

## **ΤΟ «ΜΑΝΙΦΕΣΤΟ»**

## **ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ & ΑΝΑΛΥΣΗΣ**

Το “IRAJ” (“Investment Research & Analysis Journal”) – δικτυακός τόπος της Εταιρίας Εξειδικευμένων Χρηματοοικονομικών Συμβούλων “Valuation & Research Specialists” (“VRS”) - παρουσιάζει το «Μανιφέστο» της Έρευνας & Ανάλυσης Αγοράς, Μετοχών και Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Εταιριών, όπως διαμορφώθηκε σε επίπεδο πρωτοβουλίας εκ μέρους του YEALD

(YEALD Research Network - [www.yeald.biz](http://www.yeald.biz))

---

### Βασικές Αρχές

- 1. Αποδοχή ότι αμερόληπτη έρευνα δεν υφίσταται.**
- 2. Αποδοχή ότι η έρευνα μπορεί να είναι μόνο, είτε από την πλευρά του αγοραστή είτε από την πλευρά του πωλητή.**
- 3. Αποδοχή ότι μόνον οι επενδυτές είναι υπεύθυνοι για τις επενδυτικές τους αποφάσεις.**
- 4. Αποδοχή ότι οι ισορροπημένες επενδυτικές αποφάσεις μπορούν να προέλθουν μόνο μέσα από τον πλουραλισμό της έρευνας και ανάλυσης.**
- 5. Αποδοχή ότι ο πλουραλισμός της έρευνας μπορεί να ανθήσει μόνο αν βασίζεται στην αναζήτηση ευκαιριών οικονομικού κέρδους.**
- 6. Κατανόηση ότι φραγμοί στον πλουραλισμό της έρευνας και ανάλυσης υπήρχαν στο παρελθόν.**
- 7. Υποστήριξη των δυνάμεων οι οποίες καταλύουν τους φραγμούς προς την υιοθέτηση και εφαρμογή νέων μοντέλων έρευνας.**
- 8. Η διαδικασία της έρευνας και ανάλυσης θα αποτελέσει μία διαρκή συζήτηση σε πραγματικό χρόνο στην οποία τόσο η έρευνα από την πλευρά του πωλητή όσο και αυτήν από την πλευρά του αγοραστή καθίστανται αναγκαίες δυνάμεις.**

## Βασικές Αρχές

### **1. Αποδοχή ότι αμερόληπτη έρευνα δεν υφίσταται.**

Σταμάτα το κυνήγι του Γέτι. Η μεροληψία στην έρευνα δεν προέρχεται μόνο από την οικονομική εξάρτηση, αλλά και από πολλές άλλες πηγές, όπως την προσωπική ιστορία, την εμπειρία, τις προτιμήσεις, τις φιλοδοξίες, τα προσόντα και τους διαθέσιμους οικονομικούς πόρους.

### **2. Αποδοχή ότι η έρευνα μπορεί να είναι μόνο, είτε από την πλευρά του αγοραστή είτε από την πλευρά του πωλητή.**

Ποιος πληρώνει για την έρευνα; Κάποιος πρέπει – τελικά - να πληρώνει γι' αυτή. Η ανεξάρτητη έρευνα δεν είναι πιο ανεξάρτητη από κάθε άλλη έρευνα. Αυτό είναι καλό γιατί μόνο η έρευνα που πληρώνεται στην ελεύθερη αγορά μπορεί να αποδώσει από την άποψη της καλής ποιότητας μακροπρόθεσμα.

### **3. Αποδοχή ότι μόνον οι επενδυτές είναι υπεύθυνοι για τις επενδυτικές τους αποφάσεις.**

Κανείς άλλος δεν μπορεί να αναλάβει την ευθύνη των αποφάσεων για τους επενδυτές και ούτε θα έπρεπε να δοκιμάσει κάτι τέτοιο. Κάθε προσπάθεια που επικεντρώνεται στην προστασία των επενδυτών από ζημιογόνες επενδυτικές αποφάσεις είναι ανέφικτη. Ο υψηλότερος πραγματοποιήσιμος σκοπός είναι να θέσεις τους επενδυτές σε μια θέση όπου μπορούν να παίρνουν ισορροπημένες επενδυτικές αποφάσεις.

### **4. Αποδοχή ότι οι ισορροπημένες επενδυτικές αποφάσεις μπορούν να προέλθουν μόνο μέσα από τον πλουραλισμό της έρευνας και ανάλυσης.**

Όπως ακριβώς η ισορροπημένη πληροφόρηση μπορεί να διασφαλιστεί μόνο μέσω του πλουραλισμού του τύπου και ο ισορροπημένος (ή δίκαιος) ανταγωνισμός μπορεί να διασφαλιστεί μόνο μέσω του πλουραλισμού της ζήτησης, οι ισορροπημένες επενδυτικές αποφάσεις μπορούν να διασφαλιστούν μόνο μέσω του πλουραλισμού της έρευνας. Η δημιουργία οργανισμών οι οποίοι δεν υπόκεινται στις οικονομικές δυνάμεις μιας ελεύθερης αγοράς ή αλλιώς «αντιπροσωπεύουν ανεξάρτητα την αλήθεια» είναι πολύ επικίνδυνο γεγονός.

Η λύση στο πρόβλημα διάρθρωσης της επενδυτικής έρευνας πρέπει να αρχίσει μέσω της δημιουργίας πλουραλισμού της έρευνας.

**5. Αποδοχή ότι ο πλουραλισμός της έρευνας μπορεί να ανθήσει μόνο αν βασίζεται στην αναζήτηση ευκαιριών οικονομικού κέρδους.**

Για να εξασφαλιστεί ο μηχανισμός της οικονομικής επιβράβευσης (ανταμοιβής) για την καλής ποιότητας έρευνα και της οικονομικής τιμωρίας για την κακής ποιότητας έρευνα, ο πλουραλισμός της έρευνας μπορεί να δημιουργηθεί μόνο στη βάση των ευκαιριών τις οποίες προσφέρει η επενδυτική αγορά. Όποιες άλλες πρωτοβουλίες θα οδηγήσουν μακροπρόθεσμα σε μείωση της ποιότητας της έρευνας.

**6. Κατανόηση ότι φραγμοί στον πλουραλισμό της έρευνας και ανάλυσης υπήρχαν στο παρελθόν.**

Υπάρχουν λίγοι οργανισμοί οι οποίοι έχουν αναπτύξει ένα μοντέλο εργασίας τέτοιο που να παρέχει «καλής ποιότητας έρευνα από την πλευρά του αγοραστή η οποία να διατίθεται χωρίς καθυστέρηση σε όλες τους επενδυτές σε λογικές τιμές».

Οι λόγοι για τους οποίους έχει καταστεί δύσκολο για τέτοιου είδους οργανισμούς να αναπτυχθούν είναι σχετικά ξεκάθαροι. Οι επενδυτικές τράπεζες παρέχουν στους θεσμικούς πελάτες τους φαινομενικά ελεύθερη πρόσβαση στις έρευνές τους, αποσκοπώντας στο κέρδος από προμήθειες εργασιών, κάνοντας δύσκολο για τους θεσμικούς επενδυτές να δικαιολογήσουν τη δαπάνη χρημάτων σε περαιτέρω (συμπληρωματική) έρευνα.

Επιπρόσθετα, οι κορυφαίες επενδυτικές τράπεζες είχαν γενικά προνομιακή πρόσβαση στη διοίκηση των εταιριών - εκδοτών χρεογράφων, κατακτώντας την επιτυχία στην έρευνα περισσότερο λόγω της πρόσβασής τους στους εκδότες παρά λόγω της ταχύτητας ή της ποιότητας της ανάλυσής τους.

Τελικά, το παραδοσιακό εργασιακό μοντέλο της επενδυτικής έρευνας είναι ακριβό λόγω του υψηλού κόστους των αναλυτών έρευνας και της απόκτησης πρόσβασης στην πληροφόρηση.

Η έμμεση χρηματοδότηση της έρευνας από τις επενδυτικές τράπεζες, η προνομιακή πρόσβαση των επενδυτικών τραπεζών στους εκδότες και η υψηλό κόστους διάρθρωση του παραδοσιακού μοντέλου ανάλυσης δυσκόλεψε την εγκατάσταση νέων μοντέλων επενδυτικής έρευνας.

Επομένως, παρά το γεγονός ότι το παραδοσιακό επενδυτικό μοντέλο έχει παράγει και θα εξακολουθήσει να παράγει υψηλής ποιότητας έρευνα, ο πλουραλισμός της έρευνας έχει περιοριστεί. Την ίδια στιγμή, η έρευνα από την πλευρά του αγοραστή με οικονομικούς όρους έχει παραμείνει φευγαλέα και τμήματα ενδεχόμενων μεγάλων ιδιωτών, εταιρικών και θεσμικών πελατών έχουν αφηθεί χωρίς υπηρεσίες έρευνας και ανάλυσης.

Η επενδυτική φούσκα του τέλους της δεκαετίας του 1990 δυσκόλεψε ακόμη περισσότερο τη διαφοροποίηση των νέων μοντέλων έρευνας. Ο σχετικά μικρός αριθμός των ευρύτερα διαθέσιμων οίκων ανεξάρτητης έρευνας και ανάλυσης από την πλευρά του αγοραστή δεν ήταν πολύ ηχηρός ή «καταπνίγηκε», «φωνάζοντας» για τη διόρθωση των τότε υπεραποτιμήσεων της αγοράς.

Παρόλα αυτά, τώρα η στροφή της αγοράς προς τις κρατικές αγορές και προς τον περισσότερο ορατό δημόσιο διάλογο αναφορικά με τη επενδυτική έρευνα έχουν δημιουργήσει μια οικονομική ευκαιρία κέρδους για τη δημοσιοποιήσιμη (διαφανή) έρευνα από την πλευρά του αγοραστή.

### **7. Υποστήριξη των δυνάμεων οι οποίες καταλύουν τους φραγμούς προς την υιοθέτηση και εφαρμογή νέων μοντέλων έρευνας.**

Η διαφάνεια της επενδυτικής αγοράς αυξάνεται και θα συνεχίσει να αυξάνεται.

Ρίξτε μια ματιά στις βελτιώσεις του Fair Disclosure. Μην εκπλαγείτε αν μια ημέρα ακόμα και οι «one-on-ones» θα είναι δημοσιοποιήσιμοι. Ήδη σήμερα, οι «one-on-ones» είναι αντιφατικοί. Πώς μπορεί να είναι σύμφωνοι με τους κανονισμούς της FD ώστε να μην οδηγούν στα πληροφοριακά στοιχεία και ταυτόχρονα να είναι αρκετά πολύτιμοι για επενδυτές και αναλυτές ώστε οι τελευταίοι να επενδύσουν τον πολύτιμο χρόνο τους;

Με τη διαφάνεια, το παραδοσιακό ανταγωνιστικό βάσει του μεγέθους πλεονέκτημα της «προνομιακής πρόσβασης» στις εταιρίες - εκδότες χρεογράφων θα υποχωρήσει σημαντικά. Την ίδια στιγμή, οι οικονομικές παράμετροι συζητώνται πιο ανοιχτά. Επομένως, η επικέντρωση της έρευνας θα μετατοπισθεί από τη χρηματοδότηση στην επιχειρηματική δραστηριότητα.

Τα χρηματοοικονομικά μοντέλα στην επενδυτική έρευνα έχουν φτάσει σε ένα ιδιαίτερα «σοφιστικέ» επίπεδο, το οποίο επιτρέπει οριακή μόνο βελτίωση. Αποτέλεσμα της αυξημένης οικονομικής αναβάθμισης είναι ότι η επενδυτική έρευνα θα εστιάζεται ακόμα περισσότερο στο να «προκαλεί» τις υποκείμενες επιχειρηματικές υποθέσεις, αντιλήψεις και σενάρια.

Με άλλα λόγια, το «παιχνίδι» συνεχίζει να μετατοπίζεται από την πρόσβαση στην πληροφόρηση στη διαχείριση της γνώσης και από την κυριαρχία του χρήματος στην κυριαρχία της σκέψης.

Όμως δεν θα είναι η μόνη σημαντική αλλαγή στην έρευνα.

**8. Η διαδικασία της έρευνας και ανάλυσης θα αποτελέσει μία διαρκή συζήτηση σε πραγματικό χρόνο στην οποία τόσο η έρευνα από την πλευρά του πωλητή όσο και αυτήν από την πλευρά του αγοραστή καθίστανται αναγκαίες δυνάμεις.**

Η σημασία της ταχύτητας θα μεγαλώσει δραματικά. Από τη στιγμή που η πρόσβαση στην πληροφόρηση δεν θα διαφοροποιείται πια, η ταχύτητα με την οποία εξάγονται τα συμπεράσματα καθίσταται ο νέος ανταγωνιστικός κανόνας του παιχνιδιού.

Τελικά, ο συνδυασμός της «γνώσης της επιχείρησης» και οι εξελίξεις στην «ταχύτητα» θα οδηγήσουν σε μια διαφανή σε πραγματικό χρόνο «συζήτηση για την έρευνα». Αυτή η συζήτηση για την έρευνα θα παρέχει το υψηλότερο επίπεδο πλουραλισμού της έρευνας που ενδεχομένως θα ευχόμεσταν.

Σε αυτή τη συζήτηση, η έρευνα τόσο από την πλευρά του αγοραστή όσο και από την πλευρά του πωλητή θα είναι αναγκαίες και εξίσου σημαντικές δυνάμεις.

Βήμα βήμα, η αγορά της επενδυτικής έρευνας και μαζί μ' αυτήν η επενδυτική αγορά, θα αναπτυχθεί ώστε να καταστεί μια ώριμη και δίκαιη αγορά για όλους τους συμμετέχοντες, χωρίς καμία διάκριση.

---

**ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ**

---

---

**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 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.