

**Η ΘΕΩΡΙΑ**  
**της ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ**  
**στην ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Η “Σύγκρουση” Μεταξύ Προβλέψεων & Αποτελεσμάτων

---

---

---

**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.

## Η Θεωρία της Αποτελεσματικότητας στην Ελληνική Χρηματιστηριακή Αγορά

**Η Χαμηλότερη - έναντι των Φαινομένων - Αποτελεσματικότητα της Ελληνικής Αγοράς Μετοχών Επηρεάζει τις Υποθέσεις Αποτίμησης σε Μεγαλύτερο, από τον Αναμενόμενο, Βαθμό**

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (\*)

Στα τέλη του περασμένου Μαΐου, η ανακοίνωση των εταιρικών αποτελεσμάτων του Α' Τριμήνου του 2003, συνοδεύθηκε από σημαντικές προς τα άνω ή προς τα κάτω αποκλίσεις μεταξύ των πραγματικών οικονομικών επιδόσεων των εισηγμένων εταιριών και των προβλέψεων – σε βάση “consensus” – των χρηματοοικονομικών αναλυτών διαφόρων επενδυτικών οίκων της Ελλάδας ή / και του εξωτερικού. Μάλιστα, οι αποκλίσεις αυτές σημειώθηκαν σε εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης (“Blue Chips”), οι οποίες παραδοσιακά καλύπτονται ή παρακολουθούνται συστηματικότερα και διεξοδικότερα από τους εν λόγω επαγγελματίες της αγοράς. Σε γενικές γραμμές, **η εμφάνιση αποκλίσεων δεν αποτελεί βέβαια πρωτόγνωρο φαινόμενο για τα Ελληνικά χρηματιστηριακά δρώμενα, εντούτοις όμως, η εκάστοτε έκταση αυτών των αποκλίσεων δύναται να αποκαλύπτει εκ νέου το βαθμό κατά τον οποίο η εγχώρια αγορά αντανακλά με ορθό ή έγκαιρο τρόπο, το σύνολο της δυνατής πληροφόρησης στις τιμές των μετοχών.**

Ποια είναι όμως η σημασία αυτής της εξέλιξης και ποιες είναι οι επιπτώσεις της στις υποθέσεις που υιοθετούνται κατά τη διαδικασία αποτίμησης των εισηγμένων επιχειρήσεων και των αντίστοιχων μετοχών τους;

Σε πρώτη ανάγνωση και όπως προαναφέρθηκε, η συγκεκριμένη εξέλιξη υποδεικνύει το χαμηλότερο - έναντι του αναμενόμενου – βαθμό αποτελεσματικότητας της εγχώριας αγοράς μετοχών, καθώς διαφαίνεται ότι το σύνολο των πληροφοριών δεν αντανακλάται κάθε χρονική στιγμή και χωρίς σημαντικές αποκλίσεις στις τιμές των διαπραγματευόμενων μετοχών. Με άλλα λόγια, **η Ελληνική αγορά εξακολουθεί να μην δείχνει κατά καιρούς ιδιαίτερα «καλά διαβασμένη» όταν έρχεται η κρίσιμη ώρα να δοκιμάσει το βαθμό εγκυρότητας των προσδοκιών της (δηλαδή των προβλέψεων, βάσει των οποίων λαμβάνει άλλωστε χώρα η αγοραπωλησία τίτλων εκ μέρους των συμμετεχόντων της) απέναντι στα πραγματικά δεδομένα.**

**Ο χαμηλότερος βαθμός αποτελεσματικότητας της αγοράς ελλοχεύει τον κίνδυνο εμφάνισης υψηλότερης μεταβλητότητας στις αποτιμήσεις των εταιριών** σε περιόδους όπου συσσωρεύονται πλήθος επίσημων ανακοινώσεων για κρίσιμες οικονομικές εξελίξεις, τις οποίες η αγορά είτε τις αγνοεί είτε δεν τις έχει «προβλέψει» ορθά.

Από την άλλη πλευρά, θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι αποκλίσεις που παρατηρήθηκαν στα αποτελέσματα του α' τριμήνου 2003, οφείλονταν - μεταξύ των άλλων - στην ύπαρξη **έκτακτων ή και απρόβλεπτων παραγόντων** που παρουσιάστηκαν κατά την εξεταζόμενη περίοδο σε αρκετές εισηγμένες εταιρίες υψηλής κεφαλαιοποίησης. Τέτοιοι παράγοντες ήταν ενδεικτικά το επίπεδο των χρηματοοικονομικών εσόδων (στην περίπτωση των τραπεζών), η ισοτιμία δολαρίου / ευρώ (στην περίπτωση της βιομηχανίας Τιτάν), καθώς και το ύψος του φορολογικού συντελεστή (στην περίπτωση του παροχέα κινητής τηλεφωνίας Vodafone).

Είναι δε αυτονόητο το γεγονός ότι **η καθαρή κερδοφορία των εισηγμένων εταιριών είναι η θεμελιώδης παράμετρος η οποία «βαραίνει» στις προσδοκίες των επενδυτών** και η γνώση της οποίας καθορίζει την πορεία και τις διακυμάνσεις των τιμών των μετοχών. Από την άλλη πλευρά, σε δεύτερο πλάνο συμπεριλαμβάνονται παράμετροι όπως ο κύκλος εργασιών / πωλήσεις, ενώ σε τρίτο πλάνο, “έρχονται” τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) και άλλες παράμετροι.

Ο ακόλουθος πίνακας εμφανίζει τις διαφορές ή αποκλίσεις που σημειώθηκαν μεταξύ των ανακοινωθέντων κερδών ορισμένων ενδεικτικών εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης και των αντίστοιχων προβλέψεων / εκτιμήσεων εκ μέρους των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Οι αποκλίσεις αυτές υπολογίζονται βάσει των λεγόμενων “consensus” εκτιμήσεων<sup>1</sup>, ενώ ασφαλώς δεν πρέπει να παραμερίζεται το γεγονός ότι ενδέχεται αρκετοί από τους αναλυτές (που συμμετείχαν για την εξαγωγή της “consensus” εκτίμησης) να προσέγγισαν με υψηλό βαθμό επαλήθευσης ορισμένα από τα δημοσιοποιηθέντα αποτελέσματα. Ωστόσο, **καθώς οι προσδοκίες της αγοράς αλλά και οι αποτιμήσεις των μετοχών διαμορφώνονται από το σύνολο των συμμετεχόντων και όχι από μία μικρή μειοψηφία εξ' αυτών, οι μέσοι όροι (“consensus”) των εκτιμήσεων / προβλέψεων πρέπει να αποτελούν το μέτρο σύγκρισης της αποτελεσματικότητας μιας χρηματιστηριακής αγοράς.** Αντίθετα ορισμένες μεμονωμένες – και αρκετές φορές ορθές – εκτιμήσεις κερδοφορίας, είναι πολλές φορές γνωστές –ιδιαίτερα στην Ελληνική αγορά – σε ένα μικρό κύκλο επαγγελματιών και θεσμικών επενδυτών, με αποτέλεσμα να μην καθίστανται εκ των πραγμάτων αντιπροσωπευτικές των ευρύτερων επενδυτικών προσδοκιών.

---

<sup>1</sup> Οι “consensus” εκτιμήσεις των αναλυτών συλλέγονται από διάφορους φορείς χρηματοοικονομικής ενημέρωσης (π.χ. Reuters, Bloomberg, Dow Jones), συνήθως λίγες ημέρες πριν από τις επίσημες ανακοινώσεις κερδοφορίας.

## 10 ΕΝΔΕΙΚΤΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΥΨΗΛΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

Εταιρία	Πραγματική Μεταβολή Κερδοφορίας Α' Τριμήνου 2003 (1)	"Consensus" Εκτιμήσεις Αναλυτών (2)	Διαφορά (Αντίστοιχη Απόκλιση σε Ποσοστιαίες Μονάδες) (3) = (1) - (2)	Στάθμιση Μετοχής στο Γενικό Δείκτη
<b>Εθνική Τράπεζα</b> (Ενοπ.)	-17,80%	-36,00%	18,20%	7,22%
<b>Alpha Bank</b> (Ενοπ.)	+90,00%	+22,00% έως +31,00%	68,00% - 59,00%	5,51%
<b>EFG Eurobank</b> (Ενοπ. βάσει IAS)	-4,00%	-20,00% έως -23,00%	16,00% - 19,00%	7,93%
<b>Τράπεζα Πειραιώς</b>	+10,70%	+7,90%	2,80%	2,14%
<b>Ο.Τ.Ε.</b> (Ενοπ. βάσει G.A.A.P.)	-19,60%	-32,00% έως -35,00%	12,40% - 15,40%	10,16%
<b>Vodafone</b> (Ενοπ. βάσει IAS)	-4,50%	+10,00% έως +16,00%	5,50% - 11,50%	6,20%
<b>Cosmote</b> (Ενοπ.)	+9,60%	+11,80% έως +16,00%	2,20% - 6,40%	6,19%
<b>Δ.Ε.Η.</b> (Ενοπ. βάσει IAS)	+52,30%	+16,00% έως +18,00%	36,30% - 34,30%	6,79%
<b>Τιτάν</b> (Ενοπ.)	-71,90%	-57,00% έως -65,00%	14,90% - 6,90%	2,63%
<b>CC - HBC</b> (Ενοπ. βάσει IAS)	Διψήφια Ποσοστιαία Μείωση των Καθαρών Ζημιών	Μονοψήφια Ποσοστιαία Μείωση των Καθαρών Ζημιών	M/Y	6,63%

Πηγή: Investment Research & Analysis Journal, Dow Jones, Bloomberg, Reuters, Euro2day.

Εύλογα προκύπτει το ερώτημα ως προς το βαθμό στον οποίο η εγχώρια αγορά μετοχών είναι μία αποτελεσματική αγορά κεφαλαίου σε χρονικές στιγμές όπου τα επίσημα ανακοινωθέντα αποτελέσματα παρουσιάζουν αξιοσημείωτες αποκλίσεις έναντι των προβλεπόμενων.

Όσο πιο αποτελεσματική είναι μία αγορά μετοχών τόσο πιο μικρή ή μηδενική είναι η επίδραση των εκπλήξεων εταιρικής κερδοφορίας στις τιμές των μετοχών. Στα πλαίσια της Θεωρίας της Αποτελεσματικής Αγοράς, οι τιμές των μετοχών "πρέπει" να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από τέτοιου είδους γεγονότα.

Σύμφωνα με το σχετικό πίνακα, οι υψηλότερες αποκλίσεις σημειώθηκαν στις περιπτώσεις των Alpha Bank, Δ.Ε.Η. και EFG Eurobank, ενώ οι μικρότερες διαφορές παρατηρήθηκαν στις περιπτώσεις της Τράπεζας Πειραιώς και της Cosmote. Πάντως οι 10 ενδεικτικές μετοχές του ανωτέρω πίνακα συμπτωματικά αντιπροσωπεύουν σε βαρύτητα το 61,4% του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και συνεπώς προσδιορίζουν με τις διακυμάνσεις τους σε ιδιαίτερα σημαντικό βαθμό την εν γένει πορεία της αγοράς.

### Η Χαμηλή Αποτελεσματικότητα και ο Κίνδυνος της Αγοράς

Είναι αποδεκτό ότι σε μία αγορά που ελλοχεύει κατά καιρούς σοβαρές εκπλήξεις εταιρικών ειδήσεων, οι επενδυτές να «απαιτούν» μία υψηλότερη απόδοση, προκειμένου να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους στις μετοχές αυτής της αγοράς. **Όσο μεγαλύτερο είναι το επίπεδο των αποκλίσεων μεταξύ προβλέψεων και των πραγματοποιηθέντων αποτελεσμάτων των εισηγμένων εταιριών, τόσο υψηλότερος καθίσταται ο κίνδυνος της αγοράς (market risk premium) και η επιθυμητή απόδοση από τους συμμετέχοντες επενδυτές.**

Θεωρητικά, η αύξηση του “market risk premium” (δηλαδή της απαιτούμενης υπεραξίας απόδοσης της αγοράς μετοχών) έχει ως αποτέλεσμα μία σειρά διαδοχικών μεταβολών σε διάφορες παραμέτρους αποτίμησης επηρεάζοντας το τελικό αποτέλεσμα της δίκαιης αξίας μιας εισηγμένης εταιρίας. Το ακόλουθο διάγραμμα παρουσιάζει συνοπτικά τις αλυσιδωτές μεταβολές που επέρχονται στη διαδικασία αποτίμησης, βάσει της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών μιας επιχείρησης (με τις υπόλοιπες παραμέτρους αποτίμησης να διατηρούνται σταθερές).



Ασφαλώς οι εισηγμένες εταιρίες οι οποίες συνηθίζουν να προκαλούν τις μεγαλύτερες εκπλήξεις από πλευράς κερδοφορίας ή τις οποίες οι αναλυτές δεν καθίσταται εφικτό να προβλέπουν με ιδιαίτερα συχνή επιτυχία, είναι και εκείνες που θεωρητικά “πρέπει” να ζημιώνονται όσον αφορά στη δίκαιη αποτίμησή τους, καθώς οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να προεξοφλούνται με υψηλότερο μεσο-σταθμικό κόστος κεφαλαίου οδηγώντας σε χαμηλότερη τιμή ανά μετοχή και συνεπώς σε περιορισμένο “upside potential”.

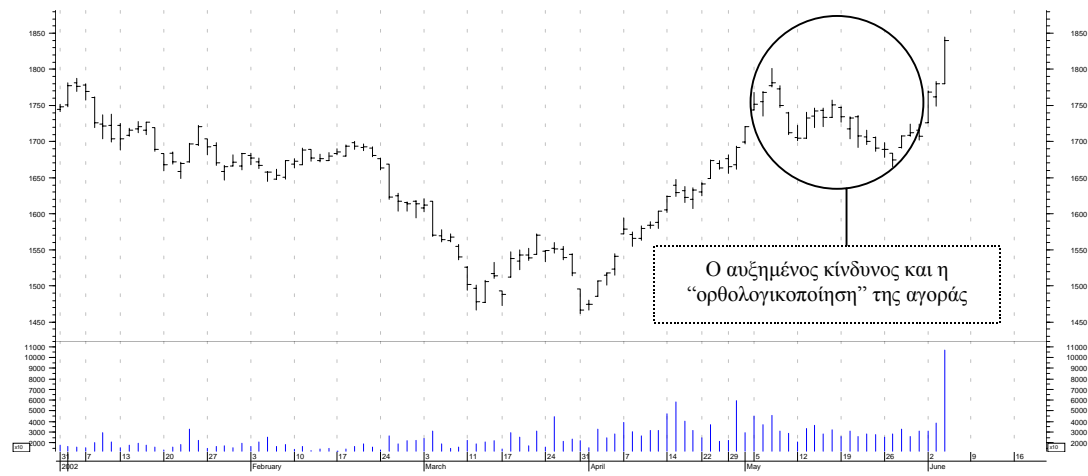
Βέβαια το επιχείρημα ότι στην περίπτωση των συστηματικών θετικών εκπλήξεων κερδοφορίας, η παραπάνω «τιμωρία» της δίκαιης αποτίμησης μιας εισηγμένης επιχείρησης δεν θα πρέπει να υφίσταται σε θεωρητικό επίπεδο, δεν ευσταθεί για μία σειρά από – μάλλον ευνόητους - λόγους. Ο κυριότερος εξ αυτών έγκειται στο γεγονός ότι **μακροχρόνια, όσο “εύκολο” (ή πιθανό) είναι για μία εταιρία να εκπλήσσει θετικά, εξίσου “εύκολο” είναι για την ίδια εταιρία να εκπλήξει κάποια στιγμή στο μέλλον αρνητικά**, όταν οι συνθήκες καταστούν δυσοίωνες στον κλάδο της ή γενικότερα στην οικονομία όπου αυτή δραστηριοποιείται. Επίσης, μία τέτοια εταιρία («εξαγωγέας» θετικών εκπλήξεων) υποδηλώνει έμμεσα ότι η χρηματιστηριακή αγορά “χάνει” συνεχώς (δηλαδή δεν γνωρίζει) πληροφορίες για την εκάστοτε οικονομική της θέση, με αποτέλεσμα να μην προεξοφλεί εγκαίρως ή ορθά τις προοπτικές της και να δημιουργείται ένα κλίμα επενδυτικής ανασφάλειας.

Συμπερασματικά, καθίσταται φανερό ότι **οι θετικές ή αρνητικές εκπλήξεις κερδοφορίας και η έκταση των αποκλίσεων μεταξύ των εκτιμήσεων και των πραγματικών οικονομικών επιδόσεων δημιουργούν έναν αυξημένο κίνδυνο αγοράς, ο οποίος έχει ως (θεωρητικό) αποτέλεσμα την υποχώρηση της δίκαιης τιμής των αποτιμήσεων ενός χρηματιστηρίου**. Ιδιαίτερα όταν το γεγονός αυτό αφορά ένα ευρύτερο φάσμα μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης με μεγάλη βαρύτητα στο γενικό δείκτη μιας αγοράς μετοχών - όπως στην προκειμένη περίπτωση της Ελληνικής - τότε ενδέχεται ένας μέρος αυτών των αποτιμήσεων να πρέπει έστω και πρόσκαιρα να κινηθεί διορθωτικά. Αυτό ενδέχεται – όχι όμως όλες τις φορές – να γίνει με μία μορφή “ορθολογικοποίησης” των τιμών, μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία οι νέες προσδοκίες και τα αντίστοιχα δεδομένα “δουν το φως” της αγοράς και διαμορφώσουν εκ νέου τις επενδυτικές ισορροπίες. **Συνεπώς στην περίπτωση των εταιρικών ανακοινώσεων του α’ τριμήνου του 2003, οι αποκλίσεις που σημειώθηκαν δεν μπορούν παρά να κλονίζουν την πίστη μας ως προς το βαθμό στον οποίο η Ελληνική αγορά μετοχών είναι σήμερα μία αποτελεσματική αγορά**, καθώς οι επενδυτικές προσδοκίες όπως διαγράφονταν από τις προβλέψεις των αναλυτών αποδείχθηκαν - εκ των υστέρων – σημαντικά διαφοροποιημένες σε σύγκριση με τις πραγματικές οικονομικές επιδόσεις των εξεταζόμενων εταιριών υψηλής κεφαλαιοποίησης.

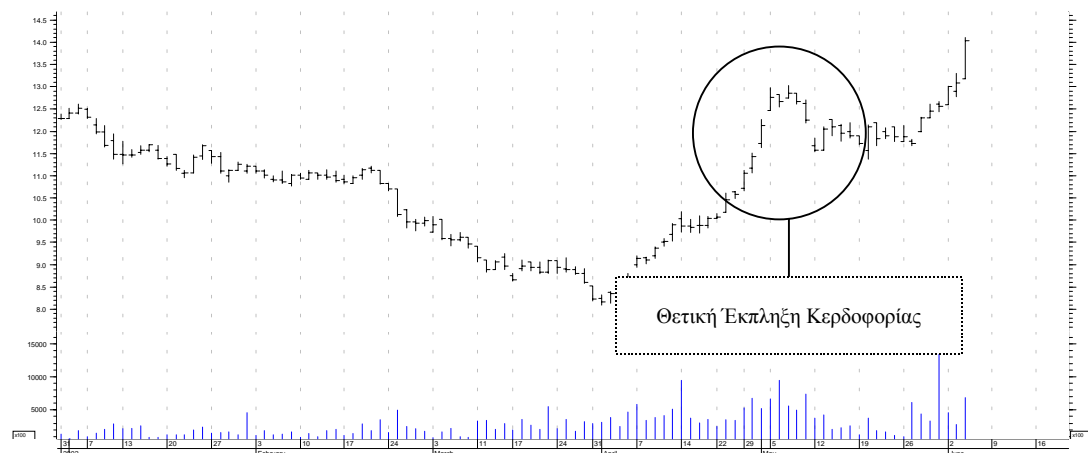
(\*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών  
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

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

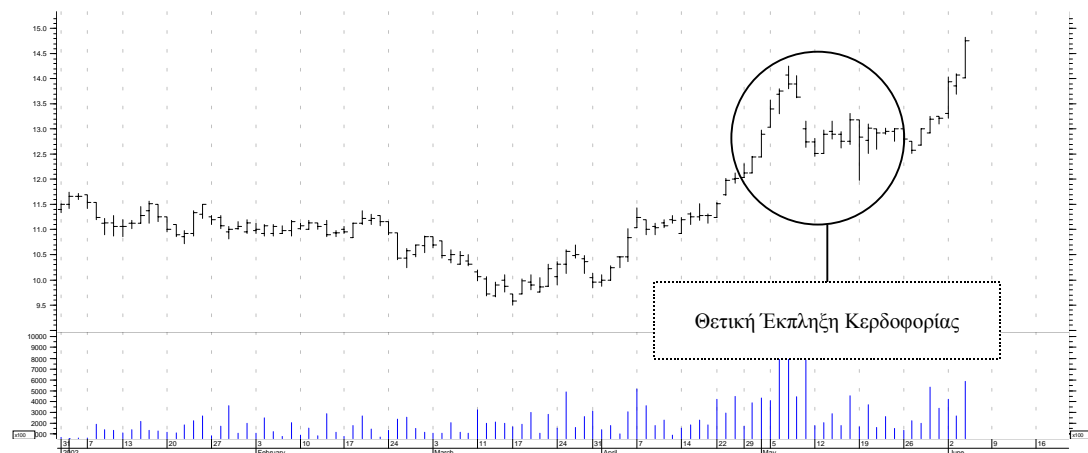
### Ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α.Α. κατά την Περίοδο των Ανακοινώσεων Α' Τριμήνου 2003



### Η Μετοχή της Εθνικής Τράπεζας κατά την Περίοδο των Ανακοινώσεων Α' Τριμήνου 2003



### Η Μετοχή της Alpha Bank κατά την Περίοδο των Ανακοινώσεων Α' Τριμήνου 2003



## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

### Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς (Efficient Market Hypothesis)

Ως «αποτελεσματική» ορίζεται η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των χρεογράφων προσαρμόζονται ταχύτατα σε κάθε νέα πληροφορία που αναδύεται στο επενδυτικό περιβάλλον και συνεπώς ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες που υπάρχουν (ή που ενδεχομένως θα δημοσιοποιηθούν) στην αγορά.

Η Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς αποτελεί ένα πεδίο ακαδημαϊκής έρευνας που εμφανίζει τα πιο αντικρουόμενα συμπεράσματα και τις πιο ιδιόρρυθμες απόψεις. Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς έχουν ως ακολούθως:

1. Υπάρχουν πολλοί συμμετέχοντες οι οποίοι – ο καθένας ανεξάρτητα από τον άλλο – αναλύουν και αποτιμούν μετοχές.
2. Κάθε νέα πληροφορία για μία εταιρία ή μετοχή της, εμφανίζεται στην αγορά εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από άλλα γεγονότα.
3. Οι επενδυτές μέσω κινήσεων αγοραπωλησιών προσαρμόζουν τις αποτιμήσεις των μετοχών, ώστε οι τελευταίες να αντανακλούν σε κάθε χρονική στιγμή όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις κάλλιστα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών πρέπει να κινούνται εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από την εμφάνιση οποιουδήποτε γεγονότος που αφορά τις εισηγμένες εταιρίες. Στην πραγματικότητα όμως κάτι τέτοιο δεν ισχύει ούτε σε απόλυτους ούτε σε συγκριτικούς όρους.

Επίσης μία αποτελεσματική αγορά προϋποθέτει ότι ένας πολύ μεγάλος αριθμός επενδυτών παρακολουθεί και αναλύει την κάθε μετοχή, με αποτέλεσμα όταν η τιμή της τελευταίας προσαρμόζεται “αυτόματα” σε κάθε νέα πληροφορία, αυτό να γίνεται από ένα διαρκώς μεγαλύτερο αριθμό συμμετεχόντων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν σε μία αγορά και “προσαρμόζουν” έμμεσα τις τιμές των μετοχών της, τόσο πιο αποτελεσματική θεωρείται η εν λόγω αγορά.

Ωστόσο επισημαίνεται το γεγονός ότι **ανά πάσα χρονική στιγμή, οι τιμές των μετοχών πρέπει να αντανακλούν όχι μόνο όλη τη διαθέσιμη – προς το επενδυτικό κοινό – πληροφόρηση, αλλά και τον επενδυτικό κίνδυνο που εμπεριέχει η τοποθέτηση κεφαλαίων στο Χρηματιστήριο.**

---

**Σημειώσεις**

---

---

**Σημειώσεις**

---

---

**Σημειώσεις**

---

---

**Σημειώσεις**

---

---

**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 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.

---