

---

---

# Οι ΜΕΘΟΔΟΙ της ΘΕΜΕΛΙΩΔΟΥΣ & της ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

---

Με την ευγενική χορηγία



Οι ομοιότητες και οι διαφορές των δύο μεθόδων ανάλυσης  
& η συμπληρωματική σχέση τους

---

---

---

**V**aluation &  
**R**esearch  
**S**pecialists



---

Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

## Οι Μέθοδοι της Θεμελιώδους & της Τεχνικής Ανάλυσης



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Η Θεμελιώδης και η Τεχνική Ανάλυση αποτελούν δύο συμπληρωματικές αλλά και ανταγωνιστικές μεθόδους λήψης επενδυτικών αποφάσεων, που προσπαθούν να προβλέψουν με διαφορετικό τρόπο τη μελλοντική πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς. Αναφερόμαστε, για μια ακόμη φορά, στη “σύγκρουση” μεταξύ της κλασσικής σκέψης – με τα ειδικότερα ή ευρύτερα στοιχεία που αυτή μπορεί να περιλαμβάνει - και της σύγχρονης σκέψης, με όλα τα χαρακτηριστικά που διέπουν τις σημερινές χρηματιστηριακές αγορές. Η πρόβλεψη για το μέλλον της χρηματιστηριακής αγοράς, κατά ένα σημαντικό ποσοστό, στηρίζεται σε υποκειμενικά στοιχεία τα οποία όπως είναι φυσικό αποτελούν αντικείμενο αμφισβήτησης ή και αντιλόγου. Αντιλαμβανόμαστε, λοιπόν, τη “σύγκρουση” που υπάρχει για τέτοια θέματα, στα οποία σε μεγάλο βαθμό εκφράζονται υποκειμενικές θέσεις. Θα προσπαθήσουμε να προσεγγίσουμε τα πεδία εκείνα, όπου οι δύο μέθοδοι συγκρούονται αλλά και αλληλοσυμπληρώνονται, για να μπορέσουμε να καταλήξουμε σε συγκεκριμένα συμπεράσματα επάνω στους βασικούς τρόπους σκέψης που υιοθετεί η κάθε μέθοδος.

Η θεμελιώδης ανάλυση, η οποία ιστορικά είναι και η παλαιότερη, στηρίζεται κυρίως στη μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών-παραγόντων που επηρεάζουν την οικονομία, τον κλάδο και την εταιρία. Μέσα από τη μεγάλη εμπειρία και την ατελείωτη βιβλιογραφία, οι αναλυτές προσεγγίζουν τις διάφορες οικονομικές (λογιστικές) καταστάσεις, προσπαθώντας να προσδιορίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν σε κάθε χρονική στιγμή την αγορά. Με την αναγνώριση των θεμελιωδών μεταβλητών καταλήγουν στις εκτιμήσεις τους για την εξέλιξη της αγοράς μετοχών. Δηλαδή στηρίζουν τις υποθέσεις τους στον ακριβή προσδιορισμό των παραγόντων και στη συνέχεια, μέσα από προκαθορισμένες γραμμές σκέψης καταλήγουν στα συμπεράσματά τους. Σύμφωνα με τους υποστηρικτές της μεθόδου αυτής, ο παραπάνω τρόπος ανάλυσης της αγοράς είναι ο καταλληλότερος για να φθάσουμε σε ασφαλέστερες κρίσεις για τις μελλοντικές εξελίξεις. Ο εν λόγω τρόπος ανάλυσης εμπλουτίζεται σε καθοριστικό βαθμό με τη γνωστή προσέγγιση “από πάνω προς τα κάτω” (top – down approach), με την

οποία επιχειρείται (α) η εμπεριστατωμένη εξέταση της οικονομίας μέσα στην οποία λειτουργεί η συγκεκριμένη επιχείρηση, (β) του παραγωγικού κλάδου ή δραστηριότητας της επιχείρησης (π.χ. κλάδου πληροφορικής) και (γ) των μεγεθών (μέσω λογιστικών καταστάσεων) και άλλων στοιχείων (προϊόντα ή επενδύσεις) της εν λόγω επιχείρησης.

Η τεχνική ανάλυση κερδίζει ολοένα και περισσότερους υποστηρικτές, στις σημερινές αναπτυσσόμενες χρηματιστηριακές αγορές. Οι βασικές αρχές της προσέγγισης αυτής είναι, ότι η ιστορία επαναλαμβάνεται, οι τιμές των μετοχών ακολουθούν επαναλαμβανόμενους κύκλους ή τάσεις και ότι οι διακυμάνσεις των τιμών αντικατοπτρίζουν κάθε πληροφορία ή γεγονός. Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν, ότι αυτή η μέθοδος ανάλυσης ξεφεύγει ουσιαστικά από τη μελέτη των θεμελιακών παραγόντων και στηρίζεται κυρίως στις διακυμάνσεις της τιμής κάθε διαπραγματευόμενου χρεογράφου (δηλαδή μετοχής). Η μέθοδος αυτή θεωρεί ότι η τιμή κάθε μετοχής είναι προεξοφλημένη (ή με άλλα λόγια είναι ήδη προσδιορισμένη από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης). Η τεχνική ανάλυση δεν καταναλώνει χρόνο στη μελέτη των θεμελιωδών μεγεθών, τα οποία ενώ βέβαια θεωρεί καθοριστικά για την εξέλιξη της μετοχής, εκτιμά εντούτοις ότι η τιμή της μετοχής τα αντικατοπτρίζει.

Σύμφωνα με τα παραπάνω δεδομένα, γίνεται εμφανές ότι οι δύο μέθοδοι έχουν κοινές βάσεις στήριξης των προβλέψεών τους, αλλά, λόγω συγκεκριμένων διαφοριών ή αμφισβητήσεων σε βασικά σημεία της ανάλυσης, καταλήγουν σε διαφορετική αντιμετώπιση - πρόβλεψη της κάθε οικονομικής κατάστασης. Τα σημεία, στα οποία διαφοροποιούνται οι δύο προσεγγίσεις είναι αρκετά σημαντικά και συντελούν στη διαφορετική ερμηνεία της αγοράς. Ταυτόχρονα όμως, οι παράμετροι στις οποίες η μια μέθοδος συμπληρώνει την άλλη είναι εξίσου σημαντικές και πολλαπλές. Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να συσχετίσουμε τις δύο μεθόδους σε όλο το φάσμα της διαδικασίας λήψης μιας επενδυτικής απόφασης στο Χρηματιστήριο.

Το κυρίως πρόβλημα το οποίο αμφότερες οι μέθοδοι ανάλυσης μελετούν, δηλαδή ο προσδιορισμός της εξέλιξης των τιμών, προσεγγίζεται από διαφορετικές οπτικές γωνίες και με εντελώς διαφορετικά εργαλεία ανάλυσης. Ενώ η θεμελιώδης ανάλυση μελετάει τα αίτια της εξέλιξης των τιμών, η τεχνική ανάλυση εξετάζει το αποτέλεσμα τους. Ο τεχνικός αναλυτής ενδιαφέρεται μόνο για την εξέλιξη των τιμών και δεν ασχολείται με τα αίτια αυτής της εξέλιξης. Στην ουσία και οι δύο μέθοδοι, ενώ δεν απορρίπτουν η μία την άλλη, πιστεύουν ότι η δική τους άποψη είναι η ορθότερη για την επιλογή της αποτελεσματικότερης από πλευράς κέρδους επενδυτικής απόφασης.

Η τεχνική ανάλυση επικεντρώνεται στη μελέτη της εξέλιξης των τιμών, παρουσιάζοντάς την με ποικίλους, πολυάριθμους δείκτες και διαγράμματα, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση ενδιαφέρεται κυρίως για τους οικονομικούς παράγοντες που προσδιορίζουν τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης για μια μετοχή. Αυτές οι δυνάμεις, σε όποιο προϊόν και αν αναφερόμαστε, ωθούν τις τιμές να κινηθούν υψηλότερα ή χαμηλότερα ή ακόμη και να μείνουν σταθερές. Αντιλαμβανόμαστε δηλαδή, ότι η θεμελιώδης ανάλυση είναι εκείνη που εξετάζει όλους τους σχετικούς παράγοντες που προσδιορίζουν την εσωτερική αξία κάθε μετοχής.

Η “σύγκρουση” που προαναφέρθηκε εντοπίζεται κυρίως στις περιπτώσεις κατά τις οποίες υπάρχει διαφωνία των δύο μεθόδων για την πορεία των τιμών των μετοχών. Κάτι τέτοιο παρατηρείται συνήθως στις περιπτώσεις αλλαγής των υφιστάμενων τάσεων στην αγορά, όπου, ενώ οι τεχνικοί αναλυτές προβλέπουν αυτήν την αναστροφή της τάσεως, οι θεμελιώδεις αναλυτές αδυνατούν να βρουν

τα εμφανή αίτια της αναστροφής. Στην εξέλιξη βέβαια της πορείας των τιμών, οι δύο απόψεις συνήθως συμφωνούν για τις μακροχρόνιες μελλοντικές τάσεις της αγοράς. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης καθώς και τα θεμελιώδη μεγέθη έχουν ήδη προεξοφλήσει την αγορά.

Οι ουσιαστικότερες όμως διαφορές των δύο προσεγγίσεων αφορούν το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης και το χαρακτήρα του επενδυτή. Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται σχεδόν κατά αποκλειστικότητα για βραχυχρόνιες αγοραπωλησίες, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση για μακροχρόνιες κινήσεις, κυρίως λόγω της μελέτης μεγεθών που εκδηλώνονται διαχρονικά. Αρκετοί πάντως είναι αυτοί που υποστηρίζουν ότι η τεχνική ανάλυση έχει εντυπωσιακά αποτελέσματα και ως προς την πρόβλεψη προβλημάτων μακροχρόνιας τάσης.

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται συνήθως από επενδυτές οι οποίοι δέχονται να αναλάβουν μεγαλύτερο επενδυτικό ρίσκο, ενώ η θεμελιώδης ανάλυση χρησιμοποιείται από επενδυτές με μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα, οι οποίοι επενδύουν μεγάλα κεφάλαια και δεν έχουν την πολυτέλεια της συχνής μεταβολής επενδυτικών σχεδίων. Συνήθως, για τους μεγαλο-επενδυτές η θεμελιώδης ανάλυση ολοκληρώνεται στα πρωταρχικά στάδια λήψεως μιας επενδυτικής απόφασης, ώστε να διαγνώσει την κατεύθυνση των θεμελιωδών μεγεθών της αγοράς. Η τεχνική ανάλυση έρχεται σε μεταγενέστερα στάδια, προσδιορίζοντας επακριβώς τον χρόνο όπου θα γίνει η δέσμευση (αγορά της μετοχής) και στη συνέχεια η αποδέσμευση (πώληση της μετοχής) των κεφαλαίων σε αυτήν την επενδυτική πρόταση. Από την παραπάνω αναφορά γίνεται αντιληπτός ο βαθμός συσχέτισης που πρέπει να διέπει τις δύο μεθόδους ανάλυσης.

Για πολλούς παρατηρητές, η τεχνική ανάλυση παρουσιάζει μια εντυπωσιακή ευελιξία, διότι μπορεί να εφαρμοστεί με τις ίδιες περίπου βασικές αρχές και πρακτική ευκολία σε όλους τους τύπους αγορών και εμπορευμάτων. Η θεμελιώδης ανάλυση λόγω της φύσεώς της, αναφέρεται σε μια μόνο αγορά και σε ένα συγκεκριμένο εμπόρευμα (μετοχές, ομόλογα, εμπορεύματα). Υπάρχουν βέβαια οι συσχετίσεις των αγορών, αλλά δύσκολα η ίδια η θεμελιώδης ανάλυση μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περισσότερες από μία αγορές. Άμεση συνέπεια αυτού είναι, ότι ο θεμελιώδης αναλυτής, λόγω του μεγάλου όγκου των πληροφοριών που μελετάει, εξειδικεύεται σε συγκεκριμένες αγορές, αδυνατώντας να εκφέρει εκτιμήσεις για πολλές άλλες οικονομικές δραστηριότητες.

Μια άλλη διαφορά των δύο μεθόδων έγκειται στο γεγονός ότι η τεχνική ανάλυση βασίζεται, σε μεγάλο μέρος των προβλέψεών της, σε δείκτες που έχουν να κάνουν με την ψυχολογία της αγοράς, δηλαδή τη θετική ή την αρνητική γνώμη ή ακόμα και το προαίσθημα εκείνων που συμμετέχουν στην αγορά μετοχών. Πολλές φορές η τεχνική ανάλυση προτείνει επενδυτικές κινήσεις αντίθετες από εκείνες που το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς αποδέχεται με αποτέλεσμα ο επενδυτής να καλείται να συμπεριφερθεί ως “πνεύμα αντιλογίας” (contrarian investor).

Εξαιτίας της φύσεως της τεχνικής ανάλυσης έχουν αναπτυχθεί δεκάδες δείκτες και τρόποι ανάλυσης και παρουσίασης των τιμών των μετοχών με τη μορφή διαγραμμάτων. Λόγω αυτής της πολυπλοκότητας, οι επικριτές της πιστεύουν ότι η τεχνική ανάλυση γίνεται ασαφής σε αρκετά σημεία, καθώς παρατηρώντας ένα διάγραμμα τιμών, ο κάθε παρατηρητής μπορεί να εξάγει ένα διαφορετικό συμπέρασμα, χρησιμοποιώντας τις δικές του γραμμές τάσης.

Συμπερασματικά, οι δύο προσεγγίσεις “αντιμάχονται” η μία την άλλη, αλλά τις περισσότερες φορές χρειάζεται να λειτουργούν συμπληρωματικά, προκειμένου να διασφαλιστεί μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και σωστότερη πρόβλεψη των

μελλοντικών εξελίξεων. Η εμπειρία στο Χρηματιστήριο έχει αποδείξει ότι υπάρχει συχνά μία αλυσίδα παραγόντων μέσω της οποίας κατευθύνονται οι τιμές των μετοχών και στην οποία αλυσίδα υπεισέρχονται οι εξεταζόμενες μέθοδοι ανάλυσης και πρόβλεψης των τιμών. Την τροχιά της τιμής μιας μετοχής προδιαγράφουν συνήθως οι θεμελιώδεις παράγοντες (δραστηριότητα και προοπτικές κερδοφορίας μιας εταιρίας). Η ανάλυση αυτών των θεμελιωδών παραγόντων παρέχει το έναυσμα στους συμμετέχοντες στην αγορά να προβούν σε πράξεις συναλλαγών (αναλόγως αγορών ή πωλήσεων) διαμορφώνοντας τις δυνάμεις της προσφοράς ή της ζήτησης για την κάθε μετοχή. Στο σημείο αυτό λαμβάνει χώρα η μέθοδος της τεχνικής ανάλυσης η οποία καλείται να προβλέψει την πορεία της τιμής της μετοχής ως τελευταίο στάδιο της προαναφερθείσας αλυσίδας κινήσεων.

### Η Εναλλαγή της Θεμελιώδους με την Τεχνική Ανάλυση στην Πορεία μιας Μετοχής

Η θεμελιώδης ανάλυση εντοπίζει την επενδυτική ευκαιρία στο πρόσωπο μιας μετοχής και πείθει την αγορά για τις υποσχόμενες προοπτικές της εν λόγω εταιρίας. Καθώς η θεμελιώδης ανάλυση θέτει την τροχιά της μετοχής σε ανοδικό κανάλι, χάνει σταδιακά τη δυνατότητα να ερμηνεύσει, τόσο το εύρος του καναλιού αυτού, όσο και την ποιότητα ή ποσότητα των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων. Τότε έρχεται η τεχνική ανάλυση να προσφέρει τα αναγκαία εργαλεία στους επενδυτές, ώστε να εξάγουν πιθανά συμπεράσματα για την προαναφερθείσα ποιότητα και ποσότητα των βραχυχρόνιων διακυμάνσεων. Στο παρακάτω διάγραμμα, στο τέλος του Δεκεμβρίου αναθερμαίνεται η ανοδική τάση της τιμής της μετοχής με τους θεμελιώδεις αναλυτές αλλά και τους τεχνικούς αναλυτές να προβαίνουν εκ νέου σε προτάσεις αγοράς της μετοχής, βασιζόμενοι σε καινούργιες θετικές ειδήσεις για την εταιρία και σε ευνοϊκές ενδείξεις για την τιμή της μετοχής αντίστοιχα.



(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
**“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”**

Value Invest - [www.valueinvest.gr](http://www.valueinvest.gr)  
 Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

---

**ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ**

---

---

**Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη**

---

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο [www.iraj.gr](http://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 μέρος 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 ιδιαίτερος 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 προσδοκίων 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](http://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](http://www.iraj.gr) (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.

---