

Эффективность формирования портфелей высокодивидендных акций на российском фондовом рынке.

Кузьмичев Кирилл Евгеньевич

преподаватель

НИУ Высшая Школа Экономики – Нижний Новгород,

факультет экономики, Нижний Новгород, Россия

E-mail: eakuzmichev@mail.ru

Стратегии инвестирования в акции с высокой дивидендной доходностью давно известны и популярны среди зарубежных инвесторов. Однако в России они, как правило, не используются. Так наличие избыточной доходности подобных стратегий подтверждается в работах O'Higgins (1991) для США, Da Silva (2001) для латиноамериканских рынков, кроме рынка Бразилии; Filbeck C., Visscher S (2003) для Канады; Chong, Luk (2010) для Китая; Rine, Vahamaa (2011) для Финляндии. Однако, по мнению многих авторов, после более тщательного анализа и коррекции избыточной доходности на риск, налоги и транзакционные издержки данный подход к формированию инвестиционного портфеля становится невыгодным (см. McQueen, Shields, Thorley (1997), Hirschey (2000), Leal, Da Silva, Austin (2000), Filbeck C., Visscher S (2003), Rine, Vahamaa (2011)).

Основываясь на выводах зарубежных исследований, автор ставит перед собой цель, понять существует ли возможность получения избыточной доходности при формировании портфелей из акций с высокой дивидендной доходностью на российском фондовом рынке.

В работе рассматривается не только классическая Dogs of the Dow, но и более редкие стратегии, такие как инвестиции в одну ценную бумагу с наивысшей дивидендной доходностью, инвестиции в ценную бумагу с 2-й лучшей доходностью, формирование портфеля из пяти акций с наивысшей доходностью.

Анализируемые стратегии тестируются на временном интервале с конца 2003 года по конец 2010. Для анализа использовались данные о дивидендах и недельные доходности акций, полученные из базы данных холдинга «Финам».

Моделирование формирования портфеля начиналось в последний торговый день года. На эту дату акции, которые входят в расчет индекса ММВБ ранжировались по дивидендной доходности и, в зависимости от стратегии формировался портфель, состоящий из одной, пяти или десяти ценных бумаг с наивысшей дивидендной доходностью. Первоначально доли ценных бумаг были одинаковые. Через год портфель пересматривается инвестором. При пересмотре портфеля акции заново ранжируются в зависимости от дивидендной доходности, и принимается решение, какие акции следует продать, а какие купить.

В таблице 1 приведен статистический анализ использования разных вариантов дивидендных стратегий на российском фондовом рынке.

Таблица 1.

Годовая доходность дивидендных стратегий на российском фондовом рынке					
Год (конец)	Годовая доходность, %				
	Top 1	Second one	Top 5	Top 10	Index
2004	7,34	34,99	32,96	39,42	30,39
2005	202,56	-2,45	91,44	107,96	89,97
2006	18,19	86,44	43,26	71,07	77,58
2007	32,79	-43,15	18,82	14,27	-2,83
2008	-80,73	-65,76	-59,38	-58,31	-62,80
2009	211,13	392,96	310,30	229,94	188,75
2010	105,39	23,15	39,97	35,50	37,28
Средняя доходность	72,78	55,92	68,41	63,30	52,08
Стандартное отклонение	99,74	144,06	107,26	83,13	73,39

Следует отметить, что в таблице 1 мы не учитывали уровень риска инвестиционных стратегий. Для учета риска воспользуемся коэффициентом Шарпа, который рассчитывается по следующей формуле:

$$S = \frac{R_i - R_f}{\sigma_{R_i - R_f}}, \quad (1)$$

где R_i – ставка доходности инвестиционной стратегии; R_f – безрисковая ставка доходности.

Для расчетов были использованы недельные доходности стратегий, а в качестве безрисковой ставки доходности доходность к погашению годовых государственных бескупонных облигаций, которая была приведена к недельным данным.

Таблица 2

Значения коэффициента Шарпа для разных стратегий.						
Год	Коэффициент Шарпа, %					
	Top 1	Second one	Top 5	Top 10	Index	
2004	0,96	10,02	-8,21	1,73	3,15	
2005	22,30	-1,58	32,22	40,50	37,07	
2006	4,90	17,73	17,28	26,81	22,65	
2007	10,11	-26,23	3,08	3,05	6,19	
2008	-20,51	-20,90	-16,93	-18,15	-20,11	
2009	27,35	37,63	52,03	43,39	28,66	
2010	20,27	8,60	12,65	13,88	12,71	

Теперь видно, что без учета риска стратегия Dogs of the Dow, также как и с учетом риска, превосходит инвестиции в индекс в пяти анализируемых годах из семи. Анализ остальных стратегий показывает, что учет риска сказался негативно на их доходности. Например, доходность стратегии Small Dogs of the Dow превосходила доходность индекса в шести годах, а риск-взвешенная доходность только в двух. Для стратегий инвестирования в ценную бумагу с наивысшей дивидендной доходностью, избыточная по отношению к рынку доходность была положительной в четырех периодах, а при учете риска только в двух.

В результате исследования мы получили, что только две из четырех анализируемых стратегий показывает доходность выше рынка. Однако этим стратегиям присущ больший уровень риска и большие транзакционные издержки (в среднем более 30% портфеля замещались новыми акциями ежегодно). После корректировки доходностей на риск и учета транзакционных издержек только стратегия Dogs of the Dow показывала избыточную доходность по сравнению с формированием рыночного портфеля инвестиций. Таким образом, наши выводы соотносятся с результатами, полученными на развивающихся латино-американских рынках в девяностых годах прошлого века (кроме Бразилии), в Канаде и Китае. Но они противоречат выводам по рынкам США и Великобритании.

Литература

1. *Da Silva A.L.C.* Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets. // *International Review of Financial Analysis*. 2001. № 10. pp. 187-199.
2. *Filbeck C., Visscher S.* Dividend Yield Strategies in the Canadian Stock Market. // *Financial Analysts Journal*. 2003. № 1. pp. 99-106.
3. *Hirschey M.* The Dogs of the Dow myth. // *The Financial Review*. 2000. № 1. pp. 1-16.
4. *McQueen G., Shields K., Thorley S.R.* Does the 'Dow-10 Investment Strategy' Beat the Dow Statistically and Economically? // *Financial Analysts Journal*. 1997. № 4. pp. 66-72.
5. *O'Higgins M., Downes J.* Beating the Dow. New York: Harper-Collins. 1992.
6. Официальный сайт холдинга «Финам» // <http://www.finam.ru/>