

---

---

## ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

УДК 336

А.И. Гуляткин

### ОТБОР МЕТОДИК АНАЛИЗА АКЦИЙ ВТОРОГО И ТРЕТЬЕГО ЭШЕЛОНА ПРИ ФОРМИРОВАНИИ ПОРТФЕЛЯ ИНВЕСТОРА

*Аннотация.* В статье описываются виды методик анализа акций второго и третьего эшелона при формировании портфеля инвестора. Автор анализирует характеристики и поведение акций второго и третьего эшелона, а также доказывает малую эффективность индикаторов технического анализа, базирующихся на исторических ценовых данных. Раскрываются базовые основы, специфика и преимущества сочетания анализа объемов и теории аукциона. Опираясь на теорию взаимодействия участников рынка и практический опыт, 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.

Anton Gulyatkin

### THE SELECTION OF SMALL AND MEDIUM CAPITALIZATION ANALYSIS METHODS APPLIED IN INVESTOR PORTFOLIO FORMATION

*Annotation.* The article represents different analysis methods of small and medium capitalization being applied in a process of investor portfolio formation. The author analyzes behavior and characteristics of small and medium capitalization, and demonstrate insufficient efficiency of technical indicators based on historical price data. In the article are also examined the foundations, peculiarities, and advantages of volume analysis applied in combination with auction market theory. 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.

В странах с развитым фондовым рынком инвесторы имеют большой выбор инвестиционных стратегий. Они могут вкладывать свои деньги в акции, облигации, депозитарные расписки и многие другие инструменты. Все типы бумаг, обращающиеся на фондовом рынке, обладают своей внутренней классификацией. Так, акции можно классифицировать по отраслям, ликвидности и степени платежеспособности. В России наибольшей популярностью пользуется распределение акций по эшелонам. В рамках данной классификации бумаги подразделяются на акции первого эшелона (голубые фишки), второго эшелона и третьего эшелона. Распределение акций по эшелонам проводится на основе определенных критериев. Они характеризуют поведение и специфику акции. Большинство специалистов выделяют четыре основных критерия: величина спреда; средний объем торгов (обычно за 1 день); волатильность; ликвидность.

Акции первого эшелона обладают высокой ликвидностью, узкими спредами, низкой волатильностью и большим дневным оборотом. Такие бумаги привлекают множество участников: банки, инвестиционные и пенсионные фонды, частные инвесторы. Голубые фишки являются предметом

долгосрочных инвестиций. Анализ и оценка рисков таких бумаг хорошо развиты и их может осуществить даже частный инвестор.

Наибольшие проблемы возникают при анализе и оценке акций второго и третьего эшелона. Очень часто они обладают малой ликвидностью, широкими спредами, высокой волатильностью и незначительными дневными оборотами. Многие инвесторы применяют индикаторы технического анализа, которые дают ложные сигналы на бумагах данного типа [2]. Основная причина заключается в том, что индикаторы технического анализа базируются на исторических данных изменения цен, которые не учитывают возможные аномалии. Проблему применения исторической выборки для прогноза будущего тренда подробно описывает Нассим Талеб в своей работе [8]. Для акций второго и третьего эшелона необходимо наличие большого количества участников, которые способны обеспечивать процесс непрерывной торговли и ценообразования. На бумагах данного типа количество участников ограничено, при этом они подвержены высокому риску манипуляции ценами. Классическая оценка рисков также неприменима, так как акции второго и третьего эшелона не обладают нормальным распределением, а следовательно измерение риска через инструменты вроде **VaR (Value at Risk – стоимостная мера риска)** становятся неэффективным [6]. Данный вопрос особенно актуален для небольших инвесторов, которых привлекает высокая доходность. Именно бумаги второго и третьего эшелона способны обеспечить высокий процент на вложенный капитал. Однако отсутствие или малое количество индикаторов, которые способны качественно оценить перспективы таких акций, существенно увеличивают риски потенциальных инвесторов. В западных странах торговлю акциями второго и третьего эшелона принято называть «*Pennystocks trading*». Рынок таких бумаг состоит из компаний с малой капитализацией. Инвесторам бывает трудно найти достоверную информацию, так как акции второго и третьего эшелона обычно непрозрачны. Проблема грамотного анализа данных бумаг особенно важна для российских инвесторов с небольшим портфелем, потому что именно эти акции становятся объектом торговли многих начинающих инвесторов.

При формировании портфеля из акций второго и третьего эшелона следует отказаться от модели Марковица. Это связано с основными допущениями модели – фондовый рынок эффективен. Данное утверждение о рынке состоит из нескольких положений. Во-первых, вся информация о рынке доступна любому игроку. В действительности, чем ближе бумага к третьему эшелону, тем менее она прозрачна [8]. Во-вторых, ни один из инвесторов не в состоянии оказывать воздействие на цены. Практика показывает, что отдельные участники рынка могут воздействовать на цену. Обычно акции третьего эшелона подвержены манипуляциям ценами в большей степени, чем акции второго эшелона. Основная цель крупных игроков заключается в получении спекулятивной прибыли через продажу крупных пакетов акций. Для этого цена искусственно поднимается после длительной фазы накопления, которая может длиться на протяжении многих месяцев. Основными примерами могут служить акции компании «GTL», «Медиахолдинг» и «Русолово». В-третьих, информация влияющая на цены акций, носит случайный характер. Если бумага обладает риском недобросовестной манипуляции ценами, то динамику изменения ее цен нельзя назвать случайной. Отсутствие большого количества инвесторов на данных акциях существенно снижает уровень случайного изменения цен. Выше описаны не все допущения портфеля Марковица, однако указаны наиболее значимые [6].

При анализе акций третьего и второго эшелона следует сделать упор на анализ VSA (volume spread analysis – анализ объемов и спредов), теорию аукциона и произвольные от них методы. Анализ объемов и спредов отражает структуру фаз *накопления и распределения*. Под накоплением принято понимать фазу, при которой крупные игроки аккумулируют денежные средства в выбранных активах. Обычно такие покупки осуществляются после длительного падения или флэта, расположенного на локальных минимумах. Распределением называют фазу тренда, при которой крупные игроки продают свои акции более слабым игрокам. Отличительной особенностью акций третьего эшелона явля-

ется затяжная фаза накопления с последующим бурным ростом. Рост длится от двух дней до недели. В момент роста происходит фаза распределения [7].

При анализе VSA следует обратить внимание на следующее. 1. Фон. Фон – это общая динамика изменения спрэдов свечей по отношению к объему. Узкие тела свечей при высоком объеме говорят об активности крупных игроков. Анализ следует проводить по интервалам, начиная от пяти до тридцати дней. Фаза накопления длится не один день, поэтому важно определить момент, когда после падения цен или флэта спрэды свечей начинают сужаться, а объемы увеличиваться. 2. Анализ структуры свечей и ценовых уровней. Покупатели всегда хотят купить дешевле – это означает, что большая часть объемов будет приходиться на нижнюю часть свечи или на те уровни цен, где стоимость бумаги будет невелика. Продавцы всегда хотят продать дороже – это означает, что во время фазы распределения крупные объемы будут располагаться в верхней части свечи или на тех уровнях цен, где стоимость бумаги будет высокой. 3. Чувствительность к новостному фону. Акции с высокой чувствительностью являются чрезмерно волатильными. К такому типу бумаг можно отнести голубые фишки, которые в силу обстоятельств перешли во второй или третий эшелон. Еще длительное время они обладают высокой ликвидностью, так как привлекают множество спекулянтов. Эти игроки вкладывают деньги на краткосрочную перспективу и в случае изменений ситуации закупают или продают акцию. Бумаги с низкой чувствительностью менее волатильны, как правило, они обладают иммунитетом к «новостному шуму». Эти бумаги часто являются малоизвестными с самого начала своего обращения, инвесторы обходят их стороной. На таких акциях часто появляются крупные игроки, которые проводят компании по аккумуляции и продаже крупных пакетов. Чувствительность к новостному фону является изменчивой мерой [3].

Для лучшего понимания механизма ценообразования инвестору, вкладывающему деньги в акции второго и третьего эшелона, следует ознакомиться с теорией аукциона. Это направление изучает принципы, связанные с причинами, по которым происходят изменения цен на фондовом или фьючерсном рынках под воздействием потока ордеров. Согласно теории аукциона, можно выделить шесть основных положений.

1. Участниками торгов являются покупатели и продавцы. Эти две категории управляют силами спроса и предложения. Преобладание покупателей вызывает избыточный спрос, что заставляет цену идти вверх, а преобладание продавцов способствует возникновению избыточного предложения, что направляет цену вниз. Эти две силы изменчивы и подвергаются постоянной переоценке.

2. Баланс цены отражается мерой вовлеченности трейдеров. Баланс – это ценовой диапазон, где сила спроса и предложения равны. Такой ценовой интервал характеризуется высоким объемом. Движение цены происходит относительно уровня баланса. Важно заметить, что баланс также подвергается постоянному изменению и может перемещаться со временем при переоценке цены актива со стороны покупателей и продавцов.

3. Зоны справедливой стоимости – это интервалы цен, которые являются уровнями отсчета, откуда покупатели (спрос) будут пытаться двигать цену выше и продавцы (предложение) будут пытаться двигать цену ниже. Такие зоны формируются, когда существует точка баланса. Для покупки хороши моменты, когда стоимость актива ниже зоны справедливой стоимости. Для продаж оптимальной является ситуация, когда стоимость актива выше зоны справедливой стоимости.

4. Движение цен. Тренд начинается, когда на рынке существует дисбаланс одной из сил (спрос/предложение). Он продолжается до тех пор, пока не войдет в зону цен, где противоположная сила начнет преобладать. Далее происходит процесс накопления и образования баланса. Когда происходит новая переоценка стоимости актива, цены начинают выходить из зоны баланса, если они не возвращаются к равновесию, то происходит образование нового тренда.

5. Движение происходит от состояния дисбаланса к состоянию баланса (и обратно). Инвестору важно правильно определять уровни накопления и распределения. В фазе равновесия цена находится от 70 % до 85 % всего времени. На основе состояния цикла инвестор делает выбор оптимальной стратегии.

6. Активность участников торгов делится на иницирующую и реагирующую. Реагирующая активность – это реакция покупателей на выход цены ниже уровня справедливой стоимости, а для продавцов выше этого уровня. Иницирующая активность – это активность, которая возникает при дисбалансе и движении тренда. При падении цены ниже справедливой стоимости начинают нарастать новые продажи. В свою очередь, при росте цены выше справедливой стоимости происходит резкий рост новых покупок, которые заставляют цену подниматься еще выше [1].

Улучшить результаты VSA позволяют инструменты кластерного анализа, к которым можно отнести графики «**Footprint**». **Footprint (футпринт)** – это инструмент, который строится на основе данных объема сделок. Футпринт рисует объемы прямо на графике по каждой цене и по каждой свече. Кластерный анализ является частью технического анализа. Однако он учитывает не только исторические данные цены, но и данные объемов. Футпринт позволяет определять уровни сосредоточения покупателей и продавцов на разных ценовых уровнях. Комбинация этих составляющих одновременно позволяет использовать футпринт как метод текущего и исторического анализа. Именно соотношение оценки спроса и предложения на разных уровнях позволяет определить места дисбаланса и справедливой стоимости. На основе полученной информации инвестор может принять решение об оптимальной точке входа в позицию [5]. Эти особенности кластерного анализа делают его более эффективным инструментом при оценке акций второго и третьего эшелона.

Совокупность теории аукциона, VSA и кластерного анализа позволяют свести к минимуму ложные сигналы, допускаемые при использовании ценовых индикаторов технического анализа. Это связано с тем, что классический технический анализ (*осцеляторы, фигуры тренда и скользящие средние*), базируется на историческом результате взаимодействия сил спроса и предложения, при этом не объясняя первопричину. Цена акции мало информативна, если не учитывать величины объемов, соотношение к спреду, фону и взаимодействию покупателей с продавцами. Ценовые индикаторы хорошо работают на высоколиквидных инструментах, но почти бездейственны на акциях второго и третьего эшелона [3].

В дополнение к описанным инструментам, инвестору следует обратить внимание на корректировки, которые необходимы при работе с бумагами второго и третьего эшелона. Во-первых, следует учитывать денежные обороты, а не объемы лотов за день. Это позволяет более четко определить фазы накопления акций. Лот всегда стандартизован, а цена изменчива, как следствие одинаковые объемы лотов с разными ценами заключают в себе разные суммы денег. Во-вторых, важно распознать наличие или отсутствие крупного игрока. Именно крупный игрок двигает цену и инвестору важно подстроиться под его движение. Крупных игроков можно наблюдать в «стакане заявок», когда с целью манипуляции настроением участников торгов, они выставляют крупные заявки на продажу или покупку. Крупный игрок – это большие деньги, если движение цен начинает происходить в более узких диапазонах, а объемы денежных оборотов возрастают, то это хороший индикатор, указывающий на присутствие крупного игрока. В-третьих, наличие «пузырей» или резких обвалов без причины указывает на наличие манипулятора.

Формирование портфелей из акций второго и третьего эшелона следует производить по простому **правилу 1/N**. В работе Герд Гигеренцер [4] рассматривает данный подход как наиболее эффективный. Согласно этому правилу, акции следует распределить в портфеле равными долями. Минимальная сумма акций в портфеле равна трем, а максимальная не ограничена. С ростом бумаг в портфеле уровень диверсификации будет расти с замедляющимися темпами. Некоторые практики

отмечают, что уже после десятой бумаги, темп прироста диверсификации начинает стремительно падать. Важная особенность таких бумаг заключается в высоком и изменчивом риске. Не следует покупать акции третьего эшелона, чья стоимость имеет высокий потенциал падения. Акции третьего эшелона, обычно, стоят ниже своего номинала. Иногда цена может составлять копейки, и чем ниже она упала от величины номинала, тем более привлекательным объектом она становится для манипуляций. Падение цены ниже нуля невозможно, а потенциальный рост не ограничен. Бумага, чья стоимость стремится к нулю, становится похожа на опцион. Затраты на ее покупку схожи с уплатой премии, а риск ограничен падением к нулевой стоимости [9].

В статье мы рассмотрели базовые положения инструментов анализа, которые показывают хорошие результаты на акциях второго и третьего эшелона. Следует учесть, что каждая ценная бумага обладает своими особенностями, и применение любых методик анализа необходимо адаптировать под конкретную акцию.

#### Библиографический список

1. Базовые концепции теории Аукциона [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://tempofox.com/bazovye-konceptsi-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. Инвестопедия [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.investopedia.com/terms/f/footprint-charts.asp> (дата обращения : 05.06.2015).
6. Лобанов, А. Энциклопедия финансового риск-менеджмента : учеб. пособ. / А. Лобанов, А. Чугунова. – М. : Альт-инвест, 2009. – 785 с. – ISBN 5-94599-098-1.
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.