

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Институт магистерской подготовки

Кафедра «Ценные бумаги и
финансовый инжиниринг»
«Допустить к защите»
Заведующий кафедрой

_____ проф. Миркин Я.М.
«__» _____ 2005 года

Магистерская диссертация

**ТЕМА: «Основы внутридневной торговли на фондовом
рынке США»**

Студент ИМП (группа "ЦБ и ФИ"):
Ткаченко Н.М.

Научный руководитель:
к.э.н., доцент. Безсмертная Е.Р.

Москва
2005 год

Введение.....	3
Глава 1. Описание системы вторичного рынка акций.....	7
1.1 Общие положения.....	7
1.2 Влияние крупных капиталов на вторичный рынок акций.....	11
1.3 Спекулятивная сущность вторичного рынка акций.....	12
1.4 Коммерсализация ее влияние на поведение экономических субъектов в системе вторичного рынка акций.....	14
1.5 Взаимозависимость волатильности ликвидности и спекулятивности влияние выраженности этих явлений на привлечение крупных капиталов.....	18
1.6 Выводы первой главы работы.....	21
Глава 2. Виды технико-технологических организаций торгов Нью-Йоркской фондовой биржи.....	23
2.1 Классические торги. Функции технологии участников их влияние на внутридневные колебания цены.....	23
2.2 Электронные коммуникационные сети.....	30
2.3 Система гибридного рынка NYSE Direct+.....	32
2.4 Выводы второй главы работы.....	35
Глава 3. Алгоритм внутридневной торговли.....	36
3.1 Выбор инструментов работы.....	36
3.2 Поиск инструментов, по которым возможны ценовые колебания основы суждений о направлении ценовых колебаний.....	40
3.2.1 Роль специализированных поисковых систем.....	40
3.2.2. Роль технического анализа.....	44
3.2.3 Использование новостей.....	50
3.3 Внутридневная торговая тактика.....	54
3.4 Разбор практического примера.....	63
3.5 Выводы третьей главы работы.....	70
Заключение.....	71
Список использованной литературы.....	78

Введение.

Актуальность работы. Большинство современных отечественных исследователей в сфере принятия инвестиционных решений на вторичном рынке акций алгоритм внутридневной торговли признается не эффективным. Параллельно с этим по всему миру идет широкое развитие частных предпринимательских организаций занимающихся исключительно внутридневной торговлей. Причем они не осуществляют посреднические услуги в доступе к торгам, а самостоятельно обучают специалистов и дают им в управление собственные финансовые ресурсы. Научные подходы к анализу процессов на вторичном рынке акций и модели, на основании которых предсказываются изменения цены, привлекают сложный математический аппарат и не всегда однозначно эффективны. В свою очередь методология внутридневного трейдинга предполагает развитие у принимающего инвестиционное решение чисто психофизиологических особенностей. К ним можно отнести скорость реакции, минимальный период между принятием решения и его исполнением, способность длительно оставаться сосредоточенным, способность быстро обрабатывать поступающую цифровую и графическую информацию и интерпретировать ее по заданным алгоритмам. Как результат, появляется некий индивидуальный торговый алгоритм, который не может быть однозначно формализован и абсолютизирован и, соответственно, быть качественно описан и использован другими для получения прибыли в системе вторичного рынка акций. Особенно примечателен тот факт, что всеобщее распространение из числа компаний использующих алгоритм внутридневной торговли наибольшее и повсеместное распространение получили организации, торгующие на Нью-Йоркской фондовой бирже. Причем отделения этих организаций широко представлены в странах СНГ, странах Азиатского региона и городов России, что позволяет предполагать о необязательности глубокого изучения рыночной конъюнктуры для успешной реализации исследуемого торгового

алгоритма. Действительно на практике подавляющее большинство внутридневных трейдеров не имеют высшего экономического образования. Создается некое нарушение общепринятой логически целесообразной концепции, что для успешного инвестирования необходимо глубокое и всестороннее изучение фондового рынка, наличие фундаментальных знаний для верной интерпретации поступающей информации. Разрыв теоретических суждений с реально существующей практикой позволяет формализовать сложившуюся ситуацию как апорию и обосновать выбор темы магистерской диссертации.

Целью магистерской диссертации является формализация современной внутридневной торговли на американском фондовом рынке как торгового алгоритма, зарождение и эффективное функционирование которого, возможно только в технико-технологических условиях Нью-Йоркской фондовой биржи.

По авторскому мнению работа должна состоять из частей, которые содержат подробное описание методологии внутридневной торговли, описание технико-технологической структуры Нью-Йоркской фондовой биржи позволяющей реализовать торговый алгоритм и описание вторичного рынка акций с выделением факторов создавших зарождение исследуемого явления.

В соответствии с поставленной целью были формализованы следующие задачи.

1. Описать вторичный рынок акций с учетом процессов коммерциализации, развития электронных коммуникативных технологий и переориентации инфраструктуры фондового рынка на розничного инвестора.

2. На основании описательных характеристик сформулировать факторы способные повлиять на ценообразование в системе вторичного рынка акций.

3. Дать описание технико-технологических элементов Нью-Йоркской фондовой биржи и предположить их влияние на ценообразование.

4. Из вышеописанных положений объяснить методологию внутридневной торговли.

Предмет и объект работы. Предметом работы является алгоритм внутридневной торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже. Объектом работы является технико-технологическая организация Нью-Йоркской фондовой биржи.

Методологической основой работы стали формально-логические и диалектические методы и приемы экономической теории.

Информационной базой работы стали графики котировки курсов акций котирующиеся на Нью-Йоркской фондовой бирже с сайтов: www.Bigcharts.com www.Prophet.net фактологическая база с сайта www.reuters.com <http://finance.yahoo.com> www.nyse.com. Методология торговли дана с использованием отображения информации по системе торговой площадки Graybox и торгового приложения графической информации Alphatrade. В описательных частях работы используются научные работы отечественных авторов, переводы статей и пособий зарубежных авторов.

Структура работы.

Во введении приведены основные сведения о содержании и характеристики работы, ее цели, задачи, предмет и объект работы.

В первой главе описывается первичный рынок акций с учетом современных концепций коммерсализации и ориентации на розничного клиента, спекулятивной сущности вторичного рынка, сложности предсказания будущей цены в условия изменившейся инфраструктуры

рынка. В выводах выдвинуто предположение о заинтересованности всех субъектов вторичного рынка в существовании исследуемого торгового алгоритма, зависимость его реализации от уровня технологической подготовленности торговой площадки.

Во второй главе рассматривается влияние технико-технологической структуры Нью-Йоркской фондовой биржи на вид методологии торговых алгоритмов позволяющих извлечь спекулятивную прибыль. Выдвигается суждение о сильном влиянии технологических разработок на краткосрочное ценообразование, оцениваются три вида торговых структур в составе биржи, оцениваются преимущества и недостатки каждой.

В третьей главе на основании базисных элементов технико-технологической организации Нью-Йоркской фондовой биржи дается теоретическое описание внутридневной торговли. Приводится разбор практического примера.

В заключении автором приводятся итоги работы, формулируются выводы, дается суждение о применимости торгового алгоритма на других рынках.

Личный вклад. Работа является самостоятельным трудом, выполненным на основании теоретического и практического материала, а также личного опыта внутридневной торговли в системе гибридного рынка акций Нью-Йоркской фондовой биржи полученного в период производственной практики.

Глава 1.

Описание системы вторичного рынка акций.

1.1 Общие положения

Важнейшим сегментом финансового рынка является рынок ценных бумаг, который представляет собой механизм перераспределения инвестиционных потоков в реальный сектор экономики от агентов, имеющих денежные средства в избытке к агентам, нуждающимся в финансировании. С этих позиций рынок ценных бумаг удобно рассматривать как глубоко проработанную систему распределения капиталов специфической особенностью которой, является то, что движение денежных средств оформляется специальным документом – ценной бумагой. «Ценная бумага – это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход».¹ Как экономическое явление возникает из сферы производства реальных благ, и объясняется потребностью хозяйствующих субъектов в финансовых ресурсах. Финансовые ресурсы хозяйствующего субъекта подразделяются на две группы: собственные и заемные. В форме займов ожидается, что к какому-то моменту в будущем экономический субъект погасит займ. При таких обстоятельствах заемщик будет платить комиссию за получение разрешения на использование денег в течение определенного периода времени; как правило, эта комиссия представлена в форме регулярных процентных платежей, которые рассчитываются как процент от заимствования средств. Или экономический субъект может предложить права собственности на часть компании. Здесь не ожидается, что заемщик вернет привлеченные средства, так как он позволяет новым владельцам компании участвовать с ним в конкурентной борьбе в сфере товарного

¹ В.А. Галанов А.И. Басов Рынок ценных бумаг / Учебник.- 2-е издание переработанное и дополненное М.:«Финансы и статистика» 2001.С- 14

производства и претендовать на часть прибыли компании. Не в зависимости от вида финансирования, представляя действительный капитал, приносящий доход, ценные бумаги превратились в актив, который сам получает денежную оценку, и становится объектом инвестиций.

Агент, имеющий денежные средства в избытке (владелец крупных капиталов) вынужден принимать решения об инвестициях, руководствуясь критериями доходности и риска. С точки зрения доходности им оценивается прибыль от вложений к темпам инфляции. По данному критерию вложения сбережений могут быть сопоставимы с уровнем инфляции, прибыльны и сверхприбыльны. С точки зрения риска необходимо оценить риски, связанные с конкретной системой перераспределения финансового ресурса. В системе рынка ценных бумаг эти риски возникают в связи с заменой действительного капитала на фиктивный капитал, что ведет к потере ликвидности капиталов. Сохранение ликвидности капиталов обеспечивается только системой экономико-правовых отношений.

В случае перераспределения через банковский сектор возникновение риска возможно в результате изменения формы существования действительного капитала. «К возникающим рискам следует отнести процентный риск (когда темпы инфляции внезапно опередят ставку по депозиту) и риск банковского и межбанковского дефолта. В условиях высокоразвитых стран, когда существует система гарантий сохранности банковских вкладов, а инфляция не претерпевает резких скачков, подобные риски незначительны. Другое дело на рынке ценных бумаг: традиционно высокий курсовой риск, сопряжен с высоким уровнем риска банкротства эмитента ценной бумаги».² Впрочем, высокий риск – это плата за высокоожидаемую доходность, желание извлечения сверхприбыли. В свою очередь, в системе рынка ценных бумаг помимо инструментов долевого

² Недосекин А.О. Финансовый анализ в условиях неопределенности: вероятности или нечеткие множества? // 1999.- На сайтах: www.vmgroupp.sp.ru, cfin.ru/analysis, <http://www.delovoy.newmail.ru/analitic/3.htm>

финансирования существуют инструменты долгового финансирования. В обоих случаях со стороны инвестора существует риск невозвращения вложенных средств, и риск недополучения прибыли в результате неуспешной конкуренции предприятия – заемщика в сфере производства реальных благ. Долговое финансирование предполагает гарантированную прибыль в виде процентной ставки, и основано на принципе срочности и возвратности. Однако у владельца все же остается риск невозвращения капиталов и риск неполучения прибыли в виде процентных платежей. Исходя из объектов долгового финансирования, риск невозвращения капиталов снижается в ряду:

корпоративный сектор, банковский сектор, государственный сектор.³

Потенциальный риск находит отражение в предполагаемой прибыли, которая в зависимости от принадлежности инструментов к секторам финансового рынка, снижается аналогично.

Переход капиталов в ту или иную сферу финансирования, в тот или иной сектор финансового рынка или сектор экономики зависит от макроэкономических показателей, по которым возможно суждение о соотношении прибыль/риски на конкретный момент времени. Таким образом, ясна объективно существующая конкуренция в распределении крупных капиталов между сферами долгового и долевого финансирования в пределах конкретных национальных экономик. Механизмов перераспределения капиталов, способных принести прибыль от вложений, при этом сохраняя их ликвидность мало. Сфера долгового финансирования низкоприбыльна, поэтому при благоприятных макроэкономических показателях, трактовка которых позволяет сделать выводы о снижении рисков на рынке акций, происходит рост интереса владельцев крупных капиталов к инвестициям на вторичном рынке акций.

³ Базовый курс по рынку ценных бумаг. — М.: Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1997 Ряд составлен по данным главы 1.1 стр 13-17

Принципиальная схема перераспределения капиталов (рис.1)⁴:

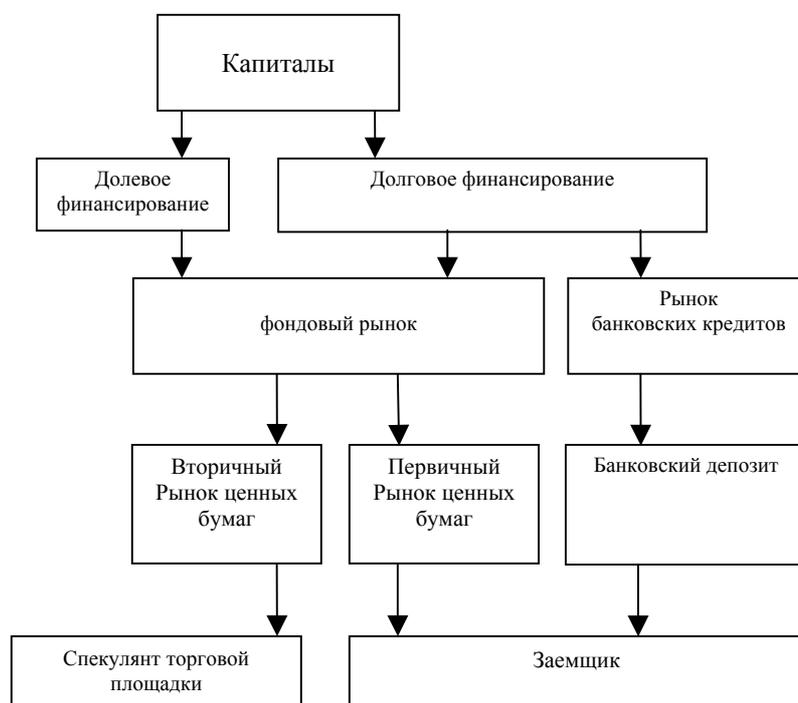


Рис.1 Схема перераспределения финансовых потоков через инструменты долевого и долгового финансирования

Роль макроэкономических показателей приобретает большее значение в выборе национального рынка объекта инвестиций крупным инвестором, смещая анализ финансового положения эмитента на второе место по значимости. Широко развитые технологии доступа крупных капиталов на национальные рынки, базирующиеся на развитых электронно-коммуникативных технологиях и систем экономико-правовых отношений, обеспечивают приток крупных капиталов во вторичный рынок акций в зависимости от макроэкономической ситуации. Остается формализовать влияние крупных капиталов на вторичный рынок акций в соответствии с современными положениями.

⁴ Составлено автором

1.2 Влияние крупных капиталов на вторичный рынок акций

Объясняется спецификой рынка. Рынок акций уникален, так как товаром на нем является единица потребительная стоимость, которой не имеет материальной основы, а коренится во взаимоотношениях между владельцем бумаги и стороной имеющей обязательства по ней. Несмотря на законодательную основу этих взаимоотношений, риск невыполнения обязательств остается всегда. Поэтому рынку акций присущ элемент случайности. Акт купли - продажи не означает наступление времени использования товара, а есть переход от одного владельца к другому. Таким образом, создается система, основным родом занятий которой является передача специфического продукта, стоимость которого постоянно недоопределена из-за наличия случайностного фактора в его ценообразовании. Приложение основных законов экономики на данную систему с обязательным допущением о постоянном количестве актива позволяет описывать ценообразование продукта в ней на основе теории рыночного равновесия в экономических «отраслях с фиксированным циклом производства».⁵ Так избыток спроса толкает цены вверх, что приводит к избытку предложения, который толкает цены вниз, в свою очередь низкая цена приводит к появлению избытка спроса и т.д. В модели характеризующейся равными наклонами кривых спроса и предложения цена совершает регулярные колебательные движения вокруг некоторой абстрактной цены равновесия. В системе вторичного рынка акций это отображается в виде колебания цены в некоем горизонтальном коридоре цен, который снизу ограничен уровнем поддержки, а сверху уровнем сопротивления. Графическое отображение подобной ситуации в графическом анализе имеет название боковой тренд. Предпосылок для поиска нового равновесного состояния на другом ценовом уровне у системы нет. Дисбаланс в системе возможен в результате изменения наклона кривых спроса и

⁵ Нуреев Р.М. Курс микроэкономики: Учебник для вузов. – 2-е изд., изм – М.: Издательство норма, 2002. – С. 94 - 96

предложения. Появление нового покупателя приведет к изменению наклона кривой спроса и система, сохраняя колебательные движения, переместится на новый ценовой уровень, причем больший избыток спроса вызовет большее изменение цены. Так же важна количественная величина фактора приведшего к изменению избытка спроса имеющего то или иное значение. Этот фактор – капитал, либо поступивший в систему вторичного рынка с целью долевого финансирования, либо консолидация диверсифицированных потоков существующих внутри системы. Обратные зависимости возникают в случае повышения избытка предложения ведущего к понижению цены, когда держатели крупных капиталов хотят превратить фиктивную форму капитала снова в ликвидную. Основные причины таких решений следующие: снижение стоимости фиктивного капитала, усиление рисков при владении фиктивным капиталом, желание зафиксировать прибыль.

1.3 Спекулятивная сущность вторичного рынка акций.

Выбор нового объекта инвестиций в сфере вторичного рынка инициирует передачу актива «из рук в руки» в обмен на деньги, а вышеописанные взаимозависимости создают предпосылки для спекуляций, т.е. перепродажи актива между участниками товарообменных операций только с целью извлечения прибыли за счет разницы курса. Подобная возможность получения прибыли в не сферы товарного производства привела к повышенной деловой активности в данном секторе фондового рынка. Как результат в начале нынешнего столетия вторичный рынок акций получил конкретное выражение в виде высокотехнологичных торговых площадок и сопровождающих их систем экономико-правовых отношений участников торговли основанных на симметрии прав и обязательств. Научно-экономико-правовая разработка вторичного рынка акций создала технологию позволяющую привлекать средства в сферу биржевых

спекуляций основанной на спекулятивных сделках. Графическое представление спекулятивной сделки (Рис.2):⁶

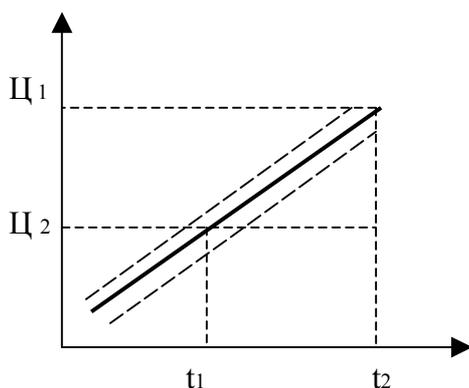


Рис. 2 Графическое изображение спекулятивной сделки

Где C_1 -цена в сделке для момента t_1 ; C_2 - цена в сделке для момента t_2 ; t_1 - момент начала спекулятивной операции; t_2 -момент завершения спекулятивной операции. Доход спекулянта равен разнице $C_2 - C_1$.

Дополнительными доводами о спекулятивной сущности вторичного рынка акций могут быть:

1 Факт существования размеров «свободной для обращения части акционерных капиталов»,⁷ величина которых в случае приобретения их на вторичном рынке не дает право инвестору на полноправное управление предприятием и, следовательно, инвестор не вступает в конкурентную борьбу за прибыль в сфере товарного производства. В таком случае прибыль может формироваться только из величины выплачиваемых дивидендов и величины прироста стоимости активов находящихся в собственности. Операция же извлечения прибыли из разницы в ценах стоимости актива предполагает продажу актива. Сам факт покупки актива с целью его

⁶ Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: - М.: Финансы и статистика, 2003 С.84

⁷ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг в России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002. С-117

дальнейшей перепродажи свидетельствует о спекулятивных мотивах совершения операции.

2 Сделки по крупным пакетам акций меняющие собственника бизнеса в подавляющем большинстве происходят через инструменты первичного рынка акций вне сферы вторичного рынка.

3 Механизм эмиссии акций эмитента с использованием вторичного рынка предусматривает наличие посредника (андеррайтера группы андеррайтеров) который является первым собственником (распорядителем) всего объема эмиссии. Доведение акций до широкого круга инвесторов возможно только через перепродажу с фиксацией прибыли посредника (что обязательно оговаривается в условиях договора) т.е. через классическую спекуляцию.

В системе вторичного рынка акций присутствует две принципиальных возможности получать прибыль: за счет платежей встроенных в торговые сделки (комиссия) и за счет изменения стоимости активов во времени. Возможность получать прибыль отразилась на поведении субъектов вовлеченных в систему вторичного рынка и выразилась в коммерсализации, последствия которой, определяют взаимодействие базисных элементов на вторичном рынке.

1.4 Коммерсализация ее влияние на поведение экономических субъектов в системе вторичного рынка акций.

Возможность получать прибыль повлекла за собой образование специфической группы профессиональных участников, которую, исходя из критерия выполняемых ими функции, можно разделить на три группы:

1) Группа обслуживающая товарообменные операции знания и навыки, которой обеспечивают сохранность и функционирование технологий перераспределения прав на собственность в пределах торговой площадки.

2) Группа

а) привлекающая средства из различных отраслей народного хозяйства, формирующая из разрозненных финансовых потоков крупные капиталы и проводящая эти капиталы через серию спекулятивных операций.

б) проводящая денежные средства без их включения в состав крупных капиталов с целью сохранения над финансовыми потоками оперативного контроля владельцев денежных средств.

3) Группа владельцев капиталов решившая приумножить их в процессе биржевой спекуляции.

Если операционно-организационное существование вторичного рынка акций возможно за счет деловой активности первой группы, то обеспечение ресурсами системы возможно только за счет активности остальных двух групп, причем качественные характеристики деятельности первых двух групп выражающиеся количественными показателями, напрямую зависят от действий представителей третьей группы. В свою очередь финансовая заинтересованность участников в существовании этой социально-экономической системы делает невозможным ее разрушение. Так, например, непоступление крупных капиталов в рамках заданной национальной экономики в систему вторичного рынка акций не приведет к краху системы за счет слаженного функционирования первых двух групп, продолжающих получать прибыль на обслуживании некрупных диверсифицированных финансовых потоков. Само же сохранение технологии и большей части участников сферы биржевой спекуляции, в конце концов, привлечет крупные капиталы, которые находятся в постоянном движении в поисках сверхприбыли. Финансовое поощрение первой группы участников обеспечивается за счет обыденных платежей (платежей встроенных в торговые сделки). Эти платежи обеспечивают издержки существования биржи и вычитаются из ресурсов участников двух остальных групп.

Финансовая прибыль второй группы возникает из:

Для подгруппы 2а:

1 платежей в виде обязательных надбавок к платежам встроенным в торговые сделки.

2 платежей в виде вознаграждения представленные процентными отчислениями от абсолютных величин спекулятивной прибыли.

Для подгруппы 2б:

1 платежей в виде вознаграждения представленные процентными отчислениями от абсолютных величин спекулятивной прибыли.

2 абсолютной величины спекулятивной прибыли.

Финансовый эффект третьей группы возникает из абсолютной величины спекулятивной прибыли.

Ключевой фигурой в системе вторичного рынка акций является спекулянт пытающийся получить прибыль из роста/падения стоимости актива. По приведенной классификации групп участников это представители второй группы, которые в зависимости от величины финансовых ресурсов и возможностью влияния на рынок подразделяются на:

1 Крупных

2 Средних

3 Мелких

По принадлежности финансовых активов выделяют три группы инвесторов:

1 Физические лица

2 Корпоративные инвесторы

3 Институциональные инвесторы⁸

Понятно, что институциональные спекулянты являются по величине предоставленных в распоряжение активов крупными и средними. Право проводить серии спекуляций крупными капиталами денежных капиталистов предоставляется только крупным спекулянтам, уровень профессионализма которых и степень информационной обеспеченности сводит риск потерь к минимуму.

Сложная технологическая организация и высокая величина постоянных издержек, в том числе финансовое поощрение участников расходы на поддержание операционно-организационной структуры системы, которая не производит реальных благ, а лишь распределяет финансовые потоки, предполагает использование ресурсов поступающих извне. Так же величина спекулятивной надбавки в данной системе и фиксированная прибыль может появиться только за счет перераспределения их от других участников системы, что можно отобразить в виде принципиальной схемы (Рис. 3)⁹:

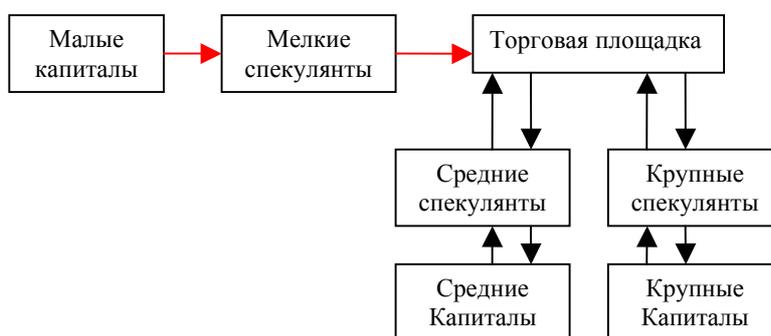


Рис.3 Перераспределение финансовых ресурсов среди участников торговли

⁸ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок С. 324

⁹ Составлено автором

Из схемы видна сущность перераспределения, которая возможна при наличии постоянного донора финансовых ресурсов само существование, которого объясняется агрессивной политикой навязывания услуг участниками первых двух групп. В результате гиперразрекламированности эпизодически случающегося потока капиталов к мелким спекулянтам обеспечивается постоянный приток диверсифицированных капиталов из разных отраслей хозяйства, который включается в процесс перераспределения, формируя спекулятивную прибыль капиталам денежных капиталистов и финансовое поощрение участников рынка.

Таким образом, коммерсализация стимулирует участников торговой площадки к увеличению доходов от их деятельности. Для участников, финансовое поощрение которых складывается из платежей встроенных в торговые операции, величина дохода может быть увеличена за счет увеличения числа клиентов, увеличения количества сделок и увеличения капиталов, обслуживаемых торговой площадкой. Первое достигается за счет снижения барьера доступа непрофессиональным участникам непосредственно к торгам и ориентацией на розничного клиента. Достижение этой задачи возможно только на базе развития электронно-коммуникативных технологий и систем экономико-правовых отношений сопровождающих эти технологии, а также за счет создания легко поддающихся пониманию торговых алгоритмов и широкой рекламы специфического сервиса и услуг. Попытки в увеличении числа торговых операций могут включать в себя разработки и навязывание алгоритмов ведущих к увеличению количества сделок. Привлечение крупных капиталов обеспечивается победой конкретной торговой площадки в конкуренции с другими площадками.

1.5 Взаимозависимость волатильности ликвидности и спекулятивности влияние выраженности этих явлений на привлечение крупных капиталов

Принято считать, что после выбора актива крупный спекулянт начнет скупать акции заинтересовавшего его эмитента на рынке, причем интервал между покупкой и продажей у крупного игрока достаточно велик, поэтому акции надолго осядут на его счете депо. Считается, что крупный спекулянт не станет закрывать позицию на следующий день с целью фиксации минимальной прибыли. Продажа актива произойдет позже через значительный срок с фиксацией максимально возможной прибыли. Таким образом, бумага выходит из сферы обращения и теряет свое экономическое содержание и превращается в обычный депозит, для которого начисляется установленный доход. Причем «депозит, например банковский, уже не является фиктивным капиталом, а есть форма существования действительного капитала»¹⁰. Пройдя через короткий период существования в виде фиктивного капитала, права на крупные капиталы депонируются в виде депозита на счетах крупных спекулянтов и выводятся из сферы обращения. Затем права на капиталы снова через короткий период времени существования в виде фиктивного капитала переходят в действительный капитал. Соответственно, чем более развита сфера обращения по данной акции, тем более ликвиден переход через этот инструмент форм и видов капитала. Поскольку основной аспект обращения – оборот в результате купли продажи, а цель купли продажи в системе вторичного рынка акций – извлечение спекулятивной прибыли, выходит, что чем больше спекулятивный интерес у инвесторов по данной акции, то тем больше возможностей, что крупные капиталы придут в систему торговли ею.

Капитал, поступая в систему в виде консолидированного финансового потока, в результате покупки акций у держателей акций диверсифицируется на множество мелких потоков. Диверсификация крупных потоков в свою очередь простимулирует развитие обращения, так как каждый агент будет

¹⁰. Галанов В.А Басов А.И. Рынок ценных бумаг / Учебник.- 2-е издание переработанное и дополненное М.:«Финансы и статистика» 2001.С- 17

продолжать пытаться получить прибыль через последующие сделки купли продажи. Таким образом, крупные потоки стимулируют спекулятивные операции не только по механистическим критериям наполняемости замкнутой системы, но и косвенно, так как фактически капитал из системы реально не извлекается, а продолжает присутствовать в сфере обращения. Получается объективная взаимозависимость спекуляции и волатильности, их участие в формировании ликвидности, а степень выраженности последней в свою очередь напрямую влияет на возможность привлечения крупных капиталов в систему. Вполне правомочно утверждать, что в системе вторичного рынка инвестиции стимулируют спекуляции. Причем величина первых напрямую отражается на величине последних. Теоретически необходим рынок, в котором спекулятивные колебания цены неспособны спугнуть инвестора возможностью потерь стоимости его активов с одной стороны, с другой неспособны повысить стоимость активов настолько, чтобы заставить инвестора зафиксировать прибыль. Т.е. необходим рынок с регулируемой волатильностью, волатильностью в некоем коридоре, создать которую могут только искусственные механизмы, выводящие тем самым систему из чисто рыночных влияний. Из всех известных национальных рынков больше всех этим требованиям удовлетворяет рынок США. В нем даже несколько крупных торговцев действующих согласованно, не способны создать такой избыток спроса/предложения, которые бы вывели систему на новый ценовой уровень в поисках нового состояния приближенного к равновесию. Объясняется это достаточно большим количеством средних игроков, средним по меркам фондового рынка США, ресурсы которых адекватны возросшему избытку спроса/предложения. Не меньшую роль играет в этом операционно-технологическая структура рынка. Поэтому, несмотря на сохраняющуюся волатильность, рынок США остается самой привлекательной системой для долгосрочного инвестора, который приобретает уверенность в защите своих инвестиций от спекулятивных интересов группы владельцев крупных капиталов. А возможность держать

купленные акции достаточно долго, свою очередь стимулирует сферу обращения и возможность спекуляций.

1.6 Выводы первой главы работы.

Система вторичного рынка акций не является механизмом, который реально перераспределяет инвестиции от агентов имеющих средства в избытке (финансовый рынок) к агентам в них нуждающимся (реальный сектор), вторичный рынок акций лишь перераспределяет финансовые ресурсы в системе финансового рынка через титулы прав на собственность. Структура системы предполагает перераспределение финансовых ресурсов между ее участниками Разрыв между вторичным рынком акций и реальным сектором приводит к ошибкам в результатах прогнозных моделей определения будущих стоимостей на вторичном рынке акций.

Качественное состояние системы сильно зависимо от насыщенности капиталами ею. Направление финансовых потоков определяется макроэкономической конъюнктурой, позволяющей инвестору трактовать о соотношении риски/прибыль между системами долгового и долевого финансирования.

Сущность вторичного рынка спекулятивна, поступление денежных средств объясняется желанием извлечь прибыль из перепродажи актива изменяющего стоимость во времени. Однозначное суждение о направлении этого изменения не возможно.

В системе вторичного рынка акций существует три группы участников, финансовое поощрение которых складывается из платежей встроенных в сделки для первой и второй группы, процентных отчисления от абсолютных величин спекулятивной прибыли для второй группы, абсолютных величин спекулятивной прибыли для третьей группы. Финансовые потоки, вступая в систему вторичного рынка акций, перераспределяются через призму

взаимоотношений этих групп, основной задачей которых, в связи с тенденциями к коммерсализации является получение максимальной прибыли, что еще больше усложняет попытки прогноза будущих и выбор адекватной инвестиционной тактики.

Волатильность, ликвидность и спекулятивность, взаимозависимые категории, сопровождающие и порождающие друг друга, их выраженность есть основа позволяющая получать финансовое поощрение группам участников рынка.

Треjder - представитель второй и третьей групп, финансовое поощрение, которого возможно из-за наличия волатильности. Для эффективного функционирования нуждается в торговом алгоритме как можно менее связанного с прогнозированием, поскольку оно не однозначно.

Организатор торгов – участник первой группы, рост финансового поощрения, которого возможен в результате развития спекулятивных мотивов в действиях других участников, так же заинтересованных в развитии подобного алгоритма.

Причинами, послужившими развитию и определившие суть методологии внутридневной торговли, стали: спекулятивная сущность вторичного рынка акций, однозначный выход ценообразования из поля общеэкономических законов, коммерсализация.

Единственно возможной почвой для зарождения и развития алгоритма внутридневной торговли является фондовый рынок США. Максимальная эффективность возможна только в системе Нью-Йоркской фондовой биржи.

Глава 2

Виды технико-технологических организаций торгов Нью-Йоркской фондовой биржи.

2.1 Классические торги. Функции, технологии участников их влияние на внутрисуточные колебания цены.

Центральные фигуры на НФБ специалисты, им принадлежит ведущая роль в торговле, основные функции следующие:

1. Деятельность в качестве принципала за свой счет¹¹.

Высокий объем торгов и постоянно сопровождающая его волатильность курсов акций стала постоянным атрибутом Нью-Йоркской фондовой биржи. Прохождение крупного потока капиталов может вызвать значительную всплеску волатильности связанного с повышением спекулятивного интереса участников наблюдающих за рынком акций. Изменения котировок акции могут заставить инвестора, ведущего консервативный вид торговли на рынке, повременить с принятием решения об инвестиции в тот или иной актив пока тенденция не станет направленной или, что еще хуже, вообще отказаться от инвестиций. По нормативным требованиям администрации биржи, специалист, насколько это возможно, «должен поддерживать плавность и преемственность курса акций»¹². В случае возникновения избыточного спроса это достигается путем продажи акций из резерва специалиста. Например, если в системе существует покупатель на 1000 акций XYZ и продавец на 800 XYZ, то специалист может осуществить продажу 200 акций XYZ из собственного резерва. В этом случае выигрывают и покупатель, который получил исполнение своей заявки по единой цене и продавец,

¹¹ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА – М, 1996 С.-98

¹² Там же

который так же получил исполнение по единой цене. Не менее это важно и рынку, в котором предпосылка для спекуляции в связи с возникновением избыточного спроса, была удалена путем ее удовлетворения, и, тем самым, рынок сохранил относительно равновесное состояние. В случае появления относительного избытка предложения специалист с целью сохранения ценового уровня в определенном ценовом значении обеспечивает соответствующий спрос по акции, за которую несет ответственность. Крайнее выражение этой функции – случай, когда единственным покупателем на полу является только специалист. «Этот тип работы у специалиста по ликвидному активу занимает порядка 70% его рабочего времени. В остальных 30% специалист принимает все возможные способы стимуляции торгов в условиях отсутствия повышенного интереса к активу со стороны покупателей или продавцов».¹³ Он может использовать возможность выставления предложений на покупку или продажу актива по ценам близким к ценам исполнения. Либо использовать специфику организации Нью-Йоркской фондовой биржи. «Поскольку торги ведутся по системе открытого выкрика, это предполагает личный контакт участников торгов. Таким образом, специалист может лично знать брокера, который имеет постоянный интерес по торгуемому специалистом активу. Например, в случае, если вчера брокер пытался купить акцию по 20.00, а сегодня имеется предложение по 19.93, то сообщить о подобной возможности приобретения актива по телефону будет даже вежливо»¹⁴. Или специалист может исполнить существующее предложение из своих резервов. Для выполнения этих функций специалист должен обладать достаточными запасами активов. Запас активов обеспечивается за счет финансовых партнеров. Таким образом, специалист¹⁵ – это крупный игрок, но задача, которого не в изменении курса акции, а в поддержании его. Это навязывается ему директивно взамен права

¹³ <http://www.bancofamericaspecialist.com/assets/irguide1200.pdf>

¹⁴ <http://www.nyse.com/pdfs/specialistbrochure.pdf>

¹⁵ Суждение дано на основании определений с сайта <http://www.nyse.com/glossary/1042235996028.html>

заключать сделки по акциям доверенных ему во введение. Однако специалист Нью-Йоркской фондовой биржи является представителем первых двух профессиональных групп, и его финансовое поощрение складывается не только из платежей за исполнение сделки, а так же из разницы курсовых стоимостей активов находящихся в резервах для выполнения функций по поддержанию ликвидности рынка акции. Более того, специалисту просто необходимо извлекать как можно больше прибыли, чтобы сохранить финансовых партнеров. Возникает дилемма: с одной стороны специалисту необходимо поддерживать курс акции, обеспечивать ее ликвидность, что не всегда приносит прибыль. С другой, существует возможность и принципиальная необходимость в извлечении спекулятивной прибыли из складывающейся рыночной конъюнктуры. Реализация этих возможностей в крупных масштабах может привести к подрыву доверия инвесторов и нанесения ущерба бирже как системе. В соответствии с этим администрацией биржи разработан ряд нормативных правил, которые максимально ограничивают вмешательства личных интересов специалиста в ценообразование торгуемого актива во вред другим участникам торгов. С одной стороны, они обеспечивают текущий мониторинг за действиями специалиста путем введения пограничных значений колебаний актива с другой, контролем постфактум: «любой специалист не менее 8 раз в год должен подавать отчеты обо всех совершенных сделках за произвольно выбранный биржей период времени. Цифры и факты из отчетов подробно изучаются аналитиками биржи с целью оценки результативности и честности деятельности специалиста».¹⁶ Подобный контроль и система мер наказаний, конечно же, предотвращает грубые нарушения в конкурентной борьбе за выгодную цену между участниками торгов, но возможность манипуляций не в пользу участников рынка в ограниченных ценовых диапазонах остается всегда. Более того, ряд ценовых колебаний и исполняемость или

¹⁶ Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА – М, 1996 С.-98

неисполняемость сделок могут объясняться чисто человеческим фактором. Так при наличии лимитного заказа в системе на продажу и появлении рыночного приказа на покупку специалист не имеет права удовлетворять рыночную заявку из собственных резервов. Подобный ход, конечно же, будет выгоден покупателю, который получит более выгодную цену исполнения, но ущемит права продавца. Поэтому исполнение рыночного приказа произойдет по лимитной заявке уже находящейся в системе. Но фактор времени исполнения заявки целиком зависит от специалиста, так как заявки на разных ценовых уровнях не подлежат мэтчингу. За некоторое время неисполнения заявки может появиться новый более низкий ценовой уровень предложения, и исполнение произойдет по этой цене. И в этом случае первый продавец опять потеряет наиболее выгодную цену исполнения, и покупателя на актив и, в конце концов, возможно, ему придется сместить ценовой уровень своего предложения.

Примеров влияния специалиста на малые внутридневные колебания цены может быть множество. Причем объясняются они не только обеспечением ликвидности по акции и преемственности цены по ней, но и личной спекулятивной заинтересованностью специалиста в обход интересов других участников торгов. Однако существуют примеры, в которых специалисты проявляют себя как фигуры способные глубоко влиять на рыночную конъюнктуру, определяя долгосрочные ценовые тенденции на вторичном рынке акций. Речь идет о сентябрьских событиях 2001 года. В результате одного из самых крупных терактов в истории США были прекращены торги с 11 сентября 2001 по 17 сентября 2001, и это самое длительное прерывание торгов с 1993г. После нескольких минут от открытия 17 сентября стала ясна четкая тенденция к падению рынка, и в течение 45 минут от открытия индекс DJIA обрушился на 600 пунктов, а к концу торгового дня на 648.81 от значений открытия. В течение всего торгового дня на полу не было ни одного покупателя, и поэтому единственными

покупателями являлись только специалисты. Несмотря на активную работу брокеров, и рейтинговых агентств с клиентами, в попытках склонить их к прекращению продаж акций, активное избавление от активов продолжалось. В течение целой недели единственными покупателями на полу продолжали быть только специалисты. В среднем в день было около 10 остановок торгов. В эти перерывы происходил поиск покупателей на акции через брокеров, которые по телефону уговаривали совершить клиентов покупку. Причем в данной ситуации продажи происходили с нарушением всех принципов биржевой торговли, примерно так: хорошо, если мы согласимся купить, то по какой цене вы готовы предложить акции. После согласований специалист смог выставлять котировки и торги возобновлялись. Несмотря на значительные убытки специалисты смогли удержать рынок от падения доказав его ликвидность и продажи возобновились, американский фондовый рынок вступил в привычный режим работы.

Выполнение вышеописанной функции обеспечивается технологией SuperDot, которая используется в торговых залах НФБ. Приказы поступают на НФБ от фирм-членов биржи через систему передачи приказов SuperDot и через систему управления приказами BBSS (Broker Booth Support System). Приказы могут быть направлены на дисплей Специалиста или на BBSS терминал брокера. Большая часть приказов направляется специалистам.

SuperDot¹⁷ представляет собой рабочее место специалиста, интегрирующее пульт управления продажами, средства сбора и визуализации информации, циркулирующей на бирже. Приказы, поступающие от фирм членов биржи, появляются в виде многооконных приложений, позволяющие видеть специалисту сразу несколько задач с различным уровнем детализации. Лимитные заказы вводятся в систему, которая автоматически сортирует их по приоритету цена/время, и выводит их в виде приложения Open book

¹⁷ <http://www.nyse.com/pdfs/SuperDot.pdf>

Вид Open book без графического оформления:

BID	ASK
50,50 100	50,52 100
50,49 300	50,53 200
50,47 500	50,55 600
50,45 1000	50,57 1000
50,43 2500	60,00 4000

Лимитный приказ, поступивший от брокера с пола, может быть введен вручную. Приказы могут исполняться за счет приказов предложенных брокером с торговой площадки, рыночных приказов подобранных специалистом или поступившей из системы поддержки брокерского места BBSS.

2. Определение курса открытия.

Определение курса открытия требует вмешательства специалиста с целью обеспечения преемственности курса. Изменение курса от цен окончания торговой сессии происходит, прежде всего, в результате торгов после закрытия. Эта возможность была предоставлена трейдерам с 1991 и представлена двумя блоками, которые в общей сложности делятся около 2 часов. Первый блок представляет собой ввод односторонних и двухсторонних приказов для исполнения в 17.00. Второй блок позволяет совершать сделки между портфелями из нескольких акций по совокупной цене. Портфели должны включать, по меньшей мере, 15 различных акций общей стоимостью не менее 1 миллиона долларов. Конечно, подобные изменения не могут не повлиять на стоимость акции на следующий день.

Технологическую возможность для определения курса открытия предоставляет система автоматической генерации отчетов на открытии.¹⁸ Она предназначена для приема приказов от фирм – членов биржи до открытия торгов с целью исполнения и немедленной генерации отчетов. Система также

¹⁸ <http://www.nyse.com/glossary/1042235996326.html>

сопоставляет и исполняет приказы на покупку и продажу и передает данные о некомпенсированном остатке каждому специалисту, помогая ему определить цену открытия. При обозначении цены открытия специалист может использовать функцию принципала за свой счет и выставить котировку с учетом ценовых уровней собственных заявок.

Брокеры-комиссионеры наиболее многочисленная группа, представляют собой фирмы, которые совершают публичные сделки. Имеют право выполнять только поручения клиентов, торговля за свой счет им запрещена. На торговой площадке представлены сотрудниками, которые работают с любыми акциями и постоянно перемещаются, выполняя приказы, поступающие из операционного зала.

Биржевые брокеры выполняют поручения комиссионеров, если они не успевают исполнить заказы. За это они получают часть комиссионных выплачиваемых брокеру комиссионеру.

Обеспечение деятельности брокеров возможно с использованием системы поддержки брокерского места (BBSS)¹⁹, которая предназначена для ввода, передачи и обработки приказов, а также генерации отчетов. Система поддерживает электронную связь с торговым постом, обеспечивая быструю передачу данных между брокером, рабочими местами и торговыми местами. В число дополнительных возможностей при обработке приказов входят: суммирование и отражение схожих приказов, расчет средних цен по нескольким приказам, быстрый ввод приказов, возможность коррекции отчетов.

Биржевые трейдеры это, по сути, дилеры неответчающие за определенные акции. Осуществляют сделки за свой счет. Исполнять заявки клиентов им запрещается. Получают прибыль за счет спекуляций.

¹⁹ <http://www.nyse.com/pdfs/BBSS.pdf>

Вот основные базисные элементы, обеспечивающие классические торги на Нью-Йоркской фондовой бирже. Существенным недостатком для частного инвестора является отсутствие прямого доступа к рынку. Реализация торговых операций несет в себе возможность получения незапланированных цен исполнения не только в результате неблагоприятного момента в рыночной конъюнктуре, но и в результате участия интересов посредника. Традиционный доступ, как правило, характеризуется относительно высокой величиной транзакционных издержек. Ценообразование в коротком временном диапазоне сильно зависит от тактики специалиста. Вышеперечисленные недостатки не способствуют развитию методик торговли связанных с высокой операционной активностью инвестора. Положительным моментом является высокий уровень ликвидности классических торгов, наличие сотрудника обеспечивающего преемственность курса. Большое количество предложений на разных ценовых уровнях позволяет более объективно оценивать сложившуюся ситуацию на рынке. Существуют иные высокоразвитые системы, интегрированные в операционную структуру Нью-Йоркской фондовой биржи, но уже не являющиеся частью методологии классических торгов на бирже.

2.2 Электронные коммуникационные сети²⁰.

Торговля популярными акциями все чаще происходит без участия специалистов Нью-Йоркской фондовой Биржи - а через Электронные коммуникационные сети или ECN(electronic communications networks). ECN - это компьютеризованная торговая система. Исторически первой такой системой является INSTINET - торговая сеть, созданная в 1969 г. задолго до возникновения термина ECN. Большинство других ECN (таких как ISLAND, REDI, ARCHIPELAGO, BLOOMBERG, BRUT) появились в последние

²⁰Marshall E. Blume The Structure of the US Equity Markets// The University of Pennsylvania The Wharton School с сайта http://www.nyse.com/pdfs/Blume_NYSE.pdf

несколько лет, как следствие одобренных законодателями новых правил принятия и выполнения заказов от клиентов-инвесторов. Новые правила были установлены после многолетнего диспута между инвесторами, с одной стороны, и брокерами (брокерскими домами), с другой стороны, о том, что инвесторы не всегда получают лучшие возможные цены при исполнении их заказов на покупку или продажу акций. Таким образом, цель принятых в 1997 году новых правил сводилась к уменьшению возможностей брокеров наживаться за счет плохих цен исполнения заказов. Фактически ту же цель - исполнение заказов инвесторов по лучшим ценам - решают ECN. Только делают они это совсем не традиционным способом - без участия специалистов. В первую очередь ECN стараются сопоставить заказу на покупку соответствующий заказ на продажу. Такое сопоставление выполняется автоматически, если, например, в систему попадает заказ на продажу 1000 акций компании XYZ по цене \$10 за акцию, и в системе также находится подобный (т. е. то же количество по той же цене) заказ на покупку.

Автоматическое сопоставление двух встречных заказов - наиболее быстрый и эффективный путь исполнения заказов с точки зрения заказчиков. В этом случае ECN действует как квази-фондовая биржа. Если же встречного заказа найти не удастся, действия ECN сходны с действиями системы SuperDot: ECN выставляет свой лучший bid и лучший offer в систему торгов, так, что информационные оконные приложения демонстрируют эти bid и offer под именем данной ECN. Когда bid или offer данной ECN становится лучшим в системе, и кто-либо, следящий за котировками, вводит свой встречный заказ по той же цене, тогда и состоится сделка, которая приведет к исполнению заказа выставленного в ECN. Первоначально эти сети возникли для удобства клиентов крупных брокерско-диллерских домов, которые могли обмениваться высоколиквидными акциями в пределах своей клиентской базы. Это давало преимущество для клиентов в стоимости сделки (вычитались как минимум комиссионные специалиста), и исключение влияния биржевой

технологии на цену исполнения. Автоматизировав передачу и исполнение заказов, ECN не только ускоряет процесс, но и существенно экономит средства инвесторов, т. к. в отличие от традиционного маршрута клиент - брокер - специалист, ECN не пытается заработать сверх взимаемой комиссии за счет разницы между ценой исполнения клиентского заказа и реальной рыночной ценой. На сегодняшний день многие ECN предлагают торговлю до начала, и после окончания дневной рыночной сессии. Финансовое поощрение организаторов ECN складывается из обязательных платежей за исполнение сделки в системе. Некоторые ECN в качестве инициативы для увеличения объемов сделок (ликвидности) не берут плату с той стороны, которая инициирует сделку, а берут лишь с противоположной стороны, которая завершает сделку. Торговля через ECN чрезвычайно эффективна для высоколиквидных акций, которые имеют единовременные заказы на покупку и продажу, что существенно увеличивает вероятность нахождения и сопоставления встречных заказов. Для менее ликвидных акций ECN значительно реже функционирует как электронная биржа, и иногда предпочтительнее направлять заказы в систему традиционных торгов, т.е. через специалиста NYSE. Очевидно, что даже при высоких объемах сделок на конкретную акцию, не все ECN имеют одинаково высокую ликвидность на эту акцию. Поэтому со стороны потребителя предпочтение отдается более ликвидным ECN. Объективные преимущества описаны и очевидны. Но остаются глубокие недостатки, связанные с проблемой ликвидности и ограниченности ресурсов, предлагаемых в сетях. В принятии торгового решения инвестору помимо оценки рыночных рисков необходимо оценивать риски ликвидности, фиксация прибыли резко усложняется за счет ненасыщенности системы участниками.

2.3 Система гибридного рынка NYSE Direct+²¹

²¹ [NYSE Hybrid Market Fact Sheet](http://www.nyse.com/pdfs/hybridmarket.pdf) с сайта <http://www.nyse.com/pdfs/hybridmarket.pdf>

Система прямого электронного доступа к NYSE, была разработана с одобрения SEC с целью упрочнения НФБ как международного лидера в сфере биржевой торговли. Это коммуникационно-технологический продукт впервые попытался объединить преимущества электронных коммерческих сетей ECN, которые разрабатывались группами пытавшимися снизить роль специалиста на рынке и сделать конечную цену актива не зависимым от человеческого фактора, с классическими принципами аукциона. Благодаря реализации первого аспекта, обеспеченного на базе специфической маршрутизацией приказа в обход посредника и исполнение сделки по ценам котировки, была достигнута высокая скорость исполнения приказа в среднем 0,78 секунды и не больше 2.5 секунд. Так же инвесторов привлекла возможность контроля цены приобретаемого актива. Достигается это за счет исполнения цены по текущей котировке, а в случае не исполнения, например в результате смены котировки после отправления приказа, приказ превращается в лимитный и остается на заданном ценовом уровне. Сочетание с системой аукциона позволило инвестору участвовать в биржевой конкуренции, так как приказы на покупку/продажу, и информация о сделке фиксируются в системе SuperDot и отображаются в Displaybook специалиста. Таким образом, владельцы некрупных диверсифицированных капиталов помимо того, что получили возможность исполнения приказа без посредников, получили практически равные технологические возможности в контроле цен исполняемых сделок. Биржевая толпа лишилась преимущества в получении более выгодных цен и вынуждена участвовать в равной конкурентной борьбе за цену актива с участниками, находящимися вне пределов биржевой площадки. Подобные преимущества были сразу оценены инвесторами, и объем торгов в системе прямого доступа за 2004 год превысил на 10% объем торгов в ECN.

Система имеет ряд правил и ограничений: объем разового приказа на покупку/продажу не может превышать 1099 акций. Повторный приказ может

поступить в систему только через 30 секунд после первого, в случае, если приказ вводится в систему, то он теряет специфичность автоматического исполнения по текущим котировкам и становится обычным лимитным приказом²².

Всю совокупность технических нововведений торговый спекулянт получил в виде единого программного комплекса – торговой платформы.

Торговая платформа, является полностью интегрированным программным продуктом с удобным интерфейсом. При условии наличия качественной Интернет связи позволяет непосредственно осуществлять операции на фондовых рынках США. Кроме того, система обеспечивает всеми необходимыми инструментами для работы на фондовом рынке:

размещение заказов на NYSE напрямую специалисту

исполнение ордеров до открытия и после закрытия рынка

размещение заказов одним нажатием кнопки

немедленная информация об исполнении заказа за счет прямого доступа к биржам

полный доступ пользователя к различным системам постановки заказа с использованием их возможностей

графическая информация о движении цен акций

информация о состоянии нескольких десятков основных американских фондовых индексов

дополнительная информация и новости от брокер-дилера

²² <http://www.nyse.com/pdfs/NYSEDirect+.pdf>

отображение информации о состоянии торгового счета

автоматический учет всех сделок, ордеров, позиций, прибылей и убытков

2.4 Выводы второй главы работы.

Система торгов Нью-Йоркской фондовой биржи представлена тремя торговыми системами сосуществующими параллельно. Закономерности ценообразования в каждой определяются техникой исполнения операций в них участниками, и организацией технологических систем, на базе которых происходит исполнение торговых операций.

1. Система классических торгов – наиболее старая и отработанная система, по сути своей первична, является основой ценообразования других систем, имеет ряд положительных и отрицательных характеристик.

Положительные – наибольшая ликвидность, наличие участника обеспечивающего преемственность курса.

Отрицательные – влияние человеческого фактора, на цену исполнения, доступ через посредника, высокая величина комиссии, бессмысленность участия для инвестора желающего извлечь спекулятивную прибыль из краткосрочных колебаний.

2. Электронные коммуникационные сети – относительно молодая система торгов, на базе которой стало впервые возможным применение внутридневного торгового алгоритма.

Положительные характеристики - отсутствие влияния человеческого фактора на цены исполнения, низкая комиссия, отсутствие посредника.

Отрицательные – низкая ликвидность, оторванность от классических торгов, постоянное ценовое отличие от первичного рынка.

3. Гибридный рынок – самая молодая система торгов, создана в результате слияния интересов всех трех групп участников торгов. Сочетает в себе положительные характеристики предыдущих двух торговых систем, исключает их недостатки:

Участвует в ценообразовании классических торгов, обеспечивается ликвидностью активов этой системы торгов, присутствует участник, обеспечивающий преобладание курса, отсутствует посредник, используются приказы обеих систем, низкая комиссия.

Основные этапы в оформлении методологии современной торговли обеспечены внедрением новых технологических разработок, которые меняют инфраструктуру рынка, а также характер взаимоотношений участников торгов. Широкомасштабное применение и использование алгоритма с наивысшей эффективностью возможно только в системе вторичного рынка акций Нью-Йоркской фондовой биржи.

Глава 3

Алгоритм внутридневной торговли

3.1 Выбор инструментов работы

В целом объясняется порядком комиссии взимаемой с трейдера за исполнение сделок. Как правило, компании представляющие услугу доступа к торгам учитывая высокую операционную способность дейтрейдеров, требуют минимальную оплату. Для пользователей гибридного рынка они относительно высоки, в отличие от ECN, где комиссия может даже не взиматься. Комиссия, взимающаяся с трейдера за открытие позиции равна 1,2 цента за 1 акцию при минимальном пакете акций (100)-1,2 доллара, за закрытие аналогично, итого 2,4 доллара за полный трейд. Подобная комиссия дает возможность получения прибыли только при выигрыше как минимум 3-х центов с акции, что вынуждает трейдеров искать наиболее волатильные

инструменты, держать открытые позиции более долгое время в расчете на более выраженное изменение цены, подвергаться большим рискам и торговать не крупными пакетами акций. Поэтому круг акций, с которыми работает трейдер гибридного рынка, ограничен набором следующих критериев.

1. Объем внутрисуточных торгов от 500 000 до 4 000 000 акций в день

Критерий объясняется тем, что по данным акциям, тенденции в движении цен внутри дня наиболее направлены, избыток спроса по этим акциям, как правило, удовлетворяется не сразу за счет относительно небольшой величины предложения, что ведет к стабильному повышению цены и, наоборот, при увеличении предложения. Спред довольно часто доходит до 1 цента и, следовательно, величина потерь при открытии позиции минимальна.

При объеме торгов акций менее 500 000 в день начало движения котировок происходит в основном непредсказуемо, появившийся спрос может быть удовлетворен в любой момент за счет ресурсов специалиста по данной акции. После очевидного подтверждения смещения котировок в ту или иную сторону величина спреда может достигать от 20 центов до 1,5 долларов, что дает крупные убытки при открытии позиции. При малом спросе на акцию цена длительно остается без изменений (Рис.4)²³.

²³ Графики с сайта www.Bigcharts.com



Рис.4 Влияние объема торгов на преобладание цены акции.
 Вариант с объемом торгов ниже 500 000 шт. в день

При объеме торгов акций в течение торгового дня свыше 4 000 000 изменение их курсовой стоимости колеблется в незначительных пределах. Несмотря на то, что изменение котировок происходит медленно, а скачкообразность цены исключена за счет постоянно присутствующего крупного спроса против крупного предложения, риски минимальны, прибыль также минимальна, и в результате комиссии открытие позиции скорее всего будет убыточной (Рис.5)



Рис.5 Влияние объема торгов на преобладание цены акции.
 Вариант с объемом торгов свыше 4000 000 шт. в день

2 Курсовая стоимость акций от 15 до 80 долларов.

Акции дешевле 15 долларов очень редко совершают значительные ценовые колебания в абсолютных единицах. Их движение в течение торгового дня малопредсказуемы (Рис.6).

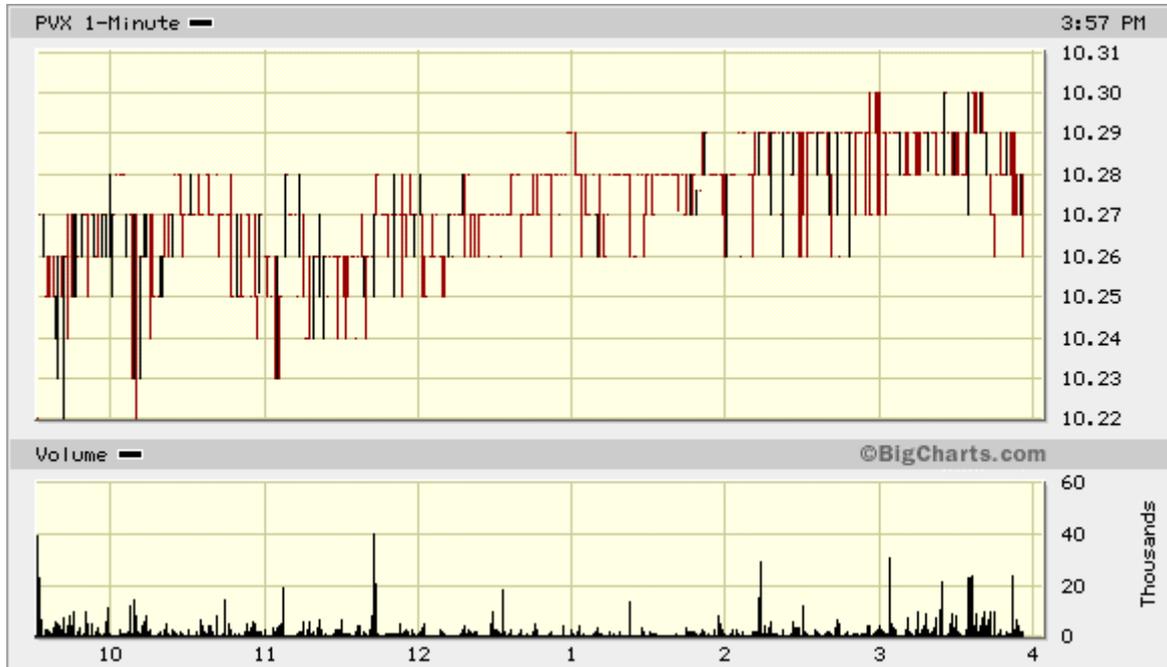


Рис. 6 Влияние курсовой стоимости акции на преувеличенность цен внутри торгового дня.
Вариант цены ниже 15 долларов

Акции свыше 80 долларов характеризуются скачкообразными изменениями цены и высокой величиной спреда.(Рис.7)



Рис. 7 Влияние курсовой стоимости акции на преувеличенность цен внутри торгового дня.
Вариант цены свыше 80 долларов

Пример внутрисдневного графика акции интересной для работы трейдера(Рис.8):



Рис.8 Преэмптентность цены в усредненных значениях объемов торгов и курсовой стоимости акций

Из всего перечня акций котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже вышеперечисленным критериям по цене и объему торгов отвечают только порядка 160-170, из которых после изучения графиков на конкретный период торгов удобных для работы может быть только около 30-40. Следующий этап работы заключается в поиске инструментов с предположительно наибольшей волатильностью в последующий торговый период.

3.2 Поиск инструментов, по которым возможны ценовые колебания, основы суждений о направлении ценовых колебаний.

Этот раздел работы состоит в выявлении инструментов, по которым возможны наиболее значительные колебания в пределах торгового дня.

3.2.1 Роль специализированных поисковых систем.

Выявление акций из вышеопределенного спектра, к которым возможен повышенный интерес со стороны покупателей/продавцов, производится при помощи специализированных поисковых систем (stock screener). Особенность исследования заключается в том, что благодаря развитию интерактивных технологий вся информация выдается исследующему в виде специализированных программных приложений имеющих стандартную форму в одном месте. Публикация любого фактора, которое может иметь либо числовое, либо словесное выражение и является новостью, которая в зависимости от степени влияния этого фактора вызовет ценовые изменения. Ключевым моментом в анализе процессов на рынке является учет влияния ожиданий участников рынка на развитие и/или изменение тенденций. Именно учет такого влияния и управление ожиданиями участников позволили Дж. Соросу блестяще реализовывать выигрышные финансовые стратегии. Не случайно в книгах по биржевым операциям, появившихся в последнее время, большое внимание уделяется анализу психологии толпы и структурному составу участников рынка. Рядовому трейдеру все время приходится принимать быстрые решения в условиях ограниченной информации. Он постоянно следит за возможным направлением крупных финансовых потоков, которые в определенные моменты переходят из одного сектора экономики в другой, приносящий большую прибыль. Выявление моментов перехода капиталов из актива находящегося в одном секторе в актив находящийся в другом секторе, а также выявление возможной консолидации диверсифицированных потоков и выявление их направления возможно только на косвенных суждениях, через предполагаемые ожидания других участников рынка. Допустим, что для некоторой акции характерен некий ценовой уровень, в пределах которого цена акции совершает разноамплитудные колебания на некотором отрезке времени. Выход из этого ценового диапазона возможен только в результате поступления или вывода финансовых ресурсов из системы. Возможной причиной ввода/вывода средств может послужить какие-либо события или факты, которые могут

повлиять на суждения владельцев ресурсов. Поэтому любое сообщение по конкретному активу должно оцениваться на предмет возможности его влияния на цену и возможной направленности этого влияния. В специализированных поисковых системах трейдера, прежде всего, интересует:²⁴

1 Snapshot – информация о текущем состоянии бумаги по результатам торгов, представляющая собой как бы моментальную съемку процесса торгов. Сюда относятся:

Previous Close – цена последних торгов по состоянию на конец вчерашней торговой сессии;

Day's High, Day's Low – максимум и минимум котировок соответственно;

Volume – полное число акций, торгуемых за определенный период времени. Ненормально высокий объем торгов обычно связан с появлением новостей о компании, хороших или плохих. В отсутствие новостей, такой высокий объем может быть сопряжен с операциями, осуществляемыми крупными институциональными инвесторами;

Trailing P/E Ratio – отношение последней котировки к доходам компании за последний год в расчете на одну акцию;

52-Week High (Low) – наименьшая (наибольшая) цена акции за прошедшие 52 недели;

Market Value – рыночная капитализация компании, которая определяется как произведение числа акций в обращении (number of shares outstanding) на последнюю котировку акции.

²⁴ Today's Events с сайта <http://finance.yahoo.com/mt?u>

Earnings – информация о текущих доходах по бумаге, в сопоставлении с теми же данными по сектору экономики, к которому принадлежит компания, и по одному из базовых индексов.

Ratings – брокерские рекомендации покупать (удерживать, продавать) акции данного эмитента. Они определяются как среднее по всем мнениям фондовых аналитиков (экспертов).

Financials – данные о текущем финансовом состоянии компании-эмитента. Сюда, в частности, следует отнести:

Revenues - включает в себя все чистые продажи компании (net sales) плюс вся дополнительная выручка, связанная с основной деятельностью компании. Не включает в себя дивиденды, процентный и любой иной доход, не связанный с основной деятельностью;

Net Earnings-Per-Share (EPS) - доход компании за вычетом всех затрат и налоговых выплат в расчете на одну акцию;

Long-Term Debt – кредиторская задолженность, которая должна быть погашена в срок более года. Эта задолженность может быть образована банковским кредитом, облигационным займом и другими способами;

Net Margin – доходность компании, определяемая как отношение чистого дохода компании к ее выручке.

2 Key Ratios, куда относятся:

Price/Book – отношение последние цены акции к собственному капиталу компании в расчете на одну акцию;

Price/Cash Flow – отношение цены акции к чистому денежному потоку компании в расчете на одну акцию;

Price/Sales – отношение цены акции к продажам в расчете на одну акцию.

News – новости, касающиеся компании и могущие повлиять на курс ее акций.

Alerts – предупреждения о наступивших событиях, которые могут повлиять на перспективный курс акций компании. Эти предупреждения можно классифицировать следующим образом:

Top alerts – предупреждения, которые имеют наибольшее значение для оценки перспективного курса акций;

Prise/Volume alerts – сообщение о резком изменении курса акций или объема продаж;

Analists alerts – сообщения о переоценке акций ведущими консалтинговыми компаниями, а также сообщения о неожиданном росте (снижении) дивидендных выплат против ожидаемых значений;

Finance alerts – сообщения о резких изменениях значений ключевых индикаторов и финансовых показателей деятельности компании

Calendar events alerts – сообщения об отчетах, направляемых компанией в Securities & Exchange Commission (SEC). Сюда же относятся и предупреждения, которые комиссия направляет компании-эмитенту в случае нарушения каких-либо ее требований;

News alerts – сообщения о ключевых новостях по компании.

3.2.2. Роль технического анализа.

Основные моменты, которые необходимы трейдеру как на этапе исследования, так и на этапе трейдинга это определение линий поддержки/сопротивления, определение направления тренда. «Уровни

поддержки показывают цену, при которой большинство инвесторов рассчитывают на ее повышение; уровни сопротивления показывают цену, при которой большинство инвесторов считают, что она снизится²⁵». Существует несколько способов определения уровней поддержки и сопротивления, каждый из которых ограничивается своими временными рамками, в которых одни уровни будут преобладать по значимости над другими. Наиболее простым в определении и, наверное, достаточно сильным может считаться уровень поддержки, образованный последним максимумом восходящего тренда. После того как рынок сделает очередной прыжок к новому максимуму, предыдущий максимум превратится в уровень поддержки, если, конечно, выдержит коррекцию вниз в связи с возникновением избытка предложения на новом ценовом уровне. Если все критерии будут соблюдены, значит, восходящий тренд действительно силен. Коррекция в этих случаях неминуема, и поэтому к ней всегда нужно быть готовым. Если на рынке действительно преобладает восходящий тренд, то цена резко подпрыгнет вверх от уровня поддержки, сопровождаясь при этом при этом увеличением объема сделок и повышением спроса. Заявки на покупку в этом случае представляет собой основу для поддержания восходящего тренда. Как только рынок разворачивается от уровня поддержки вверх, о нем можно на время забыть. Там на сцену выходит новый уровень сопротивления в виде последнего максимума. Неспособность рынка удержать уровень сопротивления зачастую является первым предупреждением возможного изменения направления тренда. Дальнейшее падение ниже уровня поддержки лишний раз подтверждает возможность перемены настроения на рынке. Это в худшем случае, а в лучшем случае это можно рассматривать как паузу перед новым ростом.

Нисходящий тренд будет осуществляться по тем же принципам.

²⁵ С. Б. Акелис Технический анализ от а до я полный набор инструментов торговлиот абсолютного индекса ширины до японских свечей. – М.: Диаграмма 1999.С- 14

Внутридневные максимумы/минимумы тоже можно считать уровнями, хотя и менее значимыми. Все дело в том, что их специализация— кратковременность. И чем дольше они выдерживают проверку временем, тем больше вероятность их воздействия на рынок. Проведя горизонтальные линии по точкам экстремумов, можно с определенной степенью вероятности определить зоны поддержки и сопротивления на ближайшее будущее, предполагая их границами ценового коридора.

Другим способом определения уровней поддержки и сопротивления является использование линий тренда. Если цена торгуемого инструмента находится в процессе роста, то рынок рисует на графике зигзаги, где каждые последующие точки максимума/минимума оказываются выше предыдущих точек максимума/минимума. Проведенная по крайним точкам графика направленная вверх линия и будет линией поддержки. По мере достижения области линии поддержки, на рынке может возрасти спрос на торгуемый инструмент, что поднимет цену еще выше. Но если цена падает ниже линии поддержки, это значит, что у рынка не было проблем с удовлетворением спроса покупателей. Этот момент является четким сигналом об изменении баланса спроса-предложения, но не изменения будущей цены. Велика вероятность разворота тренда. Часто бывшие линии поддержки продолжают «работать» на протяжении нескольких недель и даже месяцев после того, как они были «пробиты»²⁶, но теперь уже в качестве второстепенных линий сопротивления. После того, как цена пробивает линию поддержки восходящего тренда и уходит ниже нее, рынок часто делает так называемый «добой», когда во время следующего рывка вверх цена совершает касание бывшей линии поддержки, но теперь уже с нижней ее стороны, так что эта линия теперь выступает в качестве уровня сопротивления. Зона около этой линии предоставляет теперь хорошие возможности для инициирования

²⁶ Термины «пробой», «добой» их интерпретация // Швагер Джек Технический анализ. Полный курс. — М.: Альпина Паблишер, 2001. С 80-94

короткой позиции, поскольку следующим наиболее вероятным движением рынка будет выстраивание длинного выхода вниз.

Линии некоторых популярных индикаторов, как, например, Moving Average, вычисляемого по наиболее популярным среди трейдеров периодам (5-, 10-, 20-, и 50-дневный МА) тоже используются для определения уровней поддержки и сопротивления. Чем дольше период, взятый для вычисления МА, тем большую значимость приобретает уровень поддержки/сопротивления, образованный его линией. Например, пробитие 5-дневного МА означает разворот цены в незначительном (недельном) масштабе времени, а пробитие 50-дневного МА может означать разворот основного тренда. Если цена инструмента находится над линией 50-дневного МА, это свидетельствует о том, что на данный рынок идет значительный приток крупного капитала. Деньги двигают цену вверх. В случае же, если цена находится ниже 50-дневного МА, это значит, что деньги уходят с рынка и длинные позиции ликвидируются. Важно понять, что линия Moving Average в данном случае должна использоваться не как точный уровень для инициализации новой или закрытия старой позиции, а, скорее, как зона на графике, которая позволяет оценить силу текущего тренда, а также понять направление, в котором движется рынок. Иногда бывает достаточно трудно определить уровни поддержки и сопротивления, особенно когда рынок уходит в новую для себя область (вне зависимости от того, вверх или вниз). Принятие решения в этом случае будет основываться на данных из openbook.

Для определения уровней поддержки и сопротивления технические аналитики также используют процентное соотношение величины отката цены к величине ее предыдущего движения. Наиболее известен 50%-ный откат. Очень часто коррекция находящегося в тренде рынка достигает приблизительно половины от величины предыдущего движения, прежде чем первоначальный тренд возобновится. При этом число 50 должно использоваться лишь в качестве общего ориентира, а не точной величины.

Ничего страшного, если рынок при коррекции чуть-чуть не дойдет до 50% или, наоборот, немного перехлестнет за этот уровень. Вообще, любая коррекция рынка должна составлять не менее 33% и не более 66% от предыдущего движения.

Уровни откатов в одну треть и две трети очень хорошо соотносятся с ключевыми числами Фибоначчи (38,2% и 61,8%)²⁷, которые широко используются многими техническими аналитиками, в особенности теми из них, кто является приверженцем волновой теории Элиота. Как только рынок откатился более чем на две трети от своего предыдущего движения, краткосрочный тренд оказывается под вопросом.

В распоряжении технических аналитиков находится множество различных методик, позволяющих определить потенциальные зоны поддержки и сопротивления. Выводы о местонахождении этих зон лучше делать с применением нескольких методов одновременно и на этапе исследований, а не в торговый период. Ключевые уровни поддержки и сопротивления окажутся именно там, где совпадут прогнозы, полученные с помощью различных методик. Правильно определив уровни поддержки и сопротивления, трейдер увеличит свою прибыль и минимизирует потери, так как с помощью этого знания он сможет определить поворотные точки рынка и верно среагировать на вновь появившиеся ценовые уровни спроса/предложения.

Основным диагностическим параметром направления движения рынка является цена. Большинство разработанных индикаторов основано на анализе цены. По назначению индикаторы делятся на два основных класса: индикаторы тенденций и осцилляторы. Индикаторы тенденций определяют главное направление движения цен на рынке, где господствует тенденция, осцилляторы определяют оптимальные моменты для вступления в сделку.

²⁷ Роберт Фишер Новые методы торговли по Фибоначчи — М.: "ИК "Аналитика", 2002. С -28.

Вторым по важности параметром определения направления движения рынка является объем. Объем либо подтверждает господствующую на рынке тенденцию, либо сигнализирует о ее скором завершении. Особенно эффективно использование объемов при наличии тренда. Объемы могут измеряться в следующих единицах:

1. Фактическое количество проданных акций или контрактов.
2. Число сделок.
3. Пиковый объем. Равен суммарному числу случаев изменения цен за данный промежуток времени (за 10 минут, за час и т. д.).

Изменения по всем вышеперечисленным разделам позволяют обратить внимание на актив, к которому, скорей всего, будет приковано внимание других инвесторов. Объясняется повышенное внимание будет, прежде всего, нежеланием владельцев активов потерь в случае снижения их стоимости, или желанием зафиксировать прибыль в наивысшей точке стоимости актива, наивысшей, по мнению инвестора, конечно. Таким образом, роль технического анализа так же сводится к попытке суждений на его основании о возможных действиях участников торгов, которые видят те же данные технического анализа. Подобный подход опять же предполагает возможность интерпретации появления какого-либо общеизвестного в техническом анализе сигнала, как новость, поскольку эта информация так же будет отражена в специализированных информационных источниках и станет, известна широкому кругу инвесторов. Повышенное внимание к акции в этом случае аналогично новостному.

3.2.3 Использование новостей.

Для дейтрейдера новость - это, прежде всего предположение о возможном предстоящем колебании стоимости инструмента, а, следовательно, возможность извлечения прибыли. Необходимо придерживаться четкого правила – не пытаться предсказать направление тенденций, которые может вызвать новость. Дело в том, что оценка новостей не является очевидной и простой. Некоторые ключевые события деятельности компании, вызывают слишком сложную цепь причинно – следственных отношений и мнений, ценовое отображение которых в краткосрочной перспективе очень сложно. К тому же принятые в конкретный момент времени решения владельцев крупных капиталов могут и не определить долгосрочных тенденций, но в краткосрочных ценовых колебаниях их вклад может быть губителен для внутрисуточного трейдера. Можно также напомнить об экзотических способах применения информации, когда, например, владельцы крупных пакетов акций на положительных новостях избавляются от активов с целью фиксации максимальной прибыли и, тем самым, снижают котировки активов в результате роста избытка предложения.

Эти доводы доказывают, что нельзя играть на акции, полагаясь исключительно на новости. Так как же играть с помощью новостей?

После скрупулезного изучения свежей новости, появившейся до начала торгового дня впервые, следует внимательно изучить ценовые колебания предыдущих дней. Может обнаружиться, что цена претерпела плавные ежедневные изменения, которые составили значительную ценовую разницу. В этом случае налицо факт использования информации крупными инвесторами до ее публичного размещения. Можно предположить, что потенциал ценового роста/падения уже исчерпан, либо могут произойти события абсолютно обратные запланированным. Так при благоприятных новостях, может произойти падение в результате роста избыточного

предложения со стороны крупных спекулянтов приобретавших актив раньше и теперь пытающихся извлечь спекулятивную прибыль.

При хороших новостях акция открывается, как правило, выше цены закрытия предыдущего дня (Рис. 9).

Пример новости: CXR Cox Radio beats by \$0.02, gives Q2 outlook



Рис.9 Реакция цен открытия на положительную новость

В примере отображен один из вариантов возможных событий при выходе положительной новости: гэп вверх на следующий день, быстрая продажа акции вследствие фиксирования прибыли. Закупившие актив продают больше на первом падении, не предполагая дальнейшего роста стоимости актива, и стараются зафиксировать минимальную прибыль. Довольно часто в начале торгового дня может наблюдаться обратная тенденция от ожидаемой, причем разной по степени выраженности и продолжительности. Одним из вариантов поведения для трейдера в этом случае может быть выжидание в расчете на появление тенденции четкой направленности. Однако выжидание сложившейся тенденции может быть также пагубно, так как любое ценовое изменение имеет свой ограниченный потенциал. Открытие позиции вслед за сложившейся тенденцией может не принести абсолютно никакой прибыли. Мерилом верного решения может

послужить только практика и знание конкретного инструмента. Вспомогательным инструментом здесь может являться значение индекса DJIA. Задача трейдера по существу открыть позицию на основании вышеперечисленных предпосылок и тут же закрыть позицию, если ценовые изменения укажут на формирование тенденции в другом направлении.

Обычно растущие на новостях акции покупаются при открытии в расчете на их рост, либо после первого падения, после того как в попытку извлечения спекулятивной прибыли включаются трейдеры вступившие в торги после открытия. Часто случается, что очень сильные акции падают лишь на малые ценовые значения, поэтому нужно быть готовым всегда к открытию позиции. Акции, открывшиеся со значительным отрывом от цен закрытия предыдущего дня на слабой новости, слабой, по мнению трейдера, должны рассматриваться на предмет открытия по ним короткой позиции. Часто они падают прямо с открытия, но иногда могут пойти немного вверх. Открытие короткой позиции должно совершаться быстро, иначе можно пропустить момент и извлечение спекулятивной прибыли станет невозможным. Если начинают превалировать сделки по цене предложения, т.е. продажи, то можно попытаться открыть позицию короткой продажи и, наблюдая за ценовыми уровнями в Openbook, ждать downtick.

Желательно закрыть короткую позицию при первом колебании вверх, так как в данном случае трейдер оказывается в позиции, направленность которой обратна новостной.

При неблагоприятной новости торги, скорей всего, начнутся с более низкой цены открытия с разрывом от вчерашней цены закрытия (Рис.10)

Пример новости: [REV](#) Revlon misses by \$0.06, light on revs



Рис. 10 Реакция цен открытия на негативную новость

Перед самым открытием можно увидеть бид и аск намного ниже, чем при закрытии предыдущего дня. Это дает сигнал сфокусировать внимание трейдера на этой акции. Наступившее изменение цены потенциально несет в себе возможность спекуляций, так как скорей всего эти признаки уже привлекли внимание других участников, а сам факт изменения цены в результате вновь поступивших заявок до начала торговой сессии предполагает дисбаланс спроса/предложения, который в любом случае будет выравниваться. Далее нужно обратить внимание на поведение котировки акции. Конечно, речь не идет о первых 15 минутах торгов, когда выставлены крупные заявки, от крупных инвесторов которые не увлекаются спекуляцией как таковой, а лишь пытаются защитить стоимость своих активов. Некоторые инвесторы, увидев ценовые уровни сделок нового дня, могут отменить свои заявки, которые были выставлены в слепую, только на основании данных торгов после закрытия предыдущего дня. В этот период поведение курса хаотично, цены исполнения изменяются в относительно широком диапазоне, и трейдер полностью теряет контроль над ценой исполнения. Чуть позже, на основании складывающихся тенденций нужно обратить внимание на поведение спреда, чтобы выявить и устранить рискованные инструменты. Опасными сигналами могут быть: изменение спреда без видимой причины,

уменьшение цен исполнения без увеличения объемов продаж. Некоторые акции претерпевают чрезмерное расширение спреда, и в такие моменты становится непонятно направление движения акции. Акции такого типа должны игнорироваться. Торгуя акцией необходимо помнить причину выбора этого объекта для спекуляций. Нужно всегда оценивать историю и спрашивать себя, выглядит ли избыток предложения/спроса логичным в свете этой новости. Большой объем всегда указывает на хорошую заинтересованность других трейдеров и обычно является причиной возникновения больших колебаний, что в свою очередь дает возможность ожидать хорошую спекулятивную прибыль.

3.3 Внутривнедневная торговая тактика.

Весь перечень выбранных акций вносится в индивидуальную котировочную доску, которую трейдер может настраивать по своему усмотрению, но в подавляющем большинстве случаев в ней отображаются цены исполнения, объем последней сделки, текущая котировка, дневной объем торгов на текущий момент времени. Активацией клавиш меню можно производить ранжирование акций по тем или иным параметрам. Предполагается, что в момент, когда трейдер находится в не открытой позиции, производится наблюдение по всем акциям, внесенным в доску.

После обнаружения изменений значений показателей, которые, по мнению трейдера, способны привести к изменению цены, акция рассматривается на интерактивном внутривнедневном графике в режиме реального времени с целью предположения возможного направления движения цены. В данном случае речь идет об определении линий поддержки/сопротивления, наиболее распространенных фигур разворота графического анализа.

Следующий момент является основополагающим в методологии современного трейдинга. Любое инвестиционное решение и выбор приказа

для открытия позиции трейдер принимает на основании данных из openbook, который представляет собой одно из многооконных приложений displaybook специалиста, передающуюся в режиме реального времени, с частотой обновления данных один раз в 5 секунд. Для трейдера это, прежде всего, отображение ценовых уровней и соответствующих им объемов по которым акцию желают купить или продать. Появление в ней крупной заявки близкой к цене исполнения предполагает изменение текущей цены акции.

Вид Open book без графического оформления:

BID	ASK
50,50 100	50,52 100
50,49 200	50,53 300
50,47 600	50,55 500
50,45 1000	50,57 1000
50,43 3000	60,00 5000

В колонке BID отражаются ценовые уровни и соответствующие им объемы предложения, ранжированные от наиболее близкой к цене исполнения до наиболее высокой. Увеличение значений объемов в ценовом ряду объясняется:

Логикой торговли т.к. желающих продать свой актив дороже всегда больше, чем желающих продать дешевле.

Крупные инвесторы выставляют заявки на покупку на выгодных ценовых уровнях, с целью купить дешевле, а продать дороже.

Немалая часть индивидуальных инвесторов не может следить за ситуацией на рынке в течение всего торгового дня, поэтому выставляет заявки на сделки на заранее определенном ценовом уровне.

Лимитными приказами на покупку/продажу самих маркетмейкеров – функция специалиста в качестве дилера, принципала за собственный счет – поддерживается рынок акций, не допускаются резкие изменения цены, что

обеспечивает непрерывность динамики курса акций. Подобные котировки имеют вид крупных разнонаправленных приказов, в пределах которых, создается коридор незначительных колебаний.

Пример возможного повышения цены:

1. Неожиданное появление крупной заявки на покупку близкой к цене исполнения

BID	ASK
50,50 100	50,52 100
50,49 200	50,53 300
50,47 3000	50,55 500
50,45 1000	50,57 1000
50,43 3000	60,00 5000

При этом важно понимать, что единым является ценовой уровень, а объем заявки может быть суммирован, т. е. представлен группой несвязанных друг с другом инвесторов. Подобная запись расценивается как появившийся спрос, который приведет к росту стоимости акций, при этом необходимо сразу оценить потенциал роста цены акции по суммарному объему ценовых уровней.

В данном примере свыше 50,57

$100+300+500+1000=2900$, а заявка на покупку 3000.

2. Серия покупок данной акции в окне маркетмейкера.

3. Рост индекса Доу-Джонса, так как его направление сильно влияет на колебание курса акций. Считается, что индекс отображает настроение инвесторов, их желание к инвестированию в конкретный момент времени.

4. Оценка величины возможных потерь в случае немедленного закрытия позиции, которая определяется суммой: величина спреда + разница между возможными ценами исполнения покупок и продаж.

$$0,02+0,06=0,08$$

где 0,06 определена из объемов ценовых уровней т.к. покупка произойдет скорее всего по 50,53 при объеме предложения 300, возможно даже и в этот ценовой уровень трейдер не попадет. Закрытие открытой позиции, в случае изменения направления движения, скорее всего произойдет по 50,47, где присутствует покупатель на 3000 акций.

Соотношение возможной прибыли в 5 центов и возможных потерь в 8 центов, при открытии позиции считается неблагоприятным, но позиция скорее всего будет все равно открыта на основании 3-х предыдущих признаков. Если трейдер видит крупный бид, то это гарантирует достаточно небольшие потери на случай, если акция откажется двигаться, причем, если акция находится в нижней части графика, вблизи линии поддержки риск потерять меньше, чем, если бы акция находилась вблизи линии сопротивления.

Объясняется это пределами того самого ценового коридора, в котором акция совершает постоянные колебания вокруг некоей теоретически возможной равновесной цены. Так в случае входа в позицию недалеко от линии поддержки трейдер надеется на невысокую спекулятивную прибыль, складывающуюся из разницы цен предложения на линии поддержки и цен спроса на линии сопротивления. В случае разворота тенденции или несвоевременного выхода вблизи линии сопротивления, трейдер скорее всего выйдет вблизи линии поддержки, где спрос велик. Его убыток составит разницу между ценой предложения на линии сопротивления и ценой спроса на этой же линии. В случае желания извлечь большую прибыль, трейдер, соответственно возлагает на себя и большие риски. Надеясь на пробой линии

сопротивлении при появлении крупной заявки на покупку при цене исполнения близкой к линии сопротивления трейдер откроет длинную позицию полагая, что дисбаланс спроса/предложения в системе приведет ее на новый более высокий ценовой уровень. Возможная прибыль при этом несоизмеримо выше прибыли из колебаний в пределах ценового диапазона. Однако в случае погашения избытка спроса адекватным предложением возможно обратная фаза колебательных движений внутри ценового коридора и трейдер сможет закрыть позицию опять же вблизи линии сопротивления. Таким образом, величина убытков в этом случае составит разницу между ценой предложения вблизи линии сопротивления и ценой спроса вблизи линии поддержки.

Сигналы для закрытия длинной позиции.

Появление крупной заявки на продажу.

Исчезновение заявки на покупку.

Серия продаж.

Падение индекса.

Падение цены акции инициируется с появления крупного предложения, что отражается в колонке ASK. В целом сигналы открытия короткой позиции аналогичны сигналам закрытия длинной, довольно часто трейдер закрывает длинную позицию и тут же открывает короткую и наоборот. Вообще в зависимости от поведения рынка трейдер должен вести очень гибкую политику. В независимости от принятых им решений в период подготовки к торгам и поиска подходящих для работы инструментов трейдер должен трезво оценивать складывающиеся на рынке тенденции. И следовать им. Если по каким либо причинам трейдер решил, что акция должна будет повышаться в цене, а она падает, он не в коем случае не должен открывать длинную позицию, в расчете на рост цены. Более того, трейдеру в этой

ситуации желательно попытаться сыграть вместе с рынком, т.е. открыть короткую позицию. В принятии решений внутридневный трейдер опирается только на ценовые уровни в openbook, объемы и цены исполнения, линии поддержки сопротивления.

Уровни поддержки и сопротивления представляют собой области цены, в которых резко возрастает торговая активность, и где встречается сильное давление по покупке или продаже, противоположное ранее наметившемуся тренду. Трейдер, заранее определивший данные области, в значительной степени уменьшает риск потерь. Кроме того, выбрав за точку входа в рынок ценовые области уровней поддержки и сопротивления, трейдер тем самым во много раз увеличивает свои шансы получения прибыли. Трейдеры, которые стараются уложиться в достаточно узкие временные рамки, а к ним относятся трейдеры «на полу», арбитражеры и внутридневные трейдеры, часто полагаются в основном на внутридневные уровни для входа и выхода из рынка. Трейдеры-инвесторы нацелены на уровни с большими временными рамками, которые они используют скорее для того, чтобы открыть дополнительные позиции или выставить стоп-ордера, ограничив возможные потери в результате изменения стоимости актива. Аккумуляция огромного количества стоп-ордеров на уровнях поддержки и сопротивления очень часто приводит к очень сильному развороту и увеличению волатильности рынка в десятки раз.

Среди трейдеров существует мнение, что специалист с целью увеличения торговой активности по вверенной ему акции предпринимает все возможные попытки для активации этих ордеров путем искусственно созданных разовых ценовых исполнений сделок на уровнях с большим количеством стоп-лоссов. Возможно, что наличием таких искусственных волн, которые не имеют под собой реальной основы, объясняются те ложные предпосылки к повышению цены в середине торгового дня.

Акции реагируют не только на дисбаланс спроса/предложения, но еще и на время дня. Очень важно понимать, как время дня может влиять на торги. Нужно обращать внимание на общие циклы в торговле, которые происходят в течении торгового дня. Самые большие колебания акции обычно совершаются в первые 2 часа. Из этих двух часов в первые полчаса можно наблюдать наибольшую активность, и общую вялость рынка от 11:00 до полудня. Много ложных рывков совершается примерно в 11:00. Эти рывки могут выглядеть очень сильными. Они обычно делают несколько движений вверх, а затем также быстро падают на дно.

Реальной защитой от потерь в середине торговой сессии может быть только один способ – временное прекращение торговли. С начала рабочего дня проходят огромные потоки информации объемы денег, устанавливаются новые ценовые уровни и непосредственные исполнители – люди просто-напросто устают. К тому же новые ценовые уровни и новая рыночная конъюнктура требует детальной проработки и изучения складывающихся тенденций с целью принятия новых инвестиционных решений. Основная масса биржевой публики отдыхает и не участвует в тогах. В результате отсутствуют предпосылки для смещения ценовых уровней, рынок приобретает характер стагнирующего и не интересен спекулянту. Открытие позиции в ответ на поступление крупного ценового уровня скорей всего не принесет прибыли так как не произойдет встречи покупателя с продавцом и дисбаланс спроса/предложения не получат ценовой реализации. Для этого периода в основном характерны мелкоамплитудные колебания в некоем ценовом диапазоне. Вышеописанная ситуация опять же не является закономерностью, ценовой выброс все равно возможен и происходит в результате заключения сделок крупными институциональными инвесторам. Именно в этот период влияние спекулянтов меньше всего отразится на цене исполнения. Также на ситуацию повлияют, конечно, объявления новостей. Все оживляется примерно между полуднем и 13:00. Не задолго до окончания

торгов рынок снова активизируется в связи с прохождением денежных потоков связанных с результатами анализа рыночной конъюнктуры сложившейся по результатам утренней сессии.

Виды приказов на открытие/закрытие позиции.

По методологии современного трейдинга для открытия позиции используются команды:

Приказ на покупку типа NX-продукт компании NYSE Direct+, специфической особенностью которого, является высокая скорость исполнения за счет специфической маршрутизации ордера. По сути, является лимитным приказом, цена исполнения которого определяется автоматически по текущей котировке так, например,

BID	ASK
50,50 100	50,52 100
50,49 200	50,53 300
50,47 3000	50,55 500
50,45 1000	50,57 1000
50,43 3000	60,00 5000

после нажатия одной клавиши, приказ поступит в систему по 50,52 и в случае не исполнения, останется в виде лимитной заявки на покупку по 50,52. Считается основным инструментом дейтрейдера, так как при наличии соответствующего уровня реакции у трейдера позволяет «вырывать» акции по самым выгодным ценовым уровням в самом начале тенденций.

Buy limit order- позволяет открыть позицию по цене исполнения, что бывает необходимо при открытии длинной позиции по акциям имеющих большой спрэд. Имеется ряд сложностей в использовании, так как по цене последней сделки определить цену последующей сделки получается не всегда. Использование дополнительных клавиш для набора цены исполнения приказа отнимает время, поэтому к моменту ввода в систему приказ может быть уже не актуален.

Market order-для открытия длинной позиции нежелателен, так как трейдер может предсказать цену исполнения лишь приблизительно, но хороший инструмент для открытия короткой позиции, поскольку открытие позиции при падающем курсе возможно только на повышении, а любое ограничение сделки по цене может сделать открытие позиции невозможным.

По методологии для закрытия позиции используются команды:

Приказ на продажу типа NX

Лимитный приказ на продажу позволяет закрыть позицию по заранее определенной цене для трейдера, как правило, в районе цены исполнения, что используется при торговле акциями с большим спредом с целью извлечения большей прибыли.

Рыночный приказ на продажу используется при неконтролируемых трейдером ситуациях, в основном с целью снижения убытков, в надежде на закрытие по усредненной цене между ценой спроса и предложения и гарантированного выхода из позиции.

Неприемлемые методы торговли в условиях современного трейдинга.

Сохранение открытой позиции на ночь. Представляется потенциально опасным методом торговли из-за неконтролируемости ценовых выбросов. Возможность изменения цен появилась за счет ведения торгов после закрытия, за счет функционирования OARS до открытия. В попытках обеспечения преемственности курса специалист пытается дать котировку открытия как можно ближе к цене закрытия, но высокая разница между ценами открытия и закрытия наблюдается достаточно часто, и трейдер рискует понести громадные потери.

3.4 Разбор практического примера.

Time	Last	Volume	Bid	Ask	Bid Size	Ask Size
09:45:51			31.64	31.65	100	49
09:45:48	31.65	2500				
09:45:48	31.65	2500				
09:45:48			31.64	31.66	24	1
09:45:45			31.64	31.66	109	1
09:45:39			31.64	31.63	109	10
09:45:36	31.64	1700				
09:45:33			31.62	31.63	25	10
09:45:33	31.63	700				
09:45:33	31.63	3200				
09:45:30			31.62	31.63	30	10
09:45:30			31.62	31.63	35	10
09:45:30			31.62	31.63	169	10
09:45:30			31.63	31.63	1	10
09:45:30			31.63	31.63	7	10
09:45:27	31.63	1000				
09:45:24	31.63	300				
09:45:24			31.62	31.63	151	10
09:45:24	31.63	100				
09:45:24			31.62	31.63	151	13
09:45:24	31.63	100				
09:45:24			31.62	31.63	151	14
09:45:24	31.62	300				
09:45:21			31.62	31.63	151	15
09:45:21			31.62	31.63	151	11
09:45:21			31.62	31.63	131	10
09:45:18	31.63	500				
09:45:18	31.63	500				
09:45:18	31.63	500				
09:45:15	31.63	500				
09:45:12	31.63	900				
09:45:09	31.63	900				
09:45:09	31.63	100				
09:45:09			31.62	31.63	134	10
09:45:06	31.63	100				
09:45:06			31.62	31.63	136	10
09:45:06	31.63	100				
09:45:06	31.63	100				
09:45:06			31.62	31.63	26	10
09:45:03			31.62	31.64	26	7
09:45:03			31.62	31.64	20	23

Дано графическое отображение используемого инструментария по порядку сверху вниз:

1 Котировочная лента имеет графы:

Время (Time), Цена последней сделки (Last), Объем последней сделки (Volume), Цена спроса (Bid), цена предложения (Ask), Объем спроса (Bid Size), Объем предложения (Ask Size) Объем спроса и предложения выставляется без двух нулей, так 26 означает значение в 2600.

Результаты читаются снизу вверх. Цены исполнения имеют цветовое различие: зеленым отражаются цены покупок, красным цены сделок продаж, черным аналогичное предшествующему исполнению сделки.

MM	Bid	MM	Ask	Prints	
NYS	31.62	25	NYS	31.66	1
				31.63	7
				31.62	1
				31.63	1
				31.63	32
				31.62	20
				31.63	10
				31.63	3

	Bid		Ask	
09:45	31.64	12600	09:45	31.63
09:45	31.62	3500	09:45	31.64
09:45	31.59	700	09:45	31.65
09:44	31.55	300	09:44	31.70
09:44	31.53	100	09:44	31.72
09:45	31.51	800	09:41	31.73
09:44	31.50	1000	09:45	31.74
09:36	31.48	1000	09:43	31.75
09:44	31.46	100	09:43	31.80
09:43	31.44	500	09:40	31.85

2 Окно маркетмейкера, отображает котировку акции в текущий момент времени, и цены исполнения на конкретной торговой площадке и других торговых площадках систем классических торгов. Принадлежность торговой площадки обозначается заглавной буквой названия торговой площадки. Цены исполнения так



же имеют цветовую дифференциацию.

По установленным правилам 1 может помимо 100 акций обозначать отсутствие актива по данному ценовому уровню, т.е. 0.

3 Окно Openbook отражает ценовые уровни спроса/предложения и время их появления. Существенная особенность в том, что данные передаются с 5-ти секундной задержкой и имеют дискретность во времени. Этим объясняется расхождение между котировкой из окна маркетмейкера и ценовыми уровнями ближайшими к цене исполнения из Openbook, которые являются основой выставления котировки.

4 График. После широкого диапазона разброса ценовых значений характерного для первых 15-ти минут торговли, появляется первая графическая фигура в усредненных показателях ценовых значений.

Трактовка данных. После первых пятнадцати минут после открытия торгов в 9.45 появляется крупный спрос размером в 12600 штук акций по цене 31.64 который отображается на openbook специалиста, но не отражается на котировке маркетмейкера, где сохраняется объем спроса в 2600 штук акций по цене 31.62, не смотря на то, что в окне сделок маркетмейкера указывается серия покупок на NYSE объемом в 3200 акций по цене в 31.63. По логике сохранение ценового уровня на 31.62 не возможно, однако специалист продолжает противодействовать возрастающему спросу, не смещая котировки.

Следует отметить, что до 2002 года инвестор не имел возможности наблюдать за openbook и, соответственно, появление крупного спроса в системе им своевременно установлено быть не могло. Даже после появления значения величины спроса в 09.45.06 в ленте котировок инвестор бы не принял решение о покупке поскольку не видел возможность выхода на ценовом уровне 31.62, где в openbook отображен объем на 3500 штук акций.

MRK					
Bid			Ask		
09:46	31.65	13000	09:46	31.66	900
09:46	31.64	2700	09:45	31.70	6100
09:46	31.63	1500	09:45	31.72	1000
09:45	31.62	1700	09:41	31.73	1000
09:45	31.59	700	09:46	31.74	2900
09:45	31.51	800	09:45	31.75	10000
09:44	31.50	1000	09:43	31.80	6600
09:36	31.48	1000	09:40	31.85	56600
09:44	31.46	100	09:41	31.86	800
09:43	31.44	500	09:40	31.87	1000

Time	Last	Volume	Bid	Ask	Bid Size	Ask Size
09:46:06			31.65	31.66	130	8
09:46:03	31.66	100				
09:46:03			31.65	31.66	130	9
09:46:03			31.65	31.66	2	9
09:46:03			31.65	31.66	2	10
09:46:00			31.65	31.66	1	10
09:46:00			31.65	31.66	6	10
09:46:00			31.65	31.66	6	1
09:46:00	31.66	400				
09:46:00			31.65	31.66	1	1
09:46:00	31.65	600				
09:46:00			31.65	31.66	1	5
09:46:00			31.64	31.66	115	5
09:46:00			31.64	31.65	115	1
09:45:57			31.64	31.65	115	6
09:45:57			31.64	31.65	107	6
09:45:57	31.65	100				
09:45:57			31.64	31.65	107	7
09:45:57	31.65	400				
09:45:57	31.64	100				
09:45:57			31.64	31.65	107	11
09:45:54			31.64	31.65	108	11
09:45:54			31.64	31.65	108	1
09:45:54			31.64	31.65	108	4
09:45:54	31.65	300				
09:45:54	31.65	100				
09:45:54	31.65	300				
09:45:54			31.64	31.65	104	4
09:45:54			31.64	31.65	104	5
09:45:54			31.64	31.65	104	8
09:45:54	31.65	100				
09:45:54			31.64	31.65	104	9
09:45:54	31.65	3900				
09:45:54	31.65	500				
09:45:54			31.64	31.65	100	4
09:45:51			31.64	31.65	100	9
09:45:51			31.64	31.65	100	37
09:45:51	31.65	100				
09:45:51	31.65	100				
09:45:51			31.64	31.65	100	38
09:45:51			31.64	31.65	100	49
09:45:51			31.64	31.65	100	50
09:45:48	31.65	2500				

После серии продаж по 31.63 отображенном в ленте котировок и сохранении крупного объема спроса спекулянт должен серьезно задуматься об открытии длинной позиции. Изменение в следующую минуту ценового уровня крупной заявки до 31.65 означает, что первоначально отображенный объем есть рыночная заявка, которая не будет отменена, как возможно в случае лимитной заявки, а будет удовлетворена, причем исходя из отображенных ценовых уровней где-то на 31.74. При этом, обращая внимание на количество продаж в ленте котировок можно предположить что, новый объем в 13000 штук акций по цене 31.65 уже в большей части может состоять из заявок других покупателей, среди которых возможны лимитные заявки, а значит, и возможно неожиданное резкое снижение величины спроса в результате отмены последних. Примечательно, что в окне маркетмейкера для выставления официальной

котировки опять выбран момент, когда величина спроса составляет наименьшее значение. Создается впечатление, что специалист умышленно искажает рыночную ситуацию, скрывая выраженность причин повлекших повышение цены. И только на ценовом уровне в 31.69 маркетмейкер выставляет величину реальной заявки когда акция изменила свою курсовую стоимость уже на семь центов.

Подтверждение существования крупной заявки в окне маркетмейкера прошло спустя более минуты от появления спроса в системе, что может быть

Time	Last	Volume	Bid	Ask	Bid Size	Ask Size
09:46:24			31.70	31.72	3	2
09:46:24			31.70	31.72	1	2
09:46:24	31.70	500				
09:46:24			31.70	31.72	1	10
09:46:24			31.69	31.72	129	10
09:46:24	31.70	1000				
09:46:24			31.69	31.70	129	5
09:46:24			31.69	31.70	131	5
09:46:21			31.69	31.70	3	5
09:46:21			31.69	31.70	3	15
09:46:21			31.69	31.70	3	45
09:46:21	31.70	100				
09:46:21			31.69	31.70	3	59
09:46:18	31.69	200				
09:46:18			31.69	31.70	3	60
09:46:18			31.69	31.70	2	60
09:46:18			31.67	31.68	130	1
09:46:15			31.67	31.68	131	1
09:46:15	31.69	400				
09:46:15			31.67	31.70	131	60
09:46:15			31.67	31.70	130	76
09:46:15			31.67	31.69	130	1
09:46:15	31.69	600				
09:46:12			31.67	31.69	130	4
09:46:12			31.67	31.70	1	76
09:46:09			31.67	31.69	1	2
09:46:09	31.69	200				
09:46:09			31.67	31.70	1	62
09:46:09	31.67	200				
09:46:09			31.67	31.68	1	1
09:46:09			31.65	31.67	135	2
09:46:09			31.65	31.67	7	2
09:46:06			31.65	31.67	6	2
09:46:06			31.65	31.67	134	2
09:46:06	31.66	100				
09:46:06	31.66	700				
09:46:06			31.66	31.67	2	2
09:46:06			31.65	31.67	134	2
09:46:06			31.65	31.66	130	1
09:46:06			31.65	31.66	130	7
09:46:06			31.65	31.66	130	8
09:46:03	31.66	100				
09:46:03			31.65	31.66	130	9

подтверждено ретроспективно путем изучения ленты котировок. При этом акция совершила рост на 7 центов и вполне возможно потенциал роста стоимости акции уже исчерпан.

MRK		Bid		Ask	
09:46	31.69	300	09:46	31.68	100
09:46	31.68	400	09:46	31.69	100
09:46	31.67	13400	09:46	31.70	6000
09:46	31.64	2600	09:45	31.72	1000
09:46	31.63	100	09:41	31.73	1000
09:46	31.62	1800	09:46	31.74	2900
09:45	31.59	700	09:45	31.75	10000
09:45	31.51	800	09:43	31.80	6600
09:44	31.50	1000	09:40	31.85	56600
09:46	31.49	1000	09:41	31.86	800

Однако в системе openbook появляются новые ценовые уровни спроса, пока еще не значительные по величине, но указывающие на возросший к акции спекулятивный

интерес который предполагает дальнейший рост курсовой стоимости акций.

Примечателен тот факт, что из анализа ленты котировок следует снижение

MM	Bid	MM	Ask	Prints				
NYS	31.65	6	NYS	31.67	2	31.66	1	B
						31.66	8	M
						31.66	1	N
						31.66	7	N
						31.66	1	N
						31.66	1	T
						31.65	1	M

объема разовых сделок после выставления официальных котировок с высокой величиной спроса в окне маркетмейкера.

MM	Bid	MM	Ask	Prints				
NYS	31.69	129	NYS	31.70	5	31.70	10	N
						31.70	1	N
						31.69	2	N
						31.68	1	T
						31.70	6	C
						31.69	4	N
						31.69	6	N

Вполне возможно маркетмейкер использовал свои технологические и правовые возможности, чтобы выполнить заявки крупных клиентов, избегая вмешательства спекулянтов в конечное ценообразование

сделок по крупным пакетам акций. Официальное выставление котировок

сразу привлекло внимание спекулянтов, которые выставили заявки на покупки по ценам более близким к ценам исполнения, чем ценовой уровень крупной заявки. Судя по величинам и месту появлений заявок это и есть внутридневные спекулянты пытающиеся выбить пакеты акций у крупных инвесторов. Так, несмотря на то, что крупная заявка рыночная, даже некоторая часть ее уже не сможет быть исполнена по 31.68, 31.69, поскольку весь объем предложения в системе забирают спекулянты, выставившие свои заявки по цене исполнения. Продолжение удовлетворения крупной рыночной заявки может начаться с существующего предложения в 31.70.

В рассматриваемом примере допустим, что внутридневный трейдер послал заявку на максимальном уровне предложения по 31.65, а приказ был исполнен по 31.69, тогда трейдеру, находясь в открытой позиции, остается наблюдать за ценой исполнения в ленте котировок и оценивать объемы ценовых уровней из openbook.

После открытия позиции очевидна положительная оценка операции, так как сохраняется

Time	Last	Volume	Bid	Ask	Bid Size	Ask Size
09:46:48	31.73	200				
09:46:48			31.72	31.73	140	3
09:46:45			31.72	31.73	140	5
09:46:45	31.73	500				
09:46:45	31.73	300				
09:46:45			31.72	31.73	140	16
09:46:45			31.72	31.73	140	21
09:46:45			31.72	31.73	140	24
09:46:45			31.72	31.73	136	24
09:46:45	31.73	400				
09:46:42			31.72	31.73	8	24
09:46:42			31.72	31.73	8	28
09:46:42			31.71	31.73	6	18
09:46:39			31.71	31.73	6	19
09:46:39			31.71	31.72	6	1
09:46:39	31.73	200				
09:46:39			31.70	31.72	242	1
09:46:36	31.72	200				
09:46:36			31.70	31.72	146	1
09:46:36			31.70	31.72	146	1
09:46:36			31.70	31.72	146	2
09:46:36			31.70	31.72	18	2
09:46:33	31.70	1300				
09:46:33			31.70	31.72	17	2
09:46:30			31.69	31.72	140	2
09:46:30			31.69	31.72	139	2
09:46:30			31.69	31.72	129	2
09:46:30	31.70	1000				
09:46:30			31.69	31.70	114	1
09:46:30			31.69	31.70	114	5
09:46:27			31.69	31.70	129	5
09:46:27	31.69	400				
09:46:27			31.69	31.70	130	5
09:46:27			31.69	31.70	2	5
09:46:27	31.69	100				
09:46:27	31.70	500				
09:46:24			31.69	31.70	129	4
09:46:24	31.70	300				
09:46:24			31.69	31.70	129	9
09:46:24			31.70	31.72	1	2
09:46:24			31.70	31.72	3	2
09:46:24			31.70	31.72	1	2
09:46:24	31.70	500				

MRK						
	Bid			Ask		
09:46	31.70	1700	09:46	31.72	200	
09:46	31.69	14100	09:46	31.73	2200	
09:46	31.68	1300	09:46	31.74	3100	
09:46	31.64	1200	09:45	31.75	10000	
09:46	31.63	100	09:46	31.77	5000	
09:46	31.62	100	09:43	31.80	6600	
09:45	31.51	800	09:40	31.85	56600	
09:44	31.50	1000	09:41	31.86	800	
09:36	31.48	1000	09:40	31.87	1000	
09:44	31.46	100	09:41	31.88	1200	

крупный объем спроса по цене открытия, что позволяет закрыть позицию лишь с величиной потерь равной комиссии, а крупная заявка в очередной раз повысила свой ценовой уровень.

По ленте котировок видно очередное увеличение роста объемов покупок с увеличением цены исполнения. По всем факторам цена акции растет и предпосылок для закрытия позиции не наблюдается.

Тенденция к повышению предложения в системе пока еще выражена слабо, сохраняется крупный спрос.

Time	Last	Volume	Bid	Ask	Bid Size	Ask Size
09:47:21	31.75	100				
09:47:21			31.74	31.75	129	79
09:47:21			31.74	31.75	129	80
09:47:18			31.74	31.75	129	85
09:47:18	31.75	2100				
09:47:18			31.74	31.75		1
09:47:18	31.74	2000				
09:47:18			31.74	31.75	1	101
09:47:15			31.73	31.74	157	1
09:47:15	31.74	500				
09:47:15	31.74	600				
09:47:15			31.73	31.74	157	19
09:47:15			31.73	31.74	157	24
09:47:12			31.73	31.74	29	24
09:47:12			31.73	31.74	29	30
09:47:12			31.73	31.74	29	1
09:47:12			31.73	31.74	24	1
09:47:12	31.74	600				
09:47:09			31.73	31.74	14	1
09:47:09	31.73	1100				
09:47:09			31.72	31.74	165	1
09:47:06			31.72	31.73	165	11
09:47:03			31.72	31.74	165	26
09:47:03	31.74	700				
09:47:03	31.73	900				
09:47:00			31.72	31.75	165	2
09:47:00	31.73	3500				
09:47:00			31.72	31.73	178	1
09:47:00			31.72	31.73	178	28
09:46:57			31.72	31.74	178	1
09:46:57			31.72	31.74	170	1
09:46:57			31.72	31.74	165	1
09:46:57	31.73	3900				
09:46:57			31.72	31.74	151	1
09:46:54			31.72	31.74	131	1
09:46:54			31.72	31.74	132	1
09:46:54	31.73	5600				
09:46:54			31.72	31.73	132	1
09:46:48	31.73	300				
09:46:48	31.73	1100				
09:46:48			31.72	31.73	140	1
09:46:48	31.73	200				
09:46:48			31.72	31.73	140	3

Цена продолжает расти, но продолжающиеся крупные покупки должны, в конце концов, привести к исчерпанию спроса и повышению предложения от спекулянтов, закупивших актив на более низких ценовых уровнях. Поводом к сохранению открытой позиции может служить сохраняющийся крупный спрос в openbook, который продолжает повышать свой ценовой уровень.

MRK					
	Bid		Ask		
09:46	32.68	200	09:46	31.72	6400
09:46	31.72	14000	09:46	31.73	4200
09:46	31.70	3000	09:46	31.74	4400
09:46	31.64	1200	09:45	31.75	10000
09:46	31.63	100	09:46	31.77	5000
09:46	31.62	100	09:46	31.79	400
09:45	31.51	800	09:43	31.80	6600
09:44	31.50	1000	09:40	31.85	56600
09:36	31.48	1000	09:41	31.86	800
09:44	31.46	100	09:40	31.87	1000

Включение в разбор примера с неясным ценовым уровнем спроса по 32.68 не случайно поскольку в openbook довольно часто встречаются нетрактующиеся значения. Скорей всего данная заявка является лимитной, поскольку никакие системы с автоматической генерацией не могут создать такой ценовой уровень в данной ситуации. Причиной ее выставления скорей всего является шутка, но появление подобных ценовых уровней сильно сбивает. Трейдер не следит за первыми цифрами, а только за последними, из-за того, что ценовые уровни меняются быстро, плюс необходимо переводить глаза на источники несущие информацию о ценах исполнения. Например, появление уровня на 32.68 может быть принято за 31.68, что после 31.72 может казаться вполне реальным и послужить сигналом к закрытию.

Time	Last	Volume	Bid	Ask	Bid Size	Ask Size
09:47:48			31.75	31.77	79	60
09:47:48			31.75	31.77	74	60
09:47:45			31.75	31.77	72	60
09:47:45			31.75	31.76	72	3
09:47:45	31.77	900				
09:47:45	31.76	1000				
09:47:42	31.77	200				
09:47:42	31.76	1000				
09:47:39	31.76	2100				
09:47:39	31.75	1600				
09:47:36	31.75	1300				
09:47:30	31.75	2900				
09:47:30	31.75	2300				
09:47:30	31.75	100				
09:47:27	31.75	100				
09:47:27	31.75	500				
09:47:27	31.75	200				
09:47:27	31.75	3500				
09:47:27			31.74	31.75	199	27
09:47:27			31.74	31.75	199	29
09:47:27			31.74	31.75	199	64
09:47:24	31.75	200				
09:47:24	31.75	200				
09:47:24			31.74	31.75	199	66
09:47:24	31.75	500				
09:47:24	31.74	100				
09:47:24	31.75	100				
09:47:24			31.74	31.75	199	2
09:47:24			31.74	31.75	199	66
09:47:24			31.74	31.75	199	68
09:47:24			31.74	31.75	199	73
09:47:24			31.74	31.75	199	59
09:47:24			31.74	31.75	199	60
09:47:24	31.75	600				
09:47:24			31.74	31.75	200	60
09:47:24			31.74	31.75	200	62
09:47:24	31.75	100				
09:47:24			31.74	31.75	129	62
09:47:24			31.74	31.75	129	63
09:47:24			31.74	31.75	129	69
09:47:21	31.75	1000				
09:47:21	31.75	100				

Понятно, что в период всей открытой позиции трейдер наблюдает за ситуацией на основании значений из выбранного инструментария. В рассматриваемом примере наилучшим временем для введения приказа о закрытии позиции будет момент появления относительно одинаковых величин объемов спроса и предложения после серии крупных покупок, которые исчерпали спрос. Появление предложение обосновано желанием спекулянтов, приобретших актив по более низкому ценовому уровню зафиксировать прибыль.

Таким образом, в рассматриваемом примере цена совершила колебание величиной в 15 центов за период в 2 минуты. Сам же трейдер, скорей всего получил прибыль в 7 центов. Пример максимально упрощен, поскольку в нем четко выражена тенденция, сложившейся из-за крупной величины спроса, которая к тому же была представлена рыночной заявкой. Другое дело обстоит в случае не крупных величин спроса, в случаях, когда они представлены лимитными заявками и могут отменяться и заново водится в систему. За период роста цены произошли только единичные продажи, а не их серии, это позволило однозначно трактовать изменение цены. Однако в примере видна суть методологии, прибыльность которой зависит от скорости принятия решения, индивидуальной трактовки числовых данных. Весь пример длится порядка двух минут и за этот период трейдером выполнено как минимум две операции. В среднем трейдеру для получения сколь ощутимой прибыли необходимо выполнять около 40-50 операций в день. Если учесть, что в организации по месту прохождения практики было 26 трейдеров, то общее

количество операций в день составляло около 1040-1300 в день. Причем каждый трейдер работает, как правило, с разным перечнем акций и посредством инструментария следит за каждым минимальным изменением цены. Таким образом, происходит диверсификация средств, владельцев компании и снижение рыночного риска. Подобная концепция практически исключает вложение крупных средств в один актив. При этом технология направлена на то, чтобы не допустить или свести риск потерь в результате неблагоприятных ценовых изменений к минимуму. Платой за снижение рыночного риска являются увеличение издержек связанные с платежами за совершение сделки, из-за увеличения их числа, и оплаты труда трейдеров, число которых также увеличивается.

Выводы третьей главы работы.

Весь алгоритм работы внутридневного трейдера строится на технико-технологических возможностях современной организации электронных торговли. В принятии инвестиционных решений используются технологические системы, сопровождающие деятельность работников торговой площадки. Прогнозность в принятии решении о проведении той или иной операции полностью отсутствует. Подробное изучение рыночной ситуации заменяется изучением новостного потока, стандартизированного и представленного в специализированных поисковых системах. Суждения о возможных направлениях тенденций для открытия/закрытия позиции не являются определяющими. Любое сообщение, или новость, в том числе сообщение данных технического анализа, расценивается как предпосылка повышенного внимания владельцев или возможных покупателей актива действия которых, возможно, вызовут вспышку спекулятивной активности, вслед за ней волатильность и возможность извлечения прибыли по данному активу.

Суть внутридневной торговли заключается в выявлении точек перехода капиталов из системы в систему, из фиктивной формы в действительную и наоборот. Суждение возможно за счет наблюдения за ценовыми уровнями из технологии Displaybook специалиста.

Смещение скорости принятий решения в короткие временные рамки привел к индивидуализации торгового алгоритма, высокому влиянию личностных характеристик на эффективность применения алгоритма.

Абсолютная механизация алгоритма невозможна из-за большого влияния участников торгов, поведение которых не подлежит абсолютизации и не может быть алгоритмизировано.

Заключение

Алгоритм внутридневной торговли является результатом коммерциализации взаимоотношений участников торгов фондовой биржи в условиях невозможности однозначного прогноза цен на вторичном рынке акций с использованием всей совокупности аналитического инструментария.

Разрыв между вторичным рынком акций и реальным сектором приводит к ошибкам в результатах прогнозных моделей определения будущих стоимостей на вторичном рынке акций. Существование в системе финансового сектора сильной зависимости показателей качества функционирования того или иного рынка от количественных показателей насыщенности капиталами, изменение состояния рынка от направлений финансовых потоков привело исследователей к необходимости формализовать такие сложные предпосылки как возможное направление капиталов, эффекты поведения большинства инвесторов в зависимости от предполагаемых тенденций и включение этих явлений в свои прогностические модели. Результатом стала невозможность однозначного суждения о предстоящих изменениях курсовой стоимости, не смотря на всю

наукоемкость исследований в сфере ценообразования на вторичном рынке. За торговой деятельностью на вторичном рынке прочно укрепился термин «игра», более того ряд течений вообще отрицает какую либо возможную закономерность на рынке. Вышеописанные теоретические положения послужили предпосылками для поисков других моделей механизмов ценообразования. И этот подход был найден и реализован. Основывается он исключительно на технико-технологических возможностях конкретной торговой площадки.

Исходя из положений, что между системами долевого и долгового финансирования существует конкуренция, между этими системами осуществляется постоянный переход средств, оформленный в виде финансовых потоков. Объективное суждение о конкретных значениях этих величин невозможно и, соответственно, также невозможно суждение о влиянии этих величин на качественные параметры вторичного рынка. Поступая в систему вторичного рынка финансовые потоки, вступают в сложные взаимоотношения между группами участников торгов, и, преломляясь через призму их взаимоотношений, выводят сферу прогнозирования цен из сферы общеэкономических законов. Таким образом, не один исследователь не может однозначно судить о параметрах финансовых потоков вступающих в систему вторичного рынка акций и о возможных направлениях перераспределения этих потоков внутри системы.

Невозможность однозначного суждения о предстоящих ценовых изменениях препятствует привлечению крупных финансовых потоков, которые напрямую влияют на качественные показатели конкретной торговой площадки. Объясняется это косвенным влиянием инвестиционной привлекательности конкретного национального рынка, величиной торговой активности средних и мелких спекулянтов. Группа участников торгов получающая прибыль в составе отчислений встроенных в обязательные платежи заинтересована в увеличении торговых операций. Группа

участников, получающая прибыль за счет извлечения спекулятивной разницы стоимостей между покупкой и продажей активов заинтересована в методологиях, позволяющих ограничить себя от рыночных рисков и получить возможность хотя бы краткосрочного определения цены. При наличии подобных возможностей эта группа, несомненно, повысит количество торговых операций.

Подобная возможность была реализована. За счет предоставляемых в пользование инвестору технологических продуктов являющихся информационными копиями вспомогательных систем, обеспечивающих выполнение функций участников фондовой биржи, которые позволяют судить о направлениях потоков капиталов внутри системы. Суждение о предстоящих сдвигах цены сместилось на минимальный промежуток времени, и складывается только из данных поставляемых из элементов технико-технологической структуры биржи. Огромный потенциал аналитического инструментария тем самым стал не нужен. Получается стройная и органичная система, в которой создается торговый алгоритм, который с одной стороны, способен привлечь массового инвестора, поскольку имеет исключительно практическую направленность и требует минимально необходимый набор теоретических знаний, с другой, требует минимум финансовых активов. Большое количество разрозненных финансовых активов не будут консолидированы в том объеме, в котором они могли бы быть консолидированы в составе средств переданных в управление, и соответственно, не могут негативно повлиять на конъюнктуру рынка. В свою очередь снижение транзакционных издержек в совокупности с существующей волатильностью стимулирует мелкого и среднего инвестора с целью получения более высокой прибыли идти на совершение большего количества торговых операций. Увеличение числа разнонаправленных торговых операций способствуют развитию обращения на вторичном рынке, и, следовательно, способствует развитию ликвидности, сохраняющаяся

ликвидность в свою очередь привлекает внимание крупных инвесторов, капиталы которых устремляются в руки держателей мелких пакетов акций, а диверсифицированные капиталы вновь стимулируют обращение. Сиюминутное установление перехода капиталов из состава крупной пакетной структуры в диверсифицированную и наоборот - есть основа методологии современной внутрисуточной торговли. Наиболее эффективное практическое установление точек перехода возможно при условии знания структурно-технологической организации Нью-Йоркской фондовой биржи, доступ к информационному потоку из которой может получить практически любой инвестор.

В составе Нью-Йоркской Фондовой биржи существует три принципиально различные торговые системы.

Система классических торгов.

Существенным недостатком для частного инвестора является отсутствие прямого доступа к рынку. Реализация торговых операций несет в себе возможность получения незапланированных цен исполнения не только в результате неблагоприятного момента в рыночной конъюнктуре, но и в результате участия интересов посредника. Традиционный доступ, как правило, характеризуется относительно высокой величиной транзакционных издержек. Ценообразование в коротком временном диапазоне сильно зависит от тактики специалиста. Вышеперечисленные недостатки не способствуют развитию методик торговли связанных с высокой операционной активностью инвестора. Положительным моментом является высокий уровень ликвидности классических торгов, наличие сотрудника обеспечивающего преобладание курса. Большое количество предложений на разных ценовых уровнях позволяет более объективно оценивать сложившуюся ситуацию на рынке.

Электронные коммуникационные сети.

Исполнение заявок обеспечивается автоматическим сопоставлением двух встречных заказов, что обеспечивает отсутствие человеческого фактора в цене исполнения. Имеет низкие комиссии, в ряде случаев операции могут осуществляться бесплатно. Является первой технологической системой, на базе которой зародилось явление внутрಿದневной торговли. Имеет серьезные проблемы, связанные с ликвидностью, не способствует стремлениям групп участников в связи с сильным влиянием ограниченности ресурсов в системе на ценообразование. Имеет некую оторванность от первичного рынка, что выражается в ценовых различиях котировок и цен исполнения на конкретный момент времени. Для менее ликвидных акций ECN значительно реже функционирует как электронная биржа, и иногда предпочтительнее направлять заказы в систему традиционных торгов, т.е. через специалиста NYSE. Очевидно, что даже при высоких объемах сделок на конкретную акцию, не все ECN имеют одинаково высокую ликвидность на эту акцию. Поэтому со стороны потребителя предпочтение отдается более ликвидным ECN. В принятии торгового решения инвестору помимо оценки рыночных рисков необходимо оценивать риски ликвидности, фиксация прибыли резко усложняется за счет ненасыщенности системы участниками.

Окончательным, революционным, нововведением явилось создание и запуск гибридной системы торгов, сделав трейдера полноправным участником конкурентной борьбы за цену на NYSE.

Гибридный рынок – самая молодая система торгов, созданная в результате слияния интересов всех трех групп участников торгов. Сочетает в себе положительные характеристики предыдущих двух торговых систем, исключает их недостатки:

Участвует в ценообразовании классических торгов, обеспечивается ликвидностью активов этой системы торгов, присутствует участник,

обеспечивающий преемственность курса, отсутствует посредник, используются приказы обеих систем, низкая комиссия.

Следующий этап в становлении внутридневного трейдинга был совершен в конце 2002, когда публика впервые получила доступ к данным в openbook, и абсолютно любой инвестор, за плату, конечно, получил возможность наблюдать за ценовыми уровнями, ранее доступными только специалисту

Таким образом, методология внутридневной торговли свелась к слежению за перемещением капиталов внутри системы. Любые методологии ориентированные на прогноз ценовых значений в краткосрочной перспективе стали просто не нужны. Подобная возможность обеспечена организаторами торгов разработавших и внедривших технологическую основу, на которой подобный алгоритм получил развитие. Суждение о неэффективности внутридневного торгового алгоритма не совсем корректно, так как основой его является не аналитика, а практика и технологические возможности.

Применение на российском фондовом рынке данного торгового алгоритма возможно, но широкомасштабного развития он не получит. Скорей всего, внутридневный трейдинг сведется к индивидуальному торговому алгоритму физических лиц и отдельных управляющих финансовыми ресурсами компаний. Той формы организаций, характерных для американского фондового рынка, когда фирма занимается исключительно внутридневным трейдингом, а весь капитал организации разбит между несколькими десятками трейдеров, на российском рынке не будет. Объясняется это ограниченным количеством ликвидных ресурсов. Капиталовладельцам нет смысла применять подобный алгоритм, так как несколько трейдеров - сотрудников организации будут искать волатильные инструменты из ограниченного набора акций. Результатом будет вложение

ресурсов в один и тот же актив в конкретный момент времени, что сохраняет высокий рыночный риск, и может быть проделано одним трейдером.

Список использованной литературы:

Книги отечественных авторов:

1. Базовый курс по рынку ценных бумаг. — М.: Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1997
2. Галанов В.А Басов А.И. Рынок ценных бумаг / Учебник.- 2-е издание, переработанное и дополненное М.:«Финансы и статистика» 2001
3. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг в России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002.
4. Миркин Я.М., Ценные бумаги и фондовый рынок.- М.: Перспектива, 1995
5. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: ИНФРА – М, 1996
6. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. - М.: ФА,2000
7. Нуреев Р.М. Курс микроэкономики: Учебник для вузов. – 2-е изд., изд – М.: Издательство норма, 2002
8. Фельдман А. Б. Производные финансовые и товарные инструменты: - М.: Финансы и статистика, 2003

Книги иностранных авторов:

9. Акелис С. Б. Технический анализ от а до я полный набор инструментов торговлиот абсолютного индекса ширины до японских свечей. – М.: Диаграмма 1999
10. Фишер Р., Новые методы торговли по Фибоначчи — М.: "ИК "Аналитика", 2002
11. Швагер Джек., Технический анализ. Полный курс. — М.: Альпина Паблишер, 2001.

Интернет сайты:

12 <http://www.bancofamericaspecialist.com>
<http://www.bancofamericaspecialist.com/assets/irguide1200.pdf>

13 www.Bigcharts.com

14 www.nyse.com
<http://www.nyse.com/glossary/1042235996028.html>
<http://www.nyse.com/glossary/1042235996326.html>
<http://www.nyse.com/pdfs/BSS.pdf>
http://www.nyse.com/pdfs/Blume_NYSE.pdf
<http://www.nyse.com/pdfs/hybridmarket.pdf>
<http://www.nyse.com/pdfs/NYSEDirect+.pdf>
<http://www.nyse.com/pdfs/specialistbrochure.pdf>
<http://www.nyse.com/pdfs/SuperDot.pdf>
[NYSE Hybrid Market Fact Sheet](#)

15 www.Prophet.net

16 www.reuters.com

17 www.vmgroupp.ru

18 www.yahoo.com

<http://finance.yahoo.com/mt?u>

