издержек					
Средняя	11.95%	12.45%	11.97%	0.02%	-0.48%
Геометрическая средняя	10.55%	11.47%	10.76%	0.21%	-0.7%

Доходность портфеля после введения транзакционных издержек					
Средняя	11.95%	12.45%	11.7%	-0.25%	-0.75%
Геометрическая средняя	10.55%	11.47%	10.49%	-0.05%	-0.97%

В продолжении исследования было проведено параметрическое тестирование:

$$R_{DoDt} - R_f = \alpha + \beta_{DoD}(R_{Index} - R_f) + \varepsilon_t, \text{ результаты которого представлены в таблице 10:}$$

Таблица 16. Параметрическое тестирование исследования

Параметр	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-stat	p-value
Регрессия DoD и DJIA				
Альфа	-0.004	0.025	-0.166	0.871
Бета	0.993	0.153	6.469	0.000
Регрессия DoD и SP500				
Альфа	0.015	0.028	0.554	0.554
Бета	0.795	0.15	5.316	0.000

Параметрическое тестирование показало, что портфель Доу-10 превосходит показатели индексов DJIA и SP500 с поправкой на рисковую составляющую, но при этом результаты статистически незначимы на 95% уровне значимости, а это говорит о том, что мы не можем полагаться на данный тест. Авторы приходят к выводу, что в целом стратегия Доу-10 не превосходит контрольный показатель (DJIA, SP500) по всем эмпирическим и статистическим показателям, рассмотренным в работе.

В параллельном исследовании на канадском рынке Ратул Капур и Саураб Суряванши тестировали стратегию HoB в сравнении с индексами SPTSX60 (Standard&Poor's/Toronto Stock Exchange 60 Index) и SPTSX (Standard&Poor's/Toronto Stock Exchange Composite Index). Первичные результаты показали успешность стратегии - общая доходность HoB была выше SPTSX60 и SPTSX на 27.58% и 28.68% соответственно, геометрическая средняя была также выше на 1.83% и 1.91% соответственно. В терминах волатильности доходности портфель HoB имел наименьший риск. Остальные результаты представлены в таблице 11.

Таблица 17. Результаты исследования Капура и Суряванши на канадском рынке

	SPTSX	SPTSX60	HOB	HOB-SPTSX	HOB-SPTSX60
Общая доходность	152.56%	153.66%	181.24%	28.68%	27.58%

Средняя доходность	9.53%	9.6%	11.33%	1.79%	1.72%
Геометрическая средняя	8.33%	8.42%	10.25%	1.91%	1.83%
Стандартное отклонение	16.5%	16.4%	15.9%	-0.62%	-0.48%
Количество лет (DOD был выше индекса)				8	10
% DOD выше индекса				50%	63%

В «медвежьи» годы (2001-2002) стратегия HoB, также как и DoD, показала себя лучше индексов. Также в статье портфели сравниваются по коэффициенту Шарпа:

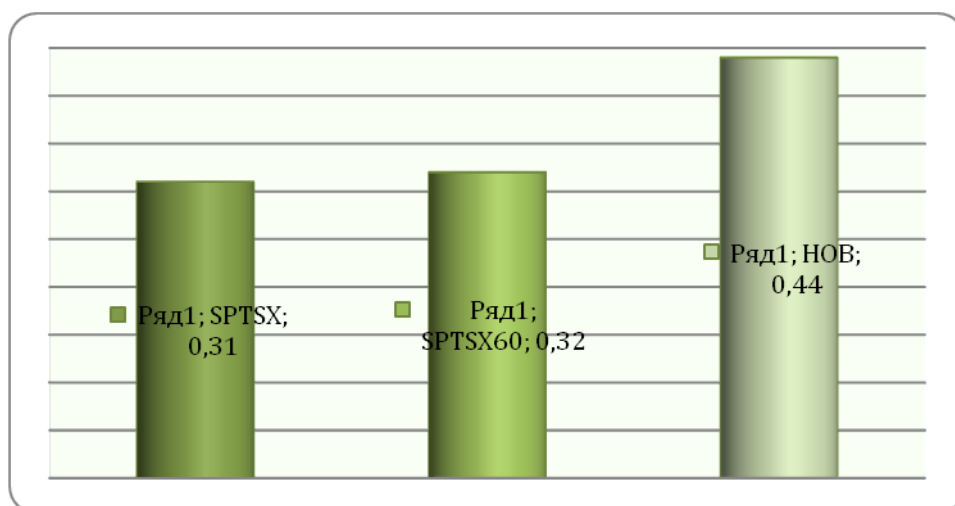


Рисунок 21. Коэффициент Шарпа для канадского рынка

Далее в анализ включили транзакционные издержки (ежегодные - 0.1% и 0.1% за каждую новую акцию в портфеле) - за все года получилось в среднем 0.33%. После чего HoB по-прежнему превышает как SPTSX, так и SPTSX60 на 1.59% и 1.5% соответственно: Таблица 18. Результаты исследования Капура и Суряванши на канадском рынке с учетом транзакционных издержек

Доходность	SPTSX	SPTSX60	HOB	HOB-SPTSX	HOB-SPTSX60
Доходность портфеля до транзакционных издержек					
Средняя	9.53%	9.6%	11.33%	1.79%	1.72%
Геометрическая средняя	8.33%	8.42%	10.25%	1.91%	1.83%
Доходность портфеля после введения транзакционных издержек					
Средняя	9.53%	9.6%	11%	1.47%	1.4%

Геометрическая	8.33%	8.42%	9.92%	1.59%	1.5%
средняя					

В продолжении исследования было проведено параметрическое тестирование:

$$R_{DoDt} - R_f = \alpha + \beta_{DoD}(R_{Index} - R_f) + \varepsilon_t, \text{ результаты которого представлены в таблице 13:}$$

Таблица 19. Параметрическое тестирование канадского рынка в исследовании Капура и Сурияванши

Параметр	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-stat	p-value
Регрессия HoB и SPTSX60				
Альфа	0.03	0.032	0.946	0.36
Бета	0.665	0.186	3.576	0.003
Регрессия HoB и SPTSX				
Альфа	0.031	0.031	0.974	0.347
Бета	0.669	0.18	3.717	0.002

Параметрическое тестирование показало, что построенный портфель превосходит показатели индексов SPTSX60 и SPTSX с поправкой на рисковую составляющую, но при этом результаты статистически незначимы на 95% уровне. Авторы приходят к выводу, что в период 1990-2005 на канадском рынке стратегия Доу-10 отлично работает, однако из-за статистически незначимого параметрического тестирования не могут утверждать, что стратегия будет работать и в последующие периоды. Периоды с большим сроком, которые включают в себя также экстремальные события, являются более репрезентативными и дают более достоверные результаты.

Исследования за пределами американского рынка.

Инвестиционная стратегия Собак Доу была настолько популярна, что многие экономисты поспешили проверить ее не только на американском рынке, но также и на других площадках по всему миру.

В 1997 году одно из первых исследований на других рынках провели Дубуа и Петер, назвав свою стратегию ЕвроДогс. Стратегия была опробована на рынках Амстердама, Франкфурта, Лондона и Парижа. К сожалению, подробную информацию об их исследовании привести невозможно, так как оно не было должным образом документировано.

Вито Раканелли²¹ в 2005 году опубликовал результаты по исследованию DJ Stoxx 50 - "*Pedigree Performance From the Euro Dogs*". В эмпирический анализ входило 15 акций с наибольшими дивидендными выплатами из индекса DJ Stoxx 50, период исследования 1993-2004, результаты показали превосходство стратегии в 10 годах из последних 12.

По рынку Латинской Америки имеется исследование Да Силва "*Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets*" (2001)²². Автор проводит результаты по нескольким странам Латинской Америки с наибольшей капитализацией: Аргентине, Бразилии, Чили, Колумбии, Мексике, Перу и Венесуэле. Цель его работы: проверить стратегии Собак Доу в абсолютных величинах с учетом рисков. Для анализа выбраны наиболее популярные стратегии: топ-10, топ-1, вторая лучшая бумага по дивидендной доходности и топ-5.

Да Силва в своей работе пришел к следующим выводам:

- 1) Стратегия Собак Доу вполне применима в странах Латинской Америки, исключение составляет Бразилия.
- 2) Большинство получившихся портфелей превысили рыночную доходность, но лишь некоторые оказались статистически значимы.
- 3) Данная работа не является хорошим примером того, как дивидендные стратегии значительно опережают рынок, так как результаты зависят от времени и методологии.

В 2003 году Сью Вишер и Грег Филбек провели исследование стратегии Доу на канадском рынке в период с 1987 по 1997 гг. Особенность работы заключается в в периоде исследования – в качестве начала периода берется момент образования канадского индекса T35 (Toronto 35 Index), в который входят 35 акций крупнейших корпораций Канады. Стратегия Доу-10, которая была названа авторами как "Канадские собаки", сравнивалась с индексами T35 и TSX/S&P composite (TSX). Исследование включает такие важные моменты, как транзакционные издержки и поправку на риск (расчет коэффициента Шарпа). Эмпирические результаты показали превосходство стратегии Доу над индексами T35 и TSX. Даже учет транзакционных издержек и налогов, несмотря на более высокие риски, по-прежнему показывает успех стратегии Доу. Единственный недостаток исследования - это период взятый для анализа: авторы могли бы включить дополнительно 5 лет в свою работу, но ограничились лишь десятью.

²¹ Racanelli, Vito J. (2005) Pedigree Performance From the Euro Dogs. Barron's Vol. 85, Iss. 3 p. MW10

²² Da Silva, Andre L.C. (2001) Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets. International Review of Financial Analysis 10. p. 187-199

Януш Бжещинский и Ежи Гайдка (Janusz Brzeszczynski, Jerzy Gajdka) в 2007 опубликовали статью *"Dividend-driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange"*, в которой рассмотрели дивидендные стратегии на польском рынке в период с 1994-2004. Результаты показали успешность стратегии на протяжении всего рассматриваемого периода, но высокая доходность была достигнута только в последние годы. Авторы также показали, что инвестиционная стратегия, при которой выбираются акции с высокой дивидендной доходностью, лучше работает в совокупности с ограничениями по размеру компании.

Бжещинский и Гайдка рассматривали 4 вида стратегий:

- 1) DYgrowth1 - классическая стратегия Доу-10.
- 2) DYgrowth2 - портфель, состоящий из тех же акций, что и DYgrowth1, за исключением бумаг компаний, чья балансовая стоимость меньше 100 миллионов злотых.
- 3) DYgrowth3 - портфель, состоящий из тех же акций, что и DYgrowth1, за исключением бумаг компаний, чей показатель P/BV (price/book value) больше единицы.
- 4) DYgrowth4 - это портфель, соединяющий критерии портфелей DYgrowth2 и DYgrowth3, например, только акции крупных компаний с показателем P/BV<1.

Авторы рассмотрели в работе полезность стратегии отдельно для внутреннего и зарубежного инвестора в двух видах валют: в злотых и в долларах. В исследование были включены транзакционные издержки: 0%, 0.5%, 1%, 1.5%, 2%.

Результаты показали, что три из четырех портфелей превзошли индекс WIG20. Базовый портфель (DYgrowth1) показал доходность в 16.18% в сравнении с рыночными 12.11%. Лучшая стратегия оказалась DYgrowth2, чья доходность за 10 лет составила 48.7%. Все портфели вели себя одинаково в течение времени - вначале незначительный прирост относительно рыночного индекса, который к концу периода исследования значительно увеличился. Такое поведение Бжещинский и Гайдка объяснили тем, что дивиденды начали играть важную роль на польском фондовом рынке лишь в третьем тысячелетии, что также можно сказать и об индикаторе P/BV. Проверка стратегий на коэффициент Шарпа также оказалась успешной - все портфели имели коэффициент Шарпа выше рыночного, а лучше всех была вторая стратегия.

Общие выводы по реферативной части работы: в годы с низким и отрицательным ростом рынка инвестиционная стратегия вела себя лучше индексов в большинстве исследований; к концу рассматриваемого периода доходность портфеля Доу-10 стабильно

выигрывает у рыночных показателей, что может быть связано с увеличением доли реинвестированных дивидендов год от года.

Тестирование инвестиционных стратегий по компаниям российского рынка.

Исследование российского рынка реализовывалось как по индексу РТС (первый этап), так и по ММВБ (котировки и оценки в рублях).

В выборку первого этапа вошли акции 76 компаний, торгующихся на РТС, период исследования - 2001-2010 гг. Данные по дивидендным доходностям взяты из Bloomberg, котировки акций - с сайта finam.ru, безрисковая ставка - с сайта cbonds.ru (Cbonds-Muni средневзв. доходность (эфф.)). В целях избежание ошибки выбора даты, которая может возникнуть вследствие сдвига периода, например, на один день или неделю, была взята средняя стоимость акции за месяц, а для индекса - среднее значение индекса РТС за месяц. Стартовый месяц формирования портфеля - декабрь. Инвестиционные стратегии сравнивались с доходностью инвестирования в индексы РТС и ММВБ.

Формирование инвестиционной стратегии РТС-10:

а) Выбиралась стартовая дата и формировался равновесный портфель из 10 акций РТС с наибольшей текущей на рассматриваемый момент дивидендной доходностью.

б) Моделировалось держание портфеля в течение одного года, после чего определялась общая стоимость портфеля, включая все дивиденды и другие денежные выплаты. Далее вновь конструировался равновесный портфель (с равными весами) из новых топ-10 акций.

Такой процесс переформирования осуществлялся ежегодно.

В исследование были также включены стратегии РТС-1 и РТС-5. В портфеле РТС-1 всего одна акция с наибольшей дивидендной доходностью, так называемая, суперакция. В портфеле РТС-5 - первые пять акций из РТС-10.

Первичные результаты показали, что классическая стратегия Доу-10 обыгрывает российский рынок - портфель РТС-10 имеет большую доходность, чем индексы РТС и ММВБ на 39% и 40% соответственно. Общая доходность за 10 лет почти на порядок выше индексных значений, но с другой стороны стандартное отклонение также больше почти в полтора раза, чем рыночные показатели. Отметим, что в медвежьи годы, а также в годы с низким рыночным ростом, портфель также значительно опережал индексы (к аналогичным выводам пригласили Ратул Капур и Саураб Суряванши в исследовании на канадском рынке). Остальные результаты представлены в таблице 5.12.

Таблица 20. Первичные результаты стратегии РТС-10

Дата	РТС10	РТС	ММВБ	РТС10 - РТС	РТС10 - ММВБ
12.2002 (данные по году с 2001 по 2002)	59%	44%	38%	15%	21%
12.2003	92%	58%	62%	34%	30%
12.2004	49%	6%	5%	43%	44%
12.2005	112%	88%	88%	24%	24%
12.2006	74%	68%	62%	6%	12%
12.2007	89%	23%	18%	66%	71%
12.2008	-68%	-72%	-68%	4%	0%
12.2009	251%	118%	119%	133%	132%
12.2010	53%	23%	24%	30%	29%
Средняя доходность на временном отрезке	79%	40%	39%	39%	40%
Общая доходность	5492%	714%	736%	4779%	4757%
Средняя геометрическая	82%	42%	39%	40%	43%
Стандартное отклонение по портфелям	83%	54%	54%	29%	29%
Количество лет РТС-10 выше индекса				10	9
% РТС-10 выше индекса				100%	90%

При рассмотрении рисунка 22 можно получить выводы, схожие с работой Бжешинского и Гайдка - результативность стратегии к последним годам возрастает, за исключением кризисного года.

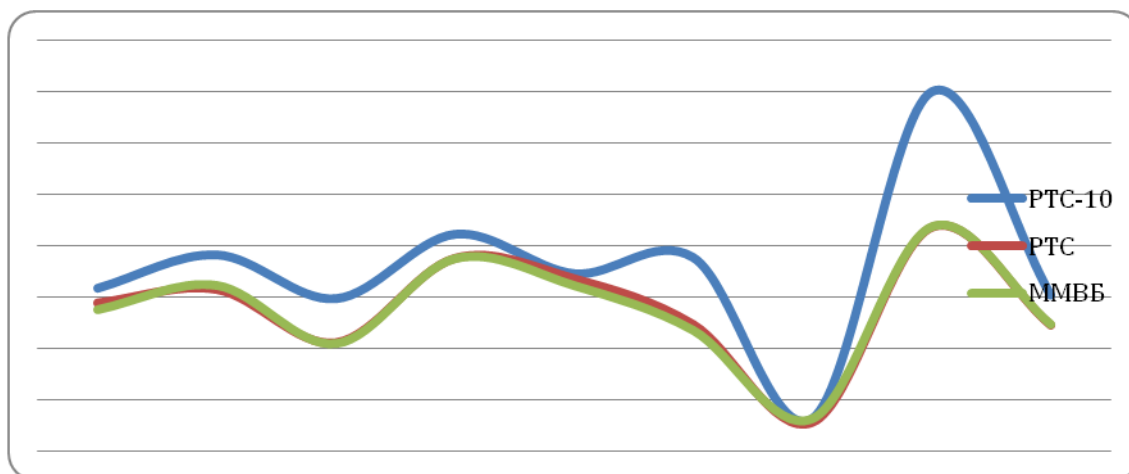


Рисунок 22. Средняя доходность РТС-10, РТС и ММВБ

При дальнейшем исследовании портфеля добавляем транзакционные издержки и налоги (налог на доход - 13%, налог на дивиденды - 9%). Транзакционные издержки:

ежегодные - 0.1% и 0.1% за каждую новую акцию в портфеле. В среднем в год появлялось 3,56 акции, общие издержки в среднем в год составили 3,66%.

Таблица 21. Результаты стратегии РТС-10 с учетом налогов и транзакционных издержек.

Доходность	РТС	ММВБ	РТС10	РТС10-РТС	РТС10-ММВБ
Доходность портфеля до транзакционных издержек					
Средняя	40%	39%	79%	39%	40%
Геометрическая средняя	42%	39%	82%	40%	43%
Доходность портфеля после введения транзакционных издержек и налогов					
Средняя	40%	39%	64%	24%	25%
Геометрическая средняя	42%	39%	69%	27%	30%

В таблице 21 представлены результаты использования стратегии с введением транзакционных издержек и налогов. Как видно из таблицы 5.15, результаты стратегии по-прежнему опережают индексы РТС и ММВБ на 24% и 25%, соответственно, также как и геометрическая средняя на 27% и 30% соответственно.

Инвестиционная стратегия РТС-10 показала себя, как хороший инструмент, который обыгрывает рынок почти каждый год, но, возможно, это связано с более высоким риском, поэтому далее был рассчитано среднее значение коэффициента Шарпа за период:

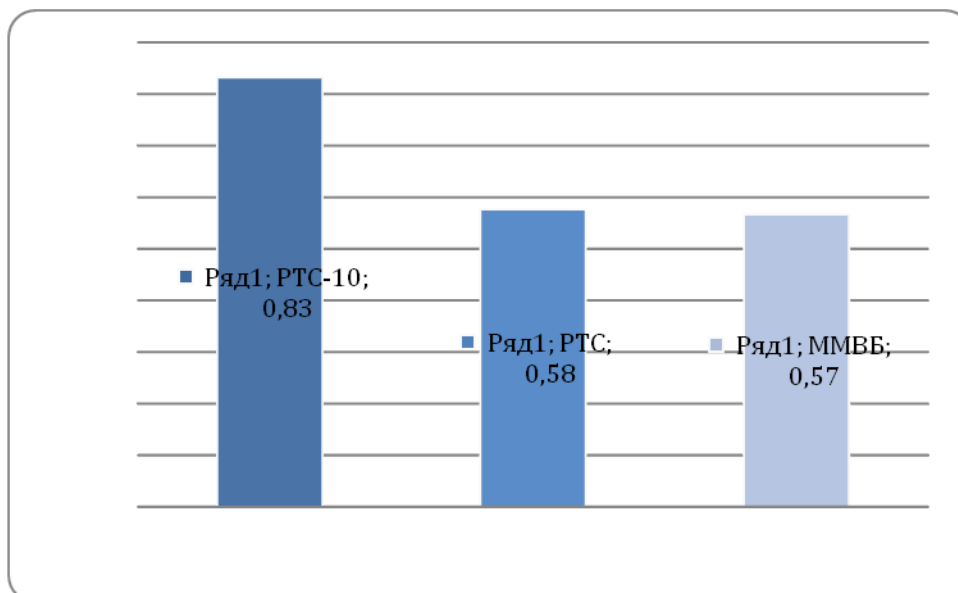


Рисунок 23. Коэффициент Шарпа для РТС-10, РТС и ММВБ

Как видно из рисунка 23, показатель единицы доходности на единицу рынка выше всего у РТС-10. Таким образом, расчет классической стратегии Доу-10 на российском рынке с

транзакционными издержками, налогами и сравнение ее с рыночными показателями с поправкой на риск показал успешность данной инвестиционной стратегии.

В продолжении исследования было проведено параметрическое тестирование:

$$R_{PTC10t} - R_f = \alpha + \beta_{PTC10}(R_{Index} - R_f) + \varepsilon_t, \text{ результаты которого представлены в таблице 22:}$$

Таблица 22. Параметрическое тестирование РТС-10

Параметр	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-stat	p-value
Регрессия РТС-10 и РТС				
Альфа	0.176	0.123	1.432	0.195
Бета	1.231	0.201	6.118	0.000
Регрессия РТС-10 и ММВБ				
Альфа	0.181	0.119	1.516	0.173
Бета	1.257	0.199	6.324	0.000

В параметрическом тестировании основное внимание уделяется коэффициенту альфа. Коэффициент альфа – это разница между реальной доходностью портфеля и прогнозируемой доходностью портфеля. Также мы можем рассматривать коэффициент альфа как премию к справедливой доходности. Параметрическое тестирование показало, что портфель РТС-10 превосходит показатели индексов РТС и ММВБ с поправкой на рисковую составляющую, но при этом коэффициенты альфа статистически незначимы на 95% уровне значимости, что говорит о том, что мы не можем полагаться на данный тест.

Для того чтобы показать важность дивидендных выплат в инвестиционной стратегии РТС-10 на длительном промежутке инвестирования ниже представлена диаграмма, отражающая долю стоимости от курсового прироста и долю реинвестированных дивидендов:

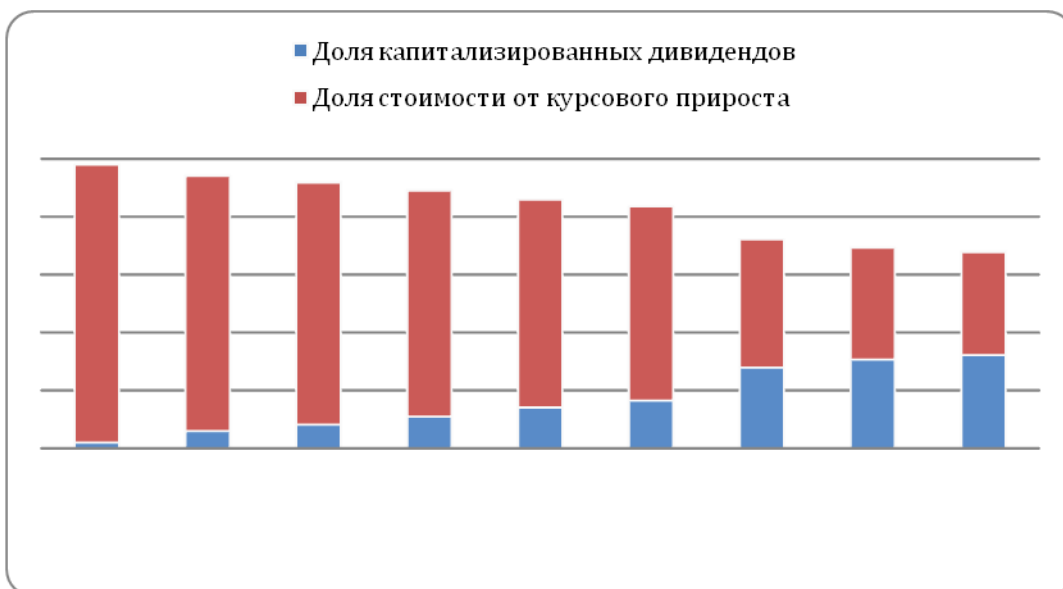


Рисунок 24. Доля капитализированных дивидендов в портфеле РТС-10.

Доля капитализированных дивидендов в портфеле выросла с 2% до 32.2% к последнему году. Следует обратить внимание на то, что во время кризиса 2008 года доля реинвестированных дивидендов в портфеле выросла почти в 2 раза по отношению к предыдущему году, что можно определить как защитную стратегию.

В продолжении исследования попытаемся найти более успешную инвестиционную стратегию, чем РТС-10. Уменьшим диверсификацию портфеля и получим стратегии РТС-1 и РТС-5. В таблице 23 представлены результаты стратегий по индексу РТС:

Таблица 23. Первичные результаты стратегий РТС-1 и РТС-5

Дата	РТС1	РТС5	РТС	ММВБ	РТС1-РТС	РТС1 - ММВБ	РТС5-РТС	РТС5-ММВБ
12.2002	219%	95%	44%	38%	174%	181%	51%	57%
12.2003	129%	95%	58%	62%	72%	68%	37%	33%
12.2004	7%	38%	6%	5%	1%	2%	32%	33%
12.2005	198%	114%	88%	88%	110%	110%	26%	26%
12.2006	84%	35%	68%	62%	16%	23%	-34%	-27%
12.2007	68%	80%	23%	18%	45%	50%	57%	62%
12.2008	-64%	-70%	-72%	-68%	8%	4%	2%	-2%
12.2009	171%	251%	118%	119%	53%	52%	133%	133%
12.2010	-2%	44%	23%	24%	-25%	-26%	21%	20%
Средняя доходность	90%	76%	40%	39%	50%	51%	36%	37%
Общая доходность	6896%	4122%	714%	736%	6183%	6161%	3408%	3386%
Средняя геометрическая	56%	76%	42%	39%	14%	17%	34%	36%
Стандартное отклонение	97%	85%	54%	54%	43%	44%	31%	32%
Количество лет РТС-1 и РТС-5 выше индекса					9	9	9	8
% РТС-1 и РТС-5 выше индекса					90%	90%	90%	80%

По результатам из таблицы 23 можно заметить, что стратегии также оказались более успешными, чем индекс: РТС-1 превосходит РТС и ММВБ на 50% и 51% соответственно, а РТС-5 на 36% и 37%. Если сравнить РТС-1 и РТС-5 с первоначальной стратегией, то выигрыш РТС-1 объясняется более значительным риском, а РТС-5 при меньшей средней доходности на 3% имеет больший риск (стандартное отклонение 85% против 83% у РТС-10), при этом общая доходность ниже, чем у РТС-10 почти на 1400%.

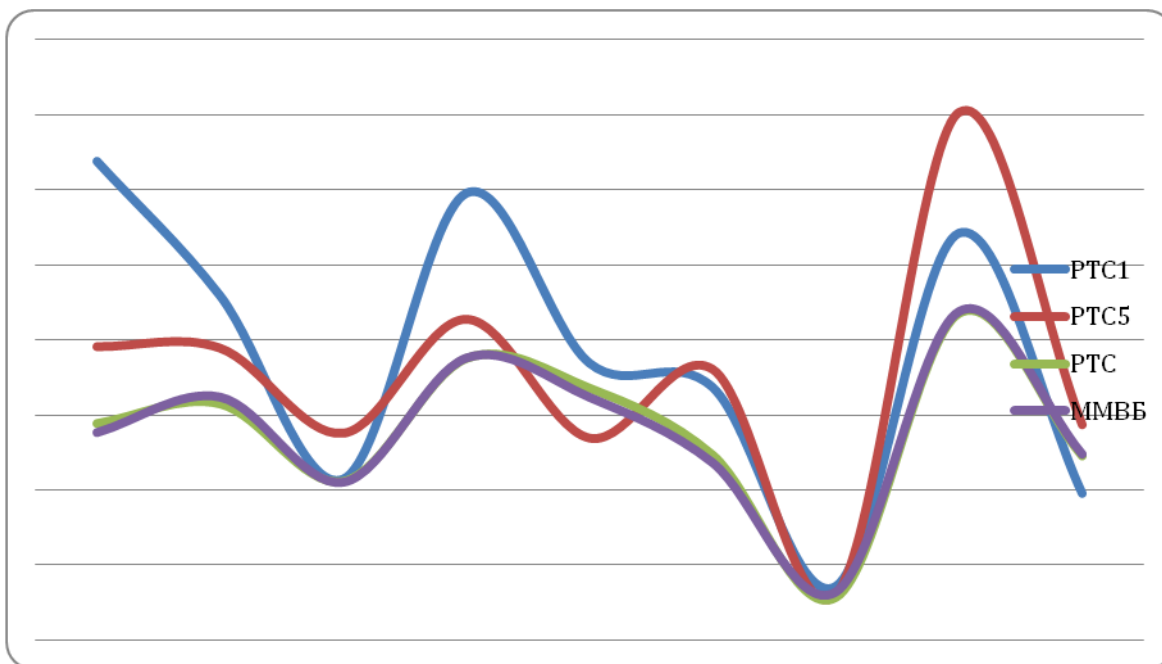


Рисунок 25. Средняя доходность РТС-1, РТС-5, РТС и ММВБ

На рисунке 25 можно увидеть, что стратегия РТС-1 при растущем фондовом рынке сильно превышает рыночные индексы, но при спаде на рынке опускается до индексных показателей доходности. В отличие от РТС-10, РТС-1 к концу периода постепенно теряла преимущество над индексами РТС и ММВБ, в то время как РТС-5 увеличивала преимущество над рынком к последним годам. Следует также отметить, что восстановление после кризиса у РТС-5 оказалось лучшим среди всех портфелей (251% доходности за 2009 год).

В дальнейшем исследовании портфеля добавляем транзакционные издержки и налоги (налог на доход - 13%, налог на дивиденды - 9%). Транзакционные издержки: ежегодные - 0.1% и 0.1% за каждую новую акцию в портфеле, в среднем в год появлялось 0.7 акций в портфеле РТС-1, то есть общие издержки в среднем в год составили 0.8%, а в портфеле РТС-5 в среднем 2.11 акции, то есть общие транзакционные издержки для портфеля РТС-5 составили 2.21%.

Таблица 24. Тестирование РТС-1 и РТС-5

Доходность	PTC	ММВБ	PTC1	PTC5	PTC1- PTC	PTC1- ММВБ	PTC5- PTC	PTC5- ММВБ
Доходность портфеля до транзакционных издержек								
Средняя	40%	39%	90%	76%	50%	51%	36%	37%
Геометрическая средняя	42%	39%	56%	76%	14%	17%	34%	36%
Доходность портфеля после введения транзакционных издержек и налогов								
Средняя	40%	39%	77%	68%	37%	38%	28%	29%
Геометрическая средняя	42%	39%	52%	69%	10%	13%	27%	30%

В таблице 24 представлены результаты портфелей PTC-1 и PTC-2 с учетом налогов и транзакционных издержек. Обе стратегии значительно превышают рынок, а также и первоначальную стратегию PTC-10: PTC1 - 77%, PTC5 - 68%, а PTC10 - 64%. Интересен тот факт, что средняя доходность PTC-5 после включения налогов и издержек начала выигрывать у PTC-10 при равных геометрических средних. Такой поворот объясняется тем, что транзакционные издержки, связанные с обновлением портфеля, ниже в том случае, если портфель состоит из меньшего количества акций, а кроме того в портфеле PTC-5 дивиденды имеют большую долю, чем в PTC-10 (рис. 8). Доля капитализированных дивидендов за десятилетний период увеличилась с 1% до 49%.

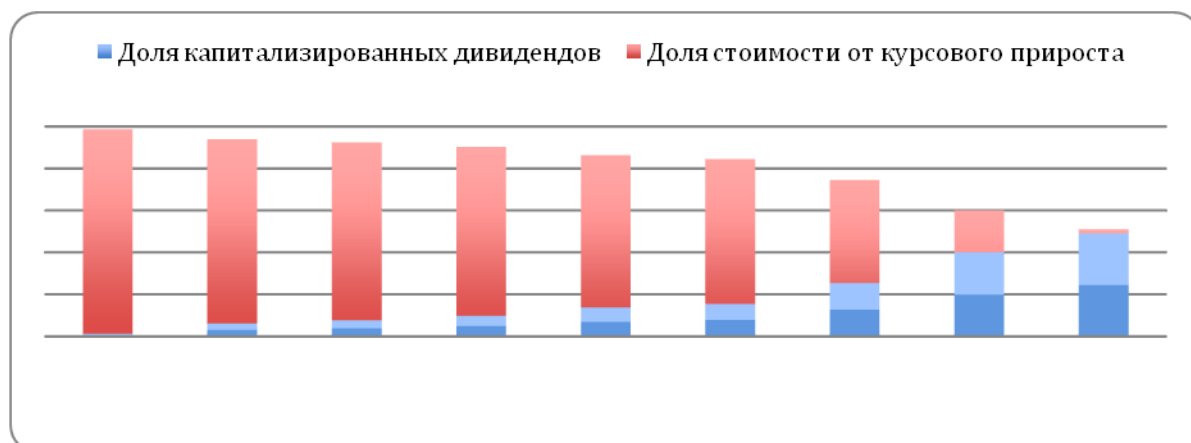


Рисунок 26. Доля капитализированных дивидендов в портфеле PTC-5

Инвестиционные стратегии PTC-1 и PTC-5, также как и PTC-10, превышали результаты фондового рынка почти каждый год, но, возможно, это связано с более высоким риском, поэтому далее был рассчитано среднее значение коэффициента Шарпа за период:

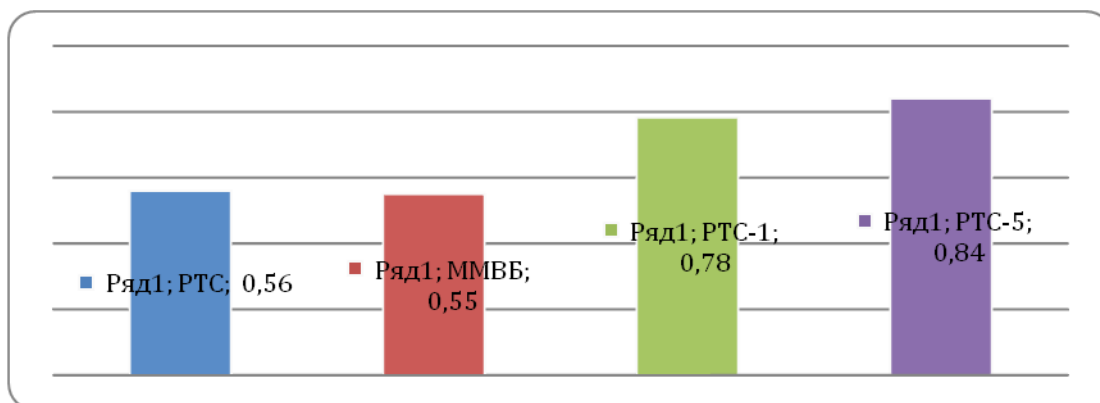


Рисунок 27 Коэффициент Шарпа для РТС-1 и РТС-5

Как видно из рисунка 9, показатель единицы доходности на единицу рынка выше всего у РТС-5. Среди трех портфелей РТС-5 показал наилучший результат после включения в исследование транзакционных издержек, налогов и поправки на риск.

В продолжении исследования было проведено параметрическое тестирование: $R_{PTC1t} - R_f = \alpha + \beta_{PTC1}(R_{Index} - R_f) + \varepsilon_t$, а также аналогичное тестирование для РТС-5, результаты которых представлены в таблице 20:

Таблица 25. Параметрическое тестирование РТС-1 и РТС-5

Параметр	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-stat	p-value
Регрессия РТС-1 и РТС				
Альфа	0.283	0.202	1.399	0.204
Бета	1.3	0.331	3.93	0.005
Регрессия РТС-1 и ММВБ				
Альфа	0.296	0.208	1.42	0.173
Бета	1.301	0.348	3.744	0.007
Регрессия РТС-5 и РТС				
Альфа	0.161	0.144	1.114	0.301
Бета	1.235	0.236	5.228	0.001
Регрессия РТС-5 и ММВБ				
Альфа	0.165	0.14	1.176	0.278
Бета	1.263	0.234	5.395	0.001

Параметрическое тестирование показало, что для портфелей РТС-1 и РТС-5 коэффициент альфа также незначим на 95% уровне, что говорит о том, что мы не можем полагаться на данный тест.

Для построения оптимальной инвестиционной стратегии был проведен анализ структуры портфеля РТС-10 по отраслям экономики:



Рисунок 28. Структура портфеля по отраслям

Акции компаний обрабатывающей промышленности занимают почти половину портфеля РТС-10, на втором месте находятся акции нефтегазовых компаний. Далее были сформированы два портфеля по принципу Доу-10 в разрезе двух отраслей, однако количество ценных бумаг в портфеле было сокращено до трех ввиду отсутствия данных. РТС(ОП) – портфель, состоящий из акций обрабатывающей промышленности, а РТС(НГ) – портфель состоящий из акций нефтегазовой отрасли.

Первичные результаты отраслевых портфелей (см. таблицу 5.18) схожи с результатами ранее рассмотренных портфелей: доходности по обеим стратегиям выше бенчмарка (рыночного портфеля): РТС(ОП) - 79%, РТС(НГ) - 82%. Доходность по классическому портфелю РТС-10 отстает всего на 3%, что объясняется меньшим риском.

Таблица 26. Результаты инвестирования по стратегиям РТС(ОП) и РТС(НГ)

Дата	РТС(ОП)	РТС(НГ)	РТС	ММВБ	РТС(ОП) - РТС	РТС(ОП) - ММВБ	РТС(НГ) - РТС	РТС(НГ) - ММВБ
12.2002	53%	141%	44%	38%	9%	15%	97%	103%
12.2003	154%	49%	58%	62%	96%	92%	-9%	-13%
12.2004	80%	66%	6%	5%	75%	75%	60%	61%
12.2005	172%	213%	88%	88%	84%	84%	125%	125%
12.2006	49%	33%	68%	62%	-19%	-13%	-36%	-29%
12.2007	49%	12%	23%	18%	25%	31%	-11%	-6%
12.2008	-73%	-60%	-72%	-68%	-2%	-5%	12%	8%
12.2009	201%	290%	118%	119%	83%	82%	172%	172%
12.2010	28%	-6%	23%	24%	5%	4%	-29%	-30%
Средняя доходность	79%	82%	40%	39%	40%	41%	42%	43%
Общая доходность	4366%	4090%	714%	736%	3652%	3630%	3377%	3355%
Средняя геометрическая	78%	54%	42%	39%	36%	39%	12%	15%
Стандартное отклонение	85%	112%	54%	54%	30%	31%	58%	58%

Количество лет РТС(ОП) и РТС(НГ) выше индекса	8	8	6	6
% РТС(ОП) и РТС(НГ) выше индекса	80%	80%	60%	60%

Введение в модель дифференциации по отраслям не привело к значимым результатам.

Литература

1. Black, Angela J.; David G. McMillan. 2006. Asymmetric risk premium in value and growth stocks, *International Review of Financial Analysis* 15, pp. 237– 246
2. Brzeszczynski, Janusz; Jerzy Gajdka. 2007. Dividend-Driven Trading Strategies: Evidence from the Warsaw Stock Exchange, *International Atlantic Economic Society*, pp. 285-300
3. Chan, Louis K. C.; Losef Lakonishok. 2004. Value and Growth Investing: A review and update, *Financial Analysts Journal* 60, Iss. 1; pp. 71-87
4. Da Silva, Andre L.C. 2001. Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets, *International Review of Financial Analysis* 10, pp. 187-199
5. Dasilas A., Leventis S. 2011. Stock market reaction to dividend announcements: Evidence from the Greek stock market, *International Review of Economics and Finance* 20, Is. 2, pp. 302-311.
6. De Bondt, W.; Thaler, R. 1985. Does the stock market overreact? *Journal of Finance* 40, pp. 793-808
7. DeBondt, W.F.M.; Thaler, R.H. 1995. Financial decision making in markets and firms: a behavioral perspective. In: Jarrow, R., Maksimovic, V., Ziemba, W.T.(Eds.), *Finance, Handbooks in Operations Research and Management Science* 9. North-Holland, Amsterdam, pp. 385-410
8. Domiana, Dale L.; Loutonb, David A.; Mossman, Charles E. 1998. The rise and fall of the “Dogs of the Dow”, *Financial Services Review* 7, pp. 145-59
9. Dong, Ming; Chris Robinson, Chris Veld. 2005. Why individual investors want dividends, *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 121-158
10. DuBois, Peter C. 1997 International Trader: Like the Dogs Of The Dow? Then take a look at the Euro Dogs Fund, *Barron's* 77, Iss. 31. P.MW8
11. Filbeck, G.; Visscher, S. 1997. Dividend yield strategies in the British stock market, *European Journal of Finance* 3(4), pp. 277–289.
12. Hirschey, Mark 2000 The “Dogs Of The Dow” Myth. *Financial Review* 35, pp.1-16

13. Houge, Todd; Tim Loughran. 2006. Do Investors Capture The Value Premium?, *Financial Management* 35, No. 2, Summer, pp. 5-19.
14. Huang Ch.-S., You Ch.-F., Lin S.-H. 2009. Cash dividends, stock dividends and subsequent earnings growth, *Pacific-Basin Finance Journal* 17. Is.5, pp. 594-610
15. Kapur, Patul; Saurabh Suryavanshi. 2006 Dividend yield strategies, *Project for the degree of MBA Simon Fraser University*, Canada, December
16. Kirkulak B., Kurt G. 2010. Are Dividends Disappearing or Shrinking? Evidence from the Istanbul Stock Exchange, *Emerging Markets Finance and Trade* 46, № 2 pp. 38 – 52.
17. Lukose P. J., Rao, S. N. 2010. Dividend Changes and Profitability: An Empirical Study of Indian Manufacturing Firms, *Journal of Applied Finance* 16. Iss. 1, pp. 5-26
18. McQueen, G., Shields, K.; Thorley, S. 1997. Does the "Dow-10 Investment Strategy" Beat the Dow statistically and economically?, *Financial Analysts Journal* 53, pp. 66-72
19. O'Higgins, M.; Downes, J. 1991. Beating the Dow. New York: *Harper Collins*
20. Prather, Larry J.; Webb, Genel L. 2001. Window Dressing, Data Mining, Or Data Errors: A Re-examination of the Dogs of the Dow Theory, *The Journal Of Applied Business Research* 18, N. 2
21. Racanelli, Vito J. 2005. Pedigree Performance From the Euro Dogs. *Barron's* 85, Iss. 3. MW10
22. Slatter, John. 1988. Study of Industrial Averages Finds Stocks With High Dividends Are Big Winners, *Wall Street Journal (Eastern edition)* August, pp. 1
23. Visscher, Sue; Filbeck, Greg. 2003. Dividend-Yield Strategies in The Canadian Stock Market, *Financial Analyst Journal* January, pp.99-106
24. Zhang, Lu. 2005. The value premium, *The Journal of Finance* 60, No. 1, Feb., pp. 67-103
<http://finam.ru>

ПРИЛОЖЕНИЕ

Сводная таблица по выплатам дивидендов российских компаний, важные даты и определения

Дата объявления дивидендов Announcement (Declaration) Date	В этот день публикуется решение совета директоров компании о выплатах дивидендов. В итоговом документе содержится информация о дате закрытия реестра, дате (периоде) выплат и величине дивиденда.			
Дата "без дивиденда" Ex-Date (Ex-Dividend Date)	Начиная с этого дня, покупка акции не сопровождается правом на получение дивиденда; продажа акции не исключает права на получение дивиденда.			
Дата закрытия реестра Record Date / Book Closure (Book Closing) Date	Лицо, являющееся владельцем акции на этот день, наделяется правом получения дивидендов. Как правило, Ex-Date отстоит от Record Date на 2 рабочих дня. Это сделано для того, чтобы <u>именно надлежащий владелец</u> акции получил право на дивиденды при распространенном режиме торгов T+3 (фактический обмен акции на деньги на 3-й рабочий день после заключения сделки).			
	Рабочий день 1 Ex-Date	Рабочий день 2	Рабочий день 3 Record Date	Рабочий день
	Лицо, купившее акцию в Рабочий день 1 при торгах T+3, не получит право на дивиденды, так как будет занесено в реестр в Рабочий день 4.			
	<i>* Поскольку акции российских компаний представлены на площадках с различным режимом торгов (от T+0 до T+4), Ex-Date варьируется для акции одной компании. По этой причине колонка «Ex-Date» не заполнена. Определить Ex-Date не сложно, имея информацию о Record Date и режиме торгов.</i>			
Период закрытого реестра Book Closure (Book Closing) Period	Период, в течение которого реестр закрыт для внесения в него изменений. Для юрисдикций, в которых регистрация владельца акции занимает более чем 1 день (к примеру в Гонконге), компании устанавливают период закрытого реестра, чтобы <u>точно определить лицо, имеющее право на получение дивиденда</u> .			
День выплаты Pay (Payable) Date	День отчисления выплат по дивиденду на счета акционеров. Часто выплаты по дивиденду занимают не один день, а некоторый период времени.			
Годовое (внеочередное) общее собрание акционеров Annual (Extraordinary) General Meeting	На общем собрании утверждаются (в полном объеме / с изменениями) или отклоняются принятые советом директоров рекомендации относительно выплаты дивидендов.			

Условные обозначения

	На этом заседании совета директоров принимаются решение о созыве общего собрания и рекомендации по выплатам дивидендов.
	На этом заседании совета директоров принимаются рекомендации по выплатам дивидендов.
	На этом заседании совета директоров принимается решение о созыве общего собрания. Рекомендации по выплатам дивидендов принимаются либо на этом либо на другом заседании совета директоров (инфо нет).

Совет
Протокол
Г/В

Дата проведения заседания совета директоров.

Дата составления протокола заседания совета директоров.

Годовое / внеочередное общее собрание.

Дивиденды российских компаний (365 эмитентов). Суммарные денежные выплаты по годам

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже MMBS в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)			Дивиденды по обыкновенным акциям за:							
	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Эмитент	Эмитент									
Авиакомпания "ЮТэйр"				32 323 648	38 672 836	80 000 000	132 000 000	23 000 000	63 000 000	45 000 000
АВТОВАЗ	АВТОВАЗ		163 167 744	625 476 352	155 000 000	280 000 000	403 000 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
АГАВА-Ресурс									не выпл.	не выпл.
АГК	АГК		н/д	н/д	н/д					
АДС	АДС								не выпл.	не выпл.
Азот КОО							не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
АКБ Авангард			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
АКБ Приморье			не выпл.	не выпл.	166 750 000	285 000 000	не выпл.	20 424 600	89 250 000	300 000 000
АКБ Связь-Банк							не выпл.	не выпл.		
Айрон				476 876 000	1 363 000 000	1 145 000 000	3 100 000 000	3 815 000 000	1 192 000 000	1 875 359 760
Алтеcnica сеть 36,6			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
АРМАДА						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Арсатера							не выпл.	не выпл.	4 952 668	6 190 858
Арханерго	Арханерго		н/д	н/д	н/д		н/д			
Арханергосбыт	Арханергосбыт		не выпл.	не выпл.		18 700 417	не выпл.	2 058 178		
Астраханская региональная генерирующая компания			н/д	н/д						
Астраханская ЭСК				не выпл.		13 918 979	14 968 961	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Астраханьэнерго				н/д	н/д	н/д	н/д			
АФК "Система"						483 200 000	2 412 500 000	не выпл.	530 750 000	2 509 000 000
Ашинский металлургический завод							не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
АЭК Колизейэнерго			н/д	н/д	н/д	н/д	н/д			
Аэрофлот				777 431 409	911 000 000	1 430 000 000	1 519 000 000	200 000 000	389 000 000	603 000 000
Балтийские фабрики М. Антонова							не выпл.			
Балтика	Балтика		1 785 957 874	2 114 901 440	3 691 216 072	5 992 728 483	7 889 158 888	12 910 911 949	19 419 468 032	6 372 012 948
Банк Возрождение	Банк Возрождение		9 374 000	9 374 000	9 374 000	10 374 000	11 874 000	11 874 000	11 874 000	11 874 000
Банк ВТБ Северо-Запад			89 768 000	126 097 000	126 097 000	176 483 000	4 597 377 000	6 043 908 000	2 148 294 000	н/д
Банк Москвы			118 938 782	93 000 000	162 000 000	167 000 000	232 000 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Банк Санкт-Петербург	Банк Санкт-Петербург						40 000 000	31 000 000	31 000 000	84 000 000
Банк Таврический						55 939 800	45 950 800	98 468 000	43 893 200	43 893 200
Башинформсвязь	Башинформсвязь		25 623 647	41 320 504	56 087 317	57 226 146	57 795 560	8 920 825	53 809 659	62 635 582
Башкирэнерго							854 988 000	1 042 867 000	1 133 380 000	984 278 000

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже ММВБ в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)

Дивиденды по обыкновенным акциям за:

	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Башинформсвязь	Башинформсвязь	25 623 647	41 320 604	56 087 317	57 228 146	57 795 560	8 920 825	53 809 659	62 635 582
	Башкирэнерго						854 988 000	1 042 687 000	1 133 380 000	984 278 000
	Белгородская СК	Белгородская СК		н/д	7 141 717	33 348 242	19 170 220	498 799		
	Белом					79 982 500	197 570 000	1 531 800 000	не выпл.	не выпл.
	Брянская генерирующая компания	Брянская генерирующая компания		н/д	н/д					
	Брянская сбытовая компания	Брянская сбытовая компания		н/д	8 216 577	57 098	не выпл.	не выпл.		
	Брянскэнерго	Брянскэнерго		н/д	н/д	н/д	н/д			
	Бурятэнергобыт					3 745 000	7 253 301	не выпл.	не выпл.	
	ВЕРО-ФАРМ				не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	190 000 000
	Волет	Волет	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.			
	Виким-Билль-Даня		не выпл.	не выпл.	не выпл.	1 214 608 585		не выпл.	2 473 740 458	не выпл.
	Владимирская генерирующая компания			н/д	н/д	н/д				
	Владимирская ЭСК			не выпл.	23 414 013	501 583	1 439 711	2 880 387	10 751 759	14 290 957
	Владимирский химический завод			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	35 039 235	65 072 885
	Владимирэнерго			50 601 656	34 817 003	16 547 999	н/д			
	ВолгаТелеком	ВолгаТелеком	225 947 682	338 921 508	382 657 583	388 041 625	525 051 012	442 803 085	639 385 897	н/д
	Волгоградэнерго	Волгоградэнерго				30 448 889	н/д			
	Волгоградэнергобыт	Волгоградэнергобыт		не выпл.	23 719 395	8 788 812	не выпл.	не выпл.	36 013 099	н/д
	Волжская ТЭК (ТЭК-7)	Волжская ТЭК (ТЭК-7)		не выпл.	не выпл.	78 800 000	70 304 000	75 190 000	не выпл.	не выпл.
	Волгоданэнерго			222 131 647	84 323 008	50 000 000	н/д			
	Волгодонская сбытовая компания			не выпл.	не выпл.	не выпл.	758 700	1 017 000	1 220 100	2 000 000
	Воронежская генерирующая компания	Воронежская генерирующая компания		н/д	н/д					
	Воронежская ЭСК	Воронежская ЭСК		29 514 664	55 288 107	не выпл.	5 248 637	34 338 815		
	Воронежэнерго	Воронежэнерго		41 426 000	580 500	6 420 027	н/д			
	Воткинская ГЭС	Воткинская ГЭС	н/д	н/д	н/д	н/д				
	ВСМПО-АВИСМА		118 845 157	308 114 270	437 000 000	588 000 000	622 000 000	287 000 000	17 000 000	58 800 843
	ВТБ					3 439 000 000	9 010 000 000	3 006 000 000	6 087 000 000	6 087 000 000
	Выксунский Металлургический Завод						не выпл.	2 998 838 018	1 940 699 290	4 509 979 058
	Вятская электротепловая компания	Вятская электротепловая компания		н/д	н/д					
	ГАЗКОН									не выпл.
	Газпром				35 510 000 000	60 131 000 000	62 987 000 000	8 522 000 000	58 581 000 000	91 145 000 000
	Газпром нефтехим Салават								не выпл.	880 202 980
	Газпром нефть		37 458 258 758	85 951 408 708	37 458 000 000	38 320 000 000	25 803 000 000	25 603 000 000	16 926 000 000	20 741 000 000

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже ММВБ в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)

Дивиденды по обыкновенным акциям за:

	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	ГАЗ-сервис									не выпл.
	Галс-Девелопмент (бывш. Система-Галс)				не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ГМК НорНикель		9 005 440 000	14 495 680 000	18 394 000 000	33 550 000 000	41 938 000 000	не выпл.	40 032 000 000	34 312 510 000
	Группа Компаний ПИК					не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Группа ЛСР					не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	1 545 453 225
	Группа РАЗУЛЯЙ			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Группа Черкизово						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Губернский банк Тамбов		14 561 000	22 158 500	12 682 000	15 827 500	14 758 000	не выпл.		
	Дагэнерго			85 385 993	7 000 000	не выпл.	н/д			
	Дагэнергобыт			н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Дальневосточный банк	Дальневосточный банк		23 551 000	23 582 000	102 088 580	103 078 920	98 842 800	114 980 400	93 598 000
	Дальсвязь	Дальсвязь	38 232 588	114 697 705	86 023 278	76 485 138	88 240 768	260 344 675	325 712 808	325 712 808
	Дальэнерго	Дальэнерго	не выпл.	не выпл.	134 308 170	200 000 000				
	ДВМП						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ДИКСИ Групп					не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ДИОД								38 600 000	38 600 000
	Донской ЗР	Донской ЗР							не выпл.	не выпл.
	Дорогобуж	Дорогобуж				не выпл.	1 358 000 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ДЭК						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Енисейская ТЭК (ТЭК-13)					10 085 999	142 216 710	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Заволжский моторный завод	Заволжский моторный завод	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Загорская ГАЗС			н/д	н/д	н/д	н/д			
	Золото Якутии								не выпл.	не выпл.
	Ивановская генерирующая компания	Ивановская генерирующая компания		н/д	111 224 021	н/д				
	Ивановская ЭСК	Ивановская ЭСК		н/д	85 396 000	33 031 000	44 473 000	не выпл.		
	Иванэнерго	Иванэнерго		150 449 540	93 924 000	28 917 000	н/д			
	Икар						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Иленинское						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	им. Данильченко									
	Институт Столбовых Клеток Человека			не выпл.	не выпл.	не выпл.	6 000 000	6 000 000	7 500 000	не выпл.
	ИНТЕР РАО ЭЭС						не выпл.	не выпл.	не выпл.	150 015 000

Иркут			87 894 862	не выпл.	117 375 793	138 938 425	не выпл.	440 159 225	443 083 453
Иркутскэнерго			174 228 000	200 000 000	241 000 000	358 000 000	380 000 000	не выпл.	908 000 000
Казанская городская телефонная сеть			15 883 884	12 891 107	н/д				554 888 416
Казанский вертолетный завод							4 622 681	не выпл.	383 882 581
Капика			62 738 810	120 538 583	180 000 000	198 000 000	198 000 000	99 000 000	158 000 000
Капустинэнерго				48 981 033	16 128 000	6 089 000	н/д		354 000 000
Капужская генерирующая компания				не выпл.	не выпл.				
Капужская СК				6 121 444	14 032 969	5 118 031	7 046 970	не выпл.	не выпл.
КАМАЗ			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Камчатскэнерго	Камчатскэнерго					не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Квадра (бывш. ТГК-4)	Квадра (бывш. ТГК-4)				не выпл.	238 417 500	47 304 975	не выпл.	не выпл.
Кирово-Чепецкий химический комбинат	Кирово-Чепецкий химический комбинат	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	4 065 049 828	не выпл.	
Кировэнерго	Кировэнерго	33 901 602	136 084 208	не выпл.	не выпл.	н/д			
Кировэнергосбыт	Кировэнергосбыт		н/д	9 890 740	108 141 880	15 063 650	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Кировский машиностроительный завод		не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Коис			не выпл.	1 000 040 592	1 050 042 621	700 028 414			не выпл.
Колэнерго		53 580	112 831 542	8 200 026	45 888 688	н/д			
Колэнергосбыт						не выпл.	не выпл.	не выпл.	862 303 876
Комстар-ОТС						62 891 129	90 342 955	не выпл.	н/д
Конзавская ГРЭС		не выпл.	98 452 330	н/д					
КорСис	КорСис		11 207 000	3 550 000	1 019 963	7 503 309	не выпл.	62 722 699	247 502 778
Коршуневский ГОК						не выпл.	1 330 857 914	не выпл.	не выпл.
Костромачэнерго	Костромачэнерго		не выпл.	3 049 901	19 094 131	н/д			
Костромская генерирующая компания	Костромская генерирующая компания		н/д	не выпл.					
Костромская СК	Костромская СК		н/д	14 354 882	9 150 112	не выпл.	не выпл.	не выпл.	316 424 784
Краснокамский ЗМС			5 750 940	24 773 280	48 881 800	19 022 340	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Красноярская генерация	Красноярская генерация		н/д	не выпл.					
Красноярская ГЭС		17 990 859	23 857 444	30 115 134	56 984 082	59 995 605	не выпл.	не выпл.	не выпл.
Красноярскэнерго	Красноярскэнерго	не выпл.	21 888 070	не выпл.	н/д	н/д			
Красноярскэнергосбыт	Красноярскэнергосбыт					7 435 000	288 409 000	107 313 808	304 771 148
Красный Октябрь МКФ	Красный Октябрь МКФ	10 309 018	10 309 018	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	851 885

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже ММВБ в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)

Дивиденды по обыкновенным акциям за:

	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Кубаньэнерго		не выпл.	не выпл.	80 000 000	22 401 000	30 000 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Кубаньэнергосбыт						не выпл.	не выпл.	не выпл.	600 598 134
	Кубанская ТК								253 198 200	297 775 085
	Кубассэнерго		не выпл.	не выпл.	408 409 187	200 024 000	11 489 834	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Кубышевнефтеоргсинтез						не выпл.	не выпл.	не выпл.	н/д
	Курская генерирующая компания	Курская генерирующая компания		н/д	н/д					
	Курская ЭСК	Курская ЭСК			6 877 885	4 943 723	1 685 208	не выпл.		
	Курскэнерго	Курскэнерго		н/д	н/д	59 231 659	н/д			
	Львадский		200 438 988	338 827 580	1 400 011 087	580 089 146	не выпл.	не выпл.		
	Лензолото	Лензолото					не выпл.	не выпл.	не выпл.	1 054 321 380
	Ленэнерго	Ленэнерго	104 617 408	145 933 499	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Липецкая генерирующая компания			н/д	91 771 014					
	Липецкая ЭСК			н/д	не выпл.	341 000	4 750 000	не выпл.	не выпл.	
	Липецкэнерго			70 548 000	45 039 000	35 000 000	н/д			
	ЛУКОЙЛ		20 413 518 120	23 815 771 140	28 089 000 000	32 321 000 000	35 724 000 000	42 528 000 000	44 230 000 000	50 183 232 045
	М.Видео					не выпл.	не выпл.	не выпл.	413 000 000	701 096 085
	Магаданэнерго	Магаданэнерго						не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Магнит			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	121 538 663	1 317 000 000	584 586 229
	Марийская региональная генерирующая компания	Марийская региональная генерирующая компания		н/д	н/д					
	Марийэнергосбыт	Марийэнергосбыт		н/д	13 063 909	16 818 848	2 414 885			
	МГТС	МГТС		145 287 827	не выпл.	698 505 500	375 197 240	не выпл.	не выпл.	15 801 391 848
	МДМ Банк									
	Международный банк СПб		13 753 506	55 014 024	83 898 386	не выпл.	не выпл.	190 623 593	433 235 439	259 941 283
	Меридия						не выпл.	не выпл.	47 089 874	272 074 829
	Металлургический коммерческий банк		не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.			
	Мечел	Мечел						2 302 000 000	454 000 000	3 634 043 603
	Миньковский ГОК		8 113 050	9 361 212	11 233 396	741 782 438				
	МОСК			10 875 537 474	20 717 000 000	35 858 000 000	10 280 000 000	4 269 000 000	4 135 000 000	3 687 528 900
	МН-фонд									48 800 000
	Мордовская генерирующая компания			н/д	21 543 000	н/д				
	Мордовская теплосетевая компания			н/д	не выпл.	н/д				
	Мордовская энергосбытовая компания			н/д	23 370 029	4 343 933	3 608 720	не выпл.	23 878 857	69 873 787

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже ММВБ в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)

Дивиденды по обыкновенным акциям за:

	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Московская городская электросетевая компания			н/д	100 000 000	225 000 000	не выпл.			
	Московская теплосетевая компания			н/д	не выпл.	11 500 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Московский НПЗ						5 912 490	47 713 794	9 341 734	не выпл.
	МОСТОТРЕСТ								800 574 000	845 200 000
	Мосэнерго		613 128 976	624 310 849	453 967 210	600 000 000	298 000 000	не выпл.	500 000 000	792 182 605
	Мосэнергосбыт			н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	800 000 001	2 883 281 996
	Мотовилихинские заводы								не выпл.	не выпл.
	МОЭСК			н/д	50 000 000	60 000 000	не выпл.	не выпл.	450 000 000	1 200 000 000
	МРСК Волги	МРСК Волги				н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	МРСК Северного Кавказа						н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	МРСК Северо-Запада						н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	МРСК Сибири						не выпл.	142 273 307	не выпл.	не выпл.
	МРСК Урала						4 007 883	не выпл.	не выпл.	245 550 000
	МРСК Центра						не выпл.	не выпл.	не выпл.	610 932 000
	МРСК Центра и Приволжья						не выпл.	не выпл.	не выпл.	141 000 000
	МРСК Юга						н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	МТС			11 465 517 202	15 149 278 646	19 275 483 754	29 580 969 887	39 404 612 202	30 697 222 525	30 045 619 188
	МФБ									не выпл.
	НЕКК							не выпл.	не выпл.	не выпл.
	НЕФАЗ									не выпл.
	Нефтяная компания ЮКОС		59 902 801 605	не выпл.	не выпл.	н/д				
	Нижегородская генерирующая компания	Нижегородская генерирующая компания		н/д	1 592 000	н/д				
	Нижегородская сбыт комп	Нижегородская сбыт комп		н/д	16 123 000	не выпл.	547 368 510	852 771 430	849 493 832	792 107 124
	Никнефтепродукт						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Никнефтепродукт	Никнефтепродукт					1 082 000 000	499 000 000	113 000 000	1 894 837 056
	Никнефтепродукт	Никнефтепродукт								
	Никнефтепродукт	Никнефтепродукт								
	НК Роснефть-Пурнефтегаз	НК Роснефть-Пурнефтегаз	22 543 243	223 010 481	795 158 478					
	НК Роснефть-Сахалинморнефтегаз	НК Роснефть-Сахалинморнефтегаз	70 409 320	17 896 498	16 486 717					
	НТЭК			10 787 809 032	17 980 000 000	17 980 000 000	17 980 000 000	11 986 000 000	1 319 000 000	10 907 673 576
	НПЗ					289 000 000	358 000 000	510 000 000	2 407 000 000	431 091 964
	НОВАТЭК		565 015 693	2 221 775 101	2 732 887 362	5 009 000 000	7 135 000 000	7 651 000 000	8 350 000 000	12 145 224 000

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже ММВБ в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)

Дивиденды по обыкновенным акциям за:

	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Новгородоблэнерго	Новгородоблэнерго		н/д	13 251 125	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Новгородская генерирующая компания	Новгородская генерирующая компания		н/д	н/д					
	Новгородэнерго	Новгородэнерго		40 103 000	28 242 000	9 250 000	н/д			
	Новопластуновское СХП									
	Новосибирскэнерго						17 575 000	21 831 000	не выпл.	16 414 000
	НОМОС-БАНК									не выпл.
	НУТРИНВЕСТХОЛДИНГ					не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ОГТВ							не выпл.	не выпл.	585 034
	ОАК								не выпл.	не выпл.
	ОГК-1			н/д	24 000 000	102 000 000	640 000 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ОГК-2			н/д	127 000 000	139 000 000	40 000 000	не выпл.	не выпл.	159 610 990
	ОГК-3			н/д	221 000 000	700 000 000	334 904 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ОГК-6			н/д	322 000 000	881 000 000	492 000 000	325 000 000	не выпл.	142 022 123
	ОМЗ (Группа Уралмаш-Ижора)	ОМЗ (Группа Уралмаш-Ижора)		не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Омская энергобытовая компания	Омская энергобытовая компания		н/д	н/д	не выпл.	9 128 719	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Омскшина								не выпл.	не выпл.
	ОПН						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Орелэнерго	Орелэнерго		не выпл.	19 295 200	11 718 000	н/д			
	Орелэнерго	Орелэнерго			10 718 892	3 984 051	не выпл.	не выпл.		
	Орловская генерирующая компания	Орловская генерирующая компания		н/д	1 200 000					
	Останкинский МПК						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ПАВА			не выпл.	2 652 631	2 806 994	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Пензаэнерго	Пензаэнерго		не выпл.	7 420 844	2 348 843	н/д			
	Пензаэнерго	Пензаэнерго		н/д	2 194 997	4 616 235	5 504 708	не выпл.		
	Пензенская генерирующая компания	Пензенская генерирующая компания		н/д	28 059 880	н/д				
	Первоуральский новотрубный завод						не выпл.	не выпл.	не выпл.	н/д
	Пермские моторы						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Пермэнерго	Пермэнерго	210 928 842	655 056 286	78 953 269	74 083 121	н/д			
	Пермэнерго	Пермэнерго		н/д	106 365 421	119 238 788	39 673 886	197 938 739	213 164 796	358 514 970
	Петербургская сбытовая компания						143 848 828	не выпл.	не выпл.	858 296 066
	Платформа ЮТИНЕТ.РУ									не выпл.
	Полметалл					не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.

Серая заливка означает, что соответствующие акции торговались на бирже ММВБ в год, следующий за указанным. (Такое соответствие взято поскольку дивиденды по итогам определенного года в большинстве случаев выплачиваются на следующий год)

Дивиденды по обыкновенным акциям за:

	Обыкновенные акции	Привилегированные акции	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	Полюс Золото			н/д	н/д	615 727 622	562 351 653	не выпл.	3 017 637 234	3 768 710 557
	Приморское морское пароходство				не выпл.	15 928 094	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	ПРИН							н/д	не выпл.	не выпл.
	Примская территориальная генерирующая компания			н/д	57 258 043					
	Промавтоматика НПО					не выпл.	4 720 000	13 999 965	не выпл.	
	ПРОТЕК							700 074 400	не выпл.	
	Псковэнерго			17 618 000	12 852 000	6 244 000	не выпл.			
	РАО ЕЭС России	РАО ЕЭС России	1 924 855 832	2 294 230 816	2 355 793 360	не выпл.	не выпл.			
	РАО ЭС Востока	РАО ЭС Востока						не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Распадская			не выпл.	949 919 083	1 515 000 000	3 904 000 000	1 171 000 000	не выпл.	не выпл.
	РБК									не выпл.
	РБК ИС			не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	н/д
	Региональный банк развития								не выпл.	не выпл.
	РИТЭК	РИТЭК	127 679 087	не выпл.	69 825 000	69 802 834	не выпл.	не выпл.		
	РКК "Энергия"						33 712 020	не выпл.	29 217 084	112 373 400
	РНТ								не выпл.	не выпл.
	РОСБАНК				не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	РОСИНТЕР						не выпл.	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Роснефть			1 755 280 000	11 335 468 091	14 095 000 000	16 957 000 000	20 349 000 000	24 376 000 000	29 250 970 774
	Ростелеком	Ростелеком	639 846 379	1 083 386 539	1 138 000 000	1 078 000 000	1 414 000 000	1 414 000 000	1 020 000 000	809 000 000
	Ростовская генерирующая компания	Ростовская генерирующая компания		н/д	62 640 059					
	Ростовэнерго	Ростовэнерго	16 230 665	131 095 240	70 502 644	92 601 108	н/д			
	РТМ					н/д	н/д	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	РусГидро						1 119 000 000	не выпл.	не выпл.	не выпл.
	Русгрой Холдинг								не выпл.	не выпл.
	Русполимет						не выпл.	240 623 315	не выпл.	не выпл.
	Русские самолеты						не выпл.			
	Русское море								не выпл.	не выпл.
	Рязанская теплоснабжающая компания			н/д	7 578 978					
	Рязанская ЭСК			н/д	12 471 003	12 049 922	6 980 020	2 000 003	61 670 500	413 075 796
	Рязаньэнерго				78 000 000	12 309 000	н/д			