
Ποιοι Παράγοντες Περιορίζουν Σήμερα τις Συνθήκες Πλήρους Διαφάνειας στη Διαδικασία μιας Δίκαιης Αποτίμησης του Ελληνικού Χρηματιστηρίου

(σε μέσους όρους Δεικτών P/E ή P/BV)

Η πρόβλεψη της κερδοφορίας και η αποτίμηση των πραγματικών ιδίων κεφαλαίων των εισηγμένων εταιριών βάσει νέων (ως προς την ύπαρξη ή την εμφάνιση) λογιστικών δεδομένων “περιπλέκει” σήμερα τη συνολική εικόνα αποτίμησης της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Μία εικόνα που δεν έχει ακόμη πλήρως “εξαγισθεί” από τα βάρη ή τις λογιστικές συνθήκες του πρόσφατος παρελθόντος, όπως η “διακριτική αποφυγή” διαγραφής σημαντικών αρνητικών υπεραξιών από τις λογιστικές καταστάσεις. Το εν λόγω γεγονός επιτείνει την τρέχουσα μεταβατική φάση της αγοράς, ενώ πολλά είναι τα πιθανά σενάρια που θα πρέπει να αναμένουμε στο μέλλον γύρω από αυτό το “μέτωπο”.

Η δυσκολία και η έλλειψη πλήρους διαφάνειας στη διαδικασία μιας δίκαιης - σε μέσους όρους - αποτίμησης της εγχώριας αγοράς μετοχών είναι ένας από τους βασικότερους παράγοντες (αν όχι ο βασικότερος) στους οποίους θα πρέπει να αποδοθεί η σημερινή δυσμενής χρηματιστηριακή συγκυρία στην Ελλάδα. Η πρόβλεψη του κρίσιμου μεγέθους της μελλοντικής κερδοφορίας των εισηγμένων επιχειρήσεων και η ανεύρεση ενός δίκαιου μέσου δείκτη αποτίμησης καθίσταται ολοένα και πιο αβέβαιη για μία σειρά από λόγους. Η “επανεξέταση” των λογιστικών καταστάσεων των εισηγμένων εταιριών λόγω τόσο των απαιτήσεων των σύγχρονων καιρών για ακριβέστερες απεικονίσεις οικονομικών στοιχείων όσο και της εισαγωγής των διεθνών λογιστικών προτύπων (Δ.Λ.Π.)¹ αφήνει να αιωρείται η ιστορική ή η μελλοντική ακρίβεια κρίσιμων μεγεθών, όπως είναι η τελική κερδοφορία και τα ίδια κεφάλαια των εξεταζόμενων επιχειρήσεων².

¹ Σύμφωνα με τις εκθέσεις έγκριτων ελεγκτικών οίκων στην Ελλάδα, τα Δ.Λ.Π. αναμένεται να επηρεάσουν σε πολλές περιπτώσεις την ιστορική και τη μελλοντική κερδοφορία των ελληνικών επιχειρήσεων, καθώς θα εφαρμοσθούν πιο αυστηροί κανόνες προς ικανοποίηση της έννοιας της πραγματικής αξίας, την οποία τα εν λόγω πρότυπα υπηρετούν. Παράλληλα εκφράζεται η άποψη ότι οι πιέσεις που θα ασκηθούν, θα συμβάλλουν πιθανότατα στην πτώση των κερδών και στην αύξηση του κόστους λειτουργίας των επιχειρήσεων που θα τα εφαρμόσουν.

² Το πρόβλημα αυτό εκδηλώνεται σε μεγαλύτερο βαθμό όταν εξετάζονται οι ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις των εισηγμένων εταιριών ή λογιστικές καταστάσεις που έχουν προκύψει μετά από συγχώνευση.

Ευρώπη / Η.Π.Α. / Ελλάδα
Οι Κυριότεροι Δείκτες Αποτίμησης
στις 27/06/2002

Δείκτης / Κλάδος	Χώρα / Περιοχή	Σταθμισμένος Δείκτης	
		Τιμή / Κέρδη ανά Μετοχή 2002	2001
Smi	Ελβετία	14,2	16,7
Dax 30	Γερμανία	14,5	20,3
Cac 40	Γαλλία	14,5	17,7
Mib 30	Ιταλία	15,6	18,0
Athens FTSE / ASE-20	Ελλάδα	15,3	16,6
Athens FTSE / ASE-40	Ελλάδα	16,1	16,9
Total ASE Market	Ελλάδα	14,9	16,0
Ft 100	Μ. Βρετανία	13,8	15,6
S&P 500	Η.Π.Α.	16,0	19,1
Dow Jones	Η.Π.Α.	16,9	19,6
DJ Euro Stoxx 50	Ευρώπη	13,9	16,8

Πηγή: JCF, Έρευνες Αγοράς.

↓

Ο μέσος δείκτης P/E της Ελλάδας σε σύγκριση με αντίστοιχο δείκτη επιλεγμένων ξένων αγορών.

Η συγκριτική εικόνα των ελληνικών αποτιμήσεων αν και αποτελεί ένα σημαντικό κριτήριο επιλογής μετοχών για τους διαχειριστές κεφαλαίου, εντούτοις φαίνεται να είναι σήμερα λιγότερο αξιόπιστη, από ότι ήταν στο παρελθόν, για μία σειρά ειδικών λόγων.

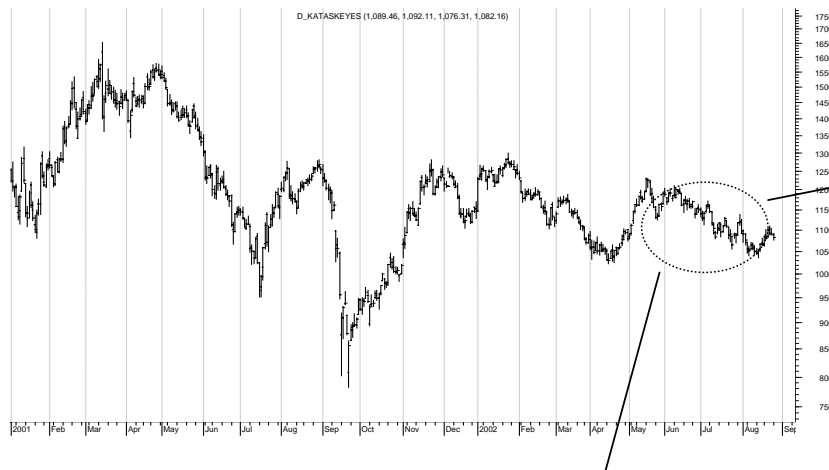
Στην ανεύρεση των διαφορών – όχι όμως αποκλειστικών – πτυχών του εξεταζόμενου προβλήματος διαφάνειας στην προσπάθεια αποτίμησης της ελληνικής αγοράς μετοχών, παρουσιάζουμε με συνοπτικό τρόπο μία σειρά παραμέτρων που είτε αποτελούν την αφετηρία του εν λόγω προβλήματος είτε θα συνδεθούν με αυτό σε μία μελλοντική χρονική στιγμή και θα απασχολήσουν ενδεχομένως έντονα την επενδυτική κοινότητα.

(1) Οι συγχωνεύσεις δημιουργούν αβεβαιότητα για τα εξαγόμενα οικονομικά σχήματα και τα τελικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Σήμερα, οι υπό εξέλιξη³ τέτοιες κινήσεις στην ελληνική αγορά είναι οι εντονότερες στη διάρκεια της τελευταίας - εδώ και 3 περίπου χρόνια - καθοδικής φάσης του Χρηματιστηρίου.

Οι διαδοχικές συγχωνεύσεις κατά την περίοδο 2000 – 2002 ακολούθησαν επιμελώς τις δεκάδες

³ Αναφέρονται εκείνες οι συγχωνεύσεις οι οποίες είτε νομικά είτε λειτουργικά βρίσκονται σήμερα σε εξέλιξη.

εξαγορές της περιόδου 1998 – 1999. Πολλές από τις συγχωνεύσεις αυτές βάσει των σχέσεων που επιλέχθηκαν ή των εν γένει ισορροπιών που κρίθηκαν αναγκαίες, δημιούργησαν το άυλο περιουσιακό στοιχείο “goodwill” το οποίο είτε σήμερα αποσβένεται ακόμη τμηματικά (όπως στην περίπτωση της Coca Cola HBC) είτε έχει ήδη επιδράσει – συνήθως με τρόπο καθοριστικό - στα ιστορικά αποτελέσματα διαφόρων εταιριών (όπως στην περίπτωση της Altec που απορρόφησε τις εταιρίες Unisoft και Sysware – χρήση 2001). Αυτό βέβαια αποτελεί ένα από τα “έξοδα” (κόστη) της συγχώνευσης, που επηρεάζουν με μη προβλέψιμο – σε αρκετές περιπτώσεις – τρόπο τα αποτελέσματα των αντίστοιχων επιχειρήσεων. Υπάρχουν επίσης κλάδοι, όπως ο κατασκευαστικός, στον οποίο οι συγχωνεύσεις, αν και “ανθούν” κατά τους τελευταίους μήνες κυρίως για θεσμικούς λόγους, είναι εντούτοις πιθανόν να μεταβάλλουν ορισμένα από τα λογιστικά δεδομένα των εν λόγω επιχειρήσεων από τις αποσβέσεις επί των άυλων περιουσιακών στοιχείων που θα προκύψουν. Όλοι αυτοί οι εμπειρικοί παράγοντες αλλά και οι αναμενόμενες αλλαγές στη λογιστική απεικόνιση επιτείνουν την αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών – καθαρών κερδών και ιδίων κεφαλαίων - όχι εξαιτίας παραγόντων όπως οι συνθήκες του κλάδου ή η θέση της επιχείρησης σε αυτόν, αλλά εξαιτίας πιθανών λογιστικών χειρισμών που θα πρέπει να επιλέξουν οι διοικήσεις των εισηγμένων εταιριών στις συγχωνεύσεις τις οποίες θα υλοποιήσουν.



Ο Κλάδος των Κατασκευών
(Κλαδικός Δείκτης Χ.Α.Α.)

Η υλοποίηση των αναγκαιών - λόγω του νομικού πλαισίου - συγχωνεύσεων αναμένεται να έχει επιπτώσεις στη λογιστική απεικόνιση της μελλοντικής κερδοφορίας των επιχειρήσεων του κλάδου.



Με το ισχύον πλαίσιο στην Ελλάδα, οι συγχωνεύσεις αποτελούν το άθροισμα των λογιστικών υπολοίπων των επιμέρους εταιριών. Με το νέο πλαίσιο των Δ.Λ.Π., η έννοια της συγχώνευσης αντικαθίσταται από την έννοια της εξαγοράς.

Η Περίπτωση της Εταιρίας Altec
(Η Πορεία της Μετοχής)

Στα τέλη Φεβρουαρίου 2002, η γνωστοποίηση σημαντικών ζημιών για τη χρήση του 2001 προήλθε από τη χρέωση υψηλότατου “goodwill” στα αποτελέσματα του Ομίλου, προκαλώντας έκπληξη στην αγορά.

(2) Τα διεθνή λογιστικά⁴ πρότυπα δημιουργούν νέες ισορροπίες στην παρακολούθηση των οικονομικών καταστάσεων. Η επενδυτική κοινότητα δεν είναι ακόμη εξοικειωμένη με την επικείμενη χρήση τους με αποτέλεσμα να εντείνονται οι ανησυχίες της για τις πραγματικές τους επιπτώσεις στη δυνατότητα των επιχειρήσεων να “παράγουν” πραγματικά αλλά και υψηλά κέρδη στο μέλλον υπό το πλαίσιο των πιο αυστηρών συνθηκών.

Σήμερα στην Ελλάδα, βρισκόμαστε στο σημείο όπου έρχεται μία νέα λογιστική πραγματικότητα, την οποία αρκετά αργότερα θα αξιολογήσουμε σε αυτόνομη βάση. Αυτό που πρωτίστως φαίνεται να ενδιαφέρει την εδώ επενδυτική κοινότητα είναι το τελικό ισοζύγιο των διαφορών που θα προκύψουν στην κερδοφορία των εισηγμένων επιχειρήσεων σε σύγκριση με τη μέχρι σήμερα λογιστική πραγματικότητα (βάσει του Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου). Είναι πλέον αλήθεια ότι η εισαγωγή των διεθνών λογιστικών προτύπων δύναται να μεταβάλλει σε αρκετές περιπτώσεις την τελική κερδοφορία (bottom line) των εισηγμένων εταιριών και μάλιστα σε ορισμένες από αυτές με δραματικό τρόπο - όπως συνέβη πρόσφατα με τις λογιστικές καταστάσεις της Alpha Bank για την οικονομική χρήση του 2001⁵. Στις διάφορες περιπτώσεις, **οι υποαξίες χρεώνουν τα αποτελέσματα ή τα ίδια κεφάλαια**, οι αποσβέσεις τείνουν να αυξάνονται και γενικότερα η λογιστική απεικόνιση των οικονομικών επιδόσεων γίνεται πιο αυστηρή, όχι όμως και “τέλεια” – όπως άλλωστε φαίνεται από τα διεθνή λογιστικά σκάνδαλα των τελευταίων μηνών.

(3) Ο τρόπος με τον οποίο οι εισηγμένες επιχειρήσεις θα “χειρισθούν” τα χαρτοφυλάκια των ακινήτων τους απομένει να αποτυπωθεί στο μέλλον, με το παρόν να προσφέρει μόνο ψήγματα των επικείμενων λογιστικών χειρισμών.

Με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα, η θετική υπεραξία από τις τιμές των ακινήτων εκτιμάται ότι θα αντισταθμίσει τις υποαξίες από τις αγοραπωλησίες χρεογράφων ή από τις συμμετοχές των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο. Ωστόσο όπως είναι αυτονόητο τόσο οι επενδυτές όσο και οι αναλυτές δεν μπορούν από σήμερα να προβλέψουν με σχετική ασφάλεια τις τελικές ισορροπίες αυτής της πιθανής αντιστάθμισης. Με τη σειρά του, το γεγονός αυτό σημαίνει ότι δεν μπορεί να υπάρξει εύκολη προσέγγιση ή να γίνει πρόβλεψη για τα μελλοντικά ίδια κεφάλαια ή καθαρά κέρδη τέτοιων εταιριών, ώστε να προεξοφληθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές και να εξαχθεί μία δίκαιη τιμή που να περιλαμβάνει και αυτή την κρίσιμο παράμετρο.

⁴ Η εισαγωγή των διεθνών λογιστικών προτύπων έχει προγραμματισθεί το αργότερο έως το έτος 2005 βάσει των κανονισμών της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ πρόδηλη είναι η επιθυμία των ελληνικών αρχών για την ταχύτερη δυνατή εισαγωγή αυτών. Με πρόσφατη ανακοίνωση ορίστηκε ότι οι ισολογισμοί των εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελλάδα με βάση τα Δ.Λ.Π. θα εμφανισθούν για πρώτη φορά στις αρχές του 2004 και θα αφορούν μόνο στην ετήσια χρήση του 2003. Παράλληλα για λόγους συγκρισιμότητας των αποτελεσμάτων, θα δημοσιευθούν οι χρήσεις 2003 και 2002 με βάση το υπάρχον ελληνικό λογιστικό σχέδιο.

⁵ Η Τράπεζα εμφάνισε καθαρά κέρδη μόλις 0,5 εκατ. ευρώ βάσει της εφαρμογής των διεθνών λογιστικών προτύπων, με αποτέλεσμα το trailing P/E της μετοχής της να κινηθεί σε εντυπωσιακά υψηλά επίπεδα.



(4) Οι παράγοντες που σήμερα τείνουν να θεωρούνται ευνοϊκοί στη λογιστική απεικόνιση μιας εισηγμένης εταιρίας, διαθέτουν μία “διπλή” όψη, η οποία θα πρέπει να προσεχθεί από την επενδυτική κοινότητα στο μέλλον.

Η αγορά ακινήτων γίνεται πλέον δυναμικός προσδιοριστικός παράγοντας της κερδοφορίας των εισηγμένων εταιριών σε μεγαλύτερο βαθμό από εκείνον που αναμενόταν στο πρόσφατο παρελθόν αλλά και με αμφίδρομο τρόπο⁶. Με άλλα λόγια, εάν σήμερα οι τιμές στην ελληνική αγορά ακινήτων έχουν φθάσει σε υψηλά επίπεδα και εξακολουθούν να αναρριχώνται υψηλότερα, οι αντίστοιχες εξελίξεις στον αμέσως επόμενο κύκλο, εκείνον της κάμψης των τιμών (ο οποίος, όπως έχουμε επισημάνει σε διάφορες μελέτες και updates του IRAJ, ακολουθεί την πτωτική πορεία των τιμών των μετοχών) ίσως να είναι αρνητικές για την κερδοφορία ή / και τα ίδια κεφάλαια των εισηγμένων επιχειρήσεων.⁷

Τελικές Σκέψεις

Είναι γεγονός ότι οι εισηγμένες εταιρίες ειδικά τη 2ετία 1998 – 1999 απέφυγαν και για λόγους προφίλ ή ίματζ – σε μία έντονα ανοδική αγορά – να αποτυπώσουν μία αυστηρή ή έστω συγκρατημένη λογιστική εικόνα στις ετήσιες καταστάσεις τους, επιλέγοντας προς όφελος των κεφαλαιοποιήσεών τους την αισιόδοξη εκδοχή στην αποτύπωση των οικονομικών τους επιδόσεων και αποτελεσμάτων, κυρίως μέσω κερδών από αγοραπωλησίες χρεογράφων. Είναι γεγονός ότι σε μία περίοδο με υψηλά χρηματιστηριακά κέρδη, η πρόκληση της ωραιοποίησης δεν μπορεί να αφήνει κανένα αδιάφορο. **Ωστόσο όσο πιο ακραία αισιόδοξα έχει κινηθεί στο παρελθόν μια**

⁶ Στις τράπεζες και τις κατασκευές προσφέρεται η δυνατότητα αποκόμισης υπεραξιών και εγγραφής αυτών στα ίδια κεφάλαια, τουλάχιστον κατά το πρώτο έτος εφαρμογής των Δ.Λ.Π..

⁷ Πιθανότατα μετά τη 2ετία 2004 – 2005 όπου εκεί αναμένεται να σημειωθεί η κορυφή των τιμών της ελληνικής αγοράς ακινήτων.

εταιρία τόσο πιο ακραία απαισιόδοξα προσγειώνονται τα λογιστικά της δεδομένα όταν έρχεται το πλήρωμα του χρόνου. Μάλιστα στις ισχνές χρηματιστηριακές περιόδους όπως αυτήν που ζούμε σήμερα αυξάνεται η πίεση για επιστροφή στην αρχή της συντηρητικότητας και εκπνέουν οι προθεσμίες για την επούλωση παλαιών “λογιστικών” πληγών, ενώ η επενδυτική κοινότητα διατηρεί τις “κεραίες” της ανοικτές προκειμένου να αντλαμβάνεται κατά καιρούς την ποιότητα των εισηγμένων εταιριών καθώς και των μετοχών τους, και από αυτήν την οπτική γωνία.

Ειδικά στην παρούσα φάση μάλλον, αρνητική δείχνει η συνισταμένη επίδραση των παραπάνω παραγόντων στα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια των εισηγμένων εταιριών, με αποτέλεσμα σε όρους P/E και P/BV η ελληνική αγορά να καθίσταται στην πραγματικότητα πιο ακριβή από ότι θεωρείται σήμερα από τους συμμετέχοντες. Όταν οι προαναφερθέντες παράγοντες – μαζί με τις πολλές υποαξίες χρεογράφων που εκκρεμούν - ενσωματωθούν με πληρέστερο τρόπο στον υπολογισμό της τελικής κερδοφορίας και των ιδίων κεφαλαίων των διαφόρων επιχειρήσεων, καθώς και στην εξαγωγή των μέσων δεικτών αποτίμησης (P/E και P/BV), τότε το πλέον πιθανό σενάριο θα είναι η επανεξέταση του όρου “ακριβή ή φθηνή μετοχή” σε μία ευρεία σειρά κλάδων και εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών από την ίδια την επενδυτική κοινότητα. Συνεπώς αυτό που φαίνεται λιγότερο ακριβό ή φθινό σήμερα, μπορεί να αποδειχθεί ακριβότερο ή εξαιρετικά ακριβό αύριο, χωρίς αναγκαία να έχει υπάρξει ουσιαστική μεταβολή στις λειτουργικές επιδόσεις μιας εισηγμένης εταιρίας.

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης
Info@iraj.gr



**Η Αγορά Μετοχών
(Γ.Δ. Χ.Α.Α.)**

Ολοένα εντονότερη ανάγκη καθίσταται η κερδοφορία και τα ίδια κεφάλαια των εισηγμένων επιχειρήσεων να “λυτρωθούν” από τα βάρη των υποαξιών, των μειωμένων αποσβέσεων κ.ά., προκειμένου ολόκληρη η αγορά να αποτιμηθεί σε ακριβέστερους μέσους δείκτες.

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερα δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
