

ФОРМИРОВАНИЕ ВЫСОКОДИВИДЕНДНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

В статье рассматриваются инвестиционные стратегии, основанные на формировании портфеля акций с высокой дивидендной доходностью. Анализируется их сущность и общая эффективность применения на мировых фондовых рынках. Предлагается авторский подход к созданию портфеля высокодивидендных акций, позволяющий достигать лучших показателей доходности относительно рыночного индекса.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: российский фондовый рынок, пассивные инвестиционные стратегии, управление портфелем активов, инвестирование в акции

АКТИВНОЕ И ПАССИВНОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ

При совершении инвестиционных операций на фондовом рынке применяются различные виды стратегий, среди которых выделяют активные, предполагающие частое открытие и закрытие позиций, и стратегии пассивного инвестирования. Активные стратегии предназначены для агрессивных инвесторов, стремящихся к максимизации доходности за короткий промежуток времени. Более осторожные консервативные инвесторы чаще прибегают к пассивному инвестированию, когда открытые позиции удерживаются в течение длительного времени без изменения.

Из практики рыночной торговли известно, что далеко не всегда активное инвестирование в долгосрочной перспективе позволяет получать большую прибыль, чем пассивные стратегии. Это обуславливается и высоким влиянием транзакционных издержек, и повышенной сложностью прогнозирования новостных событий, а также рядом других ситуативных факторов, связанных с краткосрочной торговлей. В то же время пассивные



Володин Сергей Николаевич — к. э. н., старший преподаватель кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ. Сфера профессиональных интересов: прогнозирование рыночных цен, инвестиционные стратегии, алгоритмическая торговля (г. Москва)



Сорокин Илья Анатольевич — научный сотрудник Института макроэкономических исследований при Министерстве экономического развития. Сфера профессиональных интересов: разработка инвестиционных стратегий, портфельное инвестирование, управление активами (г. Москва)

стратегии позволяют более стабильно наращивать капитал в течение длительного периода времени, что подходит для многих рядовых инвесторов, не разбирающихся во всех тонкостях торговли на финансовых рынках, а также портфельных управляющих, не имеющих возможности часто изменять портфель активов.

Целью пассивных стратегий не является максимизация прибыли за короткий период времени, как это имеет место в случае активного инвестирования. Как правило, целевым ориентиром выступает превышение доходностью рыночного индекса в долгосрочной перспективе. Этот показатель и позволяет судить об успешности используемой стратегии.

Самым простым вариантом пассивной стратегии является инвестирование в рыночный индекс, однако в таком случае добиться получения доходности, превышающей общерыночную, не представляется возможным. В связи с этим специалистами в области рыночной торговли были разработаны различные модификации пассивных стратегий, способных показать большую доходность, чем рынок в целом. Одним из видов таких стратегий является инвестирование в акции с высокой дивидендной доходностью.

ОСОБЕННОСТИ ВЫСОКОДИВИДЕНДНЫХ СТРАТЕГИЙ

Первый и классический вариант стратегии инвестирования в высокодивидендные акции под названием Dogs of the Dow был предложен Майклом О'Хиггинсом (Michael O'Higgins) в 1991 г. [8] Несмотря на то что впервые идея инвестирования в акции с высокой дивидендной доходностью была озвучена Джоном Слаттером (John Slatter) в 1988 г. [12], именно Майкл О'Хиггинс считается основателем данного направления, поскольку благодаря его усилиям оно было популяризовано и стало известно многим рядовым инвесторам.

Майкл О'Хиггинс представил общую концепцию стратегии и разработал конкретные варианты

ее применения. В частности, он рассмотрел возможность ежегодного вложения в десять акций, которые входят в промышленный индекс Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average, DJIA) и в прошлом году показали наибольшую дивидендную доходность, что и стало классическим вариантом высокодивидендной стратегии под названием Dogs of the Dow.

Обоснованием работоспособности предлагаемой стратегии Майкл О'Хиггинс считал то, что крупнейшие компании не будут сильно изменять размер выплачиваемых дивидендов с течением времени, поскольку стабильность дивидендной политики является одним из залогов доверия акционеров. В такой ситуации руководство компании, обладая наибольшей информацией о бизнесе, пойдет на выплату высоких дивидендов, если будет уверено, что сможет поддерживать такой уровень и в ближайшем будущем. В этой связи дивидендную доходность акции можно считать в определенной степени показателем стоимости компании, причем, что особенно важно, опережающим.

Однако при стабильности размера дивиденда во времени цена акции меняется в зависимости от текущего состояния бизнеса и нахождения компании в той или иной стадии цикла. Если дивидендная доходность высокая, то компания может находиться на финальном этапе своего бизнес-цикла, и можно предположить, что имеется высокий потенциал для роста цен ее акций. Классический вариант стратегии Dogs of the Dow не зря предполагает инвестирование в акции, входящие в промышленный индекс Доу Джонса. Эти акции принадлежат наиболее крупным эмитентам, и за счет этого их ценам присуща высокая стабильность. Данные акции можно более надежно покупать во время финальных этапов бизнес-циклов, поскольку крупные эмитенты легко могут преодолеть временные трудности, в отличие от небольших компаний.

С того момента, как стратегия Dogs of the Dow стала известна инвестиционной общественности, она сразу получила большую популярность.

Прежде всего это связано с ее простотой и удобством применения. Используемые принципы весьма просты и понятны даже рядовым инвесторам, не имеющим глубоких познаний в области финансового анализа. При этом данная стратегия является более выгодной в плане налогов и транзакционных издержек, чем вложение в инвестиционные фонды, к которому часто прибегают неквалифицированные инвесторы.

Несмотря на то что каких-либо серьезных минусов у высокодивидендных стратегий не существует, некоторые их ограничения все же можно выделить. Во-первых, они ориентированы на достаточно длительное инвестирование. При использовании высокодивидендных стратегий период удержания позиции для достижения целевых ориентиров должен составлять не менее года, а оптимальным может являться период в несколько лет. Они подходят только тем инвесторам, которые готовы разместить свои средства на достаточно долгий период времени.

Во-вторых, предпосылки, используемые для обоснования работоспособности стратегии, действуют только в том случае, если менеджмент компании определяет размер дивиденда на следующий год в зависимости от текущего состояния внутренних бизнес-процессов, а не руководствуется каким-то долгосрочным бизнес-планом или указаниями сверху (как это нередко происходит с компаниями, имеющими большой процент государственного участия в управлении). Кроме того, стратегия будет лучше работать в том случае, если ценам акций компании в течение длительного периода времени были свойственны некоторые циклические изменения, не зависящие от общерыночных тенденций. В таком случае возрастание уровня дивидендной доходности относительно других компаний обеспечивается временным снижением ее цен из-за каких-либо внутренних факторов и может быть вскоре устранено.

Можно выделить еще одно ограничение применимости высокодивидендных стратегий: они будут работать только на тех рынках, где многие компании исправно выплачивают дивиденды.

Их использование на нестабильных рынках, находящихся на начальном этапе своего развития, а также в странах, переживающих глубокий и длительный экономический кризис, может быть затруднительно и способно привести к получению негативных результатов.

ИССЛЕДОВАНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ СТРАТЕГИИ DOGS OF THE DOW

Ввиду того что стратегия Dogs of the Dow достаточно быстро стала известна инвестиционной общественности, образовалась новая волна исследований, направленных на определение ее эффективности. Исследования проводились на разных рынках и в различных рыночных условиях, но наибольшее внимание ей было уделено американскими специалистами.

Многие американские эксперты положительно оценивают данную стратегию. Так, в работе Джереми Сигела (Jeremy Siegel) было показано, что с 1957 г. по 2003 г. стратегия обгоняла рынок примерно на 3% в год. Средняя доходность рынка за данный период составляла 11%, а доходность стратегии — около 14,3% ежегодно [11]. В исследовании Арье Горен (Arie Goren), также проведенном с учетом данных длительного периода времени, было показано, что за исключением не очень удачных 1990-х и 1930-х гг. во все остальные периоды времени высокодивидендная стратегия стабильно показывала доходность большую, чем индекс DJIA [4].

Однако не все исследователи уверены в эффективности стратегии Dogs of the Dow. В частности, Джек Хаф (Jack Hough) в статье Dogs of the Dow investing strategy no longer works указывает на то, что ее успех может не повториться в дальнейшем. Результаты эмпирических тестирований автор считает во многом основанными на банальной удаче, а следовательно, они могут не принести ожидаемой прибыли в будущем [6].

Аналогичный скептицизм по поводу стратегии Dogs of the Dow разделяли Дейл Домиан, Дэвид

Лотон и Чарльз Моссман (Dale L. Domian, David A. Louton и Charles E. Mossman). В их работе *The rise and fall of the Dogs of the Dow* было показано, что зачастую высокодивидендный портфель состоял из акций, которые показали отрицательный результат в последующем периоде. У стратегии могут существовать как успешные, так и неуспешные периоды, и предсказать, каков будет результат в ближайшем будущем, по мнению авторов, крайне затруднительно. В ходе подробного изучения стратегии ими не было выявлено каких-либо объективных причин получения положительных или отрицательных результатов в различные периоды времени [3].

Такая ситуация подтолкнула Лэрри Пратер и Дженел Вебб (Larry J. Prather и Genell L. Webb) к тому, чтобы попытаться разрешить возникшие противоречия. В своей работе *Window dressing, data mining, or data errors: a re-examination of the Dogs of the Dow theory* они перепроверили результаты, полученные основателями стратегии. В ходе проведенного глубокого анализа авторы пришли к выводу, что рыночные аномалии, которые позволяют получать избыточную доходность, действительно существуют. Подтвержденные эмпирические результаты показали, что доходность *Dogs of the Dow* в ряде случаев превосходит рыночную более чем на 4% [9].

Несмотря на то что изучению стратегии *Dogs of the Dow* на американском рынке было посвящено немало серьезных работ, комплексный анализ ее эффективности в других странах проводился значительно реже. Хотя следует отметить, что и там стратегия чаще всего показывала положительные результаты.

Так, на японском рынке применение *Dogs of the Dow* стабильно позволяло получать доходность больше рыночной за период с 1981 г. по 2010 г. [7] На тайваньском рынке портфель, составленный из высокодивидендных акций, также большую часть времени опережал рыночный индекс. В среднем превышение доходностью стратегии *Dogs of the Dow* индекса Taiwan 50 составляло более 2% [5]. В Финляндии стратегия оказалась

еще более эффективной: полученная доходность превышала рыночную в среднем на 4,5% в год [10]. *Dogs of the Dow* показала высокую эффективность и практически во всех странах Латинской Америки [2].

На мировых фондовых рынках накоплено немало исследований стратегии *Dogs of the Dow*, а в России наблюдается их явный недостаток. В одной из немногих работ было показано, что высокодивидендные стратегии могут быть эффективны, если использовать дополнительные фильтры при отборе акций, например, фильтр по прибыли. Без этого классическая версия *Dogs of the Dow* может лишь незначительно обыгрывать индекс [1]. Однако недостаток разносторонних исследований по российскому рынку не позволяет сформировать общей картины, что говорит об актуальности и востребованности работ в этом направлении.

Опыт исследований, проведенных для изучения стратегии *Dogs of the Dow*, позволяет говорить о том, что при своей простоте она является достаточно эффективной на рынках большинства стран. Однако некоторой ограниченностью проведенных работ является то, что в подавляющем большинстве стратегия применялась в неизменном виде либо с несущественными доработками. Например, могли вводиться некоторые дополнительные правила отбора акций, однако при этом суть самой стратегии не менялась. Практически никто из авторов не предпринимал попыток создания модификаций стратегии, которые бы существенно отличались по параметрам от классической, поэтому возможности повышения эффективности высокодивидендных стратегий видятся прежде всего в создании их более глубоких модификаций.

МОДИФИКАЦИИ ВЫСОКОДИВИДЕНДНЫХ СТРАТЕГИЙ

Для того чтобы понять, в каком направлении может быть проведена доработка классической

стратегии Dogs of the Dow, рассмотрим, какие ее изменения уже делались другими авторами и были ли они успешными.

Как известно, классическая стратегия Dogs of the Dow предполагает ежегодное инвестирование в десять акций из промышленного индекса Доу Джонса, которые показали наибольшую дивидендную доходность в предыдущем году. Для того чтобы получить более высокий результат, со времени основания стратегии было сделано немало попыток ее усовершенствования.

Прежде всего, предпринимались попытки изменения количества акций в портфеле. К примеру, выбирались не десять, а пять акций с наибольшей дивидендной доходностью, входящих в какой-либо фондовый индекс. Другая идея состояла в изменении списка акций, из которых выбирались высокодивидендные. В классическом варианте акции выбираются из числа входящих в промышленный индекс Доу Джонса. Некоторыми авторами предлагалось выбирать акции из более широкого перечня, например, из 50 или 100 наиболее ликвидных на какой-либо бирже.

Использовались и иные правила отбора акций для инвестирования. Например, вложение производилось в пять наиболее дешевых на конец прошедшего года акций из индекса Доу Джонса (стратегия Dow 5). Несколько переработанный вариант этой стратегии (Dow 4) предполагал инвестирование в четыре наиболее дорогие акции Dow 5. Таким образом, исключалась одна акция, которая могла быть очень дешевой из-за каких-то внутренних причин, способных помешать ей вырасти в дальнейшем. Более сложный вариант — Foolish 4, был основан на совмещении этих двух стратегий, когда 40% средств инвестировалось в наиболее дешевую акцию Dow 4, а в каждую из оставшихся инвестировалось по 20% средств.

Как показала практика, во многих случаях такие доработки приводили к дополнительному увеличению доходности. Например, при тестировании перечисленных выше вариантов стратегии на американском рынке было отмечено, что они позволяют получать доходность не только выше

индекса Доу Джонса, но и выше классической Dogs of the Dow. Так, в период с 1973 г. по 1996 г. среднегодовая доходность всех акций, входящих в промышленный индекс Доу Джонса, составила 15,8%. При этом классическая стратегия Dogs of the Dow показала среднегодовую доходность в 20,3%, что говорит о ее успешности. Однако ее доработки позволили достичь еще более высоких результатов: Dow 5 — 23,4%, Dow 4 — 26,4%, а наиболее изощренная Foolish 4 показала результат в 28% годовых [11]. Как видно, несмотря на успешность самой стратегии Dogs of the Dow, ее модификации позволяют достигать еще более высоких результатов, а значит, дальнейшие разработки в этом направлении можно считать перспективными.

АВТОРСКАЯ МОДЕЛЬ ФОРМИРОВАНИЯ ВЫСОКОДИВИДЕНДНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ

Отправной точкой в разработке авторской модели формирования высокодивидендных портфелей стала классическая версия стратегии Dogs of the Dow. Предлагаемая авторами ее модификация также основана на инвестировании в высокодивидендные акции, входящие в рыночный индекс. В отличие от базовой концепции, авторская модель содержит две переменные, нахождение оптимальных значений которых позволяет наиболее эффективно применять ее на различных фондовых рынках.

Первой переменной модели является количество акций, используемых для формирования портфеля. В классической стратегии Dogs of the Dow этот параметр является неизменным. Среди акций, используемых для калькуляции рыночного индекса, всегда выбирается десять, которым соответствует наибольшая дивидендная доходность. Однако, как показали проведенные на мировых рынках исследования, модели с меньшим количеством акций могут быть более успешными, чем традиционный вариант инвестирования в десять акций. В связи с этим тестирование на

конкретном рынке портфелей с различным количеством акций позволит определить оптимальный по размеру портфель, позволяющий достигать наилучших показателей доходности.

Второй переменной модели является момент входа на рынок — месяц формирования и ежегодного реформирования портфеля. Это является более важной доработкой классической стратегии Dogs of the Dow, поскольку влияние данной переменной на эффективность портфеля еще не было изучено ранее. Идея изменения структуры портфеля в конце года (или в начале следующего) принималась другими исследователями как данность, хотя никаких объективных факторов для выбора именно этого момента не существует, кроме, пожалуй, практического удобства проведения расчетов. На практике изменение структуры портфеля может производиться не только в момент окончания календарного года, но и в каждом месяце за полгода до этого. Более ранние месяцы не подходят, поскольку еще не все эмитенты публикуют размер дивиденда, и определение дивидендной доходности является невозможным. Оптимизация данного параметра позволит определить, в каком месяце наиболее эффективно формировать высокодивидендный портфель на конкретном рынке.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Тестирование предложенной модели формирования высокодивидендных портфелей производилось на российском фондовом рынке. В качестве индекса, который использовался для отбора высокодивидендных акций, был выбран индекс ММВБ. Данный индекс является наиболее популярным и часто используемым на российском рынке и включает в себя акции самых крупных эмитентов, поэтому он соответствует практике применения высокодивидендных стратегий.

Для отбора высокодивидендных акций производился расчет дивидендной доходности по каждому

инструменту, использовавшемуся для калькуляции индекса ММВБ, по формуле:

$$D = \frac{div}{P_0},$$

где D — дивидендная доходность;

div — размер выплаченного дивиденда;

P_0 — цена акции на дату закрытия реестра акционеров.

Временной промежуток для тестирования составил 13 лет, с 2001 г. по 2014 г. Первый, 2001 г., учитывался только для формирования портфеля на следующий год. Поскольку последний, 2014 г., еще не завершен, результаты были перерасчитаны на полный год, исходя из количества дней, в которые конкретная стратегия функционировала. В качестве критерия эффективности стратегии был выбран показатель, использовавшийся в большинстве аналогичных исследований, — разность доходности тестируемого портфеля и рыночного индекса.

Оптимизация настраиваемых параметров модели проводилась методом последовательного перебора значений в заданном диапазоне. Первый изменяемый параметр модели — количество акций, используемых для формирования портфеля, — принимал значения от 1 до 10. Были протестированы портфели, состоящие из одной, трех, пяти, семи и десяти акций. Помимо этого был протестирован расширенный портфель, состоящий из всех акций, по которым в предыдущем периоде времени выплачивались дивиденды (дивидендный портфель). Выбранные акции включались в портфель в равных долях.

Второй изменяемый параметр модели — месяц формирования и ежегодного реформирования портфеля — принимал значения от 7 до 12, изменение структуры портфеля производилось в конце каждого месяца. Таким образом, самым ранним моментом входа на рынок являлся конец июля, самым поздним — конец декабря, который соответствует классической практике использования стратегии Dogs of the Dow. Соответственно, в каком месяце формировался портфель, в таком

же через год фиксировалась его доходность и сравнивалась с доходностью индекса ММВБ за тот же период. Например, если портфель формировался в июле, то его доходность фиксировалась также в июле следующего года.

В ходе проведенных тестирований было сконструировано 36 различных портфелей с разными значениями настраиваемых параметров. Результаты по среднегодовой доходности сформированных портфелей за весь временной период представлены в таблице.

Полученные результаты позволили сделать несколько важных выводов. Прежде всего, они говорят о том, что высокодивидендные стратегии на российском рынке явно эффективнее простого инвестирования в индекс. Превышение доходностью высокодивидендного портфеля рыночной наблюдалось в 30 случаях из 36. При этом все шесть отрицательных результатов принадлежат недиверсифицированному портфелю с высоким несистематическим риском, включающему всего одну акцию, что является вполне ожидаемым результатом. Если же говорить о диверсифицированных портфелях, состоящих хотя

бы из трех акций, то можно заметить, что их доходность всегда превышала рыночную.

Анализ портфелей с различным количеством акций показал наличие явной тенденции: чем более диверсифицированным является портфель, тем более высокие значения средней доходности достигаются независимо от месяца входа в рынок. В результате наиболее доходными являются портфели, состоящие из десяти акций. Однако более значительное расширение портфеля, когда в него включаются все акции, по которым были выплачены дивиденды (дивидендный портфель), оказывает уже отрицательное воздействие на доходность. Это может объясняться тем, что в дивидендный портфель входят не только наиболее стабильные компании, но и компании средней капитализации. Для них временное снижение цен относительно других компаний при сохранении прежнего высокого уровня дивидендов далеко не всегда может означать, что цены акций в ближайшее время будут склонны к росту, поскольку такие организации могут оказаться неспособными преодолеть временные трудности. Подобный вывод был получен и в работе An empirical analysis of the

Таблица. Среднегодовая доходность тестируемых высокодивидендных портфелей с различными параметрами за весь временной период исследования (2001–2014 гг.)

Месяц формирования портфеля	Доходность, %					Среднее значение	Дивидендный портфель	Индекс ММВБ
	Количество акций в портфеле							
	1	3	5	7	10			
7	13,64	25,12	24,3	25,21	28,04	23,26	26,12	20,71
8	11,58	23,68	24,57	25,52	28,03	22,68	24,05	20,63
9	19,62	28,8	30,02	28,71	30,64	27,56	26,11	22,48
10	20,55	31,59	31,14	30,71	33,57	29,51	29,31	23,71
11	11,73	26,96	29,83	31,22	32,57	26,46	28,34	24,83
12	12,23	22,83	25,53	27,42	31,06	23,81	27,52	24,79
Среднее значение	14,89	26,5	27,57	28,13	30,65	—	26,91	22,86

Dog of the Dow strategy for the Taiwan stock market: качественно сглаживать несистематический риск может портфель, который состоит не менее чем из десяти акций [5].

В случае с различными месяцами входа какой-то однонаправленной тенденции не наблюдалось.

Наибольшую доходность показали портфели, сформированные в октябре. Полученные результаты явно демонстрируют то, что общепринятое правило формирования портфеля в конце года не позволяет достигать максимальной доходности: ее среднее значение для портфелей, сформированных в конце года, оказалось на 5,7% ниже, чем для портфелей, сформированных в октябре.

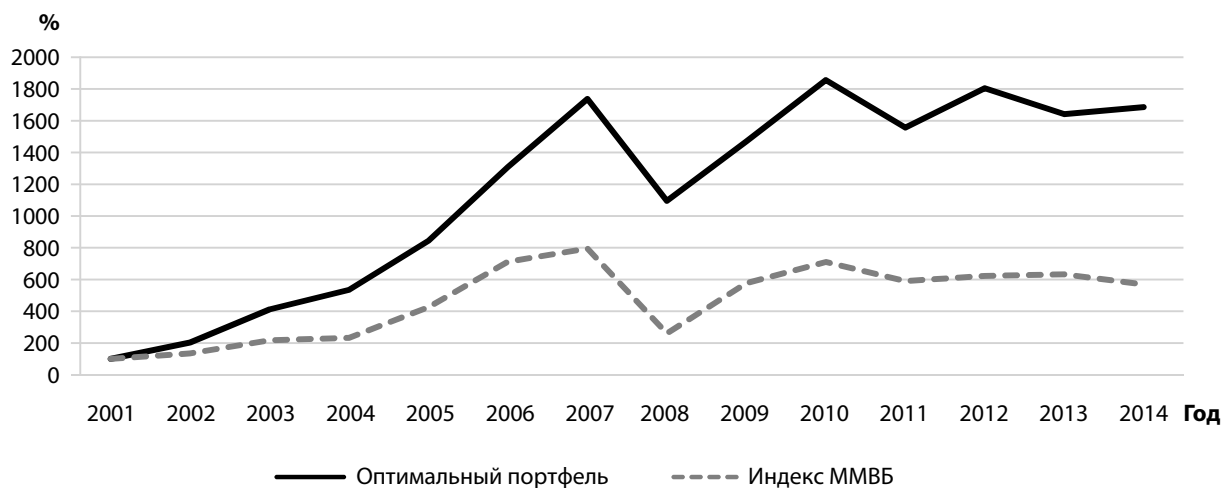
Как показали проведенные тестирования, для российского рынка оптимальным является высокодивидендный портфель, составленный из десяти акций, с открытием позиций в октябре. Его преимущество перед простым инвестированием в индекс наглядно демонстрирует график накопленной доходности, составленный за весь период проведения тестирований (см. рисунок).

Как показывает график, формирование высокодивидендных портфелей на основе авторской модели в долгосрочной перспективе позволяет достигать значительно лучших показателей доходности относительно рынка в целом.

ВЫВОДЫ

Полученные результаты позволяют утверждать о том, что на российском рынке высокодивидендные портфели способны демонстрировать значительно лучшие результаты по сравнению с простым инвестированием в индекс. Наибольшей доходности позволяют достигать диверсифицированные портфели, состоящие из десяти акций. Важное значение имеет и месяц формирования портфелей: оптимальным для российского рынка является октябрь. Сформированный таким образом высокодивидендный портфель в долгосрочной перспективе показывает доходность, существенно превосходящую доходность рынка

Рисунок. Динамика накопленной доходности оптимального высокодивидендного портфеля и индекса ММВБ с 2001 г. по 2014 г.



в целом. Результаты проведенных эмпирических тестов позволяют рекомендовать применение авторской модели формирования высокодивидендных

портфелей институциональным инвесторам, портфельным управляющим, а также консервативным долгосрочным инвесторам.

ЛИТЕРАТУРА

1. Гальперин М.А., Теплова Т.В. Инвестиционные стратегии на дивидендных акциях российского фондового рынка: «собаки Доу» и портфели с фильтрами по фундаментальным показателям // Экономический журнал ВШЭ. — 2012. — Т. 16. — №2. — С. 205–242.
2. Da Silva A.L.C. (2001). «Empirical tests of the Dogs of the Dow strategy in Latin American stock markets». *International Review of Financial Analysis*, No. 10, pp. 187–199.
3. Domian D.L., Louton D.A., Mossman Ch.E. (1998). «The rise and fall of the Dogs of the Dow». *Financial Services Review*, Vol. 7, No. 3, pp. 145–159.
4. Goren A. (2013). *Does the Dogs of the Dow Strategy Really Outperform the Market?* — <http://seekingalpha.com>.
5. Hong Y., Yu S., Mingyue Q., Fumio A. (2013). «An empirical analysis of the Dog of the Dow strategy for the Taiwan stock market». *Journal of Economics, Business and Management*, Vol. 3, No. 4, pp. 435–439.
6. Hough J. (2013). *Dogs of the Dow Investing Strategy No Longer Works*. — <http://online.barrons.com>.
7. Mingyue Q., Yu S., Masayoshi H. (2013). «Empirical analysis of the Dogs of the Dow strategy: Japanese evidence». *International Journal of Innovative Computing, Information and Control*, Vol. 9, No. 9, pp. 3677–3684.
8. O'Higgins M., Downes J. (1991). *Beating the Dow*. N.Y.: Harper Collins.
9. Prather L.J., Webb G.L. (2002). «Window dressing, data mining, or data errors: a re-examination of the Dogs of the Dow theory». *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 18, No. 2, pp. 115–124.
10. Rinnea E., Vähämaa S. (2011). «The «Dogs of the Dow strategy revisited: finnish evidence». *European Journal of Finance*, Vol. 17, No. 5–6 (May — Jul.), pp. 451–469.
11. Siegel J. (2007). *Stocks for the Long Run: the Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategie*. New York: McGraw-Hill.
12. Slatter J. (1988). «Study of industrial averages finds stocks with high dividends are big winners». *Wall Street Journal (Eastern edition)*, August, p. 1.