

## Η Ανεξάρτητη Έρευνα & Ανάλυση

### Η Σημασία της για τις Σύγχρονες Κεφαλαιαγορές



**Η πρόσφατη εμπειρία από τις αγορές του εξωτερικού και τα δυναμικά οφέλη από την ανάπτυξη αυτού του θεσμού στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

**Στην προσπάθειά της να προστατεύσει τις κλονισμένες «αρετές» της ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και μετοχών, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (Securities & Exchange Commission – S.E.C.) αποφάσισε πρόσφατα να διαμορφώσει εκ νέου το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την εκπόνηση αναλύσεων. Στα πλαίσια αυτά, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προέβη σε ειδική συμφωνία με τις 10 μεγαλύτερες χρηματιστηριακές εταιρίες των Η.Π.Α., προκειμένου να περιορίσει ή και να εκμηδενίσει το «γόρδιο δεσμό» μεταξύ της επενδυτικής τραπεζικής και των τμημάτων έρευνας και ανάλυσης αυτών των οργανισμών. Η συμφωνία αυτή αποτέλεσε την άμεση απάντηση των χρηματιστηριακών αρχών απέναντι σε μία σειρά πρωτοφανών σκανδάλων που εμπειρείχαν στοιχεία σκοπιμότητας, αλλά και δόλου, στην εκπόνηση αναλύσεων και την εξαγωγή επενδυτικών προτάσεων από μέρους των επενδυτικών οίκων της Wall Street. Το γεγονός αυτό με τη σειρά του, οδήγησε στον περιορισμό των διεθνήσεων έρευνας και ανάλυσης διαφόρων επενδυτικών οίκων και στη δημιουργία αντίστοιχων φορέων ανεξάρτητης ανάλυσης, οι οποίοι δεν συνδέονταν πλέον με τις ιδιάζουσες προτεραιότητες, σε επίπεδο επενδυτικής τραπεζικής, των εν λόγω - εδραιωμένων εδώ και δεκαετίες - οργανισμών.**

Στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά, όπως και σε άλλες ανεπτυγμένες αγορές του εξωτερικού, είναι φυσικό να υφίστανται ανάλογα προβλήματα αντικρουόμενων συμφερόντων, παρά το γεγονός ότι αυτά δεν έχουν έρθει ακόμη, με ιδιαίτερα έντονο τρόπο, στην επιφάνεια. **Η αμφίβολη σκοπιμότητα των αναλύσεων παραμένει όμως ένα σημαντικό προς εξέταση ζήτημα και στην Ελλάδα, σε μία περίοδο όπου δημιουργούνται σταδιακά ευνοϊκότερες συνθήκες για την ανάπτυξη οίκων ανεξάρτητης ανάλυσης. Με τον τρόπο αυτόν δύναται να περιορισθεί σοβαρά η «σκοπιμότητα» των επενδυτικών προτάσεων που**

απορρέουν από τη σχέση της επενδυτικής τραπεζικής με την προβολή αναλύσεων, καθώς οι τελευταίες «παροτρύνουν» συνήθως τη διενέργεια χρηματιστηριακών πράξεων (και ταυτόχρονα δημιουργούν πρόσφορο έδαφος για την ανάπτυξη πρόσθετων εργασιών μεταξύ εγχώριων χρηματιστηριακών εταιριών και εισηγμένων επιχειρήσεων). Αντίθετα, στο εξωτερικό, οι όποιες **“under-covered” εισηγμένες εταιρίες** (με μετοχές μικρής εμπορευσιμότητας) αρχίζουν πλέον να ζητούν από τους φορείς ανεξάρτητης ανάλυσης να εκπονούν εξειδικευμένα “reports” για λογαριασμό των θεσμικών επενδυτών, χωρίς όμως να υπάρχει άλλου είδους σχέση ή ωφέλεια σε επίπεδο “corporate finance”. Από την άλλη πλευρά, και **οι θεσμικοί επενδυτές** αποτελούν δυνητικούς πελάτες των οίκων ανεξάρτητης ανάλυσης, αφού λαμβάνουν αντικειμενικότερη – έως ένα βαθμό – έρευνα και ανάλυση για μία σειρά εισηγμένων εταιριών.

**Στην Ελλάδα ο θεσμός της ανεξάρτητης ανάλυσης μπορεί να αποτελέσει έναν ακόμη ζωτικό κρίκο στην αλυσίδα της χρηματιστηριακής αγοράς, «εξάγοντας» για όλους τους συμμετέχοντες σημαντικά οφέλη.** Καταρχήν για τους **θεσμικούς επενδυτές** διασφαλίζεται η πρόσβαση σε αντικειμενικότερες και υψηλής ποιότητας αναλύσεις, ανεξάρτητα του φορέα με τον οποίο πραγματοποιούν τις χρηματιστηριακές τους πράξεις, ενώ αποφεύγεται διακριτικά το φαινόμενο της γνωστοποίησης προθέσεων διαπραγμάτευσης των πρώτων απέναντι στις χρηματιστηριακές εταιρίες, που συνεπάγεται ένα υψηλό έμμεσο κόστος ευκαιρίας. Από την άλλη πλευρά, οι **εισηγμένες εταιρίες** περιορίζουν το ήδη υψηλό κόστος που αναλαμβάνουν κατά καιρούς προκειμένου να καταστήσουν το σενάριο ανάπτυξής τους ελκυστικό προς τους αναλυτές των χρηματιστηριακών εταιριών, οι οποίοι «εκ φύσεως» είναι άκρως επιλεκτικοί. Για τις δε **χρηματιστηριακές εταιρίες**, τα οφέλη από τη συνεργασία τους με ανεξάρτητους οίκους ανάλυσης έγκεινται στον αποτελεσματικότερο έλεγχο του κόστους, μέσω του λεγόμενου “outsourcing” και στον περιορισμό του φαινομένου εκπόνησης αναλύσεων αποκλειστικά και μόνο από “sell-side” αναλυτές. Σε τελική ανάλυση όμως, ο συγκεκριμένος θεσμός διασφαλίζει την  **κάλυψη περισσότερων εταιριών μικρότερης κεφαλαιοποίησης / εμπορευσιμότητας**, οι οποίες συνήθως δεν απολαμβάνουν της ανάλογης εξειδικευμένης προβολής από τους εκάστοτε χρηματοοικονομικούς αναλυτές.

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

**Investment Research & Analysis Journal**  
**www.iraj.gr**

### 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 εμπειρισματομένο 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](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 βασίστηκαν 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.

---