

УДК 336

А.И. Гуляткин

АНАЛИЗ ПЛОТНОСТИ УЧАСТНИКОВ ТОРГОВ КАК МЕТОД ОТБОРА АКЦИЙ «ВТОРОГО И ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНОВ» В ПОРТФЕЛИ ИНВЕСТОРОВ

Аннотация. В статье описываются методы отбора ценных бумаг при формировании портфеля инвестора, состоящего из акций второго и третьего эшелона. Автор рассматривает риск ликвидности данных финансовых инструментов через призму взаимодействия спроса и предложения. В работе раскрывается специфика отбора ценных бумаг на базе показателей денежных оборотов и плотности распределения участников торгов. Отталкиваясь от теории аукциона и практического опыта, автор дополняет описанные инструменты анализа рекомендациями, которые позволяют улучшить результат отбора ценных бумаг в портфель инвестора.

Ключевые слова: акции второго и третьего эшелона, портфель инвестора, анализ объемов, теория аукциона, анализ плотности участников торгов.

Anton Gulyatkin

TRADING PARTICIPANTS CONCENTRATION ANALYSIS, AS A SELECTION METHOD OF SMALL AND MEDIUM CAPITALIZATION FOR INVESTORS PORTFOLIOS

Annotation. The article describes securities selection methods at formation of an investor's portfolio comprised of small and medium capitalization. The author examines a liquidity risk of the stocks, by exploring the relationship between supply and demand. In the paper are also discovered peculiarities of the analysis based on financial turnover and auction participants concentration. Being based on the theory of market participants cooperation as well as on personal experience, the author supplements the described analysis tools by recommendations that improve results of securities selection.

Keywords: analysis securities of small and medium capitalization, investor portfolio, volume spread analysis, auction market theory, trading participants concentration analysis.

При первичном отборе акций второго и третьего эшелона часто возникают проблемы с поиском подходящего объекта инвестиций. Бумаги этой категории не имеют достаточной прозрачности и ликвидности, обычно им сопутствует высокая волатильность и риски. Несмотря на все вышесказанное, их потенциальная доходность является наибольшей. Процедура первичного отбора позволяет определить основные критерии, по которым инвестор будет формировать список потенциальных бумаг для своего портфеля.

В российской практике при отборе ценных бумаг применяют показатели финансовой устойчивости, ликвидности, оборачиваемости, уровня EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) и коэффициенты дивидендных выплат. Эти классические инструменты хорошо работают на бумагах первого эшелона, позволяя классифицировать акции для конкретных целей и стратегий. Основная проблема возникает при подборе акций, не имеющих длительную историю, поток дивидендных выплат и прозрачную финансовую отчетность. Это в первую очередь актуально для бумаг третьего эшелона. Для их подбора следует сосредоточиться на риске ликвидности и способах его уменьшения [2].

Главные методы отбора акций второго и третьего эшелона должны делать акцент на степени взаимодействия между покупателями и продавцами. Анализ присутствия участников и их распре-

ления позволит выбрать акции с большим потенциалом роста. В качестве метода отбора акций инвесторы могут применить анализ плотности участников, который базируется на положениях теории аукциона [7]. Плотность участников – это показатель, отражающий концентрацию участников торгов на единицу измерения шкалы цены. Плотность формируется за счет нескольких подгрупп трейдеров. Во-первых, это активные участники, которые вошли в позицию и удерживают ее. Они могут находиться в убытках или прибыли.

Активные участники на акциях третьего эшелона – это продавцы. Они купили на свои деньги акции и теперь могут их только продать, зафиксировав прибыль или убыток. Во-вторых, это потенциальные участники, которые еще не открыли позиции. Они ждут подходящего момента для точки входа. После того как трейдер откроет позицию, он становится активным участником. Обе эти группы можно распределить по длительности удержания открытых позиций. Например, срок жизни вложений классического инвесторасоставляет величину от нескольких месяцев до нескольких лет. Спекулянты ориентируются на сроки от нескольких минут (скальперы) до месяца [9]. Плотность участников может прибывать в явной и неявной форме. Явная форма выражается через фактические денежные обороты на единицу измерения шкалы цены. Неявная форма состоит из потенциальных игроков, которые располагаются на разных ценовых уровнях, они выжидают момента для открытия позиции. Неявную форму нельзя измерить, но можно определить ее наличие или отсутствие через скорость изменения денежных оборотов на разных ценовых уровнях. Если этот показатель возрастает при снижении колебаний цен, то можно сказать, что на заданном ценовом уровне происходит активная трансформация потенциальных участников в активных и наоборот. Участники с открытыми позициями фиксируют прибыли и убытки. Они трансформируют акции в денежную форму и становятся потенциальными участниками. Потенциальные участники, дождавшись момента, открывают позиции, трансформируя деньги в акции, после этого они становятся активными участниками. Неявная форма плотности имеет высокий уровень изменчивости. Это связано с тем, что любой актив подвержен резким изменениям цен. Такие изменения привлекают внимание новых участников, которые в дальнейшем могут выбрать точку входа для открытия позиции. Чем сильнее колебания цен, тем больше концентрация спекулянтов.

Плотность – это отражение уровня ликвидности и вовлеченности трейдеров в заданный инструмент. Акции второго и третьего эшелона отличаются более низкой ликвидностью. Плотность участников и ликвидность возрастают с ростом циклических сверх колебаний. При достижении постоянного и достаточного уровня вовлеченности размер колебаний цены начнет уменьшаться. Плотность можно охарактеризовать следующими свойствами: уровнем денежных оборотов, объемом денежных оборотов на единицу ценовой шкалы, формой и распределением плотности, степенью подверженности шуму.

Уровень денежных оборотов – этот критерий, используемой в качестве оценки риска выбранной акции. Бумаги с низким уровнем денежных оборотов являются более рискованными. Минимальный среддневной уровень денежных оборотов за месяц должен быть не меньше утроенного значения вложенных средств. Следует избегать бумаги, чей средневной оборот не превышает одного миллиона рублей. У таких акций плотность и вовлеченность трейдеров мала, что способствует формированию избыточного предложения со стороны запертых трейдеров:

$$MT_a = \frac{\sum MT_d}{T}, \quad (1)$$

где MT_a – средневной денежный оборот за день, $\sum MT_d$ – сумма денежных оборотов за выбранный интервал времени, T – интервал времени (в днях) [6]. Интерпретация значений средневного денежного оборота указана в таблице 1.

Интерпретация значений среднедневного денежного оборота

| Значение показателя | Интерпретация | Тип акций |
|---|--|-----------------------------------|
| $MT_a \geq (3 * \text{вложенные средства})$ | Позволяет отобрать акции с меньшим уровнем риска ликвидности относительно вложенных средств | Бумаги второго и третьего эшелона |
| $MT_a \geq 1 \text{ млн руб.}$ | Если среднедневной денежный оборот больше миллиона рублей, то риск избыточного давления предложения начинает сокращаться | |

Кроме достаточного денежного оборота важна степень его постоянства. Когда уровень оборотов падает, то это верный знак того, что инвесторы не заинтересованы в покупке акции. При сохранении постоянства денежного оборота можно сказать, что на акции присутствует достаточное количество участников, которое необходимо для поддержания ценообразования.

Денежный оборот должен оцениваться без учета действий маркетмэйкера. Обычно его присутствие можно распознать по наличию крупных заявок в стакане (стен) со стороны продавцов и покупателей. Такие крупные заявки препятствуют движению цены, и маркетмэйкер постепенно опускает стоимость бумаги, передавая акции частным трейдерам. Фаза передачи акции может длиться несколько месяцев, в этот период образуется первичная плотность, так как вовлекаются новые участники. Если степень вовлечения остается низкой, то маркетмэйкер может устраивать крупные ценовые встряски для привлечения спекулянтов. Появление маркетмэйкеров и спекулянтов характерно для неликвидных акций третьего эшелона (деликатесы, армада) или для компаний, переживших значительный кризис, который способствовал их переходу в разряд преддефолтных (Мособлбанк, Трансаэро) [5].

Объем денежных оборотов на единицу ценовой шкалы – это один из главных индикаторов, характеризующих явную плотность. Денежные обороты в ценовом диапазоне показывают степень активности участников торгов. Высокая концентрация, в зависимости от расположения ценового уровня, указывает на периоды накопления и распределения акций. Этот индикатор может использоваться в рамках анализа теории аукциона, а его графическая интерпретация схожа с анализом графиков «футпринт». Основное отличие состоит в том, что график «футпринт» строится на базе объемов оборота измеренного в лотах. Эта интерпретация не учитывает стоимость лота, которая может меняться с изменением уровня цен. Один лот, купленный за тысячу рублей, значительно отличается от лота, купленного за пять тысяч рублей. На бумагах второго и третьего эшелона ценовые колебания могут быть велики, что напрямую влияет на степень эффективности анализа. Объем денежных оборотов на единицу ценовой шкалы используется в среднесрочном и долгосрочном периоде.

На рисунке 1 изображена гистограмма плотности денежных оборотов акции компании GTL за 4 месяца с шагом цены в одну копейку. Основная концентрация денежных оборотов приходится на интервал от 59 до 65 коп. В сочетании с локальным ценовым минимумом, а также со стабильным и высоким уровнем среднедневного денежного оборота, эта зона отражает область формирования накоплений. Зона от 70 до 75 коп. является областью сопротивления, там, в случае роста, будет происходить фиксация прибыли или убытков трейдеров. За единицу ценовой шкалы может приниматься минимальный шаг цены или выбранный интервал. Чем больше ценовой интервал, тем более размытыми будут результаты индикатора. Объем денежных оборотов на единицу ценовой шкалы характеризует интерес участников торгов к объекту инвестиций, отражает уровень активных участников и может служить индикатором, определяющим момент входа в позицию. Оптимальной точкой входа

может являться момент, когда на локальных минимумах происходит стагнация, а больше 50 % денежных оборотов концентрируются в одном ценовом интервале (признак накопления) [3].

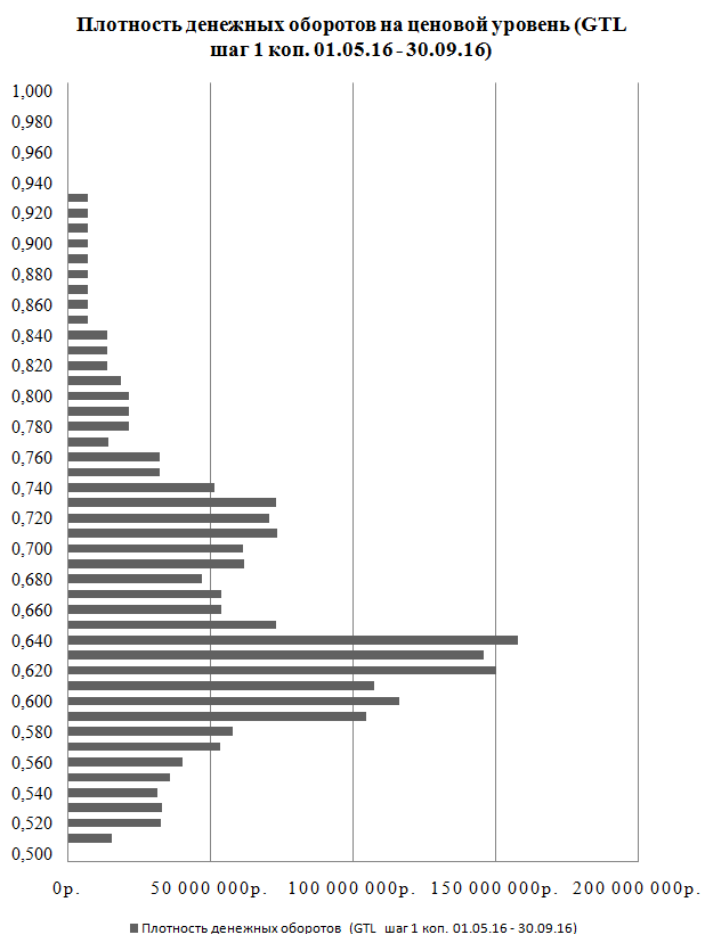


Рис. 1. Гистограмма плотности денежных оборотов на ценовой уровень (шаг – 1 коп.)

Форма, распределение и давление плотности – эти свойства характеризуют плотность участников, как динамическую и изменяющуюся структуру. **Форма плотности** – это сосредоточение всех типов участников торгов на разных ценовых уровнях относительно текущей цены актива. Форма плотности зависит от ликвидности, уровня free-float и ее распределения между покупателями и продавцами. Отсутствие возможности открывать короткие позиции также накладывает ряд особенностей, которые следует учесть при формировании портфеля, состоящего из акций второго и третьего эшелона [7].

Распределение плотности – это характеристика формы, которая указывает на соотношение между покупателями и продавцами. Оно позволяет интерпретировать настроение участников торгов. В нормальной ситуации, при стабильном денежном обороте (без учета новостей или рыночной паники), концентрация потенциальных покупателей будет возрастать при снижении по ценовой шкале. В свою очередь, доля активных продавцов будет возрастать с движением по ценовой шкале вверх [7].

Давление плотности – это мера соотношения сил спроса и предложения. Пока обе силы пребывают в равновесии, тренд не может быть образован. Для бумаг, предусматривающих открытие только длинных позиций, давление со стороны предложения состоит из активных держателей акций, которые фиксируют прибыль или убытки [7].

Бумаги с низкой ликвидностью отличаются дисбалансом давления со стороны предложения, при этом основная часть формы и распределения плотности сосредотачивается в узком диапазоне от текущих рыночных цен. Когда покупатель решает приобрести такую бумагу, он трансформирует свои средства из денежной формы в бумажную. После этого он становится продавцом, так как зафиксировать свой результат он может только офсетной сделкой (продажей). Если бумага не заинтересует достаточное количество участников торгов, то не возникнет давления со стороны спроса, а значит цена не пойдет вверх. Некоторое время цена инструмента может прибывать в состоянии флэта. Это происходит до тех пор, пока купившие бумагу участники торгов не начинают уставать от ожидания. Когда держателей акции накопится достаточное количество, давление предложения превысит спрос, и начнется падение цен. Длительное ожидание заставит часть участников выйти из позиций. При отсутствии достаточного спроса, этот процесс вызовет снижение цен. Так будет запущена цепная реакция. Когда оставшиеся держатели ощутят стресс от снижения цены, они захотят зафиксировать убытки – это приведет к новой волне обвала цен [1]. Притоку участников могут способствовать резкие колебания, иногда на неликвидных акциях случаются моменты сверх роста, когда стоимость возрастает в несколько раз, а затем вновь падает. Основными источниками таких аномалий могут являться крупные акционеры компании, желающие продать бумаги, или маркетмэйкеры.

Высокая ликвидность для акций второго и третьего эшелона – это редкость. Она образуется после моментов длительного сверхроста, который может длиться до нескольких недель. Стоимость поднимается в разы, происходит привлечение спекулянтов, и акция становится объектом наблюдения со стороны многих участников, так образуется высокий потенциальный спрос. После максимальных пиков цена акции падает под влиянием накопленного предложения. Чем больше и сильнее первичные колебания, тем дольше будет сохраняться их след в виде затухающих волн. После сверхроста форма плотности начинает меняться во времени [8].

В первые несколько месяцев будет преобладать неустойчивое, но сильное давление со стороны предложения. Оно поддерживается за счет запертых трейдеров, которые закупили акцию на высоких уровнях. Стоимость начнет постепенно опускаться, а предложение сокращаться. На уровнях, откуда начиналось ралли, будет формироваться высокий потенциальный спрос, там его плотность будет особенно высока. Основная причина этого состоит в том, что для большинства инвесторов эти минимумы будут психологически значимыми. Многие участники, которые раньше не сумели войти в ралли, будут внимательно наблюдать за падением стоимости. Некоторые могут начать открывать позиции гораздо раньше – это приведет к торможению снижения цен. Если потенциальный спрос начнет резко трансформироваться в реальный, то это приведет к новому ралли. Движение вверх начинается, когда спрос превзойдет давление со стороны предложения. Дальнейший подъем вызовет деформацию спроса, форма начнет вытягиваться и будет стремиться догнать рыночную цену, таким образом потенциальный и реальный спрос передвинутся вверх по ценовой шкале. Такое изменение получается в результате паники со стороны покупателей, они боятся упустить новый подъем и начинают активно открывать длинные позиции.

Подверженность шуму – эта характеристика оказывает самое большое влияние на акции второго и третьего эшелона. Бумага может иметь или высокую чувствительность к новостному шуму, или обладать иммунитетом к нему. Подверженность шуму оказывает влияние на форму плотности и скорость изменения силы давления спроса и предложения. Негативные новости уничтожают потенциальный спрос, увеличивают давление продавцов, делают форму предложения тонкой с высокой концентрацией у текущих рыночных цен и запускают цепную реакцию обвала. Позитивные новости способствуют росту потенциального спроса, побуждают обладателей акций держать их как можно дольше, сокращают концентрацию предложения на ценовых уровнях и заставляют опоздавших трейдеров открывать длинные позиции [4].

В рассмотренной статье описываются методы отбора акций, которые базируются на основных положениях взаимодействия спроса и предложения. При отборе потенциальных бумаг важно сократить риск ликвидности, присущий акциям второго и третьего эшелона. Для российского инвестора анализ этого типа акций остается мало изученной темой, которая нуждается в дальнейшем исследовании.

Библиографический список

1. Базовые концепции Теории аукциона [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://tempofox.com/bazovye-konceptii-teorii-aukciona/> (дата обращения : 05.11.2015).
2. Беллафиоре, М. Один хороший трейд : учеб. пособ. / М. Беллафиоре. – М. : СмартБук, 2012. – 300 с. – ISBN 978-5-9791-0274-0.
3. Вильямс, Т. Хозяева рынка : учеб. пособ. / Т. Вильямс. – М. : Альпари, 2010. – 185 с.
4. Гигеренцер, Г. Понимать риски. Как выбирать правильный курс : учеб. пособ. / Г. Гигеренцер. – М. : КоЛибри, 2015. – 352 с. – ISBN 978-5-389-09327.
5. Джон Дж, Мэрфи. Межрыночный анализ. Принципы взаимодействия финансовых рынков : учеб. пособ. / Дж. Дж. Мэрфи. – М. : Альпина Паблишер, 2012. – 350 с. – ISBN 987-5-9614-2717-2.
6. Инвестопедия. Определение анализа «фунтпринт» [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.investopedia.com/terms/f/footprint-charts.asp> (дата обращения : 05.06.2015).
7. Найман, Э. Малая энциклопедия трейдера : учеб. пособ. / Э. Найман. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 456 с. – ISBN 978-5-9614-4764-4.
8. Талеб, Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости : психология бизнеса / Н. Талеб. – М. : КоЛибри, 2015. – 736 с. – ISBN 978-5-389-04641-2.
9. Халл, Дж. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты : учеб. пособ. / Дж. Халл. – М. : Вильямс, 2014. – 1072 с. – ISBN 978-5-8459-1815-4.