

ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ιωάννης Δ. Καραδήμος
Πτυχιούχος Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών
Πανεπιστημίου Πειραιά

Διπλωματική εργασία υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό
Δίπλωμα στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2005

Στους γονείς μου, για την υποστήριξη τους

ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Ιωάννης Δ. Καραδήμος

Σημαντικοί Όροι:

Χρηματοοικονομική Μόχλευση, κεφαλαιακή δομή, επιθυμητός και πραγματικός βαθμός μόχλευσης, δανειακά κεφάλαια, κόστος δανεισμού, χρηματοπιστωτικές αγορές, πιστωτικοί οργανισμοί, τραπεζικό σύστημα, πιστωτικοί περιορισμοί, προσφορά και ζήτηση επενδυτικών κεφαλαίων, ναυτιλιακοί κύκλοι, στάδια ναυτιλιακών κύκλων, ναύλωση, χρονοναύλωση, κρατικές επιχορηγήσεις, εταιρείες 'εκτός ισολογισμού', εκχώρηση διοίκησης, relationship lending, non recourse loans, syndicated loans, ομολογιακά δάνεια, junk bonds, αδυναμία αποπληρωμής, initial public offerings

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Έχουν υπάρξει πολλές θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες όσον αφορά την χρηματοοικονομική μόχλευση των επιχειρήσεων. Πολλές εμπειρικές εργασίες έχουν δείξει ότι αρκετές επιχειρήσεις έχουν χαμηλό βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Οι κύριες θεωρίες αναφέρουν ότι η διαθεσιμότητα επιπλέον κεφαλαίων, για την χρησιμοποίηση αυτών σε καινούργιες επενδυτικές προτάσεις εξαρτώνται αποκλειστικά από τον κίνδυνο των μελλοντικών ταμιακών ροών των επενδυτικών αυτών προτάσεων. Σκοπός της εργασίας αυτής είναι να εξετάσει το βαθμό που οι επιχειρήσεις που απασχολούνται στο ναυτιλιακό τομέα χρησιμοποιούν δανειακά κεφάλαια, και ποια είναι η πηγή αυτών των κεφαλαίων.

Πρόσφατες έρευνες έχουν δείξει ότι επιχειρήσεις που έχουν πρόσβαση σε αγορές χρήματος όπως οι αγορές ομολόγων και τα χρηματιστήρια έχουν πολύ

καλύτερους βαθμούς χρηματοοικονομικής μόχλευσης (περίπου 40% μεγαλύτερο χρέος).

Αποτελεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι οι Ναυτιλιακές εταιρείες έχουν ως βάση άντλησης των κεφαλαίων τους το ελληνικό και διεθνές τραπεζικό σύστημα.

Το πρώτο μέρος της εργασίας αυτής (Κεφάλαιο 1 & 2), ασχολείται με τα βασικά χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής βιομηχανίας και δη, τα χαρακτηριστικά εκείνα που καθορίζουν το κόστος για την κάθε μορφή δανεισμού (κίνδυνος, κυκλικότητα εργασιών, κόστος λειτουργίας, κόστος επενδύσεων κ.τ.λ.).

Το δεύτερο μέρος ασχολείται με τις μορφές και τις αγορές στις οποίες μπορεί μια ναυτιλιακή εταιρεία να αναζητήσει κεφάλαια προς πραγματοποίηση των επενδυτικών της αναγκών. Γίνεται μια εκτενής ανάλυση των χαρακτηριστικών της κάθε μορφής χρηματοδότησης, του κόστους που αυτή ενέχει, καθώς και μια σύγκριση των διαφόρων μεθόδων.

Στο τρίτο κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του τραπεζικού δανεισμού, πλεονεκτήματα που τον καθιστούν ως την δημοφιλέστερη μορφή εξεύρεσης κεφαλαίων στον ναυτιλιακό κλάδο.

Στο τέταρτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η δομή των ναυτιλιακών ομολόγων στις διεθνείς αγορές (και κυρίως στις Η.Π.Α.), καθώς και οι παράγοντες εκείνοι που αναγκάζουν τους πλοιοκτήτες να πληρώνουν με μεγάλο επιτόκιο τα συγκεκριμένα δάνεια που έχουν ονομαστεί ως 'ομόλογα σκουπίδια' (Junk bonds).

Στο πέμπτο κεφάλαιο αναφέρονται τα χαρακτηριστικά της χρηματοδοτικής μίσθωσης στον ναυτιλιακό κλάδο, τα συγκεκριμένα προβλήματα που παρουσιάζονται στην σύναψη του συμβολαίου καθώς και τα χαρακτηριστικά εκείνα που διαμορφώνουν τελικά το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Στο έκτο κεφάλαιο, παρουσιάζεται η κατάσταση στην ελληνική αλλά και διεθνή κεφαλαιαγορά για τον ναυτιλιακό κλάδο (συγκεκριμένα, στην ελληνική αγορά βρίσκουμε τον κλάδο με την ονομασία 'ελληνική ακτοπλοΐα'), παρουσιάζεται μια χρονική αναφορά στην κεφαλαιοποίηση του κλάδου αλλά και αναφέρονται οι συγκεκριμένοι λόγοι που οι έλληνες πλοιοκτήτες της ποντοπόρου ναυτιλίας μέχρι τις ημέρες μας αποφεύγουν να αντλούν χρήματα μέσω αρχικών εισαγωγών (Initial Public Offerings).

Στον επίλογο της εργασίας συμπεραίνεται ότι ως πραγματικότητα παραμένει το γεγονός ότι οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν ως πηγή άντλησης κεφαλαίων το τραπεζικό σύστημα, με τα πλεονεκτήματα που αυτό προσφέρει. Αυτό ίσως οφείλεται στις ιδιαίτερες σχέσεις που έχουν αναπτυχθεί μεταξύ της προσφοράς και ζήτησης επενδυτικών κεφαλαίων για την ανακούφιση των πιστωτικών περιορισμών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Επιπλέον, το ελληνικό νομοθετικό σύστημα δεν επιτρέπει ορισμένες μορφές χρηματοδότησης (ο νόμος 1665/1986 εξαιρεί από το ρυθμιστικό πεδίο του τις σχετικές συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης που έχουν ως αντικείμενο πλοίο ή πλωτό ναυπήγημα). Οι ολοένα και μεταβαλλόμενες συνθήκες όμως (νέοι περιβαλλοντικοί περιορισμοί, τάσεις συγκέντρωσης του κλάδου) καθώς

και οι αυξανόμενες επενδυτικές ανάγκες για ανανέωση του στόλου, θα οδηγήσουν αρκετές ναυτιλιακές επιχειρήσεις να αναζητήσουν κεφάλαια για την ικανοποίηση των επενδυτικών τους αναγκών και σε άλλες μορφές δανεισμού.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

| | |
|---|-----|
| ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ | I |
| ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ | II |
| ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ | III |
| ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ | IV |
| Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή | |
| 1.1 Η κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων γενικά | 1 |
| 1.2 Οι παράγοντες του ναυτιλιακού κινδύνου των επιχειρήσεων | 2 |
| 1.2.1 Μεταβλητότητα κερδών | 3 |
| 1.2.2 Τιμές πώλησης | 3 |
| 1.2.3 Κόστος | 4 |
| 1.2.4 Θέση επιχείρησης στην αγορά | 4 |
| 1.2.5 Διαφοροποίηση προϊόντος | 5 |
| 1.2.6 Ρυθμός ανάπτυξης | 5 |
| 1.3 Βασικά χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής βιομηχανίας | 6 |
| 1.4 Ο κυκλικός χαρακτήρας της ναυτιλιακής βιομηχανίας | 8 |
| 1.4.1 Χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών κύκλων | 10 |
| 1.4.2 Τα στάδια των ναυτιλιακών κύκλων | 11 |
| 1.5 Έλλειψη ελέγχου της ναυτιλιακής βιομηχανίας – Αβεβαιότητα | 13 |
| 1.6 Ισορροπία προσφοράς και ζήτησης στη ναυτιλιακή βιομηχανία | 15 |
| 1.6.1 Η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες | 16 |
| 1.6.2 Η προσφορά θαλασσιών μεταφορικών υπηρεσιών | 18 |
| 1.6.3 Η ισορροπία προσφοράς και ζήτησης | 19 |
| Παράρτημα 1.1 Η θεωρία της χρηματοοικονομικής μόχλευσης | 23 |
| Παράρτημα 1.2 Ανάλυση των κυριότερων στοιχείων του ναυτιλιακού κλάδου Για τα έτη 1993 – 2003 | 24 |

Κεφάλαιο 2 : Στρατηγικές επιλογές της διοίκησης που διαμορφώνουν τα σταθερά και λειτουργικά έξοδα μιας ναυτιλιακής επιχείρησης

| | |
|--|----|
| 2.1 Εισαγωγή | 28 |
| 2.2 Το ερώτημα της κατασκευής έναντι της αγοράς μεταχειρισμένου πλοίου | 29 |
| 2.2.1 Πλεονεκτήματα νεότευκτων πλοίων | 29 |
| 2.2.2 Μειονεκτήματα νεότευκτων πλοίων | 30 |
| 2.2.3 Πλεονεκτήματα μεταχειρισμένων πλοίων | 30 |
| 2.2.4 Μειονεκτήματα μεταχειρισμένων πλοίων | 31 |
| 2.3 Η απόφαση της σημαίας την οποία το πλοίο θα φέρει | 31 |
| 2.4 Τα λειτουργικά έξοδα του πλοίου | 34 |
| 2.5 Κρατικές επιχορηγήσεις για την κατασκευή πλοίου | 37 |
| 2.5.1 KEXIM (Korean Export – Import Bank) | 38 |
| 2.5.2 ECGD (Exports Credits Guarantees department of U.K.) | 40 |
| 2.6 Ειδικές μορφές ναυτιλιακών επιχειρήσεων | 41 |
| 2.6.1 Εταιρείες εκτός ισολογισμού (Off balance sheet) | 41 |
| 2.6.2 Η εκχώρηση της διοίκησης σε εταιρείες διαχείρισης πλοίων | 43 |

Κεφάλαιο 3 : Ο τραπεζικός δανεισμός στη ναυτιλία

| | |
|---|----|
| 3.1 Εισαγωγή | 45 |
| 3.2 Η εξάρτηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων από τις τράπεζες για την εξεύρεση κεφαλαίων | 46 |
| 3.3 Παράγοντες που ώθησαν σε ανάπτυξη τον τραπεζικό δανεισμό για την κατασκευή πλοίων | 48 |
| 3.4 Οι εξελίξεις στις παραμέτρους δανεισμού για την αγορά πλοίων | 52 |
| 3.5 Non recourse loans, η συνηθέστερη μορφή ναυτιλιακών δανείων | 54 |
| 3.6 Χαρακτηριστικά που επιζητούν οι πελάτες των ναυτιλιακών τραπεζών | 55 |
| 3.7 Χαρακτηριστικά που επιζητούν οι τράπεζες από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις | 56 |

Κεφάλαιο 4 : Ο ομολογιακός δανεισμός στη ναυτιλία

| | |
|--|----|
| 4.1 Εισαγωγή | 61 |
| 4.2 Οι εξελίξεις στην χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων | 62 |
| 4.3 Τα πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα του ομολογιακού δανεισμού | 64 |
| 4.4 Προβλήματα στην έκδοση ενός ομολογιακού δανείου | 66 |
| 4.4.1 Οι διαβαθμίσεις των εταιρειών αξιολόγησης του ναυτιλιακού κλάδου | 66 |
| 4.4.2 Το υψηλό κουπόνι σε σχέση με τις άλλες αγορές | 68 |

4.4.3 Η αντίληψη του κοινού για τα ομόλογα του ναυτιλιακού κλάδου 70

Παράρτημα 4.1 : Καταγεγραμμένες περιπτώσεις default 71

Κεφάλαιο 5 : Η χρηματοδοτική μίσθωση στον ναυτιλιακό κλάδο

5.1 Εισαγωγή – Ιστορικό της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων 75

5.2 Πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων 77

5.3 Μειονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων 78

5.4 Το συμβόλαιο της χρηματοδοτικής μίσθωσης 79

5.5 Οι παράγοντες που καθορίζουν το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων 80

5.5.1 Η αξία του πλοίου 80

5.5.2 Το είδος του εμπορίου 82

5.5.3 Η ταυτότητα του μισθωτή 82

5.5.4 Οι ασφαλιστικοί οργανισμοί 83

5.5.5 Η σημαία την οποία το πλοίο θα φέρει 83

5.5.6 Οι συνθήκες συντήρησης 83

5.6 Πώληση και επαναμίσθωση πλοίων 84

5.6.1 Φορολογική χρηματοδοτική μίσθωση 84

| | |
|--|----|
| 5.6.2 Το UK Tax License | 86 |
| 5.7 Η χρηματοδοτική μίσθωση πλοίων στην Ελλάδα | 87 |
| 5.8 Συμπεράσματα | 89 |

Κεφάλαιο 6 : Η αντληση κεφαλαίων από τις κεφαλαιαγορές για την ναυτιλία

| | |
|--|-----|
| 6.1 Εισαγωγή | 91 |
| 6.2 Λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν εισάγονται στις κεφαλαιαγορές | 91 |
| 6.3 Η σημερινή πραγματικότητα | 94 |
| 6.4 Η Ελληνική πραγματικότητα | 96 |
| 6.4.1 Η ποντοπόρος ναυτιλία στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών | 98 |
| 6.5 Η αγορά των Η.Π.Α (New York Stock Exchange) | 99 |
| 6.6 Η Ασιατική αγορά | 100 |
| 6.7 Συμπεράσματα | 101 |
| Βιβλιογραφία | 103 |

Μέρος Τρίτο

| | |
|-------------------------|-----|
| Επίλογος – Συμπεράσματα | 104 |
|-------------------------|-----|

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή της παρούσας εργασίας κ. Γεώργιο Αρτίκη για το 'ερέθισμα' της επιλογής του θέματος και τη συμβολή του στην εκπόνηση της. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Λάμπρο Θεοδώρου, Τομέαρχη της EFG Eurobank Εργασίας στον τομέα των ναυτιλιακών δανείων, ο οποίος απλόχερα ξόδεψε αρκετό χρόνο για να μου μεταλαμπαδεύσει ορισμένες από τις βασικές αρχές της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου, για την υποστήριξη τους κατά την διάρκεια των σπουδών μου

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

| | <u>Σελίδα</u> |
|--|---------------|
| Πίνακας 1.1 : Το φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων – κυριότερα χαρακτηριστικά | 9 |
| Πίνακας 2.1 : Τα κέντρα κόστους μιας ναυτιλιακής επιχείρησης | 34 |
| Πίνακας 3.1 : Διεθνείς ναυτιλιακές τράπεζες, 1996 – 1995 | 51 |
| Πίνακας 3.2 : Τοκοχρεολυτική ανάλυση δανείου ύψους 21.500.000 €, επιτοκίου = 8% και διάρκειας 8 ετών | 58 |
| Πίνακας 4.1 : Η αγορά των ναυτιλιακών ομολόγων | 63 |
| Πίνακας 4.2 : Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των ναυτιλιακών εταιρειών | 67 |
| Πίνακας 4.3 : Πιθανότητα κήρυξης αδυναμίας αποπληρωμής τόκων ναυτιλιακών ομολόγων | 69 |
| Πίνακας 4.4 : Τα πέντε ναυτιλιακά ομόλογα με την χαμηλότερη τρέχουσα Αξία (1999) | 71 |
| Πίνακας 6.1 : Αριθμός και κεφαλαιοποίηση ναυτιλιακών εταιρειών διεθνώς | 93 |

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ**Σελίδα**

| | | |
|-----------------|---|----|
| Διάγραμμα 1.1 : | Καμπύλη προσφοράς πλοίου και κλάδου μεταφοράς | 20 |
| Διάγραμμα 1.2 : | Η ισορροπία στον ναυτιλιακό κλάδο | 21 |
| Διάγραμμα 1.3 : | Διαχρονική εξέλιξη χωρητικότητας | 24 |
| Διάγραμμα 1.4 : | Αναθεώρηση VLCC, Τιμές νέων / μεταχειρισμένων, μέσα ημερήσια έξοδα | 25 |
| Διάγραμμα 1.5 : | Αναθεώρηση Suezmax, Τιμές νέων / μεταχειρισμένων, Μέσα ημερήσια έξοδα | 26 |
| Διάγραμμα 1.6 : | Αναθεώρηση Aframax, Τιμές νέων / μεταχειρισμένων, Μέσα ημερήσια έξοδα | 26 |
| Διάγραμμα 3.1 : | Ναυτιλιακές τράπεζες στις κυριότερες αγορές | 50 |
| Διάγραμμα 6.1 : | Κεφαλαιοποίηση του διεθνούς ναυτιλιακού κλάδου από Ιούλιο 1999 έως Φεβρουάριο 2004 (Τιμή βάσης: Ιούλιος 1999) | 95 |
| Διάγραμμα 6.2 : | Εύρος τιμών μετοχών της ελληνικής ακτοπλοΐας | 96 |

ΠΙΝΑΚΑΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

Ελληνικών

| | |
|--------|-------------------------------------|
| Αριθ. | Αριθμός |
| Β.Χ.Μ. | Βαθμός Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης |
| ΕΕ | Ευρωπαϊκή Ένωση |
| Εκ. | Εκατομμύρια |
| Η.Β. | Ηνωμένο Βασίλειο |
| ΗΠΑ | Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής |
| κ.α. | και άλλα |
| ΚΠΤΦ | Κέρδη προ Τόκων και Φόρων |
| Ν.Ε. | Ναυτιλιακή Επιχείρηση |
| ό.π. | όπως παραπάνω |
| σελ. | Σελίδα |
| Χ.Α.Α. | Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών |

Αγγλικών

| | |
|---------|--|
| BIMCO | Baltic and International Maritime Council |
| CESA | Committee of European Shipbuilders Association |
| EBITDA | Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization |
| ECGD | Exports Credits Guarantees Department |
| I.M.O | International Maritime Organization |
| I.P.O. | Initial Public Offering |
| KEXIM | Korean Export Import Bank |
| LIBOR | London Interbank Borrowing Offering Rate |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| OPA 90' | Oil Pollution Act 90' |
| P&I | Protection and Indemnity |
| SOLAS | Safety of Life at Sea |
| VLCC | Very Large Crude Carrier |

1.1 Η Κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων γενικά

Σύμφωνα με την θεωρία των Modigliani – Miller (1958) , όλες οι επιχειρήσεις έχουν μια βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Αντικειμενικός σκοπός των μάντζερ που ασχολούνται με την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων, είναι να βρουν το βέλτιστο επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης αυτών. Η θεωρία λοιπόν, υποστηρίζει ότι όταν το καθαρό όφελος από την χρήση επιπλέον δανειακών κεφαλαίων είναι θετικό, οι επιχειρήσεις θα προχωρήσουν στην αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής τους δομής (είτε με την έκδοση επιπλέον χρέους , είτε με την μείωση των ιδίων κεφαλαίων τους). Οι ίδιες θεωρίες¹ αναφέρουν ότι οι επιχειρήσεις για να φτάσουν στο βέλτιστο επίπεδο δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζουν:

- Τα φορολογικά οφέλη από την έκδοση επιπλέον χρέους (όσο μεγαλύτερα είναι τα φορολογικά οφέλη, τόσο μεγαλύτερο το κίνητρο για την έκδοση επιπλέον χρέους).
- Το κόστος του οικονομικού κινδύνου (όσο λιγότερος ο κίνδυνος από την χρήση επιπλέον δανειακών κεφαλαίων, τόσο μεγαλύτερο το κίνητρο για την έκδοση επιπλέον χρέους).
- Την διαφορά του κόστους (mispricing) μεταξύ χρέους και ιδίων κεφαλαίων (όσο μικρότερη είναι η διαφορά, τόσο μεγαλύτερο είναι το κίνητρο).

Ο Graham (2000), βασιζόμενος στα φορολογικά οφέλη του επιπλέον χρέους υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις χάνουν την ευκαιρία να μειώσουν τις πληρωμές των φόρων τους, με την αύξηση της μόχλευσης τους. Άλλοι συγγραφείς, όπως ο Parrino, Poteshman, Weisbach (2003),

χρησιμοποιώντας ένα εξισορροπημένο δυναμικό μοντέλο, υποστηρίζουν ότι οι επιχειρήσεις δεν έχουν χαμηλό βαθμό μόχλευσης. Βεβαίως, όταν μετράμε το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης, πρέπει να μετράμε όχι μόνο τον επιθυμητό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης (ζήτηση κεφαλαίων), αλλά και τις μεταβλητές εκείνες που μετρούν τους περιορισμούς στην δυνατότητα μιας επιχείρησης να αυξήσει τον βαθμό της δανειακής της επιβάρυνσης (προσφορά κεφαλαίων).

Οι Titman και Wesreels (1998) , εξετάζουν την διαφορά μεταξύ του επιθυμητού και του πραγματικού βαθμού μόχλευσης. Υποστηρίζουν ότι η διαφορά οφείλεται στο κόστη της ρύθμισης της διαφοράς (adjustment costs) που αντιπαρατίθενται στο όριο των επιχειρήσεων να αυξήσουν τον βαθμό της δανειακής τους επιβάρυνσης. *‘Σε μια αγορά χωρίς περιορισμούς, οι επιχειρήσεις σχεδόν πάντα καταφέρνουν να εξασφαλίσουν χρήματα για την πραγματοποίηση επενδύσεων με θετική καθαρά παρούσα αξία²’*. Ωστόσο, η εξεύρεση κεφαλαίων δεν εξαρτάται μόνο από τους περιορισμούς που η εκάστοτε αγορά κεφαλαίων εμφανίζει, αλλά κυρίως, στον κίνδυνο τον οποίον εμπρικλείουν οι επενδυτικές προτάσεις στις οποίες θα διοχετευτούν τα επιπλέον χρήματα.

1.2. Οι παράγοντες του επιχειρηματικού κινδύνου των ναυτιλιακών επιχειρήσεων

« Η ανάλυση της διάρθρωσης κεφαλαίων μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπ’ όψη τον επιχειρηματικό και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο της

εξεταζόμενης επιχείρησης. Το άθροισμα αυτών των δυο κινδύνων αποτελεί το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης»

Παρακάτω δίνεται μια ανάλυση των παραγόντων που περιστοιχίζουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο⁴, καθώς και τους λόγους που αυτοί αποκτούν μεγαλύτερη βαρύτητα στις Ναυτιλιακές Επιχειρήσεις.

1.2.1.Μεταβλητότητα κερδών

Επιχειρήσεις των οποίων οι πωλήσεις έχουν σημαντικές διακυμάνσεις κατά την διάρκεια των κυκλικών διακυμάνσεων της οικονομίας, έχουν υψηλό επιχειρηματικό κίνδυνο.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε ένα διεθνές περιβάλλον και ένα μεγάλο μέρος του εμπορίου που πραγματοποιούν είναι για λογαριασμό κρατών. Γίνεται φανερό ότι ενώ μια κρίση στην Λατινική Αμερική μπορεί να μην έχει μεγάλη επίπτωση στην ελληνική οικονομία (έστω ότι έχει επίδραση στις επιχειρήσεις που πραγματοποιούν εμπόριο με αυτές τις χώρες) αλλά, μια πτώση της ζήτησης στην περιοχή αυτή θα έχει ως αποτέλεσμα την μείωση των κυκλικών ταξιδιών των πλοίων και κατά συνέπεια των εσόδων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

1.2.2.Τιμές πώλησης

Σε ορισμένους κλάδους η σταθερότητα των τιμών δεν μπορεί να προεξοφληθεί. Γενικά, όσο ο ανταγωνισμός επικεντρώνεται στις τιμές, τόσο μεγαλύτερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος για τις επιχειρήσεις που λειτουργούν στον κλάδο αυτό.

Η ανάλυση αυτή αναφέρεται στα πλοία που λειτουργούν στην ελεύθερη φορτηγό ναυτιλία στην οποία ο ανταγωνισμός γίνεται κυρίως με την τιμή –

ναύλο. Και, σε συνάρτηση με την πτώση της ζήτησης για μεταφορικές υπηρεσίες (όπως προαναφέρθηκε), το άμεσο αποτέλεσμα θα είναι μια πτώση στις τιμές των ναύλων. (Στο παράρτημα δίδεται μια εκτενής ανάλυση για την πορεία των ναύλο δεικτών τα τελευταία χρόνια).

1.2.3.Κόστος

Όσο αυξάνει η μεταβλητότητα του κόστους των εισροών τις οποίες χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για την παραγωγή των προϊόντων της , τόσο αυξάνει ο επιχειρηματικός κίνδυνος της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Οι κυριότερες εισροές της ναυτιλιακής επιχείρησης είναι τα **πλοία** (εκτενή ανάλυση της διαμόρφωσης των τιμών των πλοίων δίδεται στο παράρτημα) , τα **άτομα** (δηλαδή το προσωπικό στο γραφείο αλλά και στα πλοία) και τα **υλικά** (στα υλικά αναφέρονται εισροές όπως τα τρόφιμα και τα εφόδια του προσωπικού , τα καύσιμα του πλοίου , υλικά συντήρησης κτλ). Οι τιμές των υλικών μεταβάλλονται όχι μόνο από χρονική περίοδο σε μια άλλη, αλλά και από μια γεωγραφική περιοχή σε μια άλλη.

1.2.4.Θέση επιχείρησης στην αγορά

Οι επιχειρήσεις που έχουν μεγάλη ισχύ στην αγορά , συνήθως έχουν μεγάλη ικανότητα να ελέγχουν το κόστος και τις τιμές τους και κατά συνέπεια αναλαμβάνουν χαμηλό επιχειρηματικό κίνδυνο.

Στην Ελεύθερη Φορτηγό Ναυτιλία, οι συνθήκες αγγίζουν τον πλήρη ανταγωνισμό και κατά συνέπεια είναι πολύ δύσκολο μια επιχείρηση να καταφέρει να αποκτήσει σημαντικό μερίδιο ή δύναμη. Επιπλέον, η θέση της κάθε επιχείρησης καθορίζεται από έναν σημαντικό και ανεξάρτητο παράγοντα: τους ναυλωτές (δηλαδή τους πελάτες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων).

1.2.5. Διαφοροποίηση προϊόντων

Αν η γραμμή προϊόντων μίας επιχείρησης είναι ικανοποιητικά διαφοροποιημένη, τότε η επιχείρηση αυτή έχει μικρή μεταβλητότητα στα Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων, δηλαδή χαμηλό επιχειρηματικό κίνδυνο.

Στην ελεύθερη φορτηγό ναυτιλία, όπως είπαμε, το προϊόν είναι ένα (οι μεταφορικές υπηρεσίες) στο οποίο επικρατούν συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού και κατά συνέπεια έχουμε μεγάλη μεταβλητότητα τιμών – ναύλων.

1.2.6. Ρυθμός ανάπτυξης

Οι επιχειρήσεις που αναπτύσσονται γρήγορα συνήθως παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα στα ΚΠΤΦ. Η γρήγορη ανάπτυξη συνεπάγεται νέες εγκαταστάσεις, λειτουργικό κόστος με υψηλό βαθμό αβεβαιότητας, επέκταση των συστημάτων εσωτερικού ελέγχου, αύξηση των διοικητικών στελεχών και υψηλές δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης. Συνδυαστικά, οι παράγοντες αυτοί καταλήγουν σε αύξηση της μεταβλητότητας των ΚΠΤΦ.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι καταδικασμένες να επιδιώκουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, αλλά και η γήρανση του στόλου τους τις αναγκάζει να προχωρούν σε συνεχώς καινούργιες επενδύσεις για νεότερο, ταχύτερο και οικονομικότερο στόλο.

Όπως βλέπουμε, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν καταφέρνουν σε κανέναν από τους παραπάνω τομείς να έχουν ένα συγκριτικό πλεονέκτημα και κατά συνέπεια υπόκεινται σε σωρεία μειονεκτημάτων, που αθροιστικά αυξάνουν τον επιχειρηματικό τους κίνδυνο. Ένας από τους λόγους που επεξηγεί και την

προτίμηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στην άντληση χρημάτων από τις τράπεζες είναι και η δυνατότητα που έχουν αυτές στην συλλογή πληροφοριών και την αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων. Ωστόσο, θεωρούνται ως μια πιο ακριβή πηγή άντλησης κεφαλαίων. Το υψηλότερο κόστος μπορεί να οφείλεται στα έξοδα παρακολούθησης ή στις φορολογικές επιβαρύνσεις της οργανωτικής δομής των τραπεζών.

Ως ένα πρώτο συμπέρασμα προκύπτει ότι το κόστος των κεφαλαίων για την κάλυψη των επενδυτικών ευκαιριών των ναυτιλιακών (όπως και όλων) των επιχειρήσεων, εξαρτάται πρωτίστως από το σε ποιες αγορές έχουν πρόσβαση οι επιχειρήσεις αυτές. Επιπλέον, ένας σημαντικός παράγοντας είναι και η προσφορά και η ζήτηση δανειακών κεφαλαίων. Τέλος, ένας σημαντικός παράγοντας είναι τα χαρακτηριστικά εκείνα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που διαμορφώνουν το κίνδυνο των μελλοντικών ταμιακών ροών των επενδυτικών σχεδίων και κατά συνέπεια το κόστος των κεφαλαίων για την κάλυψη των σχεδίων αυτών. Στις επόμενες σελίδες, αναφέρονται τα βασικά χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που καθορίζουν το κίνδυνο των επενδύσεων αυτών και κατά συνέπεια το κόστος της εξεύρεσης κεφαλαίων.

1.3.Βασικά χαρακτηριστικά της ναυτιλιακής βιομηχανίας

Αντικείμενο εργασίας των Ναυτιλιακών εταιρειών, είναι η παροχή υπηρεσιών μεταφοράς δια θαλάσσης, δια μέσου των πλοίων τους. Κατά συνέπεια, η μονάδα προστιθέμενης αξίας για την Ναυτιλιακή εταιρεία είναι τα πλοία που

αυτή έχει στην ιδιοκτησία της ή διαχειρίζεται για τρίτους. Στην Ναυτιλία, όπως και στους άλλους τομείς της επιχειρηματικής δραστηριότητας, χρειάζονται υψηλά κεφάλαια για την κάλυψη των αναγκών των επιχειρήσεων αυτών σε νέες επενδύσεις. Σε αντιδιαστολή με τις βιομηχανίες της ξηράς όμως, η ναυτιλιακή επιχείρηση έχει μια ιδιαιτερότητα που την κάνει να ξεχωρίζει από τις άλλες βιομηχανίες: το εργοστάσιο της ναυτιλιακής επιχείρησης, είναι μια κινητή μονάδα, το πλοίο. Αυτό υπόκειται στην φθορά του νερού και του χρόνου πολύ περισσότερο από οποιαδήποτε βιομηχανία στην στεριά, ταξιδεύει μέσα σε συνθήκες ευμετάβλητες, αλλά και τα λιμάνια που επισκέπτεται πολλές φορές εμπεριέχουν κινδύνους που μια κλασική βιομηχανία δεν αντιμετωπίζει ποτέ.

Τα βασικά χαρακτηριστικά της εκμετάλλευσης των πλοίων της ελεύθερης φορτηγού ναυτιλίας, είναι τα εξής⁵:

- Δεν υπάρχει συγκεκριμένο , προκαθορισμένο και σταθερό δρομολόγιο προς εκτέλεση, δηλαδή σταθερή απασχόληση.
- Το πλοίο ναυλώνεται για το σύνολο της μεταφορικής του ικανότητας.
- Το φορτίο είναι συνήθως ένα κατά περίπτωση, στη βάση ενός ναυλοσυμφώνου.
- Η (κατά μονάδας βάρους ή όγκου) αξία των μεταφερόμενων φορτίων είναι χαμηλή.
- Η ζήτηση χωρητικότητας ελεύθερων πλοίων υπόκειται σε εποχιακές και έκτακτες διακυμάνσεις που προκαλούν αστάθεια απασχόλησης, σε βαθμό που την κάνουν να είναι ένα από τα κυριότερα χαρακτηριστικά της εκμετάλλευσης των πλοίων αυτών.

- Οι μεταφορές πραγματοποιούνται κάτω από συνθήκες ανταγωνισμού, ενώ η προσφορά εξισορροπείται με την ζήτηση με μεταβολές στους ναύλους, οι οποίοι εμφανίζουν συνεχείς διακυμάνσεις.
- Η ζήτηση είναι ανελαστική. Οι διακυμάνσεις των ναύλων ασκούν ελάχιστη επίδραση πάνω στο μέγεθος της ζήτησης χωρητικότητας κάθε φορά.

1.4.Ο κυκλικός χαρακτήρας της ναυτιλιακής βιομηχανίας

Μέσα σε ένα διεθνές περιβάλλον, όπου ο όγκος του εμπορίου συνεχώς μεταβάλλεται, κάποιος πρέπει να πάρει τις κρίσιμες αποφάσεις για την παραγγελία νέων πλοίων, τη διάλυση των παλαιότερων, την αγοραπωλησία μεταχειρισμένων, και τον τρόπο απασχόλησης του στόλου. Η ευθύνη της λήψης αυτών των αποφάσεων περιγράφει στην ουσία τον αναλαμβανόμενο ναυτιλιακό κίνδυνο⁶

Η ύπαρξη του ναυτιλιακού κινδύνου βασίζεται στο Φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων. Το φαινόμενο αυτό αναφέρεται στην αστάθεια που παρατηρείται στις:

- Τιμές των ναύλων για την μεταφορά των φορτίων
- Τιμές κατασκευής των νεότευκτων πλοίων
- Τιμές αγοράς των μεταχειρισμένων πλοίων
- Τιμές πώλησης των πλοίων προς διάλυση.

Η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορές, είναι παράγωγος ζήτηση. Εξαρτάται κυρίως από την διεθνή οικονομική κατάσταση η οποία τροφοδοτεί την ζήτηση για αγαθά και κατά συνέπεια την ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορές.

Ο παρακάτω πίνακας δίνει μια σύνοψη των κυριότερων λόγων που οδηγούν στον φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων και των κυριότερων αποτελεσμάτων που αυτά επιφέρουν.

Πίνακας 1.1: Το φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων – Κυριότερα χαρακτηριστικά



1.4.1.Χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών κύκλων

Οι οικονομικοί κύκλοι είναι φαινόμενο που παρατηρείται σε όλους τους τομείς οικονομικής δραστηριότητας. Το φαινόμενο των οικονομικών κύκλων που παρατηρείται στην ναυτιλία ονομάζεται ναυτιλιακοί κύκλοι. Πολλοί οικονομολόγοι έχουν κατατάξει τους ναυτιλιακούς κύκλους με βάση την χρονική διάρκεια τους. Έτσι, ο κύκλος του Kitchin είναι ένας οικονομικός κύκλος που διαρκεί 3 – 4 έτη, του Juglar, 6 –8 έτη και του Labrousse 10 – 12 έτη. Ακόμη, οι οικονομικοί κύκλοι που παρατήρησε ο Kondratieff διαρκούν για περισσότερο από μισό αιώνα και συμπεριλαμβάνουν πολλούς μικρότερους οικονομικούς κύκλους.

Στους ναυτιλιακούς κύκλους βραχείας διάρκειας, τέσσερις είναι οι επικρατέστερες θεωρίες για τους μηχανισμούς δημιουργίας τους:

- Η θεωρία του Kirkaldy (1913). Σύμφωνα με τον Kirkaldy, ο ναυτιλιακός κύκλος είναι συνέπεια του μηχανισμού της ναυτιλιακής αγοράς. Τα 'μέγιστα' και τα 'ελάχιστα' του κύκλου είναι ενδείξεις ότι η αγορά προσαρμόζει την προσφορά στην ζήτηση μέσω των διακυμάνσεων των χρηματικών ροών.
- Η θεωρία του Fayle (1933). Ο Fayle υποστήριξε ότι η δημιουργία του ναυτιλιακού κύκλου είναι απόρροια ενός παγκόσμιου οικονομικού κύκλου, ή το αποτέλεσμα τυχαίων εξωγενών γεγονότων, όπως π.χ, οι πόλεμοι. Η ανάλυση του περιλαμβάνει μια σειρά τριών γεγονότων:
 - Την έκρηξη του εμπορίου (Trade Boom)
 - Τη βραχυπρόθεσμη έκρηξη της ναυτιλίας (Short Shipping Boom)

- Την εκτεταμένη κρίση (Prolonged Slump)
- Η θεωρία του Cufley (1972) στηρίζεται σε τρία χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών κύκλων:
 - Στην ανάπτυξη ενός ελλείμματος πλοίων.
 - Στην αύξηση των ναύλων που οδηγεί στην υπερναυπήγηση πλοίων.
 - Στην οδήγηση της αγοράς σε κατάρρευση και ύφεση.
- Η θεωρία του Hampton (1991) βασίζεται στην ψυχολογία των ανθρώπων και στον τρόπο της ανταπόκρισης τους στις ενδείξεις που λαμβάνουν από την αγορά.

1.4.2.Τα στάδια των ναυτιλιακών κύκλων

Τα στάδια των ναυτιλιακών κύκλων μπορούν να χωριστούν σε 4 και είναι τα εξής:

Στάδιο 1: Ύφεση ή χαμηλό (Recession ή Trough)

Το στάδιο αυτό αποτελείται από τρία κυρίως χαρακτηριστικά.

Πρώτον, εμφανίζονται σημάδια πλεονάζουσας χωρητικότητας.

Δεύτερον, οι ναύλοι πέφτουν στο επίπεδο του λειτουργικού κόστους των λιγότερο αποδοτικών πλοίων τα οποία οδηγούνται σε παροπλισμό.

Τρίτον, η εκτεταμένη διάρκεια χαμηλών ναύλων και η σφιχτή πιστωτική πολιτική των τραπεζών δημιουργούν αρνητικές χρηματοροές για τα πλοία, η

οποία προοδευτικά γίνεται μεγαλύτερη. Αυτό έχει ως συνέπεια την οδήγηση πολλών πλοίων προς πώληση ή διάλυση. Φυσική απόρροια της αύξησης της προσφερόμενης χωρητικότητας προς πώληση, είναι και η πτώση της τιμής αυτής της χωρητικότητας.

Στάδιο 2 : Ανάκαμψη (Recovery)

Με την πώληση των διάφορων πλοίων και την μείωση του αριθμού του στόλου με την πώληση των υπερήλικων πλοίων, η προσφορά επανέρχεται πάλι σε μια ισορροπία με την ζήτηση. Το γεγονός αυτό σε συνάρτηση με την οποιαδήποτε αύξηση της ζήτησης οδηγεί σε αύξηση των ναύλων. Η οποιαδήποτε βελτίωση της ρευστότητας των ναυτιλιακών εταιρειών βελτιώνει την ψυχολογία της αγοράς.

Στάδιο 3: Κορύφωση (Peak)

Κατά την φάση της ανόδου της ζήτησης και της προσφοράς για μεταφορικές υπηρεσίες, υπάρχει ένα σημείο στο οποίο η προσφορά και η ζήτηση εξισορροπούνται. Κύρια χαρακτηριστικά αυτής της φάσης είναι η ελαχιστοποίηση των παροπλισμένων πλοίων, η μεγιστοποίηση της ρευστότητας των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, καθώς και η προθυμία από την πλευρά των τραπεζών για την σύναψη δανείων.

Στάδιο 4: Η Κατάρρευση (Collapse)

Είναι φανερό ότι το στάδιο της κορύφωσης δεν διαρκεί για μεγάλο χρονικό διάστημα. Σε κάποια στιγμή, παραδίδονται πλοία που έχουν παραγγελθεί από προηγούμενα έτη, και σε συνάρτηση με την πτώση της ζήτησης για μεταφορικές υπηρεσίες, η αγορά μπαίνει στην φάση της κατάρρευσης με τα χαρακτηριστικά της ύφεσης.

Η μελέτη του M.Stopford για το φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων επικεντρώθηκε στην εύρεση της χρονικής διάρκειας αυτών. Έτσι, με την μελέτη του διαστήματος 1872 – 1989, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι αυτοί έχουν μέση χρονική διάρκεια 8,2 έτη. Κανείς όμως δεν μπορεί να βασιστεί σε αυτόν τον αριθμό, καθώς κανείς δεν διαρκεί χρονική περίοδο ίση με τον μέσο, αλλά έχει μια τυπική απόκλιση περίπου 1,2 ετών. Επειδή λοιπόν οι αποκλίσεις από τον μέσο όρο είναι σημαντικές, δεν αποτελούν σημαντική ένδειξη πρόβλεψης της ναυλαγοράς.

1.5. Έλλειψη ελέγχου της ναυτιλιακής βιομηχανίας – Αβεβαιότητα

Χρησιμοποιώντας κανείς λοιπόν την θεωρία των ναυτιλιακών κύκλων, κανείς θα μπορούσε να υποστηρίξει πως είναι αρκετά εύκολο να προβλεφθεί η χρονική διάρκεια των σταδίων αυτών και κατά συνέπεια, οι ενέργειες που πρέπει να γίνουν για την σωστή αντιμετώπιση των αποτελεσμάτων αυτής. Από την δεκαετία όμως του 1950 και μετά, με απόγειο την οικονομική κρίση του 1967 (Πόλεμος των έξι ημερών) και τα έτη 1973 – 1979 (απόφαση του ΟΠΕΚ να προχωρήσει σε αύξηση των τιμών του βαρελιού του πετρελαίου),

οι ναύλοι έχουν γίνει περισσότερο ασταθείς και κατά συνέπεια πολύ δυσκολότερα προβλέψιμοι. Επιπλέον, όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η αγορά των δεξαμενοπλοίων αποτελεί μια πλήρως ανταγωνιστική αγορά, που βασίζεται εκτός από την ζήτηση για μεταφορικές υπηρεσίες, και στην συμπεριφορά των πλοιοκτητών δηλαδή στην προσφορά πλοίων. Έτσι, η τοποθέτηση παραγγελιών για νεότευκτα πλοία ή η διάλυση πλοίων εκτός από αμιγώς οικονομικούς λόγους, μπορεί να βασίζεται στην διαίσθηση του κάθε πλοιοκτήτη.

Επιπλέον, επειδή όπως προαναφέραμε, η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες είναι παράγωγος ζήτηση, πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν πολλοί παράγοντες, από τις διεθνείς οικονομικές καταστάσεις, έως και τις πολιτικές καταστάσεις στην κάθε χώρα ξεχωριστά. Οι εξωτερικοί κίνδυνοι που δημιουργούνται από το περιβάλλον της ναυτιλιακής επιχείρησης είναι απειλητικότεροι. Οι κυριότεροι αυτών απαριθμούνται παρακάτω:

- Φυσικά αίτια. Η μονάδα παραγωγής προστιθέμενης αξίας, δηλαδή το πλοίο, λειτουργεί σε συνθήκες ευμετάβλητες και άγνωστες για τα στελέχη. Έτσι, είναι πολύ δύσκολο να προβλεφθεί το πότε θα αντιμετωπιστούν, και ποια θα είναι τα αποτελέσματα αυτών.
- Νομοθετικά αίτια, όπως οι αγορανομικές και δασμολογικές απαγορεύσεις, φορολογικές επιβαρύνσεις κτλ. Έτσι, μια απόφαση μιας κυβέρνησης για εμπάργκο, ή την επιβολή δασμών σε ένα εισαγόμενο προϊόν θα πλήξει το εμπόριο για αυτό το προϊόν.
- Οικονομικές και συναλλαγματικές αιτίες, όπως είναι η υποτίμηση ενός νομίσματος ή ο περιορισμός στο συνάλλαγμα και στις εισαγωγές.

- Τεχνολογικές και διοικητικές αιτίες, όπως είναι οι απαρχαιώσεις του τεχνολογικού εξοπλισμού, ή νέοι κανόνες ασφάλειας στις θαλάσσιες μεταφορές (π.χ, η πρόσφατη βύθιση του MT Prestige που οδήγησε την Ευρωπαϊκή Ένωση για γρηγορότερη απόσυρση των μονοπύθμενων δεξαμενοπλοίων)

Τα παραπάνω στοιχεία κάνουν την ανάλυση επενδύσεων σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις πολύ πιο δύσκολα από ότι σε οποιαδήποτε άλλη βιομηχανία. Επίσης, ο χρόνος μέσα στην οποία πρέπει η επένδυση να αποδώσει είναι πολύ μικρότερη και κυμαίνεται από 20 –25 έτη. Η σημασία λοιπόν των κεφαλαίων, είτε με την μορφή των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, είτε με την μορφή κεφαλαίου κίνησης είναι πολύ μεγάλη. Η σημασία του κεφαλαίου έχει την μεγαλύτερη αξία στην αρχή, δηλαδή στη φάση της αγοράς ή κατασκευής ενός πλοίου⁷. Το παραπάνω έχει ιδιαίτερη ισχύ κατά την διαδικασία ναυπήγησης ενός πλοίου, όπου η ναυτιλιακή επιχείρηση καλείται να εκταμιεύσει ένα τεράστιο ποσό για την ναυπήγηση του πλοίου, η οποία μπορεί να διαρκέσει περισσότερο από 2 έτη, και κατά συνέπεια πρέπει να βρεθούν πηγές κάλυψης των αναγκών της επιχείρησης.

1.6. Ισορροπία προσφοράς και ζήτησης στη ναυτιλιακή βιομηχανία

Εν συνεχεία των προαναφερθέντων παραγόντων που καθιστούν δύσκολη την πρόβλεψη και την ανάλυση επενδύσεων στην ναυτιλία, πρέπει να προστεθεί και ο πιο σημαντικός, η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες, η

οποία σε συνδυασμό με την προσφορά, δημιουργούν την ισορροπία (δηλαδή τιμή – ναύλος / ποσότητα)

1.6.1. Η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες.

Η ζήτηση για θαλάσσιες μεταφορικές υπηρεσίες είναι απόρροια των γενικότερων οικονομικών συνθηκών που επικρατούν στην συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Κύριο χαρακτηριστικό της, είναι η ανελαστικότητα της, γεγονός που οφείλεται στο ότι εξαρτάται από την ένταση του διεθνούς εμπορίου. Οι 5 βασικές μεταβλητές της ζήτησης είναι⁸:

- Η παγκόσμια Οικονομία.

Στην αγορά πετρελαίου, οι θαλάσσιοι και χερσαίοι δρόμοι διαμορφώνονται και αναπροσαρμόζονται ανάλογα με τις εκάστοτε τοπικές πολιτικές συνθήκες. Η ευμετάβλητη πολιτική κατάσταση σε ορισμένες χώρες δημιουργεί αβεβαιότητα και συχνά την άνοδο των ναύλων για την μεταφορά από και προς τις χώρες αυτές.

- Οι διαδρομές του θαλασσίου εμπορίου των φορτίων.

Αντικειμενικός σκοπός των πλοιοκτητών είναι η μεγιστοποίηση των κυκλικών ταξιδιών των πλοίων τους και η αποφυγή της επιστροφής υπό έρμα (In Ballast) δηλαδή, κενών φορτίου. Αυτό σημαίνει όταν ένα πλοίο εκφορτώνει σε περιοχές που είναι δύσκολο να βρουν φορτία για την επιστροφή τους, γεγονός που συνεπάγεται απώλεια κερδών για τον πλοιοκτήτη, και αύξηση του κόστους μεταφοράς για τον ναυλωτή.

- **Η μέση διανυόμενη απόσταση των θαλασσίων διαδρομών.**

Η μέση διανυόμενη απόσταση στη ζήτηση θαλασσίων μεταφορών μπορεί να μεταβάλλεται για διάφορους λόγους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το κλείσιμο της διώρυγας του Σουέζ τον Ιούλιο του 1956 καθώς το κλείσιμο της στο παρελθόν οδήγησε στην αύξηση της μέσης διανυόμενης απόστασης από τον Αραβικό Κόλπο στην Ευρώπη από τα 6.000 μίλια στα 11.000 μίλια διαμέσου του Ακρωτηρίου της Καλής Ελπίδας.

- **Τα πολιτικά γεγονότα.**

Όπως προαναφέρθηκε, τα πολιτικά γεγονότα αποτελούν σημαντικό παράγοντα της ζήτησης θαλασσίων μεταφορών, καθώς διαμορφώνουν τις εκάστοτε κοινωνικές και οικονομικές συνθήκες εγχώρια. Επιπλέον, επειδή οι κυβερνήσεις είναι οι κυριότεροι φορείς της ζήτησης, είναι φανερό ότι είναι θεμιτό το εμπόριο να πραγματοποιείται σε ομαλές πολιτικές συνθήκες.

- **Οι λοιποί εξωγενείς παράγοντες.**

Στους εξωγενείς παράγοντες συγκαταλέγονται όλοι οι παράγοντες κοινωνικής, πολιτικής, τεχνολογικής φύσης κτλ, που δεν προέρχονται από την Ναυτιλιακή αγορά.

Ως φορείς της ζήτησης μπορούν να οριστούν :

- Οι κυβερνήσεις των κρατών ή διάφοροι κρατικοί οργανισμοί
- Ιδιωτικές εμπορικές μονάδες
- Βιομηχανικές μονάδες

1.6.2. Η προσφορά θαλασσίων μεταφορικών υπηρεσιών

Η προσφορά θαλασσίων μεταφορικών Υπηρεσιών είναι στην ουσία το συνολικό άθροισμα της χωρητικότητας των διαθέσιμων πλοίων. Ως παράγοντες που διαμορφώνουν το πραγματικό μέγεθος της προσφοράς μπορούν να οριστούν⁹:

- **Η ταχύτητα των Πλοίων**

Η ταχύτητα των πλοίων καθορίζει την μιλιομετρική απόσταση που μπορεί να διανύσει ένα πλοίο σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο, και κατά συνέπεια, την συνολική μεταφορική ικανότητα σε δεδομένη μονάδα χρόνου.

- **Η διάρκεια των επισκευών ή εργασιών συντήρησης**

Ο χρόνος αυτός θεωρείται νεκρός (Idle time) και κατά συνέπεια για τον χρόνο αυτόν τα πλοία δεν προσφέρουν τις υπηρεσίες τους. Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος αυτός, τόσο μεγαλώνει η μεταφορική ικανότητα του παγκόσμιου στόλου.

- **Ο ρυθμός διάλυσης και απωλειών πλοίων / Ο ρυθμός ναυπήγησης νέων πλοίων.**

Το καθαρό αποτέλεσμα της σύγκρισης αυτών των δυο μεγεθών μας δίδει το ρυθμό αύξησης ή μείωσης της παγκόσμιας μεταφορικής ικανότητας του στόλου και κατά συνέπεια μας δίδει ένα δείκτη για το αν ο παγκόσμιος στόλος ανταποκρίνεται στις τάσεις της ζήτησης ή αν υπάρχει ελλειμματική ή πλεονάζουσα χωρητικότητα.

- **Οι μακροχρόνιες τάσεις και εξελίξεις στην κατασκευή των πλοίων**

Οι τεχνολογικές εξελίξεις που διαμορφώνουν το κόστος λειτουργίας / αγοράς των πλοίων, το χρόνο παραμονής τους εντός λιμένων, την κατανάλωση τους κτλ, διαμορφώνουν και κατά ένα μεγάλο μέρος την προσφορά της παγκόσμιας χωρητικότητας.

Ως φορείς / πηγές προσφοράς χωρητικότητας μπορούν να οριστούν:

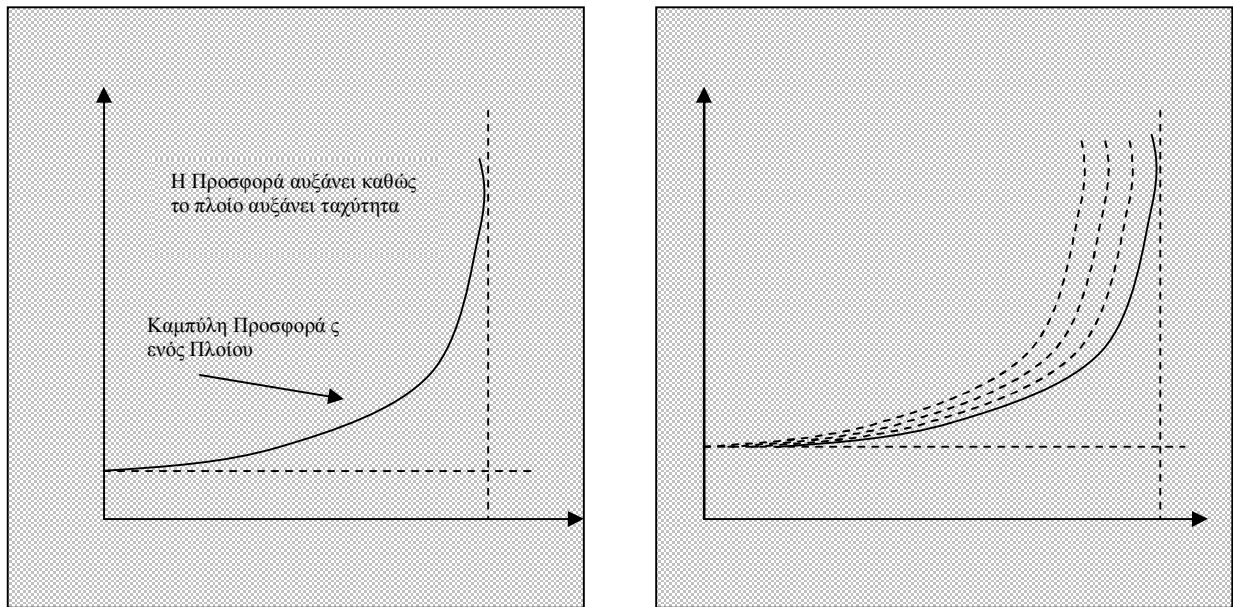
- Οι ιδιωτικές μονάδες (δηλαδή οι κατ' επάγγελμα μεταφορείς)
- Οι κυβερνήσεις (παράδειγμα κρατικού στόλου αποτελεί ο στόλος της πρώην ΕΣΣΔ)
- Οι βιομηχανικές μονάδες, που ως κύριο στόχο έχουν την κάλυψη της δικής τους ζήτησης, αλλά σε περιόδους πλεονάζουσας χωρητικότητας αναζητούν απασχόληση στην ελεύθερη αγορά.

Αφού λοιπόν αναλύσαμε τους παράγοντες που καθορίζουν την προσφορά και την ζήτηση, είναι σκόπιμο να αναλυθούν οι παράγοντες εκείνοι που οδηγούν σε ισορροπία την ναυτιλιακή αγορά.

1.6.3. Η ισορροπία προσφοράς και ζήτησης

Ο καθορισμός της τιμής και της ποσότητας ισορροπίας είναι το αποτέλεσμα μιας δυναμικής διαδικασίας ανάμεσα στην προσφορά και την ζήτηση θαλασσιών μεταφορών. Η καμπύλη προσφοράς για ένα και μόνο πλοίο απεικονίζεται παρακάτω.

Διάγραμμα 1.1 Καμπύλη προσφοράς πλοίου και κλάδου μεταφοράς

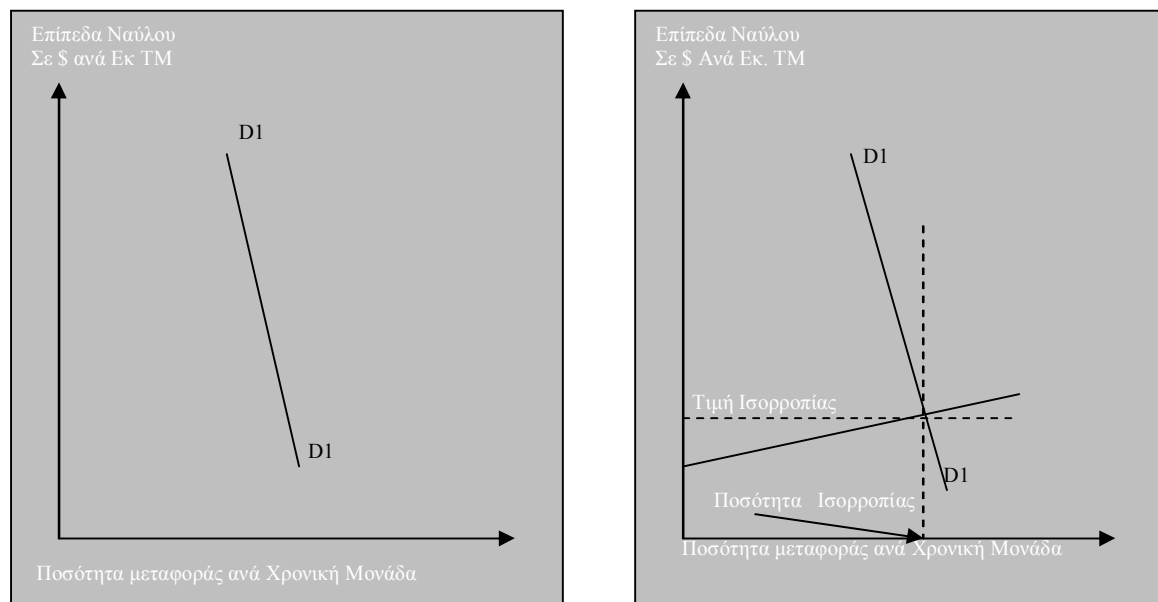


Στο παραπάνω διάγραμμα, η καμπύλη 1 είναι η καμπύλη προσφοράς για ένα και μόνο πλοίο. Για επίπεδα ναύλου ίσα με A \$ / εκ. Τονομίλλια, η συνέχιση της εμπορικής εκμετάλλευσης του πλοίου δεν είναι θεμιτή και κατά συνέπεια το πλοίο θα οδηγηθεί σε παροπλισμό. Καθώς οι ναύλοι αυξάνονται άνω του επιπέδου A , η εμπορική εκμετάλλευση του πλοίου γίνεται αποδοτική, αλλά το πλοίο θα ταξιδεύει με μικρή ταχύτητα για εξοικονόμηση καυσίμων / εξόδων. Καθώς τα επίπεδα των ναύλων αυξάνονται, η ταχύτητα του πλοίου αυξάνεται ώστε να μπορέσει να πραγματοποιήσει όσο το δυνατόν περισσότερα ταξίδια στη μονάδα του χρόνου. Βέβαια, από το σημείο E και μετά η καμπύλη γίνεται πλήρως ανελαστική καθώς το πλοίο φτάνει στο μέγιστο της ταχύτητας / εκμετάλλευσης του. Η συνολική καμπύλη προσφοράς για την συγκεκριμένη αγορά, αποτελεί την οριζόντια άθροιση των καμπυλών προσφοράς του κάθε πλοίου χωριστά.

Η ζήτηση, όπως προαναφέρθηκε είναι σχεδόν ανελαστική στις μεταβολές των ναύλων. Αυτό σημαίνει ότι οι ναυλωτές ελάχιστα ανταποκρίνονται στις μεταβολές των ναύλων. Δηλαδή, εάν οι ναύλοι πέσουν σε αρκετά χαμηλά επίπεδα, το γεγονός αυτό δεν θα δελεάσει τους ναυλωτές να μεταφέρουν μεγαλύτερες ποσότητες, καθώς οι ποσότητες που μεταφέρονται εξαρτώνται από διαφορετικούς παράγοντες και ελάχιστα επηρεάζονται από τις μεταβολές των ναύλων. Οι ποσότητες που μεταφέρονται σε κάθε χρονική περίοδο είναι συγκεκριμένες, και η μεταφορά θα γίνει ανεξαρτήτως κόστους, εκτός εάν οι τιμές των ναύλων ανέλθουν σε εκείνα τα επίπεδα, που κάνουν ανέφικτη εμπορικά την πραγματοποίηση της ναύλωσης.

Η ισορροπία βέβαια θα πραγματοποιηθεί στο επίπεδο εκείνο που συναντώνται η καμπύλη προσφοράς και ζήτησης, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 1.2

Διάγραμμα 1.2 : Η ισορροπία στον ναυτιακό κλάδο



Στην ουσία βέβαια, ο καθορισμός του ναύλου για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο θα εξαρτηθεί και από άλλους παράγοντες. Για παράδειγμα, ένας ναυλωτής μπορεί να έχει υπογράψει συμβόλαιο για μεταφορά και παράδοση του φορτίου του σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Αν όμως στην περιοχή φόρτωσης πλέουν λίγα ή ένα πλοίο, και ο πλοιοκτήτης γνωρίζει ότι ο ναυλωτής πρέπει να φέρει εις πέρας το συμβόλαιο, τότε είναι πιθανόν να συμφωνήσει σε επίπεδα ναύλου υψηλότερα της τιμής ισορροπίας. Αντίστροφα, αν ο πλοιοκτήτης βρίσκεται σε περιοχή που υπάρχουν λίγα ή ένα φορτία για ναύλωση, αλλά περισσότερα του ενός πλοία, τότε είναι δυνατόν η ναύλωση να γίνει σε τιμή μικρότερη από την τιμή ισορροπίας για να εξασφαλίσει ο πλοιοκτήτης ότι το πλοίο του θα έχει απασχόληση.

Αυτό που πρέπει να σημειωθεί είναι ότι σε μια ναύλωση προκύπτουν και άλλα έξοδα, γεγονός που δεν μας επιτρέπει να εξετάζουμε μονόφθαλμα το καθαρό αποτέλεσμα της ναύλωσης αυτής, ή να συγκρίνουμε με άλλες μεταφορές ίδιας ποσότητας φορτίου. Είναι θέμα δηλαδή συμφωνίας μεταξύ πλοιοκτήτη και ναυλωτή για το ποιος θα αναλάβει τα έξοδα λιμένων, επιθεωρήσεων του φορτίου, ποιο θα είναι το ποσό των σταλιών ανά ημέρα, έτσι ώστε μια ναύλωση φαινομενικά κερδοφόρα να αποδειχθεί ζημιογόνα ή και το αντίστροφο. Σε γενικές γραμμές επικρατεί σε κάθε χρονική στιγμή μια αίσθηση για το ποιο από τα δυο συμβαλλόμενα μέρη επιτυγχάνει ευνοϊκότερους όρους, αυτό που στο ναυτιλιακό κύκλο ονομάζεται 'Charterer's Market' δηλαδή οι ναυλωτές είναι λίγοι και τα πλοία πολλά και κατά συνέπεια οι ναυλωτές επιτυγχάνουν ευνοϊκούς όρους μεταφοράς ή το αντίστροφο οπότε μιλάμε για 'Owner's Market'.

Παράρτημα 1.1 Η θεωρία της χρηματοοικονομικής μόχλευσης

‘Ο όρος χρηματοοικονομική μόχλευση αναφέρεται στη χρήση παθητικών στοιχείων τα οποία συνεπάγονται σταθερό κόστος¹⁰. Σε γενικές γραμμές, με την χρηματοοικονομική μόχλευση μετράται το αποτέλεσμα που θα έχει στις αποδόσεις μιας επιχείρησης μια αλλαγή στον βαθμό της δανειακής της επιβάρυνσης.

Σύμφωνα με τους Block & Hirt, η χρηματοοικονομική μόχλευση αντανακλά το ποσό των δανειακών κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων. Σύμφωνα με τους Weston & Brigham, ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης υπολογίζεται ως ο λόγος της μεταβολής των κερδών ανά μετοχή προς την ποσοστιαία μεταβολή στα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA). Αναφέρεται δε, στο γεγονός ότι ένας υψηλότερος λόγος χρεών προς ιδίων κεφαλαίων προκαλεί μεγαλύτερη μεταβλητότητα στην κερδοφορία όταν τα έσοδα μεταβάλλονται. Μεγαλύτερη μεταβλητότητα κερδών όμως συνεπάγεται μεγαλύτερο κίνδυνο. Τα στελέχη λοιπόν καλούνται να καθορίσουν την ‘χρυσή τομή’ μεταξύ ρίσκου και εκτιμώμενης απόδοσης.

Άλλη θεωρία ορίζει τον υπολογισμό του βαθμού χρηματοοικονομικής μόχλευσης ως τον λόγο:

$$B.X.M. = (\Delta/I) * (R_A - R_\Delta) + R_A$$

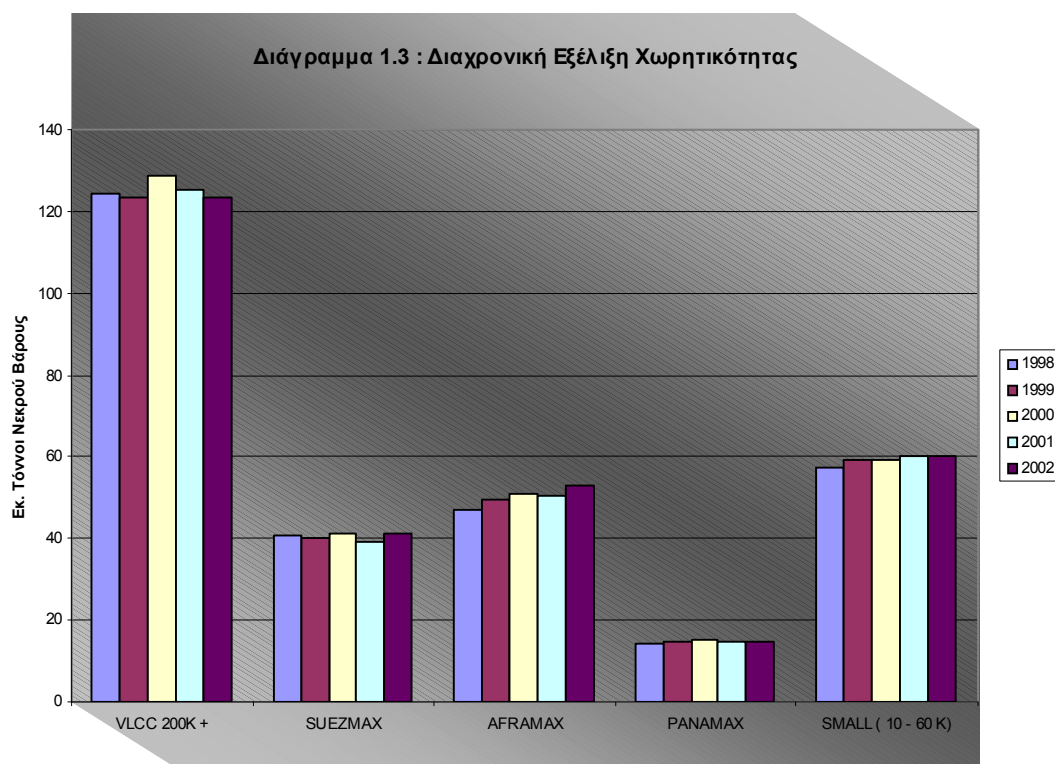
Όπου : Δ = Δανειακά Κεφάλαια

I = Ίδια Κεφάλαια

R_A = Return On Assets

R_Δ = Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων

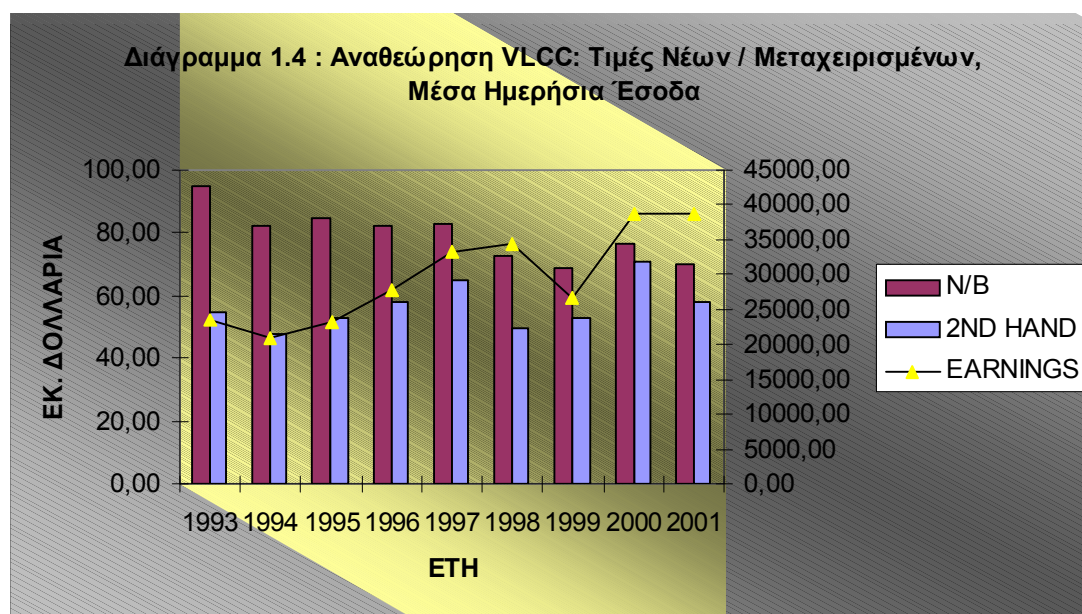
Παράρτημα 1.2 Ανάλυση των Κυριότερων Στοιχείων του Ναυτιλιακού Κλάδου για τα έτη 1993 – 2003



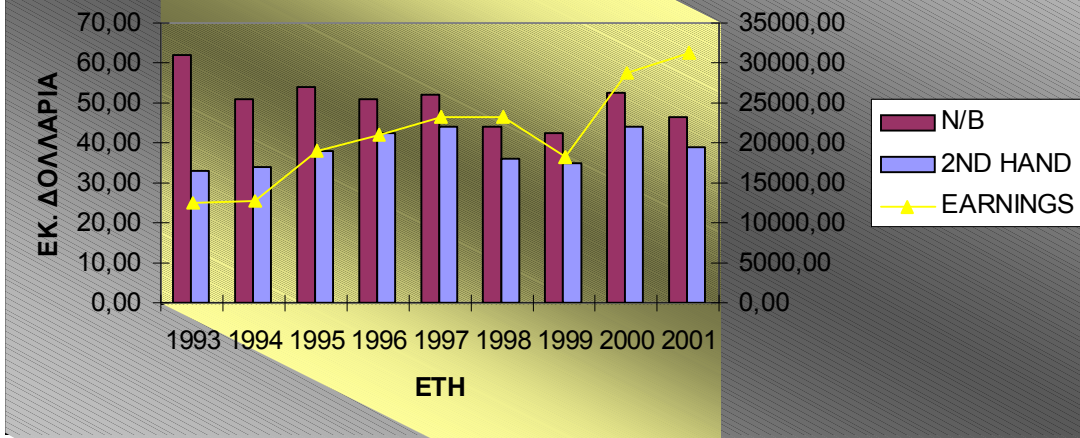
Το Διάγραμμα 1.3 , καταγράφει την διαχρονική εξέλιξη της χωρητικότητας του στόλου χωρισμένο σε μεγέθη (VLCC, Suezmax, Aframax, Panamax, Small) και εκφρασμένο σε εκατομμύρια τόνους νεκρού βάρους. Το πρώτο συμπέρασμα που προκύπτει από το διάγραμμα, είναι ότι ο στόλος των πλοίων διαχρονικά, τείνει να παραμένει στα ίδια επίπεδα (εκτός από κάποιες μικρές διαφοροποιήσεις βέβαια). Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η ανταπόκριση των πλοιοκτητών στις διακυμάνσεις της ζήτησης, εμφανίζει μεγάλη χρονική υστέρηση, γιατί στην αύξηση της ζήτησης οι παραγγελίες καινούργιων πλοίων παραδίδονται σε μερικά χρόνια από την τοποθέτηση της παραγγελίας, ενώ, στην μείωση της ζήτησης είναι αρκετά οδυνηρό ή μη

θεμιτό να οδηγηθούν για διάλυση πλοία που τους απομένει ακόμη οικονομική ζωή εκμετάλλευσης.

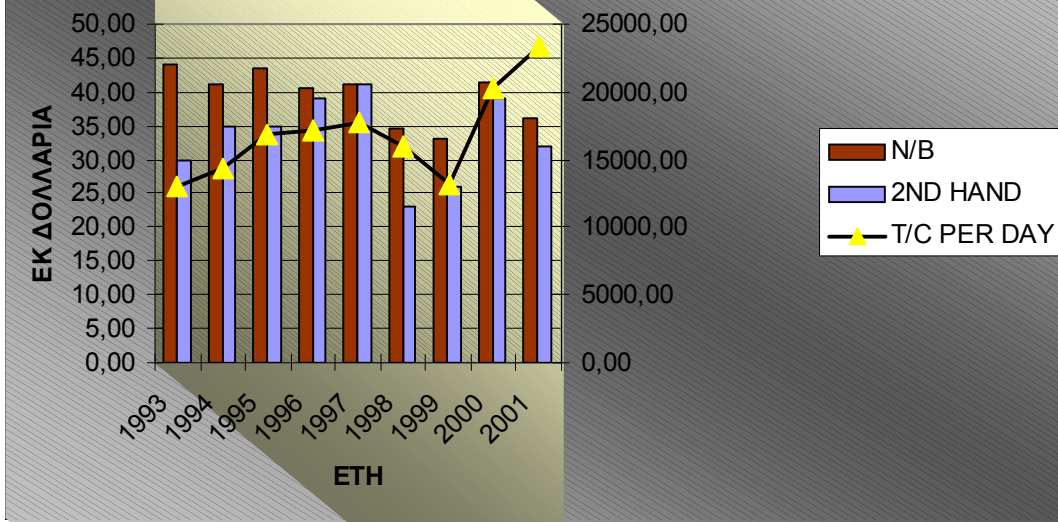
Το επόμενο συμπέρασμα που προκύπτει, είναι η υπεροχή του στόλου των VLCC's (η μεταφορική ικανότητα τους ξεπερνάει κατά πολύ τις υπόλοιπες κατηγορίες πλοίων). Το γεγονός αυτό οφείλεται στις οικονομίες κλίμακος που αναπτύσσουν τα πλοία αυτά, λόγω του μεγάλου τους μεγέθους, αλλά και του εμπορίου που εξυπηρετούν. Οι συνθήκες του εμπορίου, έχουν διαμορφώσει την τάση να αγοράζονται μεγάλες παρτίδες (Parcels) αργού πετρελαίου και να διυλίζονται στον τόπο παράδοσης, είτε για κατανάλωση στην εγχώρια αγορά, είτε για επαναεξαγωγή σε τρίτες χώρες. Οι κυριότεροι εισαγωγείς είναι η Άπω Ανατολή και οι Η.Π.Α, και για τον λόγο αυτό επιλέγονται τα VLCC'S για την επίτευξη οικονομιών κλίμακας.



Διάγραμμα 1.5 : Αναθεώρηση Suezmax: Τιμές Νέων / Μεταχειρισμένων, Μέσα ημερήσια έσοδα



Διάγραμμα 1.6 : Αναθεώρηση Aframax: Τιμές Νέων / Μεταχειρισμένων, Μέσα Ημερήσια Έσοδα



Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Murillo Campello & Zsuzsanna Fluck, Market Share, Financial Leverage and the Macroeconomy, Theory and Empirical Evidence, University of Illinois database, 5 Νοεμβρίου, 2003, Σελ 1-2.
2. Faulkender, Michael & Petersen A. Mitchell, 'Does the source of capital affect capital structure'? Journal of business finance and Accounting, Ιούνιος 1993, Σελ 575 – 585.
3. Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Εκδόσεις Interbook, Αθήνα, 2002, Σελ 30
4. Αρτίκης Π. Γεώργιος, ο.π. σελ 30
5. Γ.Π.Βλάχος, Βασικές Αρχές της Ναυτιλιακής Επιστήμης, Εκδόσεις ΤΖΕΪ & ΤΖΕΪ Ελλάς, 1999, Σελ 421, "Τα κύρια χαρακτηριστικά της εκμετάλλευσης των πλοίων της Tramp Ναυτιλίας"
6. Κ.Γκιζιάκης, Εισαγωγή στις Ναυλώσεις Εκδόσεις Α.Σταμούλης, 2002, Σελ 222,
7. Α.Μ. Γουλιέλμος Η διοίκηση της διαχείρισης και της παραγωγής στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, Εκδόσεις Σταμούλη, 2001, Σελ 123 'Η εύρεση του κατάλληλου πλοίου'
8. Κ.Γκιζιάκης, ο.π. σελ 172
9. Γ.Π.Βλάχος, Θεωρία και Πρακτική των Ναυλώσεων, Εκδόσεις Τζεί & Τζει Ελλάς, 2000, Σελ 136, 'Γενικά Περί προσφοράς Θαλασσίων μεταφορών'
10. Αρτίκης Π. Γεώργιος, ο.π. σελ 30

Κεφάλαιο 2 : Στρατηγικές επιλογές της διοίκησης που διαμορφώνουν τα σταθερά και λειτουργικά έξοδα μιας ναυτιλιακής επιχείρησης.

2.1 Εισαγωγή

Στο πρώτο κεφάλαιο, αναφέρθηκαν τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που καθορίζουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο και, κατά συνέπεια το κόστος δανεισμού για την πραγματοποίηση επενδυτικών σχεδίων. Ωστόσο, υπάρχουν και πολλές παράμετροι των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που σχετίζονται με στρατηγικές επιλογές των μάνατζερ και που έχουν να κάνουν με την διαμόρφωση των σταθερών και λειτουργικών εξόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης.

Τέτοιες στρατηγικές είναι, πρωτίστως η επιλογή του πλοίου και το αν η ναυτιλιακή επιχείρηση θα προχωρήσει σε κατασκευή ή αγορά μεταχειρισμένου πλοίου. Επιπλέον, εξετάζονται οι επιλογές της σημαίας την οποία το πλοίο θα φέρει καθώς και οι δυνατότητες εξεύρεσης κεφαλαίων από κρατικές επιχορηγήσεις. Σημαντική επίσης αποτελεί και η απόφαση του στόλου στον οποίο θα ενταχθεί το πλοίο (αν π.χ. θα το λειτουργήσει η ίδια ναυτιλιακή επιχείρηση ή εάν θα παραχωρήσει τη διοίκηση σε εξειδικευμένη εταιρεία διαχείρισης).

Όλες αυτές οι αποφάσεις καθορίζουν σημαντικά κέντρα κόστους της ναυτιλιακής επιχείρησης, και κατά συνέπεια την κερδοφορία του πλοίου που πρόκειται να χρηματοδοτηθεί. Για τον λόγο αυτό, οι πιστωτικοί οργανισμοί

δίδουν σημασία σε αυτά τα χαρακτηριστικά, για την απόφαση ή όχι χρηματοδότησης καθώς και της αμοιβής αυτής.

2.2 Το ερώτημα της κατασκευής έναντι αγοράς μεταχειρισμένου πλοίου

Ο πιο σημαντικός παράγοντας στην επιλογή ενός πλοιοκτήτη μεταξύ νεότευκτου ή μεταχειρισμένου πλοίου, είναι η διαθεσιμότητα κεφαλαίων προς επένδυση, καθώς και το κόστος αυτών. Επιπλέον, ένας σημαντικός παράγοντας που λαμβάνεται υπ' όψιν, είναι και η διαθεσιμότητα του πλοίου. Ο παράγοντας αυτός είναι ιδιαίτερα σημαντικός, καθώς ένα μεταχειρισμένο πλοίο (μετά τις απαιτούμενες επισκευές και μετατροπές ώστε να καλύπτει τις ανάγκες του καινούργιου πλοιοκτήτη) είναι στην διάθεση του πλοιοκτήτη αρκετά συντομότερα από ότι ένα νεότευκτο, και κατά συνέπεια είναι στην θέση να αποφέρει έσοδα αρκετά γρηγορότερα. Άλλα μειονεκτήματα είναι οι τυχόν καθυστερήσεις στην παράδοση του πλοίου, τυχόν έξοδα που μπορεί να προκύψουν εάν η συμφωνία δεν είναι προσυμφωνημένης τιμής, καθώς και η πιθανή πτώση του εμπορίου που έχει σκοπό να εξυπηρετήσει το πλοίο την στιγμή της παράδοσης. Συνοπτικά, τα κυριότερα πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα των νεότευκτων πλοίων είναι¹:

2.2.1 Πλεονεκτήματα νεότευκτων πλοίων

- Το νεότευκτο πλοίο είναι κατασκευασμένο για ένα συγκεκριμένο είδος εμπορίου, το οποίο καλείται να εξυπηρετήσει έχοντας τα τελευταία τεχνολογικά χαρακτηριστικά και γνώσματα την στιγμή της παράδοσης.

- Συνήθως βελτιώνει το επίπεδο της υπηρεσίας, προσελκύοντας ευκολότερα πελάτες.
- Υπάρχει υψηλή υπηρεσιακή αξιοπιστία.
- Τα έξοδα συντήρησης και λειτουργίας είναι σαφώς μικρότερα από αυτά των παλαιότερων πλοίων.
- Αυξάνεται η ταχύτητα των πλοίων και μειώνεται ο χρόνος παραμονής στους λιμένες, βελτιώνοντας κατά συνέπεια την κερδοφορία του πλοίου.

2.2.2 Μειονεκτήματα νεότευκτων πλοίων

- Ο χρόνος παράδοσης του πλοίου μπορεί να ανέρχεται σε 3 έτη από την χρονική στιγμή της τοποθέτησης της παραγγελίας. Στο χρόνο αυτό, οι συνθήκες του εμπορίου και (κυρίως) το επίπεδο των Ναύλων μπορεί να έχουν μεταβληθεί και το πλοίο να είναι δύσκολο να απασχοληθεί σε άλλους τύπους ναυλώσεων.

Αντίστοιχα, για τα μεταχειρισμένα πλοία τα κυριότερα πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα, παρατίθενται :

2.2.3 Πλεονεκτήματα μεταχειρισμένων πλοίων

- Το πλοίο είναι άμεσα παραδοτέο στον νέο πλοιοκτήτη, και κατά συνέπεια, σε μια αύξηση του επιπέδου των ναύλων, ένα μεταχειρισμένο πλοίο επιτρέπει την άμεση ωφέλεια από τα αυξημένα έσοδα που τα συγκεκριμένα πλοία εμφανίζουν.

- Τα μεταχειρισμένα πλοία επιτρέπουν σε επενδυτές να ‘δοκιμάσουν’ μια αγορά στην οποία δεν έχουν εμπειρία, χωρίς να απαιτούνται τα κεφάλαια που απαιτούνται για ένα νεότευκτο.

2.2.4 Μειονεκτήματα μεταχειρισμένων πλοίων

- Τα μεταχειρισμένα πλοία τείνουν να έχουν αυξημένα λειτουργικά έξοδα, και οι ταχύτητες τους δεν αγγίζουν αυτές των νεότευκτων. Επιπλέον, αυξάνονται και άλλα σημαντικά κέντρα κόστους, όπως είναι η ασφάλεια (ιδιαίτερα για πλοία που είναι άνω των 15 ετών).
- Το πλοίο είναι πιθανότερο να έχει μικρή διάρκεια ζωής, και τα έξοδα συντήρησης να είναι υψηλότερα. Επιπλέον, η αξιοπιστία του πλοίου είναι ένα πολύ σημαντικό ζήτημα (υπάρχει ο κίνδυνος ενδεχόμενων αστοχιών π.χ. της κύριας μηχανής).

2.3 Η απόφαση της σημαίας που το πλοίο θα φέρει.

Η απόφαση της Σημαίας την οποία θα υψώσει το πλοίο αποτελεί απόφαση υψίστης σημασίας για την οικονομική πορεία του. Αυτό οφείλεται κυρίως στις τελευταίες εξελίξεις στους διεθνείς κανονισμούς ασφαλείας οι οποίοι έχουν γίνει πιο αυστηροί, στους πιο αυστηρούς κανονισμούς στους λιμένες (οι διοικήσεις των λιμένων μπορούν να αρνηθούν την είσοδο σε πλοία που δεν εφαρμόζουν τους διεθνείς κανόνες ασφαλείας) και στον αριθμό των σημαίων που είναι διαθέσιμες στους πλοιοκτήτες.

Οι τράπεζες, τα ναυπηγεία, οι ασφαλιστές πλοίων και γενικά όλα τα μέρη που έχουν άμεση ή έμμεση σχέση με το πλοίο, εξετάζουν και δίδουν μεγάλη σημασία στη σημαία την οποία αυτό θα φέρει στην εμπορική του ζωή². Για

όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη στην χρηματοδότηση του πλοίου, έχει πολύ μεγάλη σημασία το πρόγραμμα επιθεωρήσεων του πλοίου, η πολιτική για την εφαρμογή των κανόνων ασφάλειας και προστασίας του περιβάλλοντος, καθώς και το σύστημα καταγραφής των υποθηκών που βαρύνουν τα πλοία της σημαίας. Οι σημαντικότεροι λόγοι λοιπόν για τους οποίους ο πλοιοκτήτης πρέπει να δίδουν εξέχουσα σημασία στην επιλογή της σημαίας τους είναι:

- Η πολιτική της εκάστοτε σημαίας και η εμπιστοσύνη που αυτή εμπνέει έχει πολύ μεγάλη σημασία για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς. Οι τράπεζες παραδείγματος χάρη, δεν επιθυμούν να δανείσουν χρήματα για την αγορά ενός πλοίου το οποίο θα φέρει σημαία χώρας η οποία έχει ελλιπές σύστημα καταγραφής των υποθηκών (mortgage recordation system) ή καταγραφής των πλοίων (Ship's Registry).
- Οι δανειστές του πλοίου επιθυμούν να έχουν καθαρή εικόνα για την περιβαλλοντική πολιτική της σημαίας και τους κανονισμούς ασφαλείας που αυτή επιβάλλει καθώς εάν αυτοί δεν πληρούν τα διεθνή κριτήρια, ο κίνδυνος για αστική ευθύνη (liability) από περιβαλλοντική μόλυνση, απώλειες, ή περιορισμούς από τις λιμενικές αρχές, είναι αρκετά υψηλός. Κατά συνέπεια, τα συγκεκριμένα πλοία υπόκεινται σε συνεχείς περιορισμούς, αυξημένα ασφάλιστρα, πρόστιμα και συνεχείς απαιτήσεις συντήρησης. Όλα αυτά τα γεγονότα δύναται να θέσουν το πλοίο ανενεργό (off hire) για χρονικά διαστήματα και διακυβεύεται η ομαλότητα των ταμιακών του ροών και η δυνατότητα των πλοιοκτητών να πληρώνουν τα τοκοχρεολύσια του Πλοίου.

Οι αρμοδιότητες και οι τομείς επίβλεψης της χώρας της οποίας την σημαία φέρει το πλοίο αναφέρονται σε αρκετές διεθνείς συμβάσεις, όπως η MARPOL 73/78, SOLAS 90 κτλ. Η πιο αναλυτική και εκτενής σύμβαση που καλύπτει το θέμα αυτό θεωρείται η διεθνής σύμβαση του 1982 για το νόμο στη θάλασσα (Convention on the Law of the Sea, 1982). Τα άρθρα 94 (Αρμοδιότητες Σημαίας) και 217 (Enforcement of the Flag States) αναφέρουν εκτενώς τις λειτουργίες που πρέπει να εκτελεί η διοίκηση της σημαίας του πλοίου, και πως πρέπει να επιβλέπει τα διοικητικά θέματα, τα τεχνικά θέματα και τα θέματα ασφαλείας.

Εν κατακλείδι, η επιλογή σημαίας, είναι συναφής με τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που το πλοίο θα φέρει στη ζωή του. Ο πλοιοκτήτης καλείται να επιλέξει ανάμεσα σε σημαίες χωρών που σέβονται τους διεθνείς κανονισμούς ασφαλείας των θαλασσών και του εμπορίου, και σε σημαίες που θεωρούνται σημαίες ευκαιρίας. Οι σημαίες ευκαιρίας ενώ εμφανίζονται να έχουν χαμηλότερα έξοδα για τα πλοία που τις υψώνουν καθώς δεν έχουν αυξημένες απαιτήσεις σε κανονισμούς ασφαλείας και περιορισμούς στα πληρώματα τα οποία απασχολούν αντιμετωπίζουν όλα τα προβλήματα που αναφέρθηκαν πιο πάνω (με ένα κόστος φυσικά). Ο κίνδυνος που αναλαμβάνει ένας επενδυτής που τοποθετεί χρήματα σε πλοίο το οποίο φέρει σημαία η οποία θεωρείται σημαία ευκαιρίας είναι αυξημένο και αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερες απαιτήσεις και εξασφαλίσεις από τους πιστωτές για την τοποθέτηση των χρημάτων τους, που οδηγούν σε υψηλότερο κόστος δανεισμού.

2.4 Τα λειτουργικά έξοδα του πλοίου

Ανεξαρτήτως της μεθόδου χρηματοδότησεως, η ναυτιλιακή επιχείρηση καλείται να προϋπολογίσει όχι μόνο την ημερήσια αναλογία αποπληρωμής του χρέους, αλλά και την εξυπηρέτηση των σταθερών και μεταβλητών εξόδων της επιχείρησης. Ο παρακάτω πίνακας δίδει μια λεπτομερειακή εικόνα των κέντρων κόστους μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, και μια εκτενέστερη ανάλυση των υποκατηγοριών αυτών.

Πίνακας 2.1. Τα κέντρα κόστους μιας ναυτιλιακής επιχείρησης

| Φύση Εξόδων | Σημειώσεις |
|-------------------------|--|
| Επισκευές και συντήρηση | Επισκευές κύτους |
| | Επισκευές και συντήρηση κύριας μηχανής |
| | Έξοδα επιθεώρησης / κλάσης |
| | Επισκευές βοηθητικών μηχανών |
| | Επισκευές γεννητριών |
| | Επισκευές ηλεκτρονικών |
| | Ανταλλακτικά ασφαλείας |
| | Ηλεκτρικές επισκευές |
| Ανταλλακτικά | Ανταλλακτικά κύριας μηχανής |
| | Ανταλλακτικά γεννήτριας ντήζελ |
| | Ανταλλακτικά αεροσυμπιεστή |
| | Έξοδα αποστολής ανταλλακτικών |
| | Βοηθητικά ανταλλακτικά |
| Αποθέματα μηχανής | Μηχανή |
| | Ηλεκτρικά αποθέματα |
| | Χημικά αποθέματα |

| | |
|-------------------------------|---|
| Προμήθειες Καταστρώματος | Μηχανήματα καταστρώματος Μπογιές Αποθέματα γέφυρας |
| Αποθέματα ξενοδοχειακών χώρων | |
| Μισθοί πληρώματος | Μισθοί Υπερωρίες Αναδρομικές αμοιβές Αποζημιώσεις επαναπατρισμού Έξτρα μπόνους Ναυτικό Απομαχικό Ταμείο Εργοδοτικές εισφορές Έξοδα επάνδρωσης Άλλα έξοδα πληρώματος |
| Τροφοδοσία | Τροφοδοσία |
| Ασφάλειες | Κύτος και μηχανές Αλληλασφαλιστικοί οργανισμοί (P & I) P&I back calls F.D.D premiums Ασφάλειες κινδύνου πολέμου P&I / FDD Deductibles Άλλες ασφάλειες Απώλειες εσόδων |
| Λιπαντέλαια | |
| Έξοδα ταξιδίων πληρώματος | Έξοδα επαναπατρισμού Άλλα έξοδα ταξιδίων Έξοδα εισητιρίων |
| Ασθένειες και ατυχήματα | Έξοδα ασθενειών πληρώματος Ιατρικά έξοδα |

| | |
|--------------------------|---|
| Έξοδα τηλεπικοινωνιών | Δορυφορικές επικοινωνίες Τηλεγραφικές υπηρεσίες Ραδιοτηλεφωνία |
| Νερό και ρουχισμός | Νερό πόσιμο |
| Έξοδα λιμένων | Έξοδα λιμένων Ρυμουλκά Υπερωρίες λιμενεργατών Έξοδα δεξαμενισμών Έξοδα πρακτόρων |
| Φορολογία τοννάζ | Φόροι τοννάζ Φόροι σημαίας |
| Έξοδα μάνατζμεντ | |
| Χρημ/κά έξοδα | Τραπεζικές χρεώσεις εμβασμάτων Άλλα χρημ/κά έξοδα Έξοδα δανείων Άλλα |
| Συναλλαγματικές διαφορές | Διαφορές συναλλάγματος Διαφορές ημ/νίας μετατροπής |
| Διάφορες δαπάνες | Απορρίμματα / Πετρελαιοειδή κατάλοιπα Αμοιβές δικηγόρων Έξοδα πλοιάρχου στους λιμένες Άλλα έξοδα του πλοίου Αμοιβές προσωπικού γραφείου Αμοιβές νηολόγησης και Συμβούλων |
| Τετραετής επιθεώρηση | Αναλογία τετραετούς επιθεώρησης |
| Πετρέλαια | Καταναλώσεις πετρελαίων |

Πηγή: Ernst & Young

Το σύνολο των εξόδων αυτών, διαρείται ανά τις ημέρες του χρόνου (μείον τις ημέρες που προβλέπεται ότι το πλοίο θα παραμείνει ανενεργό – off hire – όπως είναι η περίοδος του δεξαμενισμού) για να βρεθεί το ποσό που χρειάζεται για να καλύψει τα ημερήσια έξοδα του πλοίου. Αν προσθέσουμε και τα ημερήσια έξοδα αποπληρωμής του χρέους, βρίσκουμε το ποσό που χρειάζεται να εισπράττει ανά ημέρα το πλοίο για να είναι κερδοφόρο.

2.5 Κρατικές επιχορηγήσεις για την κατασκευή πλοίου

Η επιλογή της κατασκευής νεότευκτου πλοίου τις περισσότερες φορές περιλαμβάνει την συμφωνία κατασκευής με ναυπηγείο ξένης χώρας. Πολλές χώρες ανταγωνίζονται στην βάση της ποιότητας, ενώ άλλες στη βάση του κόστους, για την επίτευξη της συμφωνίας κατασκευής. Η τελική επιλογή του ναυπηγείου και κατ' επέκταση της χώρας, είναι ένας συνδυασμός πολλών παραγόντων.

Πολλές χώρες έχουν αναπτύξει συστήματα επιχορηγήσεων της ναυτιλιακής, αλλά και της ναυπηγικής τους βιομηχανίας, που, μολονότι δεν ενδιαφέρουν άμεσα την παρούσα ανάλυση, έχουν έμμεσο ενδιαφέρον, καθώς έχουν επίδραση στην τιμή του πλοίου. Οι επιχορηγήσεις αυτές μπορεί να πάρουν την μορφή:

- Επιχορηγήσεων κατασκευής, με την μορφή επιχορήγησης ενός ποσοστού στο συνολικό κόστος κατασκευής.
- Επιχορηγήσεων ναυπηγείων, με πολλές μορφές, που αναφέρονται εκτενέστερα πιο κάτω.

- Με την μορφή ατόκων (η επιδοτούμενου επιτοκίου) δανείων για την κατασκευή νεότευκτων πλοίων.
- Με την μορφή λειτουργικών επιχορηγήσεων, με τα οποία καλύπτονται λειτουργικές ανάγκες της Ν.Ε.
- Με την μορφή επιχορηγήσεων ασφαλιστικών εισφορών ή φοροαπαλλαγών.

Οι κυβερνήσεις επιθυμούν να έχουν αρκετό αριθμό πλοίων εγγεγραμμένων στους εθνικούς τους στόλους, για αρκετούς λόγους, ο κυριότερος εκ των οποίων είναι η εισαγωγή σκληρού νομίσματος στην χώρα τους. Επιπλέον, λόγω του αυξανόμενου ανταγωνισμού στον τομέα των κατασκευών, επιθυμούν να διατηρήσουν ένα μερίδιο των νέων παραγγελιών και να βοηθήσουν τα εθνικά τους ναυπηγεία να αποφύγουν την χρεοκοπία. Για τον λόγο αυτό, έχουν αναπτυχθεί οι προαναφερθείσες πρακτικές από πολλές χώρες. Η Ευρωπαϊκή Ένωση δεν συμφωνεί με τις παραπάνω πρακτικές, καθώς διαστρεβλώνουν τους όρους του εμπορίου και τελικά καταλήγουν να έχουν μεγαλύτερο κόστος για τον χρήστη. Μερικές από τις κυριότερες πρακτικές επιχορηγήσεων (θεμιτές και αθέμιτες), αναφέρονται στη συνέχεια.

2.5.1 KEXIM (Korean Export Import Bank)

Τον Οκτώβριο του 2000, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή της ενώσεως των ευρωπαϊκών ναυπηγείων (CESA) κατέθεσε προσφυγή στον Παγκόσμιο Οργανισμό Εμπορίου (WTO), για τις πρακτικές επιχορηγήσεων της Korean Export Import Bank (KEXIM)³, ως προς τα ναυπηγεία της χώρας της. Οι επιχορηγήσεις αυτές έχουν βοηθήσει πολλές ναυπηγικές βιομηχανίες της

Κορέας να αποφύγουν την χρεοκοπία και να επιτύχουν αρκετές συμφωνίες κατασκευής καθώς τους δίνεται η δυνατότητα να τιμολογούν τα διάφορα επενδυτικά σχέδια πολλές φορές στο κόστος τους. Οι επιχορηγήσεις αυτές έχουν την μορφή⁴:

- **Εγγυήσεων Επιστροφής Προκαταβολών**

Η ΚΕΧΙΜ παρέχει εγγυήσεις στους υποψήφιους επενδυτές για την επιστροφή των οποιωνδήποτε προκαταβολών συμβολαίων στην περίπτωση που τα ναυπηγεία δεν καταφέρουν να εκπληρώσουν την παραγγελία. Έτσι ο πελάτης μειώνει το country risk του πωλητή.

- **Χρηματοδότηση Ναυπηγείων με ευνοϊκούς όρους**

Η ΚΕΧΙΜ παρέχει δάνεια στα ναυπηγεία με πολύ χαμηλά επιτόκια για την πραγματοποίηση συμβολαίων κατασκευής πλοίων. Τα τελευταία χρόνια έχουν δοθεί δις δολάρια σε επιχορηγήσεις με αυτή τη μορφή.

- **Παραγραφή χρεών, ευνοϊκοί όροι μετατροπής του χρέους κτλ.**

Η ΚΕΧΙΜ ασκώντας έλεγχο στις περισσότερες τράπεζες της Κορέας, έχει υποκινήσει προγράμματα παραγραφής χρεών ή μετατροπής του χρέους σε συμμετοχές στα ναυπηγεία με ευνοϊκούς όρους για τα ναυπηγεία.

- **Επιχορηγήσεις προμηθευτών**

Η ΚΕΧΙΜ επιχορηγεί τους προμηθευτές των ναυπηγείων, όπως είναι οι προμηθευτές χάλυβα. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνονται χαμηλές τιμές για τις πρώτες ύλες των ναυπηγείων.

Όλες οι παραπάνω επιχορηγήσεις που αναφέρθηκαν, δεν αφορούν την χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Δημιουργούν όμως όρους αγοράς πλοίων ευνοϊκούς και μειώνουν τις τιμές τους στο κόστος

κατασκευής. Έτσι, ανεξάρτητα από το αν η Ευρωπαϊκή Ένωση 'διαμαρτύρεται' για τη κατάργηση των διεθνών κανονισμών εμπορίου, οι πλοιοκτήτες επωφελούνται από τις χαμηλές τιμές και τους ευνοϊκούς μηχανισμούς ασφαλείας που προσφέρει η Κορέα.

2.5.2 ECGD (Exports Credits Guarantees Department – U.K.)⁵

Και άλλες χώρες παρέχουν μηχανισμούς ασφαλείας και εγγυήσεων στις επιχειρήσεις που επενδύουν σε τρίτες χώρες, αλλά με πιο εμπορικώς ορθά τρόπους. Αξιοσημείωτο είναι το τμήμα των εγγυήσεων για τις πιστώσεις εξαγωγών της Μεγάλης Βρετανίας. Το τμήμα αυτό, λειτουργώντας στη βάση του κόστους παραγωγής, χρεώνει ένα 'ασφάλιστρο' στους πελάτες της για την περίπτωση μη διεκπεραίωσης των συμβολαίων εκ μέρους των προμηθευτών από τρίτες χώρες. Με τον τρόπο αυτό, δημιουργείται ένα αποθεματικό το οποίο εκταμιεύεται για να καλύψει τις περιπτώσεις μη εκπλήρωσης συμβολαίων. Το ECGD βέβαια στη συνέχεια καλείται να διαπραγματευτεί με τους προμηθευτές για την επανείσπραξη των χρημάτων. Με αυτό τον τρόπο, οι ναυτιλιακές εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου απολαμβάνουν ένα ασφαλιστήριο το οποίο τους εγγυάται τα χρήματα που έχουν προκαταβάλει στα ναυπηγεία του εξωτερικού. Κατά μέσο όρο, το τμήμα αυτό 'εγγυάται' για επενδυτικά σχέδια της τάξης των 4 δις Στερλινών το χρόνο.

Επιπλέον, το τμήμα αυτό παρέχει και μέσα πίστωσης των ενδιαφερόμενων να επενδύσουν στο εξωτερικό δίνοντας δάνεια μέσης διάρκειας από 5 έως 10 έτη για αγαθά υψηλής αξίας. Κατά τους

αναφερόμενους τρόπους, παρέχει τεχνογνωσία, εγγυήσεις αλλά ακόμα και κεφάλαια για την διευκόλυνση των επενδυτικών σχεδίων των Βρετανικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο εξωτερικό.

Ένα άλλο πεδίο στο οποίο έχει εφαρμογή ο τομέας αυτός, είναι στην πώληση πλοίων που μέχρι πρότινος έφεραν την Βρετανική σημαία. Η πώληση αυτή θεωρείται εξαγωγή, και κατά συνέπεια υπόκειται στους κανονισμούς για πίστωση εξαγωγών.

2.6 Ειδικές μορφές ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

2.6.1 Εταιρείες ‘Εκτός Ισολογισμού’ (Off Balance Sheet)

Οι τεχνικές αυτές χρησιμοποιούνται εκτενώς σε πολλούς επιχειρηματικούς κλάδους, και αναφέρονται στην εκχώρηση (πλασματική ή πραγματική) νομικών προσώπων ή παγίων στοιχείων (στην περίπτωση μας, πλοία) μιας επιχείρησης σε θυγατρικές της εταιρείες. Τα GAAP (General Agreed Accounting Principals) καθώς και πολλά φορολογικά καθεστώτα αποδέχονται αυτές τις τεχνικές⁶, ως μια μέθοδο μεταφοράς του κινδύνου (και των αναμενόμενων πιθανών δυσμενών επιπτώσεων που μια επιχειρηματική αποτυχία θα επιφέρει) στη θυγατρική εταιρεία. Στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις η τακτική αυτή είναι πολύ γνωστή με το φαινόμενο “Ένα Πλοίο – Μία Εταιρεία”.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση δηλαδή, και για την χρηματοδότηση της αγοράς ενός πλοίου, χρησιμοποιείται μια καινούργια εταιρεία για την αποφυγή απαιτήσεων κατά άλλων πλοίων της ίδιας εταιρείας σε περίπτωση αδυναμίας πληρωμής του χρέους προς τις τράπεζες (default). Η τεχνική αυτή χρησιμοποιείται επίσης για την αποφυγή και περιπτώσεων απαιτήσεων από

τρίτους, όπως είναι οι πελάτες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, ή κυβερνήσεων σε περίπτωση που ένα συγκεκριμένο πλοίο προκαλέσει θαλάσσια ρύπανση κτλ.

Βέβαια, εκτός και από τα θετικά αποτελέσματα που αποφέρει ένα πάγιο εκτός ισολογισμού, πρέπει να συνυπολογίσουμε και τις αρνητικές επιπτώσεις. Ενώ είπαμε ότι μια χρήση αυτών των τεχνικών είναι η μεταφορά του κινδύνου από την μητρική στις θυγατρικές εταιρείες, εντούτοις, για να χρηματοδοτηθεί ένα καινούργιο επενδυτικό σχέδιο, πρέπει να δοθούν οι απαραίτητες εγγυήσεις. Οι εγγυήσεις αυτές, τις περισσότερες φορές δίδονται από την μητρική εταιρεία, με την υπόθεση ότι σπάνια χρειάζεται να κινηθεί διαδικασία κατάπτωσης της εγγύησης. Όμως, υπάρχει και αυτό το ενδεχόμενο, οπότε εμμέσως αναλαμβάνεται ρίσκο από την μητρική εταιρεία. Επιπλέον, επιχειρήσεις που επιθυμούν να αναζητήσουν χρήματα από άλλες πηγές, όπως είναι οι χρηματαγορές, αντιμετωπίζουν μεγάλες δυσκολίες. Στις Η.Π.Α., οι επιχειρήσεις που έχουν τέτοια αντικείμενα εκτός ισολογισμού, χαρακτηρίζονται με ένα 'Ε' στην διαπραγμάτευση τους στο χρηματιστήριο. Επιπλέον, η κοινή γνώμη έχει αρχίσει να χάνει την εμπιστοσύνη της σε τέτοιες εταιρείες, πόσο μάλλον αν εμπερικλείουν το ρίσκο μιας ναυτιλιακής επιχείρησης.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις λοιπόν, καλούνται να αντισταθμίσουν τα επιθυμητά οφέλη με τις αναμενόμενες ζημιές που μια τέτοια κίνηση θα αποφέρει, για την τελική επιλογή ή όχι της δημιουργίας ξεχωριστών εταιρειών για την ιδιοκτησία κάθε ενός πλοίου της.

2.6.2. Η εκχώρηση της διοίκησης σε εταιρείες διαχείρισης πλοίων

Η ραγδαία ανάπτυξη αυτών των επιχειρήσεων βασίζεται στην ύπαρξη πολλών ναυτιλιακών επιχειρήσεων με μικρό αριθμό πλοίων που δεν έχουν την δυνατότητα να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας στην λειτουργία τους. Η κύρια ενασχόληση των επιχειρήσεων αυτών βρίσκεται στην επάνδρωση, ναύλωση, και συντήρηση ενός πλοίου, και αυτό γιατί, είναι τις περισσότερες φορές οικονομικά συμφέρον η εκχώρηση αρμοδιοτήτων λειτουργίας σε εταιρείες διαχείρισης. Η εταιρεία διαχείρισης εισπράττει κατ' αποκοπήν μια αμοιβή διοίκησης, και η εταιρεία που εκχωρεί τα πλοία της, απολαμβάνει τις οικονομίες κλίμακας που επιτυγχάνει η εταιρεία διαχείρισης. Οι οικονομίες κλίμακας αναφέρονται όχι μόνο στο διοικητικό προσωπικό, αλλά και στις χαμηλότερες τιμές ασφαλίσεων, καυσίμων και λοιπών εισροών που επιτυγχάνει η εταιρεία διαχείρισης.

Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Branch, Alan, E, 'Elements of shipping', Εκδόσεις Fairplay, Λονδίνο, 1990 Σελ 38, <<Economics of new and second hand tonnage>>.
2. Melissa A. Hurst, General Counsel of International Registries, Inc., '*The role of flag state in ship finance – distinguishing between flags*' Marine Money Week, June 18, 2001.
3. CESA files trade barriers regulation complaint against Korean shipbuilding subsidies. CESA, 24 Οκτωβρίου 2000
4. CESA, ο.π.
5. <http://test.netgates.co.uk/nre/ecotec/descriptors/ecgd.htm> , Επίσημη ιστοσελίδα του ECDG.
6. <http://www.investopedia.com/articles/analyst/022002.asp>

Κεφάλαιο 3 : Ο τραπεζικός δανεισμός στη ναυτιλία

3.1 Εισαγωγή

Αποτελεί αδιαμφισβήτητο γεγονός ότι η κυριότερη πηγή δανειακών κεφαλαίων για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι ο τραπεζικός κλάδος. Για το έτος 2003, τα ποσά που χορηγήθηκαν σε δάνεια για την κατασκευή ή την αγορά μεταχειρισμένων πλοίων στην Ελλάδα, ανήλθαν στο ύψος των 22 δις δολαρίων¹. Από αυτό το ποσό, οι ελληνικές τράπεζες κατέχουν ένα αξιοσημείωτο μερίδιο αγοράς.

Υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προτιμούν την εξεύρεση δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες. Ως κυριότεροι παράγοντες αναφέρονται το κόστος αυτών και η ευκολία εξεύρεσης δανειακών κεφαλαίων. Στις μέρες μας, το εύρος (spread) σε όρους κυμαινόμενου επιτοκίου κυμαίνεται από 0,5% πάνω από το LIBOR (για καλούς πελάτες με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο) έως 2,5%. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν και συμφωνίες με μεγαλύτερο επιτόκιο για νέους πλοιοκτήτες με υψηλότερο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Στις επόμενες σελίδες, αναφέρονται οι παράγοντες που ώθησαν σε ανάπτυξη τον τραπεζικό κλάδο, τις παραμέτρους που εξετάζουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για να δανειστούν, αλλά και οι τράπεζες για να δανείσουν και τελικά όλους εκείνες τις παραμέτρους που κάνουν τον τραπεζικό δανεισμό προς την ναυτιλία τόσο δημοφιλές.

3.2 Η εξάρτηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων από τις τράπεζες για την εξεύρεση κεφαλαίων.

Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δείχνουν μια σαφή προτίμηση στις τραπεζικές αγορές για την συγκέντρωση των απαιτούμενων χρημάτων για την εκπλήρωση των επενδυτικών τους σχεδίων. Το γεγονός αυτό οφείλεται κυρίως σε ορισμένα πλεονεκτήματα που προσφέρουν οι τράπεζες έναντι άλλων αγορών χρήματος, και ιδίως στην σχέση που έχουν την δυνατότητα να αναπτύσσουν με τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Έχουν γραφτεί πολλά άρθρα για το φαινόμενο αυτό που στην βιβλιογραφία ονομάζεται Relationship Lending (δανεισμός σχέσεων).

Με τον όρο Relationship Lending, εννοούμε ένα μακροπρόθεσμο υποσυνείδητο συμβόλαιο που υπάρχει μεταξύ τράπεζας και πελάτη που αναπτύσσεται με την μακροχρόνια συνεργασία των δυο μερών². Λόγω της απόκτησης πληροφοριών για τον πελάτη από την συνεχή αλληλεπίδραση των δυο μερών, αναπτύσσονται στενές σχέσεις μεταξύ τους. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα που συνήθως απολαμβάνει ο πελάτης είναι:

- Αυξημένη πίστωση
- Βοήθεια σε περίπτωση που αυτός βρεθεί σε οικονομική δυσκολία
- Χρηματοδοτικές λύσεις που καλύπτουν τις συγκεκριμένες ανάγκες της επιχείρησης (tailor made solutions).

Βέβαια, από την άλλη πλευρά το Relationship Lending είναι πιο ακριβό για τους πελάτες, καθώς εμπλεκεί κόστη παρακολούθησης από τις τράπεζες. Επιπλέον, οι τράπεζες απαιτούν περισσότερες εγγυήσεις (Collateral) από τον δανειζόμενο, και αυτό για δυο κύριους λόγους: Πρώτον, το Collateral 'κλειδώνει' τον δανειζόμενο στην σχέση. Επιπλέον, ενισχύει την θέση της

τράπεζας και στο παρόν, αλλά και σε μελλοντικές επαναδιαπραγματεύσεις των όρων του συμβολαίου. Το Relationship Lending βασίζεται στην ιδέα ότι οι στενές σχέσεις μεταξύ των επιχειρήσεων και των τραπεζών μπορεί να έχουν θετικά οικονομικά αποτελέσματα.³

Υπάρχουν τρεις κύριοι παράγοντες που οδηγούν τις τράπεζες και τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις να αναπτύξουν στενές σχέσεις όσον αφορά την χρηματοδότηση τους⁴:

- Τα χαρακτηριστικά του δανειζομένου (το μέγεθος και η ποιότητα της επιχείρησης, η πρόσβαση σε δημόσιες αγορές χρήματος, η γνώση της αγοράς χρήματος κ.τ.λ.)
- Τα χαρακτηριστικά της τράπεζας (π.χ. εξειδικευμένες ναυτιλιακές τράπεζες)
- Τα χαρακτηριστικά της αγοράς (όπως είναι η δομή, το νομοθετικό πλαίσιο και ο ανταγωνισμός).

Σύμφωνα με τους παραπάνω προσδιοριστικούς παράγοντες, οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να παρέχουν χρήσιμες πληροφορίες στους πελάτες τους για την κατάσταση της χρηματαγοράς αλλά και να επηρεάσουν τις αποφάσεις της διοίκησης της ναυτιλιακής επιχείρησης. Ένας επιπλέον παράγοντας είναι και η διάρκεια της σχέσης των δυο συμβαλλομένων. Η τράπεζα, μέσω της κίνησης των λογαριασμών των πελατών της, έχει πολύτιμες πληροφορίες για την ποιότητα και την αξιοπιστία των ταμιακών τους ροών και κατά συνέπεια μπορεί να εξετάσει τον κίνδυνο να βρεθεί σε αδυναμία αποπληρωμής τοκοχρεολυσίων η ναυτιλιακή επιχείρηση.

Τα παραπάνω αναφέρονται για τις επιχειρήσεις που ήδη έχουν αναπτυγμένες σχέσεις με τις τράπεζες τους και είναι γνωστές από τις παλαιότερες συναλλαγές τους. Είναι ευνόητο ότι για μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις, ή για εταιρείες που προσπαθούν να βρουν κεφάλαια για την πρώτη τους αγορά, η πρόσβαση σε δημόσιες αγορές χρήματος είναι αδύνατη, και η πρόσβαση σε τραπεζικό δανεισμό είναι πολλαπλώς δυσκολότερη (με τα ίδια κεφάλαια που απαιτούνται να ανέρχονται στο 80% - 90% του συνολικού κόστους του επενδυτικού σχεδίου) με απαίτηση περισσότερων εγγυήσεων και με μεγαλύτερο κόστος (είτε μεγαλύτερο επιτόκιο, είτε μεγαλύτερο εύρος επιτοκίου).

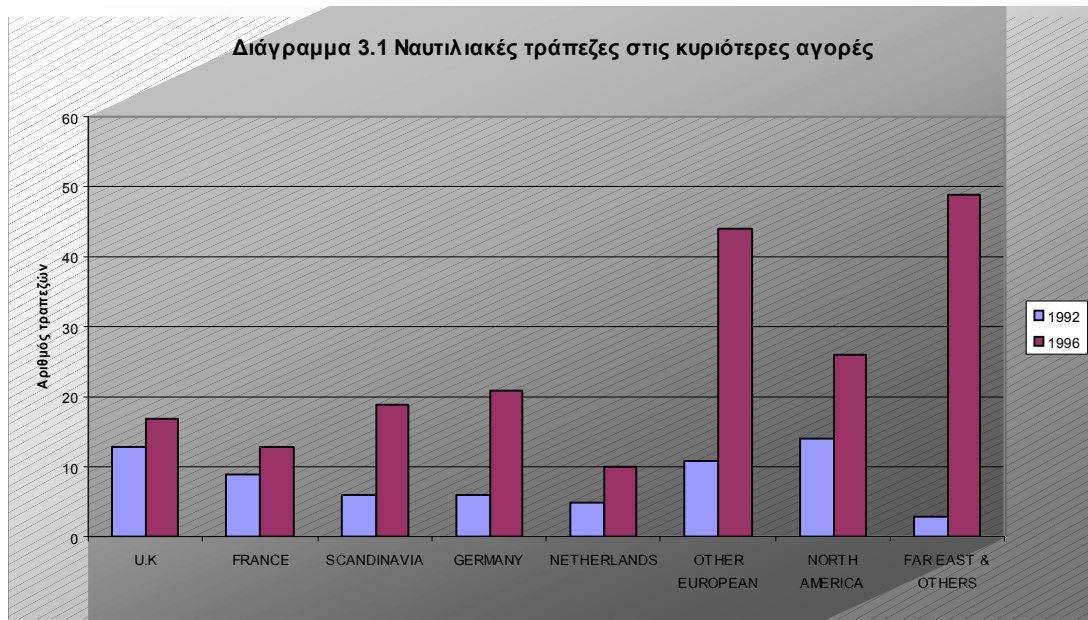
3.3 Παράγοντες που ώθησαν σε ανάπτυξη τον τραπεζικό δανεισμό για την κατασκευή πλοίων.

Σε γενικές γραμμές, οι τραπεζικές δραστηριότητες στον τομέα της ναυτιλίας ακολουθούν τους γενικότερους ναυτιλιακούς κύκλους. Δηλαδή, όταν η αγορά βρίσκεται σε ανοδική τροχιά και δημιουργεί προσδοκίες για επίτευξη κέρδους, τότε και οι ανάγκες για εξεύρεση κεφαλαίων προς πραγματοποίηση των επενδυτικών σχεδίων μεγαλώνουν. Ειδικότερα, ο ναυτιλιακός τραπεζικός τομέας από την δεκαετία του 1970 έχει επιδείξει τρομερή άνθηση και αυτό οφείλεται κυρίως στους εξής παράγοντες:⁵

- Στη ραγδαία άνθηση του τραπεζικού κλάδου παγκοσμίως
- Στην ανάπτυξη των 'εξειδικευμένων δανειστών', δηλαδή τραπεζών που ασχολούνται αποκλειστικά με τον ναυτιλιακό κλάδο.

- Στην υπέρ συσσώρευση κεφαλαίων στις τράπεζες που αναζητούσαν επενδυτικές ευκαιρίες.
- Στη δημιουργία καινούργιων χρηματοοικονομικών προϊόντων τα οποία εκμεταλλεύονταν τις ανισορροπίες μεταξύ ευρωπαϊκών νομισμάτων και δολαρίου, με συνέπεια την δυνατότητα δανεισμού μεγαλύτερων ποσών για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα.
- Στην ‘ανακάλυψη’ του δανεισμού προς τη ναυτιλία και από άλλους τραπεζικούς οργανισμούς που διέβλεπαν την ευκαιρία για δανεισμό τεράστιων ποσών σε επικερδέστερα επιτόκια.
- Στη λανθασμένη εντύπωση ότι στις πληθωριστικές ημέρες της δεκαετίας του 70, τα πάγια των ναυτιλιακών (πλοία) αποτελούν σταθερή αξία.
- Στη ραγδαία ανάπτυξη του ναυπηγό κατασκευαστικού κλάδου, ιδιαίτερα στην Ιαπωνία.

Ειδικότερα, η ανάπτυξη του τραπεζικού δανεισμού προς την ναυτιλία διαφαίνεται από τον παρακάτω πίνακα, όπου απεικονίζεται η διεύρυνση του αριθμού των ναυτιλιακών τραπεζών από το 1992 έως το 1996.



Πηγή: Petropoulos, Ted, Identifying parameters and trends in shipping finance

Από τον παραπάνω πίνακα προκύπτει η ραγδαία ανάπτυξη του τραπεζικού δανεισμού στη ναυτιλία. Αξιοσημείωτη αποτελεί και η εισαγωγή της Άπω Ανατολής στον κλάδο, που με ένα αριθμό των τριών τραπεζών το 1992, μέσα σε 4 χρόνια έφτασε στον αξιοσημείωτο αριθμό των 49 τραπεζών.

Βέβαια, από τον αριθμό των τραπεζών που αναφέρονται σε κάθε χώρα, ορισμένες τράπεζες μονοπωλούν την αγορά, με τις άλλες να ακολουθούν με την σύναψη πολύ μικρότερων ποσών (συνολικά) σε δάνεια. Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει τον αριθμό των τραπεζών με υποδιαίρεση σε αυτές που έχουν τον μεγαλύτερο ρόλο και αυτές με που έχουν μικρότερο ρόλο σε κάθε χώρα.

Πίνακας 3.1 : Διεθνείς ναυτιλιακές τράπεζες, 1996-1995

| ΧΩΡΑ / ΠΕΡΙΟΧΗ | ΚΥΡΙΟΣ ΡΟΛΟ | | ΔΕΥΤ/ΩΝ ΡΟΛΟΣ | | ΣΥΝΟΛΟ | | % | |
|--------------------|----------------|------|------------------|------|--------|------|------|------|
| | 1996 | 1995 | 1996 | 1995 | 1996 | 1995 | 1996 | 1995 |
| Η.Β. | 7 | 7 | 10 | 10 | 17 | 17 | 8.5 | 11 |
| ΓΑΛΛΙΑ | 5 | 6 | 8 | 3 | 13 | 9 | 6.5 | 6 |
| ΣΚΑΝΔΙΝΑΥΙΑ | 6 | 7 | 13 | 10 | 19 | 17 | 9.5 | 11 |
| ΓΕΡΜΑΝΙΑ | 8 | 7 | 13 | 7 | 21 | 14 | 10.5 | 9 |
| ΟΛΛΑΝΔΙΑ | 5 | 5 | 5 | 3 | 10 | 8 | 4.9 | 5 |
| ΥΠΟΛΟΙΠΗ ΕΥΡΩΠΗ | 5 | 4 | 41 | 32 | 46 | 36 | 22.8 | 23.5 |
| Β. ΑΜΕΡΙΚΗ | 10 | 10 | 16 | 13 | 26 | 23 | 12.9 | 15 |
| ΑΠΩ ΑΝΑΤΟΛΗ | 16 | 10 | 33 | 20 | 49 | 30 | 24.4 | 19.5 |
| ΣΥΝΟΛΟ | 62 | 56 | 139 | 98 | 201 | 154 | 100 | 100 |

Πηγή: Petropoulos, Ted: 'Identifying trends and parameters in Shipping Finance'

3.4 Οι εξελίξεις στις παραμέτρους δανεισμού για αγορά πλοίων.

Με την άνοδο του αριθμού των ναυτιλιακών τραπεζών, εντάθηκε και ο ανταγωνισμός μεταξύ τους για την απόκτηση περισσότερων πελατών. Ο ανταγωνισμός αυτός οδήγησε σε βελτίωση των όρων για τους δανειζόμενους, και μείωση του συνολικού κόστους δανεισμού. Ειδικότερα⁶:

- Δίδεται η δυνατότητα για μεγαλύτερο ποσοστό δανεισμού. Για ένα πελάτη μέσου ρίσκου τα ίδια κεφάλαια που απαιτούνται για την αγορά

ενός πλοίου ανέρχονται στο 40% – 35% της συνολικής αξίας του πλοίου.

- Δίδεται η δυνατότητα για μεγαλύτερη περίοδο αποπληρωμής του δανείου. Για πλοία μικρής ηλικίας η περίοδος του δανείου μπορεί να ανέλθει έως και 12 έτη. Επιπλέον, δίδεται η δυνατότητα για μεγαλύτερο ποσό τελικής εξόφλησης (balloon payment) βελτιώνοντας έτσι τις ταμιακές ροές των πλοιοκτητών κατά την διάρκεια του δανείου.
- Αποδοχή και μεγαλύτερων πλοίων για το collateral της τράπεζας.
- Μείωση των χρηματοοικονομικών περιορισμών και αμοιβών. Τέτοιες αμοιβές μπορεί να είναι:
 - Arrangement fee (ποσό που χρεώνεται για την δημιουργία του δανείου. Εισπράττεται κατ' αποκοπή)
 - Αμοιβές προκαταβολής πληρωμής
 - Annual Management fees (πρόκειται για την ετήσια αμοιβή του πράκτορα ή αλλιώς syndicate leader, που έχει την υποχρέωση της παρακολούθησης του δανείου στα δάνεια που συνάπτονται με περισσότερες από μια τράπεζες).
 - Drop dead fees (πρόκειται για μια αμοιβή της τράπεζας που χρεώνεται ανεξάρτητα εάν θα συναφθεί ή όχι το δάνειο και αντιπροσωπεύει όλα τα έξοδα που έχουν ως σκοπό την ανάλυση της ναυτιλιακής εταιρείας και τον σχεδιασμό του δανείου).
 - Profit participation fees (ονομάζεται και equity kicker και αντιπροσωπεύει ένα είδος συμμετοχής της τράπεζας με μορφή

κεφαλαιακής συμμετοχής (equity) στην περίπτωση επιχειρηματικών σχεδίων με μεγάλο κίνδυνο).

- Αύξηση του Non Recourse Lending (βλέπε 3.5).

Βέβαια, και οι τράπεζες από την πλευρά τους, θέλουν να μειώσουν τον κίνδυνο των δανείων τους. Ό τραπεζικός δανεισμός αποτελεί μια συνεχής άσκηση της μείωσης του ρίσκου. Από την στιγμή που τα έσοδα των ναυτιλιακών τραπεζών καθορίζονται από τον ανταγωνισμό, η επιτυχία και κερδοφορία καθορίζονται από την αποφυγή απωλειών⁷. Η τράπεζα καλείται να αναγνωρίσει όλους τους κινδύνους σχετικά με τον δανεισμό και να 'χτίσει' άμυνες για την αντιμετώπιση αυτών. Προσπαθώντας λοιπόν να αποφύγουν επικείμενες απώλειες έχουν αναπτύξει διεργασίες που:

- Δίδουν έμφαση στην στενότερη παρακολούθηση του δανείου και την απαίτηση περισσότερων πληροφοριών, κυρίως για τις προβλεπόμενες ταμιακές ροές του πλοίου.
- Δίδουν έμφαση στα τεχνικά χαρακτηριστικά του πλοίου.
- Δίδουν μεγαλύτερη έμφαση στα ποιοτικά χαρακτηριστικά του πλοίου (P&I Club, σημαία κτλ).
- Αποφεύγουν τον δανεισμό σε εξειδικευμένα πλοία που πολύ εύκολα μπορεί να μείνουν χωρίς απασχόληση.
- Αναζητούν από μόνες τους στοιχεία και προβλέψεις για τις τάσεις της αγοράς τόσο όσον αφορά τις τιμές των ναύλων, όσο και τις τιμές των πλοίων.

Επιπλέον, οι μορφές των εγγυήσεων που αποζητούν οι τράπεζες αναφέρονται:

- Στην υποθήκη που θα βαρύνει το δάνειο.
- Στην κατ' ονομασία του ναυλωτή ή των εισροών που θα έχει το πλοίο.
- Σε υποθήκες σε άλλα πλοία που μπορεί να ανήκουν στην εταιρεία.
- Σε προσωπικές εγγυήσεις από την πλευρά του πλοιοκτήτη.
- Σε τυχόν εγγυητικές επιστολές που μπορεί να εγγυώνται το δάνειο.
- Σε δεσμευμένες καταθέσεις εσόδων.
- Στην εξέταση του συνόλου των παγίων της επιχείρησης, που μπορεί να προκαλέσουν πηγή εσόδων για την τράπεζα

3.5. Non Recourse Loans – Η δημοφιλέστερη μορφή ναυτιλιακών δανείων.

Αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό των δανείων προς την ναυτιλία. Τα δάνεια αυτού του τύπου είναι δάνεια που αναφέρονται και αποπληρώνονται μόνο από ταμιακές ροές που προέρχονται από ένα συγκεκριμένο πάγιο. Στην περίπτωση λοιπόν των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, υπάρχει η δυνατότητα σύναψης δανείου με αναφερόμενο πάγιο το πλοίο. Όλες οι άλλες εισροές της επιχείρησης θεωρούνται αδιάφορες για την τράπεζα που έχει συνάψει το δάνειο. Τα δάνεια αυτού του τύπου ευνοούνται και από την συγκεκριμένη δομή που έχουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις που, όπως αναφέρθηκε, για την αγορά ενός συγκεκριμένου πλοίου συστήνουν ανεξάρτητη εταιρεία. Βέβαια, ο

τύπος αυτός συμβολαίου επειδή ενέχει και μεγαλύτερο κίνδυνο για την τράπεζα, εμπερικλείει και υψηλότερο επιτόκιο για τον δανειζόμενο⁸.

3.6 Χαρακτηριστικά που επιζητούν οι πελάτες των ναυτιλιακών τραπεζών.

Οι Ναυτιλιακές εταιρείες με την σειρά τους επιζητούν κάποια χαρακτηριστικά από την Τράπεζα που εντέλει επιλέγουν για την σύναψη του Δανείου. Τέτοια χαρακτηριστικά είναι:

- Το ποσό του δανείου ως ποσοστό στο συνολικό κόστος του πλοίου που μπορούν να επιτύχουν
- Το συνολικό κόστος του δανείου
- Την διάρκεια του δανείου, ώστε να επιτύχουν όσο το δυνατόν χαμηλότερο ημερήσιο χρηματοοικονομικό κόστος.
- Την ταχύτητα ανταπόκρισης στις απαιτήσεις των δανειζομένων
- Την ευελιξία της τράπεζας
- Την ανταπόκριση στα προβλήματα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και στις αλλαγές της οικονομικής κατάστασης
- Στην μείωση των εμμέσων εξόδων του δανείου
- Στην φήμη του συγκεκριμένου τραπεζικού οργανισμού
- Στον δεσμό που αναπτύσσουν οι τράπεζες με τους πελάτες τους.

3.7 Χαρακτηριστικά που επιζητούν οι τράπεζες από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Παρακάτω εξετάζονται τα κυριότερα χαρακτηριστικά των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που εξετάζουν οι τράπεζες για την απόφαση ή μη της χρηματοδότησης μιας επιχείρησης και ποιο θα είναι το κόστος αυτής.

- **Το όνομα και η φήμη της ναυτιλιακής εταιρείας είναι κριτικής σημασίας.**
 - Για εταιρείες της μορφής ‘1 Πλοίο – 1 εταιρεία’ είναι σημαντικό να δηλώνεται το όνομα της εταιρείας διαχείρισης.
 - Οι δανειστές επιθυμούν να γνωρίζουν ποιοί είναι οι μέτοχοι της εταιρείας, για να γνωρίζουν ποιοί έχουν την αρμοδιότητα αποφάσεων.
- **Ζητείται η δομή της εταιρείας διαχείρισης και κυρίως το οργανόγραμμα αυτής.**
- **Οικονομικές καταστάσεις**
 - Οι τράπεζες επιθυμούν να γνωρίζουν τα οικονομικά αποτελέσματα που η δανειζόμενη εταιρεία έχει επιδείξει στο παρελθόν και ζητούν ετήσιες, ελεγμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις, τουλάχιστον των τριών προηγούμενων ετών.
- **Πληροφορίες για το πλοίο που θα αγοραστεί.**
 - Εκτενής αναφορά στο πλοίο και έκθεση επιθεώρησης.
 - Η παρούσα αξία του πλοίου με έκθεση από έμπειρο ναυλομεσιτικό γραφείο.

- Η σημαία την οποία το Πλοίο θα φέρει (για τους λόγους που αναφέρθηκαν στο κεφάλαιο 2).
- **Πληροφορίες για την απασχόληση του πλοίου.**
 - Ζητείται μια πρόβλεψη των ταμιακών ροών σαν διασφάλιση της δυνατότητας πληρωμής τοκοχρεολυσίων.
 - Στην ουσία, οι τράπεζες ενδιαφέρονται περισσότερο για την αξιοπιστία του Ναυλωτή, (εάν παρουσιάζεται συμβόλαιο χρόνου ναύλωσης) παρά για τα μεγέθη των ταμιακών ροών.
- **Προϋπολογισμός λειτουργικών εξόδων.**
 - Στην πραγματικότητα τα έξοδα λειτουργίας αναπαριστώνται με την σύγκριση με άλλο πλοίο του ίδιου μεγέθους και της ίδιας ηλικίας.
 - Στα λειτουργικά έξοδα περιλαμβάνονται τα έξοδα του γραφείου και του προσωπικού στη στεριά ή το ποσό της αμοιβής της εταιρείας διαχείρισης.

Στην ουσία, οι τράπεζες εξετάζουν δυο ευρύτερες κατηγορίες των ναυτιλιακών επιχειρήσεων:

- Ποιος είναι ο όμιλος και η ιστορία του δανειζομένου.
- Ποια είναι τα χαρακτηριστικά και η βιωσιμότητα του συγκεκριμένου επενδυτικού σχεδίου που πρόκειται να χρηματοδοτήσουν.

Η τράπεζα, έπειτα από την εξέταση των χαρακτηριστικών αυτών θα καθορίσει αν πρέπει το συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο να χρηματοδοτηθεί, καθώς και τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά του δανείου, όπως είναι το ύψος των εγγυήσεων, η χρονική διάρκεια του και το ύψος του επιτοκίου.

Ο παρακάτω τοκοχρεολυτικός πίνακας απεικονίζει τον τρόπο αποπληρωμής ενός δανείου ύψους 21.500.000 €, χρονικής διάρκειας 8 ετών και επιτοκίου 8,00%. Ο τόκος υπολογίζεται κάθε φορά στο ποσό του κεφαλαίου που παραμένει ανεξόφλητο.

Πίνακας 3.2: Τοκοχρεολυτική ανάλυση δανείου ύψους 21.500.000€, i: 8%, διάρκειας 8 ετών

| Περίοδος | Αποπληρωμή | | Συνολική Πληρωμή | Υπόλοιπο Κεφαλαίου |
|-----------------------|------------|-----------|------------------|--------------------|
| | Τόκος | κεφαλαίου | | |
| | | | | 21.500.000 |
| Year 1 Quarter 1 IPMT | 430.000 | 486.128 | 916.128 | 21.013.872 |
| Year 1 Quarter 2 | 420.277 | 495.851 | 916.128 | 20.518.021 |
| Year 1 Quarter 3 | 410.360 | 505.768 | 916.128 | 20.012.254 |
| Year 1 Quarter 4 | 400.245 | 515.883 | 916.128 | 19.496.371 |
| Year 2 Quarter 1 | 389.927 | 526.201 | 916.128 | 18.970.170 |
| Year 2 Quarter 2 | 379.403 | 536.725 | 916.128 | 18.433.445 |
| Year 2 Quarter 3 | 368.669 | 547.459 | 916.128 | 17.885.986 |
| Year 2 Quarter 4 | 357.720 | 558.408 | 916.128 | 17.327.578 |
| Year 3 Quarter 1 | 346.552 | 569.576 | 916.128 | 16.758.001 |
| Year 3 Quarter 2 | 335.160 | 580.968 | 916.128 | 16.177.033 |
| Year 3 Quarter 3 | 323.541 | 592.587 | 916.128 | 15.584.446 |
| Year 3 Quarter 4 | 311.689 | 604.439 | 916.128 | 14.980.007 |
| Year 4 Quarter 1 | 299.600 | 616.528 | 916.128 | 14.363.479 |
| Year 4 Quarter 2 | 287.270 | 628.858 | 916.128 | 13.734.620 |
| Year 4 Quarter 3 | 274.692 | 641.436 | 916.128 | 13.093.185 |
| Year 4 Quarter 4 | 261.864 | 654.264 | 916.128 | 12.438.920 |
| Year 5 Quarter 1 | 248.778 | 667.350 | 916.128 | 11.771.571 |
| Year 5 Quarter 2 | 235.431 | 680.697 | 916.128 | 11.090.874 |
| Year 5 Quarter 3 | 221.817 | 694.311 | 916.128 | 10.396.564 |
| Year 5 Quarter 4 | 207.931 | 708.197 | 916.128 | 9.688.367 |

| | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|-----------|
| Year 6 Quarter 1 | 193.767 | 722.361 | 916.128 | 8.966.006 |
| Year 6 Quarter 2 | 179.320 | 736.808 | 916.128 | 8.229.198 |
| Year 6 Quarter 3 | 164.584 | 751.544 | 916.128 | 7.477.654 |
| Year 6 Quarter 4 | 149.553 | 766.575 | 916.128 | 6.711.079 |
| Year 7 Quarter 1 | 134.222 | 781.906 | 916.128 | 5.929.173 |
| Year 7 Quarter 2 | 118.583 | 797.545 | 916.128 | 5.131.628 |
| Year 7 Quarter 3 | 102.633 | 813.495 | 916.128 | 4.318.133 |
| Year 7 Quarter 4 | 86.363 | 829.765 | 916.128 | 3.488.367 |
| Year 8 Quarter 1 | 69.767 | 846.361 | 916.128 | 2.642.006 |
| Year 8 Quarter 2 | 52.840 | 863.288 | 916.128 | 1.778.718 |
| Year 8 Quarter 3 | 35.574 | 880.554 | 916.128 | 898.165 |
| Year 8 Quarter 4 | 17.963 | 898.165 | 916.128 | -0 |

Πηγή: Ernst & Young

Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 2, η ναυτιλιακή επιχείρηση θα εξετάσει (σε αντιπαράθεση με τους υπολογισμούς εσόδων που έχει κάνει, ή με το χρονοναυλοσύμφωνο που διαπραγματεύεται) το ποσό που χρειάζεται να εισπράττει ημερησίως το εν λόγω πλοίο για την κάλυψη του συνολικού κόστους και των χρηματοδοτικών του εξόδων (τοκοχρεολύσια). Εάν το επενδυτικό σχέδιο έχει θετική Καθαρά Παρούσα Αξία, τότε η επιχείρηση προβαίνει στην υπογραφή του συμβολαίου δανεισμού.

Βιβλιογραφία κεφαλαίου

1. Συνέντευξη με τον Κο Λάμπρο Θεοδώρου, Τμηματάρχη της EFG Eurobank για τον κλάδο της ναυτιλίας
2. Ralf, Elsas, Learning on the determinants of relationship lending, Department of finance, Goethe university, Frankfurt, 9 Οκτωβρίου, 2002, Σελ 1
3. Ralf, Elsas, ο.π, σελ 5
4. Ralf, Elsas, Collateral, Default risk and relationship lending : An empirical study on Financial contracting. CFS center for financial studies, 25 Νοεμβρίου, 2000, Σελ 10
5. Petropoulos, Ted: 'Identifying trends and parametres in Shipping Finance', Petrofin's online library, 1998
6. Συνέντευξη με τον Κο Λάμπρο Θεοδώρου, Τμηματάρχη της EFG Eurobank για τον κλάδο της ναυτιλίας
7. Petropoulos, Ted, ο.π.
8. Andrey, Pavlov, Robbing the bank, Non recourse lending and asset prices, Journal of Real estate finance and Economics, Kluwer economic publishes, 2004.

Κεφάλαιο 4 : Ο ομολογιακός δανεισμός στην ναυτιλία

4.1 Εισαγωγή

Στο προηγούμενο κεφάλαιο, αναφέρθηκαν τα πλεονεκτήματα του τραπεζικού δανεισμού προς την ναυτιλία, πλεονεκτήματα, που τον καθιστούν πιο θελκτικό έναντι άλλων, εναλλακτικών μορφών εξεύρεσης κεφαλαίων για την πραγματοποίηση των επενδυτικών σχεδίων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Ωστόσο, τα επόμενα χρόνια οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις ανά την υφήλιο θα αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της ανανέωσης του στόλου τους, τόσο λόγω της συνεχούς γήρανσης των πλοίων τους και του νομοθετικού πλαισίου που 'μικραίνει' την ωφέλιμη ζωή των πλοίων, όσο και του αυξανόμενου εμπορίου που απαιτεί την μεγέθυνση της χωρητικότητας των πλοίων. Για την ευρωπαϊκή ναυτιλιακή βιομηχανία, τα ποσά που θα απαιτηθούν για την ανανέωση του στόλου τους υπολογίζεται ότι θα ξεπεράσουν τα 40 δις Δολάρια¹. Το γεγονός αυτό συμπίπτει με τις αυξανόμενες εγγυήσεις που ζητούνται από τις τράπεζες για να επενδύσουν σε ναυτιλιακά δάνεια και την γενικότερη αύξηση της δυσκολίας δανεισμού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Οι εξελίξεις αυτές, είναι επόμενο να ωθούν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις στην εξεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων με μορφές equity αλλά και άλλες δανειακές μορφές, όπως είναι η αγορά των ομολόγων. Ωστόσο, η προϊστορία των ομολόγων έχει δείξει ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν βρεθεί σε αδυναμία αποπληρωμής τόκων (default). Αυτό οφείλεται κυρίως στο υψηλό επιτόκιο (coupon) που καλούνται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις να πληρώσουν λόγω της αντίληψης του κοινού για τον υψηλό κίνδυνο του τομέα.

Στις επόμενες σελίδες, αναφέρονται τα συγκεκριμένα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των ομολογιακών δανείων για την ναυτιλία, καθώς και οι παράγοντες εκείνοι που θα μπορέσουν να δώσουν μια ώθηση στη μορφή αυτή δανεισμού για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

4.2 Οι εξελίξεις στην χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων

Ιστορικά λοιπόν, οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις στηρίζονταν στον τραπεζικό δανεισμό για την χρηματοδότηση των επενδυτικών τους σχεδίων. Ωστόσο, υπάρχουν και άλλες, εναλλακτικές μορφές εξεύρεσης κεφαλαίων, που καλύπτουν συγκεκριμένες ανάγκες και, παρουσιάζουν συγκεκριμένα πλεονεκτήματα. Τα τελευταία χρόνια, έχει υπάρξει ένα κύμα νέων προτάσεων χρηματοδότησης, με πρωτεργάτες επενδυτικές εταιρείες της Αμερικής που έδωσαν αρκετές εναλλακτικές δυνατότητες στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Το κυριότερο χαρακτηριστικό είναι η πρόσβαση σε πολύ μεγαλύτερα χρηματικά ποσά από όσα προσφέρει ο τραπεζικός δανεισμός (ακόμα και αυτών που προσφέρουν τα syndicated loans).

Τα ομολογιακά δάνεια υπάγονται σε αυτή την κατηγορία και, αν και αποτελούν μια λιγότερο δημοφιλή μέθοδο χρηματοδότησης συγκεντρώνουν ένα πολύ μεγάλο ύψος κεφαλαίου για τις δανειζόμενες επιχειρήσεις. Ο αριθμός των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που έχουν εκδόσει ομολογιακό δάνειο δεν ξεπερνά τις 40, με το μεγαλύτερο ποσοστό αυτών (περίπου το 70%) να έχει εκδόσει το δάνειο μετά το 1997. Οι περισσότερες από αυτές χρησιμοποιούν εξ' ίσου τα ομολογιακά δάνεια για την αποπληρωμή

τραπεζικών δανείων (παλιό χρέος) αλλά και για την αγορά καινούργιων πλοίων².

Ο παρακάτω πίνακας δίδει μια πρώτη εικόνα για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις που έχουν εκδώσει ομολογιακό δάνειο. Στον πίνακα αναφέρονται οι ημερομηνίες έκδοσης και λήξης των ομολόγων, η τιμή έκδοσης (ονομαστική τιμή – face value), το κουπόνι που η ναυτιλιακή επιχείρηση πληρώνει, καθώς και η τρέχουσα απόδοση των ομολογιούχων (κατά την 20 / 02 / 2004)

Πίνακας 4.1. Η αγορά των ναυτιλιακών ομολόγων

| Εταιρεία | Ημ/νία Έκδοσης | Τιμή Έκδοσης | Επιτόκιο (Κουπόνι) | Ημ/νία Λήξης | Τρέχουσα απόδοση |
|---------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------------|---------------------|-------------------------|
| American Commercial Lines | 06/03/98 | 100,00 | 11,250% | 01/01/08 | - |
| American Commercial Lines | - | - | 12,000% | 07/01/08 | - |
| CP Ships | - | 97,20 | 10,375% | 07/15/12 | 8,87% |
| General Maritime | 03/20/03 | 98,46 | 10,000% | 03/15/13 | 8,89% |
| Golden State Petroleum | 07/23/97 | 100,00 | 8,040% | 02/01/19 | 7,73% |
| Great Lakes Dredge | 08/14/98 | 100,00 | 11,250% | 08/15/08 | 10,77% |
| Gulfmark Offshore | 06/02/98 | 99,70 | 8,750% | 06/01/08 | 8,50% |
| Hombek Offshore services | 07/19/01 | 98,19 | 10,625% | 08/01/08 | 8,50% |
| International shipholding | 01/14/98 | 99,49 | 7,750% | 10/15/07 | 7,47% |
| MC Shipping | 03/05/98 | 100,00 | 11,250% | 03/01/08 | 22,50% |
| Navigator Gas | 07/31/97 | 100,00 | 10,500% | 06/30/07 | 22,50% |
| Navigator Gas | 07/31/97 | 100,00 | 12,000% | 06/30/07 | 23,85% |
| Oglebay Norton | 01/26/99 | 100,00 | 10,000% | 02/01/09 | - |
| OMI | 11/21/03 | 100,00 | 7,625% | 12/01/03 | 7,37% |
| Overseas Shipholding | 04/03/03 | 99,16 | 8,250% | 03/15/13 | 7,64% |
| Overseas Shipholding | 12/02/93 | 99,68 | 8,750% | 12/01/13 | 7,81% |

| | | | | | |
|----------------------------|-----------|--------|---------|----------|--------|
| Seabulk International | 07/29/03 | 100,00 | 9,500% | 08/15/13 | 8,80% |
| Sea Containers | 02/13/98 | 100,00 | 7,875% | 02/15/08 | 7,88% |
| Ship Finance International | 12/11/03 | 100,00 | 12,500% | 12/01/09 | 11,52% |
| Stena AB | 09/25/97 | 100,00 | 8,750% | 06/15/07 | 8,52% |
| Teekay Shipping | June 2001 | 100,00 | 8,875% | 07/15/11 | 7,79% |
| Trico Marine Services | 05/23/02 | 99,20 | 8,875% | 05/15/12 | 11,68% |

Πηγή: Tradewinds International Shipping Newspaper, Volume 15, Number 8

4.3 Τα πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα του ομολογιακού δανεισμού.

Ως κυριότερα πλεονεκτήματα του ομολογιακού δανεισμού μπορούν να αναφερθούν:

- Υπάρχει θετική διαφορά (υπέρ των ομολογιακών δανείων) στις ταμιακές ροές γιατί το κεφάλαιο του δανείου δεν αποπληρώνεται μαζί με τους τόκους, αλλά στην λήξη του δανείου (κάτι ανάλογο με το balloon payment που αναφέρθηκε στο τρίτο κεφάλαιο, με μόνη διαφορά ότι στο ομολογιακό δάνειο όλο το ποσό του κεφαλαίου και όχι ένα μέρος του αποπληρώνεται στη λήξη). Πολλές επιχειρήσεις βέβαια επιλέγουν την αποπληρωμή με την μέθοδο του sinking fund και έτσι αποπληρώνουν ένα μέρος του κεφαλαίου κατά την διάρκεια ζωής της ομολογίας.
- Το επιτόκιο (coupon) πληρώνεται συνήθως σε εξαμηνιαία βάση, γεγονός που βελτιώνει τις ταμιακές ροές της επιχείρησης. Βέβαια, και στο τραπεζικό δάνειο κατόπιν συμφωνίας μπορεί να συμφωνηθεί η πληρωμή του τοκοχρεολυσίου σε εξαμηνιαία βάση.

- Στην περίπτωση χρήσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου (το οποίο αν μετατραπεί σε μετοχές), μειώνεται η υποχρέωση αποπληρωμής του κεφαλαίου.
- Οι πληρωμές τόκων εκπίπτουν φορολογικά και κατά συνέπεια μειώνονται οι υποχρεώσεις πληρωμής φόρων της ναυτιλιακής επιχείρησης.
- Δίδουν πρόσβαση σε πολύ μεγαλύτερα ποσά χρήματος.
- Αποτελούν το 'προπύργιο' για την είσοδο των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο χρηματιστήριο. <<Οι ομολογίες υψηλού επιτοκίου είναι σαν μετοχές με βοηθητικές ρόδες>>³

Βέβαια, η έκδοση ομολογιακού δανείου περιλαμβάνει και ορισμένα μειονεκτήματα, που για αρκετές επιχειρήσεις είναι αρκετά αποθαρρυντικά:

- Ως κυριότερο μειονέκτημα, αναφέρεται το υψηλό επιτόκιο (κουπόνι) που υποχρεώνονται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις να πληρώνουν. Το επιτόκιο αυτό έχει οδηγήσει πολλές επιχειρήσεις στο παρελθόν να κηρύξουν αδυναμία αποπληρωμής τόκων (default). Το χαρακτηριστικό αυτό αναφέρεται πιο κάτω.
- Η διαδικασία του πλειστηριασμού για την πώληση των ομολόγων είναι πιο χρονοβόρα από τον τραπεζικό δανεισμό και εμπερικλείει ορισμένα έξοδα, όπως τα λεγόμενα έξοδα ενημέρωσης των πιθανών αγοραστών (road show expenses).

- Ο ναυτιλιακός κλάδος είναι ένας σχετικά άγνωστος κλάδος για τους πελάτες των κύριων χρηματαγορών (Η.Π.Α., Όσλο, Λονδίνο, Λουξεμβούργο).
- Ένα επιπλέον εμπόδιο που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, είναι το μέγεθος τους. Για την έκδοση ενός ομολογιακού δανείου, οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις πρέπει να υπερβαίνουν μια ορισμένη κεφαλαιοποίηση. Όμως, λίγες επιχειρήσεις του κλάδου θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως μεγάλες⁴. Η Lloyd's List κατ' ονομάζει ως μεγάλες μόνο 20 επιχειρήσεις παγκοσμίως (των οποίων η κεφαλαιοποίηση ξεπερνά το 1 δις Δολάρια). Η μεγαλύτερη πλειοψηφία αποτελείται από πολύ μικρότερου μεγέθους επιχειρήσεις, πολλές φορές οικογενειακού χαρακτήρα, με πολύ μικρό αριθμό πλοίων.
- Τέλος, η ναυτιλιακή επιχείρηση υποχρεώνεται σε αλλαγή του τρόπου διοίκησης που ασκεί (η έκδοση ομολογιακού δανείου απαιτεί διαφάνεια, ελεγμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις κτλ).

4.4 Προβλήματα στην έκδοση ενός ομολογιακού δανείου

4.4.1 Οι διαβαθμίσεις των εταιρειών αξιολόγησης του ναυτιλιακού κλάδου.

Είναι γενικά παραδεκτό ότι ο ναυτιλιακός κλάδος δεν είναι πολύ δημοφιλής στο επενδυτικό κοινό. Ένα γεγονός που συμβάλλει στην αντίληψη του επενδυτικού κοινού, είναι και οι αξιολογήσεις που γίνονται από διάφορες εταιρείες αξιολόγησης και κυρίως τις **Standard & Poor's** και **Moody's**. Οι αξιολογήσεις που γίνονται για τον ναυτιλιακό κλάδο προδιαθέτουν το

επενδυτικό κοινό ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες είναι επιρρεπείς στο default. Οι εταιρείες αξιολόγησης βασίζουν την κατάταξη τους στους εξής παράγοντες:

- Στην οικονομική ευασθησία, την ένταση κεφαλαίου και τον υψηλό ανταγωνισμό του κλάδου (βλέπε κεφάλαιο 1).
- Στο μέγεθος του στόλου των ναυτιλιακών εταιρειών. Όσο μεγαλύτερος είναι ο στόλος, τόσο βελτιώνεται η κατάταξη τους.
- Στην ανομοιογένεια του στόλου. Όσο ευέλικτος είναι ο στόλος (για την κάλυψη διαφορετικών ειδών εμπορίου), τόσο καλύτερη κατάταξη επιτυγχάνεται.
- Στις τυχόν σχέσεις που υπάρχουν με μητρικές εταιρείες καλής διαβάθμισης, ή σε οποιαδήποτε συμβόλαια με αξιόπιστους ναυλωτές.
- Στο ιστορικό της διοίκησης της εταιρείας.

Ο παρακάτω πίνακας δείχνει τον αριθμό των εταιρειών που έχουν αξιολογηθεί, καθώς και την αξιολόγηση που έχουν πετύχει από τους δυο οργανισμούς.

Πίνακας 4.2 : Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των ναυτιλιακών εταιρειών

| Moody's | Δεκέμβριος | Νοέμβριος | Standard | Δεκέμβριος | Νοέμβριος |
|----------------|-------------------|------------------|---------------------|-------------------|------------------|
| | 1998 | 1999 | & Poor's | 1998 | 1999 |
| Ba1 | 01 | 00 | BB+ | 03 | 03 |
| Ba2 | 04 | 03 | BB | 03 | 03 |
| Ba3 | 13 | 11 | BB_ | 12 | 11 |
| B1 | 06 | 07 | B+ | 07 | 03 |
| B2 | 01 | 00 | B | 05 | 02 |
| B3 | 08 | 05 | B_ | 02 | 05 |
| Caa1 | 02 | 01 | CCC+ | 03 | 01 |

| | | | | | |
|------------|----|----|-----|----|----|
| Caa2 | 00 | 02 | CCC | 00 | 02 |
| Ca | 00 | 03 | CC | 00 | 01 |
| | | | D | 00 | 02 |
| Σύνολο | 35 | 33 | | 35 | 33 |
| Μέση | B1 | | | B+ | |
| Διαβάθμιση | | | | | |

Πηγή: H.K. Leggate, A European perspective for the shipping bond industry

4.4.2 Το υψηλό κουπόνι σε σχέση με τις άλλες αγορές

Παρά τα θεωρητικά πλεονεκτήματα των ομολογιακών δανείων, η αγορά αξιολογεί τα ομόλογα του ναυτιλιακού κλάδου ως υψηλού κινδύνου, και αυτό έχει επίδραση στο επιτόκιο που οι εν δυνάμει επενδυτές ζητούν για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

Το υψηλό επιτόκιο λοιπόν που ζητούνται οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις να πληρώσουν για την εύρεση αγοραστικού κοινού για την έκδοση ενός ομολογιακού δανείου, επιβαρύνει τις ήδη δύσκολες ταμιακές ροές σε περιόδους πτώσης του εμπορίου και σε πολλές περιπτώσεις, εξαναγκάζει τις επιχειρήσεις να κηρύξουν αδυναμία αποπληρωμής τόκων (default). Τέτοιες περιπτώσεις έχουν υπάρξει πολλές. Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει το ποσοστό των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (με έκδοση ομολογιακού δανείου στις Η.Π.Α.) που έχουν κηρύξει αδυναμία αποπληρωμής τόκων (ιστορικά δεδομένα)

Πίνακας 4.3 : Πιθανότητα κήρυξης αδυναμίας αποπληρωμής τόκων ναυτιλιακών ομολόγων

| Έτη μετά έκδ | AAA | AA | A | BBB | BB | B | CCC |
|--------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 1 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,30 | 0,00 | 0,87 | 1,31 |
| 2 | 0,00 | 0,00 | 0,30 | 0,57 | 0,93 | 3,22 | 4,00 |
| 3 | 0,00 | 1,11 | 0,60 | 0,85 | 1,36 | 9,41 | 19,72 |
| 4 | 0,00 | 1,42 | 0,65 | 1,34 | 3,98 | 16,37 | 36,67 |
| 5 | 0,00 | 1,70 | 0,65 | 1,54 | 5,93 | 20,87 | 38,08 |
| 6 | 0,14 | 1,70 | 0,73 | 1,81 | 7,38 | 26,48 | 40,58 |
| 7 | 0,19 | 1,91 | 0,87 | 2,70 | 10,91 | 29,62 | NA |
| 8 | 0,19 | 1,93 | 0,94 | 2,83 | 10,91 | 31,74 | NA |
| 9 | 0,19 | 2,01 | 1,28 | 2,99 | 10,91 | 39,38 | NA |
| 10 | 0,19 | 2,11 | 1,28 | 3,85 | 13,86 | 40,86 | NA |

Πηγή: Leggate. H. K 'A European perspective on bond finance for the maritime industry'

Τα δεδομένα του παραπάνω πίνακα έχουν αντληθεί από ιστορικά δεδομένα για την αγορά των ναυτιλιακών ομολόγων στις Η.Π.Α. από το 1970 έως το 1990. Από τον παραπάνω πίνακα εύκολα συμπεραίνεται ότι η πιθανότητα ένας εκδότης ναυτιλιακού ομολόγου να κηρύξει αδυναμία αποπληρωμής τόκων παραμένει σχεδόν αμελητέα και σταθερή για τις ομολογίες υψηλότερης διαβάθμισης, ενώ αυξάνεται με γεωμετρική πρόοδο για τις ομολογίες χαμηλότερης διαβάθμισης στην μονάδα του χρόνου. Η διαπίστωση αυτή βέβαια στο καταναλωτικό κοινό μειώνει κατά πολύ την εμπορευσιμότητα και την αξία των ομολόγων χαμηλότερης διαβάθμισης στην δευτερογενή αγορά, γι'αυτό και πολλά από τα ναυτιλιακά ομόλογα διαπράγματεύονται σε τιμή πολύ χαμηλότερη της ονομαστικής (βλέπε πίνακα 4.4).

4.4.3 Η αντίληψη του επενδυτικού κοινού για τα ομόλογα του ναυτιλιακού κλάδου.

Στην αγορά ομολόγων των Η.Π.Α., οι επενδυτές δεν επιθυμούν την επένδυση σε ομόλογα αυτού του τύπου. Ένα μέρος αυτής της αντιμετώπισης οφείλεται και σε αρκετές απώλειες για τους επενδυτές που καταγράφηκαν τα τελευταία χρόνια. Ακόμη, μια κύρια αιτία είναι και η άγνοια του κλάδου. Το γεγονός αυτό οφείλεται σε δύο κυρίως λόγους:

Πρώτον, στην στάση που παραδοσιακά κρατούσαν οι οικογενειακές ναυτιλιακές επιχειρήσεις ως προς την δημοσίευση των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων.

Δεύτερον, στην αδυναμία έγκυρης εκτίμησης για τα περιουσιακά στοιχεία της ναυτιλιακής επιχείρησης, δηλαδή τα πλοία της. Όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 1, οι τιμές των πλοίων μεταβάλλονται με ραγδαίους ρυθμούς, ακολουθώντας τους ναυτιλιακούς κύκλους. Κατά συνέπεια, ο μελλοντικός ομολογιούχος, δεν έχει την δυνατότητα να έχει μια καθαρή εικόνα για την αξία της επιχείρησης και για την κάλυψη του σε περίπτωση κήρυξης αδυναμίας αποπληρωμής τόκων.

Το διεθνές λογιστικό πρότυπο 36 (Απομείωση Παγίων περιουσιακών στοιχείων) θεωρείται ότι θα δίνει μια πιο αναλυτική εικόνα για την αξία των παγίων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, υποχρεώνοντας τις να υποδηλώνουν σε κάθε δημοσίευση λογιστικών καταστάσεων εάν υπάρχουν ενδείξεις για απομείωση παγίων περιουσιακών στοιχείων στον κοντινό χρονικό ορίζοντα. Έτσι, κατά αυτόν τον τρόπο οι επενδυτές θα έχουν την δυνατότητα να εξετάζουν την πραγματική αξία των εγγυήσεων που παρέχονται για την έκδοση ενός ομολογιακού δανείου.

Παράρτημα 4.1 : Καταγεγραμμένες περιπτώσεις default

Όπως αναφέρθηκε, μια άσχημη οικονομική συγκυρία, μπορεί να δυσκολέψει τις ταμιακές ροές των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, με ακόλουθο την αδυναμία αποπληρωμής τόκων. Το 1999, και μετά την παρατεταμένη οικονομική ύφεση στην Ασία, δυο ναυτιλιακές επιχειρήσεις παραδέχτηκαν την πιθανότητα να έλθουν σε αδυναμία αποπληρωμής τόκων, και άλλη μια έκανε πρόταση επαν' αγοράς των ομολόγων στο 75% της ονομαστικής τους αξίας. Ακόμα και αυτή η περίπτωση θεωρήθηκε default, καθώς την στιγμή της πρότασης επανα αγοράς η τιμή διαπραγμάτευσης των ομολόγων ήταν στο 25% της ονομαστικής αξίας. Κατά συνέπεια, θεωρήθηκε η καλύτερη λύση για τους ομολογιούχους. Ο παρακάτω πίνακας δείχνει τις πέντε επιχειρήσεις των οποίων η τρέχουσα αξία των ομολόγων το 1999 διαπραγματεύονταν κάτω από το 50% της ονομαστικής τους αξίας:

Πίνακας 4.4 : Τα πέντε ναυτιλιακά ομόλογα με την χαμηλότερη τρέχουσα αξία (1999)

| Εκδότης | Τιμή Έκδοσης | Τρέχουσα τιμή |
|-----------------|--------------|---------------|
| Global Ocean | \$73.20 | \$24 |
| Ermis Maritime | \$100.00 | \$28 |
| Alpha Shipping | 499.43 | \$26 |
| TBS Shipholding | \$92.92 | \$42 |
| Global Ocean | \$98.48 | \$46 |

Πηγή: Lazard Freres, Securities Data Co

Φαίνεται λοιπόν, ότι η οικονομική κατάσταση έχει άμεσο αντίκτυπο στις ομολογίες υψηλού κινδύνου. Βέβαια, εκ πρώτης όψεως είναι οικονομικά συμφέρον για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις να επανα αγοράσουν τις ομολογίες τους σε μια τιμή υψηλότερη από την τρέχουσα τιμή τους. Μακροχρόνια όμως, δυσχεραίνεται η αντίληψη του κοινού για τις ομολογίες υψηλού κινδύνου, δίνοντας ακόμη χαμηλότερες διαβαθμίσεις από τις εταιρείες αξιολόγησης.

Παράρτημα 2. Η περίπτωση της Golden Ocean

Το 1998, η ναυτιλιακή εταιρεία Golden Ocean, με έδρα το Λονδίνο, κήρυξε πτώχευση, οφειλόμενη σε αδυναμία αποπληρωμής τόκων για χρέος ύψους 300 εκ. Δολαρίων που είχε εκδόσει με ομολογιακό δάνειο. Το χρηματοοικονομικό ιστορικό της εταιρείας ήταν εξαιρετικό με την εταιρεία να έχει πολύ καλές σχέσεις με τους δανειστές της και με πολύ καλά οικονομικά αποτελέσματα.

Ως αιτίες της πτώχευσης από τα ίδια στελέχη της εταιρείας αναφέρονται:

- Η μη σύναψη ομολογιακού δανείου με την εγγύηση των εσόδων από τις χρονοναυλώσεις της εταιρείας. Κατά αυτόν τον τρόπο, δεν θα επηρεάζονταν από τις πρόσκαιρες μεταβολές της αγοράς.
- Η αξιολόγηση από εταιρεία αξιολόγησης με τον βαθμό CCC την τελευταία στιγμή. Αυτή η αξιολόγηση ανάγκασε την εταιρεία να ανεβάσει το κουπόνι στο 20% (από το 12% που αρχικά σχεδίαζε) ενώ η απόσυρση θα ήταν αρκετά κοστοβόρα, καθώς ήδη είχαν πραγματοποιηθεί τα έξοδα ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού.
- Η λανθασμένη εντύπωση του κοινού για την φύση της ναυτιλιακής βιομηχανίας που ανάγκασαν την εταιρεία να προχωρήσει σε αναδιάρθρωση, σε μια προσπάθεια ελέγχου των μετοχών της.

- Η φύση των αγοραστών των ομολογιών, που επιθυμούσαν την διαπραγμάτευση τους στην δευτερογενή αγορά (ενώ η Golden Ocean επιθυμούσε ομολογιούχους που θα διατηρούσαν τις ομολογίες ως την λήξη τους).

Συμπεράσματα

Από την παραπάνω ανάλυση, διαφαίνεται ότι ενώ εκ πρώτης όψεως ο ομολογιακός δανεισμός φαίνεται αρκετά θελκτικός για τις επιχειρήσεις, η πραγματικότητα είναι, ότι εμπερικλείει αρκετούς κινδύνους και στις περισσότερες περιπτώσεις, μεγαλύτερο κόστος δανεισμού.

Παρ' όλα αυτά, οι προβλέψεις υποστηρίζουν ότι ο ομολογιακός δανεισμός (ειδικά στην Ευρώπη) θα εξελιχθεί, καθώς οι αυξανόμενες ανάγκες σε χρηματοδότηση, δεν δύνανται να χρηματοδοτηθούν μόνο από τις τράπεζες. Στόχος των ναυτιλιακών εταιρειών (για την βελτίωση των όρων δανεισμού προς όφελος τους) θα πρέπει να είναι η σωστή ενημέρωση του επενδυτικού κοινού για την φύση της ναυτιλιακής βιομηχανίας με τις πρόσκαιρες μεταβολές στους ναύλους, αλλά και η συνεχής προσπάθεια για την βελτίωση των αξιολογήσεων που θα επιτυγχάνουν από τις εταιρείες αξιολόγησης. Κατά αυτόν τον τρόπο, θα μειωθεί το επιτόκιο που πληρώνουν και θα ελαφρύνουν οι ταμιακές ροές της επιχείρησης, ώστε να μπορεί να ανταπεξέλθει στους όρους του δανείου ακόμα και στις δύσκολες εποχές.

Βιβλιογραφία κεφαλαίου

1. Leggate. H. K 'A *European perspective on bond finance fo r the maritime industry*', Maritime Policy Management, 2000, VOL. 27, NO. 4, Σελ 353 ± 362
2. Tarquinio, J. Alex, 'Shipping financing shifts direction', American Banker, 00027561, 29 Ιουνίου 1998, Vol. 163, Τεύχος 122
3. Pribor, Jeffrey, ING Barings Furman Selz
4. Greiner, Richard. 'Show Me the Money', The Baltic Exchange, 2000

Κεφάλαιο 5 : Η χρηματοδοτική μίσθωση στο ναυτιλιακό κλάδο

5.1 Εισαγωγή - Ιστορικό της Χρηματοδοτικής Μίσθωσης πλοίων

Για τις τράπεζες που ασχολούνται με την χρηματοδοτική μίσθωση, η είσοδος στην αγορά πλοίων θεωρούνταν παραδοσιακά δυσπρόσιτη.

Παράγοντες για την αντίληψη αυτή ήταν κυρίως τα πλεονεκτήματα που προσέφερε ο τραπεζικός δανεισμός (και τον οποίο δύσκολα μπορούσε η χρηματοδοτική μίσθωση να ανταγωνιστεί), καθώς και η φύση του κλάδου, όπως έχει προαναφερθεί στο εισαγωγικό κεφάλαιο. Επιπλέον, για την πλευρά των μισθωτών, η μακροχρόνια χρηματοδοτική μίσθωση ήταν πολύ περιοριστική καθώς απαιτούσε πολύπλοκους σχεδιασμούς στο συμβόλαιο και εκμηδένιζε τη δυνατότητα των πλοιοκτητών να αποκομίσουν κεφαλαιακά κέρδη, εκμεταλλευόμενοι τις τυχόν ανόδους στις τιμές των πλοίων.

Ωστόσο, υπάρχουν αρκετοί οπαδοί της θεωρίας ότι η χρηματοδοτική μίσθωση τέτοιων παγίων στοιχείων προσφέρει πλεονεκτήματα έναντι των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης¹. Οι οπαδοί της θεωρίας αυτής δίδουν έμφαση στη σημασία των ταμιακών ροών για την ευημερία της επιχείρησης, παράγοντας που γίνεται κριτικός σε περιόδους χαμηλών ναύλων (και κατά συνέπεια χαμηλών εισπράξεων). Τα οφέλη που αναζητούν οι μισθωτές είναι η αποδέσμευση κεφαλαίου για την χρήση του σε λειτουργικά έξοδα, η αναζήτηση καλύτερων επιτοκίων, η χρήση της αξιοπιστίας του εκμισθωτή προς όφελος τους καθώς και τα οποιαδήποτε φορολογικά οφέλη που μπορεί να προκύψουν.

Μολονότι έχουν αναφερθεί μερικά συμβόλαια στο παρελθόν, στην ουσία το ιστορικό της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων ξεκινάει το 1997, όπου και παρατηρούνται ορισμένα 'πρωτοπόρα' συμβόλαια τα οποία χαρακτηρίζονται όμως από πολυποκότητα και μοναδικότητα για το κάθε συμβόλαιο². Σύμφωνα με εκτιμήσεις της World Bank το 1997, οι παραγγελίες πλοίων με χρονικό ορίζοντα παράδοσης έως το 1999 ανέρχονταν στο ύψος των 45,5 δις δολαρίων. Το ποσοστό που χρηματοδοτήθηκε με χρηματοδοτική μίσθωση ανήλθε στο 5% του συνολικού απαιτηθέντος κεφαλαίου, ήτοι περίπου τα 3 δις δολάρια.

Παράγοντες που οδήγησαν την μεταστροφή της επενδυτικής σκέψης στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις ώστε να εξετάζουν το ενδεχόμενο χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίου ήταν, μεταξύ άλλων, η τρέχουσα οικονομική κατάσταση, η γενικότερη έλλειψη κεφαλαίων για την κάλυψη των βεβαρημένων αναγκών χρηματοδότησης, καθώς και η πρόσκαιρη κατάρρευση της αγοράς ομολόγων στις Η.Π.Α στον τομέα αυτό. Έτσι, οι επιχειρήσεις έπρεπε να αναζητήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές είτε για νέα επενδυτικά προγράμματα, είτε για επανα χρηματοδότηση παλαιών (όπως παλαιότερες εκδόσεις ομολόγων που είχαν φτάσει σε οικονομικά εξαθλιωτικές συνθήκες για τους εκδότες).

Συγκεκριμένα, οι θεμελιώδεις αλλαγές που έχουν οδηγήσει τις διοικήσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων να οδηγηθούν στην σκέψη της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι:

- Η άρση των κυριότερων νομοθετικών περιορισμών όσον αφορά τη χρηματοδοτική μίσθωση
- Ο πληθωρισμός
- Κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας
- Συγκεκριμένες αλλαγές στους φορολογικούς νόμους που ευνοούσαν τη χρηματοδοτική μίσθωση.

5.2 Πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα που προσφέρει η χρηματοδοτική μίσθωση είναι:

- Η αποδέσμευση του κεφαλαίου των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, που καλούνται να εισφέρουν ένα μικρό μόνο ποσοστό της αρχικής αγοράς του παγίου.
- Η δυνατότητα 'εκμετάλλευσης' του ονόματος του εκμισθωτή όσον αφορά το όριο δανειοδότησης καθώς κύριος του παγίου είναι πλέον ο εκμισθωτής, ο οποίος λογικό είναι να παρουσιάζει αυξημένη πιστοληπτική ικανότητα.
- Αποτελεσματικότητα κόστους.

5.3 Μειονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων.

- Η χρηματοδοτική μίσθωση πλοίων είναι ακόμη δυσπρόσιτη σε πλοιοκτήτριες επιχειρήσεις μικρού μεγέθους, και αυτό γιατί, τους

περιορίζει την δυνατότητα άμεσης πώλησης του υποκείμενου παγίου σε περίπτωση ανόδου των τιμών των πλοίων (με σκοπό την εκμετάλλευση της διαφοράς μεταξύ τρέχουσας τιμής και τιμής κτήσης)³.

- Ακόμα και εταιρείες με κατάταξη AAA είναι προσεκτικές στον σχεδιασμό τέτοιων χρηματοδοτικών προγραμμάτων, καθώς τα οποιαδήποτε οφέλη που προκύπτουν στην Καθαρά Παρούσα Αξία του επενδυτικού προγράμματος, μπορούν να εξανεμιστούν σε μια αλλαγή της ναυλαγοράς (μείωση των αναμενόμενων εσόδων της εταιρείας).
- Επιπλέον, η επαναδιαπραγμάτευση του συμβολαίου ή η παύση του είναι αρκετά δύσκολη, ιδίως στα πρώιμα στάδια των συμβολαίων.
- Ο εκμισθωτής απαιτεί (για να προχωρήσει στη σύναψη ενός τέτοιου συμβολαίου) να γνωρίζει όχι τόσο το υποκείμενο πάγιο της μίσθωσης, αλλά κυριότερα τον μισθωτή του. Αυτό απαιτεί διαφάνεια στις οικονομικές καταστάσεις, γεγονός όχι τόσο συχνό στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις.
- Τα περιβαλλοντικά θέματα αποτελούν ένα είδος τροχοπέδης για τους επενδυτές σε τέτοια επενδυτικά σχέδια. Ο πλοιοκτήτης πρέπει να προσκομίσει το συμβόλαιο ασφάλισης του πλοίου πριν προχωρήσει η χρηματοδότηση, αλλά οι περιορισμοί στην πλεύση και το εμπόριο που θέτει η Oil Pollution Act 90' δημιουργούν δυσπιστία στους επενδυτές.
- Ένα ακόμη θέμα που τίθεται επί τάπητος, είναι η ευθύνη του εκμισθωτή σε περίπτωση περιβαλλοντικής μόλυνσης, καθώς ο εκμισθωτής είναι ο κύριος του πλοίου. Αυτός είναι και ένας από τους πιο περιοριστικούς παράγοντες καθώς και παράγοντας αύξησης του κόστους της χρηματοδοτικής μίσθωσης (καθώς περιλαμβάνει αυξημένο κίνδυνο

από την πλευρά του εκμισθωτή). Τα τελευταία χρόνια όμως στις Η.Π.Α γίνονται πολλές συνομιλίες για τον διαχωρισμό της ευθύνης του εκμισθωτή και του διαχειριστή του πλοίου.

Για τους λόγους που αναφέρονται πιο πάνω, τα περισσότερα συμβόλαια χρηματοδοτικής μίσθωσης που συναντώνται τα τελευταία χρόνια αναφέρονται σε εταιρείες μεταφοράς υγροποιημένου αερίου (LNG – Liquefied Natural Gas), τα οποία συνοδεύονται και από μακροχρόνια συμβόλαια ναύλωσης, και κατά συνέπεια διασφαλίζονται οι ταμιακές ροές του επενδυτικού σχεδίου.

5.4 Το συμβόλαιο της χρηματοδοτικής μίσθωσης

Η χρηματοδοτική μίσθωση πλοίων παραδοσιακά κυμαίνεται μεταξύ 3-5 έτη με απαραίτητο ένα χρονοναυλοσύμφωνο. Όμως, η χρήση νεότευκτων πλοίων για τέτοια συμβόλαια έχει επιτρέψει την επιμήκυνση της περιόδου στα 7 – 10 ή ακόμα και στα 12 έτη.

Ο διαχειριστής (που συνήθως συμπίπτει με τον μισθωτή) του πλοίου εισέρχεται σε μια συμφωνία με τον εκμισθωτή (συμβόλαιο χρηματοδοτικής μίσθωσης) στην οποία ο εκμισθωτής γίνεται ο κύριος του παγίου και παραχωρεί την εμπορική χρήση του πλοίου στον μισθωτή. Ο μισθωτής διατηρεί ένα δικαίωμα αγοράς του υποκείμενου στο τέλος της μίσθωσης αντί ενός 'συμβολικού αντιτίμου'.

Ο συνηθισμένος τύπος χρηματοδοτικής μίσθωσης έχει τις ρίζες του στο τυποποιημένο συμβόλαιο ναύλωσης πλοίου γυμνού (Standard Bareboat Charter agreement – BARECON), που έχει δημιουργηθεί από την BIMCO (Baltic & International Maritime Council). Το συμβόλαιο αυτό καλύπτει κυρίως τους όρους της ναύλωσης και της ασφάλισης. Οι χρηματοδοτικοί όροι προστίθενται στη συνέχεια. Στην ουσία δηλαδή, στα συμβόλαια αυτού του τύπου, οι πρώτοι όροι που καθορίζονται είναι αυτοί του συμβολαίου της ναύλωσης και αυτοί είναι που καθορίζουν το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης (μίσθωμα, επιτόκιο κτλ)

5.5 Οι παράγοντες που καθορίζουν το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων.

5.5.1 Η αξία του πλοίου

Το πρώτο πρόβλημα για τον καθορισμό των οικονομικών του συμβολαίου, είναι ο καθορισμός της αξίας του πλοίου. Πολλοί αναλυτές δυσκολεύονται όχι μόνο στον καθορισμό της αξίας των μεταχειρισμένων πλοίων, αλλά και των νεότευκτων. Και αυτό γιατί η Παρούσα Αξία οποιουδήποτε πλοίου καθορίζεται, όχι μόνο από την τρέχουσα αξία του, αλλά και από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών (πρόβλεψη) του συγκεκριμένου παγίου⁴. Για μεταχειρισμένα πλοία, οι περισσότερες τράπεζες και εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης βασίζονται τις εκτιμήσεις τους για την αξία των πλοίων σε υψηλού κύρους εταιρείες ναύλωσης πλοίων. Επιπλέον, οι

εταιρείες αυτές αναφέρουν, ότι για μια τιμή μπορεί να υπάρχει πρόθυμος πωλητής, αλλά όχι και πρόθυμος αγοραστής. Η τιμή δηλαδή στην οποία προτίθεται ο κύριος του πλοίου να πουλήσει (η τιμή στην οποία το προσδοκώμενο κέρδος από την πώληση είναι μεγαλύτερο από το κόστος διατήρησης και χρήσης του παγίου) πρέπει να συμπίπτει με την τιμή που προτίθεται να δώσει ο εν δυνάμει αγοραστής (η οποία πρέπει να αποφέρει θετικά αποτελέσματα σύμφωνα με τις εκτιμώμενες ταμιακές εισροές για το χρονικό διάστημα ζωής του παγίου που απομένει). Αυτό σημαίνει ότι πολλές φορές η αξία του πλοίου μπορεί να μην είναι αντικειμενική, αλλά να βασίζεται π.χ. σε προβλέψεις του αγοραστή ότι η ναυλαγορά θα επιδείξει σημαντική ανάκαμψη και ως εκ τούτου η τιμή του πλοίου θα επανα εισπραχθεί. Για να αποφύγουν πολλές φορές λοιπόν οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης να χρηματοδοτήσουν ένα υπερεκτιμημένο επενδυτικό σχέδιο περιορίζονται στην χρηματοδότηση συνήθως ενός ύψους που ανέρχεται στο 70%-80% της συνολικής αξίας του πλοίου.

5.5.2 Το είδος του εμπορίου

Το είδος του εμπορίου στο οποίο θα απασχοληθεί το πλοίο θεωρείται ο δεύτερος σημαντικότερος παράγοντας στην διαμόρφωση των οικονομικών της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Οι αναλυτές εξετάζουν την συχνότητα των ταμιακών εισροών καθώς και το νόμισμα στο οποίο γίνονται οι περισσότερες

πληρωμές για τον σχεδιασμό του τοκοχρεολυτικού προγράμματος. Αν για παράδειγμα το πλοίο πρόκειται να χρονοναυλωθεί με τρίμηνες πληρωμές ναύλων σε Δολάρια Αμερικής, τότε οι πληρωμές του εκμισθωτή σχεδιάζονται ώστε να συμπίπτουν.

Επιπλέον, εξετάζεται το είδος των υλικών που θα μεταφερθούν. Για παράδειγμα, πλοία που μεταφέρουν χύδην μεταλλεύματα, καταπονούνται και κατά συνέπεια μειώνεται σημαντικά η υπολλειματική αξία του πλοίου. Αυτός ο παράγοντας συνυπολογίζεται στην εφάπαξ πληρωμή στο τέλος της περιόδου.

5.5.3 Η ταυτότητα του μισθωτή

Η ταυτότητα του μισθωτή καθορίζει το πόσο αξιόπιστο και τι κίνδυνο θα περιλαμβάνει το συμβόλαιο. Οι εταιρείες χρηματοδοτικής μίσθωσης εξετάζουν προηγούμενες χρηματοδοτικές καταστάσεις και τα αποτελέσματα που έχει επιτύχει ο μισθωτής στο παρελθόν, καθώς και οποιεσδήποτε περιπτώσεις αδυναμίας αποπληρωμής στο παρελθόν. Για το λόγο αυτό προτιμούνται εταιρείες με καλό υπόβαθρο και διαφάνεια στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις.

5.5.4 Οι ασφαλιστικοί οργανισμοί.

Οι ασφαλιστικοί οργανισμοί στους οποίους θα ασφαλιστεί το πλοίο για τα διάφορα μέρη είναι σημαντικοί για δύο λόγους:

Πρώτον, καθορίζουν το πόσο εξασφαλισμένος είναι ο εκμισθωτής σε περίπτωση ατυχήματος (ύψος κάλυψης του πλοιοκτήτη).

Δεύτερον, καθορίζουν τα ασφάλιστρα που καλείται ο μισθωτής να πληρώνει σε τακτά χρονικά διαστήματα και κατά συνέπεια τις χρηματοοικονομικές εκροές του πλοιοκτήτη. Είναι φανερό ότι σε μια περίοδο χαμηλών ναύλων το ποσό των ασφαλίσεων παραμένει σταθερό, επιβαρύνοντας τη δυνατότητα του μισθωτή να αποπληρώνει τα χρέη του προς τον εκμισθωτή.

5.5.5 Η σημαία την οποία το πλοίο θα φέρει

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενα κεφάλαια, η σημαία την οποία το πλοίο θα φέρει καθορίζει τα έξοδα τα οποία θα αντιμετωπίσει ο πλοιοκτήτης όσον αφορά την φορολογία, το κόστος του πληρώματος κτλ.

Επιπλέον, η σημαία καθορίζει το πόσο εξασφαλισμένος είναι ο εκμισθωτής καθώς καθορίζει παράγοντες όπως είναι το σύστημα καταγραφής υποθηκών επί πλοίων και τα δικαιώματα του εκμισθωτή σε περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής τοκοχρεολυσίων του μισθωτή.

5.5.6 Οι συνθήκες συντήρησης

Ο εκμισθωτής αναγκάζεται να παρακολουθεί στενά το διαχειριστή του πλοίου, καθώς έχει άμεσο ενδιαφέρον για το πώς λειτουργεί και συντηρείται το πλοίο για την διατήρηση της αξίας του. Η κακή συντήρηση ή λάθος λειτουργία μπορεί να δημιουργήσει μεγαλύτερες απώλειες από κακούς χρεώστες, καθώς μια ολοκληρωτική απώλεια είναι χειρότερη από μια αδυναμία αποπληρωμής τοκοχρεολυσίων.

5.6 Πώληση και επαναμίσθωση Πλοίων

Το φαινόμενο της πώλησης και επαναμίσθωσης (Sale and leaseback) στην ναυτιλία συναντάται συνήθως με τον όρο πώληση και επαναναύλωση (Sale and Charter Back). Στην περίπτωση αυτή, η ναυτιλιακή εταιρεία πωλεί το υποκείμενο πάγιο σε ένα χρηματοδότη ή άλλη ναυτιλιακή εταιρεία και χρονοναυλώνει στην συνέχεια το ίδιο πάγιο με ένα χρονοναυλοσύμφωνο μακράς διάρκειας, που συνήθως ξεπερνάει τα τρία έτη. Έτσι, η ναυτιλιακή εταιρεία εισπράττει ένα σημαντικό ποσό, αρκετό να χρηματοδοτήσει καινούργιες παραγγελίες, αλλά ταυτόχρονα έχει στην 'κυριότητα' της το υποκείμενο πάγιο προς εμπορική εκμετάλλευση. Από την πλευρά του, ο αγοραστής μπορεί να είναι νέος στην αγορά και έτσι απολαμβάνει μια εγγύηση ότι το πάγιο θα έχει έσοδα για τα πρώτα χρόνια της αποπληρωμής π.χ. του δανείου του.

Η πώληση με επαναμίσθωση συνδέεται στενά με την φορολογική χρηματοδοτική μίσθωση, καθώς οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν χαλαρό φορολογικό καθεστώς.

5.6.1 Φορολογική χρηματοδοτική μίσθωση

Με την φορολογική χρηματοδοτική μίσθωση (Tax based leasing), επιχειρήσεις που δεν προβλέπεται να έχουν φορολογητέα κέρδη εκχωρούν τις φορολογικές τους ωφέλειες στον εκμισθωτή⁵. Στην ναυτιλία συνήθως βρίσκουμε την ορολογία της χώρας στην οποία έχει βάση η συμφωνία. Έτσι, ο συνηθέστερος τύπος τέτοιας χρηματοδοτικής μίσθωσης αναφέρεται με τον

όρο UK Tax Lease, οι συμφωνίες που λαμβάνουν χώρα στην Γερμανία αναφέρονται ως KG Deals κτλ.

Η φύση της ναυτιλίας, επιτρέπει σε τράπεζες που έχουν υπερβάλουσα ρευστότητα και κερδοφορία, και που κατά συνέπεια θα κληθούν να πληρώσουν αρκετή φορολογία στην χώρα τους (συνήθως M.B.) να κερδίσουν από μια συμφωνία με μια ναυτιλιακή επιχείρηση. Η τράπεζα προσεγγίζει την ναυτιλιακή επιχείρηση και αγοράζει ένα πάγιο της. Έτσι, κερδίζει πρωτίστως μειώνοντας την κερδοφορία της. Επιπλέον, έχει κέρδος γιατί η νομοθεσία της επιτρέπει μια γρήγορη απόσβεση του πλοίου και η τράπεζα έχει την δυνατότητα να εμφανίσει αυξημένες αποσβέσεις στον ισολογισμό της. Η ναυτιλιακή επιχείρηση με την σειρά της έχει μια σημαντική χρηματοοικονομική εισροή, ενώ με το συμβόλαιο επαναμίσθωσης δεν έχει χάσει στην ουσία ποτέ την κυριότητα του πλοίου.

Τα συμβόλαια αυτά θέλουν προσεκτικό σχεδιασμό, καθώς αποσκοπούν στην μεγιστοποίηση της ωφέλειας με την εκμετάλλευση του φορολογικού συστήματος της κάθε χώρας. Έτσι, έχουν υπάρξει αρκετές παραλλαγές της μορφής αυτής χρηματοδότησης, ανάλογα σε ποιά χώρα πραγματοποιείται το συμβόλαιο. Επιπλέον έχουν υπάρξει πολλά υβριδικά συμβόλαια. Ένα από αυτά , είναι και το UK Tax Licence.

5.6.2 To UK Tax Licence

Η κύρια διαφορά του υβριδικού αυτού προϊόντος είναι, ότι ενώ στην κλασική πώληση και επαναμίσθωση πρέπει να υπάρχει ένα τρίτο μέρος το οποίο θα πάρει στην κυριότητα του το πάγιο και θα το επαναμισθώσει στον πλοιοκτήτη, στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχει τέτοια διαδικασία. Όπως θα αναφερθεί παρακάτω ο πλοιοκτήτης υπογράφει μια άδεια χρήσης (Licence) αλλά η κυριότητα παραμένει στον ισολογισμό του.

Σύμφωνα με το συμβόλαιο αυτό, οι δυο κύριες υποχρεώσεις του πλοιοκτήτη είναι οι εξής:

- Ο πλοιοκτήτης παραδίδει μια περιορισμένη (το οποίο σημαίνει ότι δεν είναι αποκλειστική) άδεια χρήσης για το πάγιο στην (συνήθως τράπεζα) επιχείρηση που κάνει χρήση της φορολογικής νομοθεσίας στη Μ.Β. Η άδεια επιστρέφεται άμεσα στον πλοιοκτήτη με το συμβόλαιο που συνάπτεται και το οποίο του δίνει πλήρη ελευθερία χρήσης του παγίου.
- Σύμφωνα με την συμφωνία, ο πλοιοκτήτης έρχεται σε μία συμφωνία ανταλλαγής χρηματικών ροών (SWAP Arrangement) στην οποία συμφωνεί να πληρώνει ένα ποσό το οποίο ισούται με τις τριμηνιαίες εισροές που θα έχει για την παραχώρηση της άδειας χρήσης του παγίου του, ενώ εισπράττει από το άλλο μέρος της συμφωνίας ένα ποσό που ισούται με τα ποσά που πληρώνει ο πλοιοκτήτης κάθε τρίμηνο για την μίσθωση του παγίου που έχει παραχωρήσει την άδεια χρήσης του.

Η συμφωνία έχει δυο αποτελέσματα.

Πρώτον, αντισταθμίζει τον κίνδυνο που θα αντιμετώπιζε ο πλοιοκτήτης από την τριμηνιαία πληρωμή μισθωμάτων για το υποκείμενο πάγιο, μέσω της συμφωνίας ανταλλαγής υποχρεώσεων (SWAP Arrangement).

Δεύτερον, με την υπογραφή της συμφωνίας αυτής, ο λήπτης της άδειας χρήσης του παγίου εκπίπτει ένα ποσό από κάθε μικτό τριμηνιαίο πληρωτέο μίσθωμα και το πληρώνει την πρώτη ημέρα στον πλοιοκτήτη. Αυτό το ποσό πληρώνεται στον πλοιοκτήτη την ημέρα 1 της συμφωνίας το οποίο μένει στο ταμείο του πλοιοκτήτη. Δηλαδή, έχει ένα καθαρό όφελος από την διαφορά των μισθωμάτων που πληρώνει και αυτών που εισπράττει, καθώς έχει εισπράξει ήδη την 1 ημέρα μια αναλογία των μισθωμάτων. Το ποσό που ο λήπτης της συμφωνίας αποφασίζει να εκπίψει, είναι μια αναλογία των φορολογικών ωφελειών που η τράπεζα θα έχει ως όφελος από την συμφωνία.

Έτσι, με την συμφωνία αυτή ο πλοιοκτήτης απολαμβάνει στην ουσία μια χρηματοδότηση καθώς δέχεται την πρώτη ημέρα μια προκαταβολή χρημάτων σε αντιδιαστολή με ένα μίνιμουμ επίπεδο υποχρεώσεων και φορολογικών κινδύνων, σύμφωνα με τους όρους της συμφωνίας.

5.7 Η χρηματοδοτική μίσθωση πλοίων στην Ελλάδα

Από την προηγούμενη ανάλυση παρατηρούμε ότι στο εξωτερικό έχουν αναπτυχθεί αρκετά προϊόντα χρηματοδοτικής μίσθωσης πλοίων (που κυρίως έχουν τη βάση τους στην πώληση και επαναμίσθωση πλοίου). Αντιθέτως,

στην Ελλάδα μετά το 1995 δεν γίνεται δεκτή η χρηματοδοτική μίσθωση πλοίων⁶.

Το ρυθμιστικό πεδίο της χρηματοδοτικής μίσθωσης γενικά στην Ελλάδα καλύπτεται από δύο νόμους, πρώτον το ν. 1665/1986 και τον νεότερο ν. 2367/1995, ο οποίος έρχεται να συμπληρώσει τον παλαιότερο ως προς την έννοια των κινητών πραγμάτων. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός πως, πριν από τον 2367/1995 δεν αναφέρεται η απαγόρευση της δυνατότητας σύναψης τέτοιων συμβάσεων. Αντιθέτως, στον 2367/1995, και συγκεκριμένα στο άρθρο 11, παράγραφος 3 αναφέρεται: *‘Στην έννοια των κινητών πραγμάτων της παραγράφου 1 (ΦΕΚ 194 Α’) περιλαμβάνονται τα αεροσκάφη και εξαιρούνται τα πλοία και τα πλωτά ναυπηγήματα, ενώ από τα ακίνητα εξαιρούνται τα οικόπεδα’*.

Σύμφωνα πάντως με την σχετική βιβλιογραφία⁷ η εξαίρεση των πλοίων και των πλωτών ναυπηγημάτων προκύπτει έμμεσα, καθώς στο προαναφερθέν άρθρο του ν. 2367/1995 μπορεί να δοθεί η ερμηνεία ότι δεν απαγορεύεται η χρηματοδοτική μίσθωση πλοίων, αλλά ότι απλά δεν διέπεται από το νόμο για κινητά πράγματα, αλλά από τις σχετικές ρυθμίσεις για τα ακίνητα. Συνεπώς, οι οποιοσδήποτε μεταβολές στην κυριότητα του πλοίου μπορούν να δημοσιευθούν μέσω της εγγραφής τους στα αντίστοιχα βιβλία νηολογίου.

Ανεξάρτητα βέβαια από την οποιαδήποτε ερμηνεία που μπορεί να δοθεί στο συγκεκριμένο νόμο, διαφαίνεται επιτακτική η ανάγκη διασάφησης του ρυθμιστικού πεδίου, ενώ αποτελεί προσωπική άποψη ότι για τα πλοία που είναι εγγεγραμμένα στο ελληνικό νηολόγιο δεν προκύπτει πρόβλημα χρηματοδοτικής μίσθωσης, καθώς η απαιτούμενη διαφάνεια τηρείται με τα βιβλία νηολογίων όπως προαναφέρθηκε.

5.8 Συμπεράσματα

Όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή, η χρηματοδοτική μίσθωση δεν είναι η δημοφιλέστερη μέθοδος χρηματοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, καθώς προβλέπει μεγάλη προσοχή και πολυπλοκότητα στον σχεδιασμό του συμβολαίου χρηματοδοτικής μίσθωσης. Ωστόσο, οι προβλέψεις είναι ότι στα επόμενα έτη, καθώς οι πλοιοκτήτες θα αναζητούν εναλλακτικές και επιπλέον μορφές χρηματοδότησης, θα αποκτούν ένα αυξανόμενο μερίδιο στο σκηνικό χρηματοδότησης. Το γεγονός αυτό ενισχύεται από την εμφάνιση καινούργιων προϊόντων που εκμεταλλεύονται όχι τα φορολογικά οφέλη που ούτως ή άλλως δεν θα είχαν οι Ναυτιλιακές επιχειρήσεις, αλλά την δυνατότητα εκμετάλλευσης από άλλες επιχειρήσεις του γεγονότος ότι οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι στην ουσία φορολογικά αδιάφορες.

Βιβλιογραφία κεφαλαίου

1. Heydt, Bruce, 'A Time to Lease?', Chilton's Distribution for Traffic & Transportation Decision Makers, Αύγουστος 1982, τεύχος 8, Σελ 26
2. Ανώνυμος, 'Best of boat worlds', Asset finance international, Λονδίνο, Οκτώβριος 1997, Τεύχος 243, Σελ 20
3. Sean Keating, 'Shipping in the NPV benefits', Asset Finance International. Λονδίνο, Οκτ 1997 Τεύχος 243, Σελ 16
4. Gelatius, Gens, 'Avoiding dry land' Asset finance & Leasing digest, Ιούλιος / Αύγουστος 1994, Τεύχος 211, Σελ 35
5. Αρτίκης, Π Γεώργιος, 'Χρηματοδοτική Μίσθωση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων', Εκδόσεις Interbooks, 2002.
6. Γεωργιάδης, Απόστολος, 'Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας' Σελ 40, 'Γλοίο ή πλωτό ναυπήγημα'
7. Γεωργιάδης, Απόστολος, ο.π.

Κεφάλαιο 6 : Η άντληση κεφαλαίων από τις κεφαλαιαγορές για την ναυτιλία

6.1 Εισαγωγή

Στην εξέταση των μορφών χρηματοδότησης στις οποίες μπορεί μια ναυτιλιακή επιχείρηση να αναζητήσει κεφάλαια για την ικανοποίηση των επενδυτικών της αναγκών, αποτελεί θεμελιώδες ερώτημα η αιτία στην οποία οι επιχειρήσεις αυτές δεν καταφεύγουν στα χρηματιστήρια (διεθνή ή εγχώρια) για την άντληση κεφαλαίων. Το ερώτημα αυτό αποτελεί και θεμελιώδη αφορμή για την επιλογή του θέματος.

Αναζητώντας διεθνείς αγορές κεφαλαίου στις οποίες βρίσκονται εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες, οι πιο σημαντικές είναι αυτές της Νέας Υόρκης, του Όσλο, του Λονδίνου και του Λουξεμβούργου, ενώ οι Ασιατικές αγορές (και κυρίως αυτή του Hong Kong) έχει αρχίσει να επιδुकνείει αξιόλογες απόπειρες άντλησης κεφαλαίων. Σύμφωνα με τον Κύριο Λάμπρο Θεοδώρου, Τμηματάρχη της EFG Eurobank Εργασίας για τον ναυτιλιακό τομέα, οι οποιοσδήποτε απόπειρες Ελλήνων πλοιοκτητών στο παρελθόν για άντληση κεφαλαίων απο διεθνή χρηματιστήρια, στέφθηκαν από αποτυχία.

6.2 Λόγοι για τους οποίους οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν εισάγονται σε κεφαλαιαγορές

- Η είσοδος σε αγορές κεφαλαίου απαιτεί πλήρη διαφάνεια χρηματοοικονομικών καταστάσεων, όπως αναφέρθηκε και σε

προηγούμενα κεφάλαια γεγονός με το οποίο οι περισσότεροι Έλληνες πλοιοκτήτες δεν θέλουν να συμμορφωθούν.

- Απαιτείται η αλλαγή του υποδείγματος της διοίκησης της ενδιαφερόμενης επιχείρησης, καθώς απαιτείται η έκδοση συχνών χρηματοοικονομικών καταστάσεων ελεγμένων από Ορκωτούς λογιστές.
- Η άντληση κεφαλαίων από χρηματιστήρια στοιχίζει για την αρχική εισαγωγή (Initial Public Offering). Τέτοια έξοδα μπορεί να είναι:
 - Η αμοιβή του συμβούλου έκδοσης των μετοχών ο οποίος αναλαμβάνει να παρουσιάσει την επιχείρηση έτοιμη ενώπιον της εκάστοτε επιτροπής κεφαλαιαγοράς.
 - Η αμοιβή του χρηματοοικονομικού οργανισμού που θα αναλάβει την έκδοση των μετοχών.
 - Τα έξοδα για την επιχείρηση να κάνει γνωστό σε πιθανούς επενδυτές την εισαγωγή της σε αγορά κεφαλαίων με σκοπό την προσέλκυση τους (Road Show Expenses).
- Οι εταιρείες αυτού του είδους έχουν την τάση να εισάγονται στο χρηματιστήριο με κεφαλαιοποίηση μικρότερη της πραγματικής τους αξίας (At a discount). Αυτό συνεπάγεται ότι οι πλοιοκτήτες έχουν την αίσθηση ότι δεν λαμβάνουν μια δίκαιη τιμή (fair value) για την επιχείρησή τους.
- Η είσοδος των επιχειρήσεων αυτών στο χρηματιστήριο συνεπάγεται χρονοβόρες διαδικασίες από την άποψη της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, καθώς χρειάζεται η συναίνεση του Διοικητικού Συμβουλίου και της Γενικής Συνέλευσης των Μετόχων. Όμως, η

κερδοφορία της επιχείρησης πολλές φορές εξαρτάται από την ταχύτητα με την οποία λαμβάνονται αποφάσεις και κυρίως αυτές για την πώληση ή αγορά πλοίων. Επιπλέον, αν μπει σε διαδικασία πώλησης η επιχείρηση θα συγκεντρώσει λιγότερα χρήματα από την πώληση των μετοχών στο χρηματιστήριο.

- Οι πλοιοκτήτες έχουν την τάση να αγοράζουν πλοία όταν οι τιμές είναι χαμηλές. Χαμηλές τιμές πλοίων όμως συνεπάγονται και ύφεση στην αγορά όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή. Η άντληση κεφαλαίων όμως σε περίοδο ύφεσης είναι δύσκολη, γιατί το επενδυτικό κοινό πρέπει να εμπιστευθεί την δυναμική κερδοφορίας της επιχείρησης.
- Το σκεπτικό της αγοράς σε χαμηλές τιμές και της πώλησης πλοίων σε υψηλές τιμές εάν πετύχει, δίδει μεγάλα περιθώρια κέρδους στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Η επιτυχία οποιασδήποτε υπεραξίας στην όμως στην περίπτωση που η επιχείρηση έχει αντλήσει κεφάλαια από κεφαλαιαγορές, θα πρέπει να μοιραστεί στους μετόχους, ενώ στην περίπτωση που η επιχείρηση έχει αντλήσει κεφάλαια από τραπεζικό δανεισμό, παραμένουν σταθερές οι αποπληρωμές (τοκοχρεολύσια).
- Η κοινή αποδοχή ότι ο ναυτιλιακός κλάδος είναι μια βιομηχανία αρκετά άγνωστη στο επενδυτικό κοινό, η φύση της οποίας μπορεί να προκαλέσει πανικό με άμεσα αποτελέσματα στην κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων.

Παρόλο βέβαια που υπάρχουν τόσοι πολλοί ανασταλτικοί παράγοντες, αρκετές ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν αρχίσει δειλά να προσεγγίζουν αγορές κεφαλαίων, με κυριότερους σκοπούς την αγορά ή κατασκευή πλοίων. Άλλες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα χρηματιστήρια για την αναδιάρθρωση της

κεφαλαιακής τους δομής και την αποπληρωμή παλαιότερων δανείων, ενώ άλλες για την αποκόμιση κεφαλαιακών κερδών μέσω της αγοραπωλησίας τίτλων (Asset play)¹,

6.3 Η σημερινή πραγματικότητα

Σύμφωνα με στοιχεία της Tradewinds την 20^η Φεβρουαρίου 2004, σε όλα τα διεθνή χρηματιστήρια ήταν εισηγμένες 179 ναυτιλιακές και παραναυτιλιακές επιχειρήσεις η κεφαλαιοποίηση των οποίων έφτανε τα 274.095 δις Δολάρια. Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει τις 30 χώρες στα χρηματιστήρια των οποίων υπάρχουν εγγεγραμμένες ναυτιλιακές και παραναυτιλιακές επιχειρήσεις (Στοιχεία Φεβ 2004).

Πίνακας 6.1: Αριθμός και κεφαλαιοποίηση ναυτιλιακών εταιρειών διεθνώς

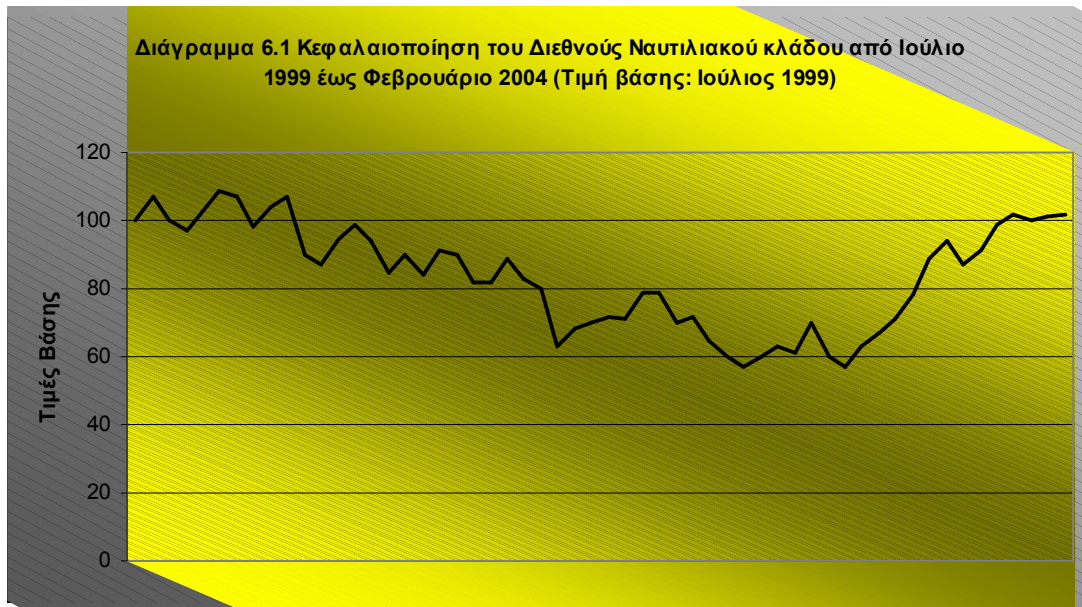
| A/A | Χώρα / Χρηματιστήριο εγγραφής | Κεφαλαιοποίηση (Εκ. Δολάρια) | Αριθμός επιχειρήσεων |
|-----|----------------------------------|---------------------------------|-------------------------|
| 1 | Η.Π.Α., Νέα Υόρκη | 52.659 | 27 |
| 2 | Χονγκ Κονγκ | 39.924 | 9 |
| 3 | Δανία, Κοπεγχάγη | 39.668 | 5 |
| 4 | Αυστραλία | 36.368 | 2 |
| 5 | Ιαπωνία | 31.739 | 17 |
| 6 | Σιγκαπούρη | 11.415 | 14 |
| 7 | Η.Β, Λονδίνο | 10.139 | 9 |
| 8 | Νορβηγία, Όσλο | 9.005 | 18 |
| 9 | Ταϊβάν, Ταϊπέι | 7.517 | 8 |
| 10 | Νότια Κορέα, Σεούλ | 6.522 | 7 |
| 11 | Μαλαισία, Κουάλα Λουμπούρ | 6.391 | 7 |
| 12 | Γερμανία | 5.215 | 5 |
| 13 | Ολλανδία, Άμστερνταμ | 3.865 | 4 |
| 14 | Ινδία | 2.007 | 8 |
| 15 | Καναδάς | 1.883 | 2 |
| 16 | Ταϊλάνδη | 1.724 | 4 |
| 17 | Βέλγιο, Βρυξέλλες | 1.202 | 2 |
| 18 | Φινλανδία, Ελσίνκι | 1.198 | 3 |
| 19 | Ελλάδα, Αθήνα | 1.112 | 5 |
| 20 | Χιλή, Σαντιάγκο | 956 | 1 |
| 21 | Σουηδία, Στοκχόλμη | 747 | 6 |
| 22 | Ισλανδία, Ρεϊκιαβικ | 691 | 1 |
| 23 | Κίνα | 577 | 3 |
| 24 | Ιταλία, Μιλάνο | 523 | 3 |

| | | | |
|----|---------------------|-----|---|
| 25 | Ινδονησία, Τζακάρτα | 388 | 3 |
| 26 | Νότια Αφρική | 326 | 1 |
| 27 | Λατβία, Ρίγα | 175 | 1 |
| 28 | Φιλιππίνες, Μανίλα | 82 | 2 |
| 29 | Γαλλία, Παρίσι | 58 | 1 |
| 30 | Δημ Τσεχίας | 19 | 1 |

Πηγή: Tradewinds, Feb 2004

Είναι φανερή η υπεροχή του Χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης (και αριθμητικά, αλλά και σε κεφαλαιοποίηση). Ακολουθούν παραδοσιακές ναυτιλιακές χώρες οι οποίες έχουν εγγεγραμμένες κυρίως εταιρείες μεταφοράς Ε/Κ οι οποίες από την φύση της εργασίας τους έχουν μεγάλη κεφαλαιοποίηση. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, η Αυστραλία, η οποία ενώ έχει εγγεγραμμένες μόνο δυο επιχειρήσεις, βρίσκεται στην 4^η θέση παγκοσμίως σύμφωνα με την κεφαλαιοποίηση των επιχειρήσεων της. Η Ελλάδα, βρίσκεται στην 19^η θέση παγκοσμίως, αν και στο ΧΑΑ είναι εγγεγραμμένες μόνο 5 επιχειρήσεις της Ελληνικής Ακτοπλοΐας.

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει την διαμόρφωση της αξίας όλων των μετοχών του διεθνούς ναυτιλιακού κλάδου από τις 7 Ιουλίου 1999 έως και την 18^η Φεβρουαρίου 2004, σε τιμές βάσης, με βάση το 100 στις 7 Ιουλίου 1999.



Πηγή : Tradewinds, Φεβρουάριος 2004

Από τον παραπάνω πίνακα γίνεται φανερό ότι η αξία του κλάδου παρουσίασε σημαντική πτώση της τάξεως του 45%, έως ότου αρχίσει να ανακάπτει στα τέλη του 2003, ακολουθούμενη από την σημαντική ανάκαμψη στις τιμές των ναύλων εκείνη την περίοδο. Βεβαίως, την περίοδο αυτή υπήρξαν ορισμένες συγκυρίες, όπως η βύθιση του δεξαμενοπλοίου Prestige και η επιτάχυνση των αλλαγών που προωθεί η Ε.Ε. όσον αφορά τις θαλάσσιες μεταφορές, γεγονότα που όξυναν το κλίμα στο ναυτιλιακό κλάδο.

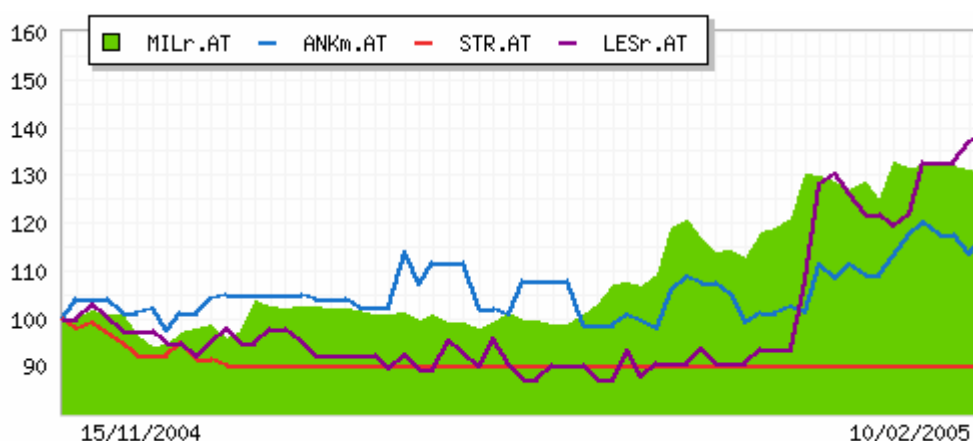
6.4 Η Ελληνική πραγματικότητα

Η οποιαδήποτε ανάπτυξη υπήρξε την τελευταία δεκαετία στον κλάδο της ναυτιλίας στο Ελληνικό χρηματιστήριο, προέρχεται από τις πέντε ακτοπλοϊκές εταιρείες που πραγματοποιούν γραμμές στην Ελληνική εγχώριο, συνδέουν την Ελλάδα με την Ιταλία μέσω Αδριατικής, καθώς και πραγματοποιούν ορισμένες γραμμές στη Βαλτική θάλασσα. Παρόλο που η δραστηριότητα στο κλάδο είναι μικρή, έχουν υπάρξει συζητήσεις και εκδηλώσεις ενδιαφέροντος

για την εισαγωγή και ποντοπόρων επιχειρήσεων στο ελληνικό χρηματιστήριο. Κυριότερες αιτίες περισυλλογής υπήρξαν η μείωση των εγγεγραμμένων πλοίων στο ελληνικό νηολόγιο, και η αύξηση του μέσου όρου ηλικίας των ποντοπόρων πλοίων της ελληνικής ναυτιλίας².

Ωστόσο, η είσοδος και επιχειρήσεων της ποντοπόρου Ελληνικής ναυτιλίας στην Ελληνική κεφαλαιαγορά βρίσκεται ακόμη στην φάση των συζητήσεων και όρων με τους οποίους αυτό θα μπορούσε να επιτευχθεί, και για τον λόγο αυτό ο κλάδος της ναυτιλίας στην ελληνική κεφαλαιαγορά ακόμη συναντάται με τον όρο Επιβατηγός Ναυτιλία. Το παρακάτω διάγραμμα, απεικονίζει την διαμόρφωση των τιμών των τεσσάρων κυριότερων επιχειρήσεων της ελληνικής ακτοπλοΐας (Μινοϊκές Γραμμές, Ανώνυμη Ναυτιλικακή Εταιρεία Κρήτης, Blue Star Ferries, Ναυτιλιακή Εταιρεία Λέσβου) που βρίσκονται εισηγμένες στην ελληνική κεφαλαιαγορά το τελευταίο τρίμηνο. Από το παρακάτω διάγραμμα, γίνεται φανερό ότι οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων παρουσιάζουν αύξηση, η οποία ακολουθείται και από την αύξηση στον γενικό δείκτη του ΧΑΑ. Η αύξηση αυτή όπως φαίνεται, είναι γενική για όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου.

Διάγραμμα 6.2 : Εύρος τιμών μετοχών της ελληνικής ακτοπλοΐας



Πηγή: www.ase.gr

6.4.1 Ο ρόλος της ποντοπόρου ναυτιλίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Έως τις μέρες μας η ελληνική ποντοπόρος ναυτιλία δεν έχει επιδείξει καμία εγγραφή στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο ρόλος της έχει περιοριστεί έως τώρα σε διαπραγματεύσεις μεταξύ των συμβαλλομένων μερών για τους όρους εγγραφής τέτοιων επιχειρήσεων³. Οι διαπραγματεύσεις για την εισαγωγή και πλοίων της ποντοπόρου ναυτιλίας στο ελληνικό χρηματιστήριο προβλέπουν την ίδρυση μιας ειδικής ανώνυμης εταιρείας, σκοπός της οποίας δεν θα είναι μόνο η πλοιοκτησία, αλλά και η συμμετοχή με την δυνατότητα απόκτησης μετοχών και σε άλλες ναυτιλιακές ή εταιρείες διαχείρισης πλοίων. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας πρέπει να ανέρχεται τουλάχιστον στα 30 εκ. Ευρώ, και πρέπει να αποτελείται από μετρητά και / ή συμμετοχές σε άλλες ναυτιλιακές εταιρείες.

Η καθιέρωση των μέτρων αυτών από την κυβερνητική πλευρά έχουν ως σκοπό αφ' ενός να προσεγγίσουν εταιρείες της ποντοπόρου ελληνικής ναυτιλίας στο ελληνικό χρηματιστήριο, και αφ' ετέρου, να θέσουν τις βάσεις για ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια που πρέπει να εμφανίζουν οι ναυτιλιακές εταιρείες που επιθυμούν εγγραφή, όπως είναι η ηλικία του στόλου, η ελάχιστη δυνατή ασφάλιση για περιβαλλοντική μόλυνση και η εγγραφή σε κοινά αποδεκτά ως ποιοτικά νηολόγια.

Η Ε.Ε. συμπληρώνει τους δικούς της όρους, με την οδηγία η εγγραφή να μπορεί να γίνεται και για εταιρείες που έχουν στην πλοιοκτησία τους πλοία

που φέρουν κοινοτική σημαία, ενώ η απόκτηση μεριδίου μετοχών σε βαθμό μεγαλύτερο του 50% σε άτομα μη μέλη της Ε.Ε. απαγορεύεται.

Βέβαια, οι διαπραγματεύσεις βρίσκονται σε πολύ πρωιμο στάδιο, και έπονται αρκετές συζητήσεις μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών, όπως είναι η Πανελλήνια Ναυτική Ομοσπονδία. Ωστόσο, υπάρχει μια κοινή αποδοχή του σκεπτικού για την παροχή φορολογικών οφελών και μειώσεων, αλλά και ορισμένων υποχρεώσεων, όπως είναι η ετήσια διανομή υπό την μορφή μερίσματος του 35% στους μετόχους.

6.5 Η αγορά των Η.Π.Α (New York Stock Exchange)

Το 2004, έπειτα από μια τετραετία 'λήθαργου' υπήρξε η πρώτη χρονιά όπου καταγράφηκαν αξιοσημείωτες αυξήσεις και στις τιμές των ναύλων όλων των τομέων της ναυτιλίας, αλλά και στις τιμές διάλυσης των πλοίων με άμεσο αποτέλεσμα την αύξηση των εταιρικών αποτελεσμάτων. Το γεγονός αυτό, σε συνάρτηση με την διαπίστωση ότι η κεφαλαιοποίηση των εταιρειών αυτών είναι μικρότερη της πραγματικής τους αξίας, έχει πυροδοτήσει για το 2005 μια κινητικότητα κεφαλαίων από άλλες παραδοσιακές μορφές επενδύσεων προς την ναυτιλία⁴.

Το φαινόμενο αυτό γίνεται κυρίως αντιληπτό σε επιχειρήσεις που εξειδικεύονται στην μεταφορά πετρελαιοειδών, όπου το 2001 η συνολική κεφαλαιοποίηση των εγγεγραμμένων εταιρειών στο NYSE ήταν 2 δις Δολάρια, ενώ στο τέλος του 2004 ήταν 12 δις Δολάρια. Οι επενδυτές πιστεύουν ότι οι συγκεκριμένες μετοχές τους προσφέρουν αξία, καθώς έχουν

εμπορευσιμότητα και μεταβλητότητα τιμών αλλά υπάρχει και αρκετός αριθμός επιχειρήσεων για να αντιπροσωπεύει κλάδο.

Οι εταιρείες μεταφοράς πετρελαιοειδών που είναι εγγεγραμμένες στον NYSE κατά σειρά μεγέθους είναι:

- Frontline
- Teekay
- OSG
- General Maritime
- Ship Finance International
- Tsakos Energy Navigation (TEN)
- Stelmar
- K-Sea
- Maritrans
- Top Tankers (Nasdaq)
- Nordic American Tankers (Nasdaq)
- Knightsbridge Tankers (Nasdaq)

Για το 2005, προβλέπεται ότι το φαινόμενο αυτό θα συνεχιστεί, καθώς οι τιμές του πετρελαίου παραμένουν σε αρκετά υψηλά επίπεδα σε συνάρτηση με την αυξημένη ζήτηση για πετρέλαιο από οικονομίες όπως η Κίνα και οι Ινδίες που κρατούν τους ναύλους σε αρκετά υψηλά επίπεδα.

6.6 Η Ασιατική Αγορά

Οι κυριότερες αγορές που συναντώνται εγγεγραμμένες ναυτιλιακές εταιρείες, σύμφωνα με το πίνακα 6.1, είναι αυτές του Χονγκ Κονγκ, της Αυστραλίας, της

Ιαπωνίας και της Σιγκαπούρης. Οι κυριότερες επιχειρήσεις που είναι εγγεγραμμένες στις χώρες αυτές, είναι εταιρείες μεταφοράς Ε/Κ που πραγματοποιούν γραμμές σύνδεσης Ανατολής / Δύσης. Η ασιατική αγορά χαρακτηρίζεται την τελευταία διετία επίσης από προσπάθειες συγκέντρωσης χρημάτων από επιχειρήσεις που βρίσκονταν στο παρελθόν υπό κρατικό καθεστώς και προσπαθούν να οργανωθούν με ιδιωτικοοικονομικά κριτήρια. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η προσπάθεια της China Shipping Container Lines να συγκεντρώσει χρήματα από την αγορά του Hong Kong, η οποία όμως χαρακτηρίστηκε ως η πλέον αποτυχημένη και από την άποψη του χρόνου στον οποίο επιλέχτηκε να γίνει η εγγραφή, αλλά και από την άποψη των χρημάτων τα οποία κατάφερε τελικά να συγκεντρώσει (η δημόσια εγγραφή τελικά πέτυχε να συγκεντρώσει 768 εκ Δολάρια Αμερικής).

6.7 Συμπεράσματα

Γίνεται αντιληπτό από τα προηγούμενα, ότι η Ελληνική κεφαλαιαγορά είναι ακόμη ανώριμη για να δεχτεί εγγραφές ποντοπόρων ναυτιλιακών επιχειρήσεων στο ΧΑΑ, και λόγω νομοθετικού πλαισίου, αλλά και λόγω δυνατότητας συγκέντρωσης κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό. Οι περισσότερες ναυτιλιακές επιχειρήσεις αναζητούν κεφάλαια σε ξένες αγορές, οι κυριότερες εκ των οποίων είναι της Νέας Υόρκης και του Όσλο.

Στις αγορές της Νέας Υόρκης οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μεταφορές πετρελαιοειδών παρουσιάζουν τα τελευταία χρόνια θετικά οικονομικά αποτελέσματα, ενώ επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μεταφορές Ε/Κ, δεν

έχουν την ίδια τύχη. Και αυτό γιατί χρειάζονται αναλογικά πολλαπλάσια χρήματα για αρχικές εισαγωγές

Τα χρήματα που συγκεντρώνονται από δημόσιες εγγραφές χρησιμοποιούνται κυρίως για την απόκτηση πλοίων και για συγχωνεύσεις και επιθετικές εξαγορές⁵. Ωστόσο, εκφράζονται σοβαρές ανησυχίες για την πιθανότητα δημιουργίας εξέχουσας χωρητικότητας, εάν οι νέες δημόσιες εγγραφές καταφέρουν να συγκεντρώσουν τα επιθυμητά χρήματα από την αρχική εγγραφή⁶. Η περίπτωση αυτή μπορεί να οδηγήσει σε ύφεση στην ναυτιλία, καθώς έχουν αναφερθεί στο εισαγωγικό κεφάλαιο οι επιπτώσεις της υπερπροσφοράς χωρητικότητας.

Τέλος, μολονότι υπάρχουν εταιρείες που έχουν προχωρήσει στην συγκέντρωση χρημάτων μέσω δημοσίων εγγραφών, το μέγεθος του κλάδου είναι τέτοιο, που αναγκαστικά σημαντικότεροι κάτοχοι τέτοιων μετοχών, γίνονται θεσμικοί μέτοχοι, που κατέχουν συνήθως το 60 – 80% των μετοχών των κυριότερων εταιρειών.

Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

1. Costas T. Grammenos and Chong Ju Choi, The Greek Shipping Industry. Regulatory Change and Evolving Organizational Forms, 1999
2. Ανώνυμος, Corporate Finance, Μάρτιος 2000 Τεύχος 184, Σελ 43
3. Ανώνυμος, ο.π.
4. Peter T. Leach, 'With Peter Shaerf, American Marine Advisors'. Journal Of Commerce, Νέα Υόρκη, Οκτ 2004.
5. Costas T. Grammenos and Chong Ju Choi, ο.π.
6. Tarquino, J. Alex, 'Shipping financing shifts direction' American Banker, Τεύχος 122

Επίλογος – Συμπεράσματα

Η παραπάνω ανάλυση ξεκίνησε έχοντας γνωστό εκ των προτέρων το γεγονός ότι η χρηματοδότηση των Ελλήνων πλοιοκτητών γίνεται κατά κύριο λόγο μέσω του ελληνικού και διεθνούς τραπεζικού συστήματος. Τα γενεσιουργά αίτια της κατάστασης αυτής, δεν ήταν δύσκολο να ευρεθούν, και αναφέρονται στο τρίτο κεφάλαιο της ανάλυσης αυτής.

Παρέμενε όμως το ερώτημα της αιτίας που οι συγκεκριμένοι επιχειρηματίες απείχαν από άλλες μορφές χρηματοδότησης, ενώ στο εξωτερικό παρουσιάζονταν αρκετές προσπάθειες και συμβόλαια πλοιοκτητών σε άλλες μορφές χρηματοδότησης. Οι αιτίες και πάλι, εντοπίζονται στην επιλογή των ελλήνων πλοιοκτητών σε συγκεκριμένο μοντέλο επιχειρηματικής δομής (ένα πλοίο – μια εταιρεία), το οποίο συνεπάγεται αδιαφάνεια των οικονομικών καταστάσεων που επιλέγουν να τηρούν, την οικογενειακή μορφή των επιχειρήσεων αυτών καθώς και την ευελιξία που τους παρέχει η συγκεκριμένη δομή. Οι έλληνες πλοιοκτήτες επίσης δρουν στον τομέα της ελεύθερης φορτηγού ναυτιλίας, όπου η ευελιξία αυτή είναι και καθοριστικής σημασίας στην επίτευξη θετικών οικονομικών αποτελεσμάτων.

Παρ' όλα τα προαναφερθέντα, οι γενικότερες εξελίξεις έχουν αλλάξει το πεδίο και στην ναυτιλιακή χρηματοδότηση και έχουν αναγκάσει τις επιχειρήσεις να εξετάζουν όλα τα ενδεχόμενα για εξεύρεση κεφαλαίων. Οι κυριότερες εξελίξεις, όπως προαναφέρθηκαν στα προηγούμενα κεφάλαια, είναι:

- Τα αυξημένα απαιτούμενα κεφάλαια για την ανανέωση του στόλου
- Οι ολοένα και αυξανόμενοι περιορισμοί και απαιτήσεις των διεθνών οργανισμών ως προς την αξιοπιστία και την ποιότητα των πλοίων.

- Οι αυξανόμενες τάσεις συγκέντρωσης (consortium) των επιχειρήσεων.
- Η μεταστροφή του εμπορίου σε καινούργια είδη στην αγορά ενέργειας (π.χ. πλοία μεταφοράς φυσικού αερίου) με υπέρογκες κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Οι τάσεις αυτές όπως είδαμε, οδηγούν τις επιχειρήσεις στην αναζήτηση των μορφών εκείνων χρηματοδότησης που θα αναδιαρθρώσουν την χρηματοοικονομική δομή τους για την βελτιστοποίηση του βαθμού χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Έτσι, οι επιχειρήσεις είτε επαναχρηματοδοτούν παλαιά δάνεια με νέες, πιο οικονομικές μορφές δανεισμού, είτε δανείζονται καινούργια κεφάλαια για τις επενδυτικές τους ανάγκες.

Οι ξένοι πλοιοκτήτες έχουν ήδη δείξει αρκετό ενδιαφέρον για τις νέες μορφές χρηματοδότησης και οι απόπειρες τους καταγράφονται κυρίως στα μεγαλύτερα ναυτιλιακά κέντρα, όπως είναι της Νέας Υόρκης, του Λονδίνου και του Όσλο. Είναι όμως αρκετές και οι ελληνικές επιχειρήσεις που έχουν επιλέξει αλλαγή πλεύσης στην χρηματοδότηση τους πιστεύοντας ότι η αλλαγή αυτή θα έχει μεγαλύτερα οφέλη από τις οποιεσδήποτε απώλειες στην αλλαγή της επιχειρηματικής τους φιλοσοφίας. Τα αποτελέσματα των προσπάθειών αυτών των επιχειρήσεων είναι αντικρουόμενα. Έτσι, υπάρχουν επιχειρήσεις που καταγράφουν θετικές αξίες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης, ενώ έχουν υπάρξει και περιπτώσεις όπου η έκδοση δανείων με ομόλογα δεν έφεραν τα επιθυμητά αποτελέσματα.

Τελειώνοντας, και αποδεχόμενοι τις εκτιμήσεις της σχετικής βιβλιογραφίας της εργασίας αυτής, αποτελεί γεγονός η αυξανόμενη τάση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων να αναζητούν διαφορετικά κεφάλαια από εκείνα του τραπεζικού δανεισμού για την ικανοποίηση των επενδυτικών τους αναγκών. Το γεγονός αυτό θα ενισχύεται καθώς οι επιχειρήσεις αποκτούν περισσότερη εμπειρία στον τομέα αυτό, αλλά και ο κλάδος θα γίνεται γνωστός στο ευρύτερο κοινό που δειλά δειλά αποφασίζει να επενδύσει χρήματα στο ναυτιλιακό κλάδο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης Π. Γεώργιος, 'Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων', Εκδόσεις Interbook, Αθήνα, 2002.
2. Απόστολος, Γεωργιάδης, 'Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας'
3. Γ.Π. Βλάχος, 'Βασικές Αρχές της Ναυτιλιακής Επιστήμης', Εκδόσεις ΤΖΕΪ & ΤΖΕΪ Ελλάς, 1999.
4. Γ.Π.Βλάχος, 'Θεωρία και Πρακτική των Ναυλώσεων', Εκδόσεις Τζεί & Τζει Ελλάς, 2000.
5. Κ. Γκιζιάκης, 'Εισαγωγή στις Ναυλώσεις', Εκδόσεις Α. Σταμούλης, 2002

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Block, Stanley B. and Geoffrey A. Hirt, Foundations of Financial Management, Mc Graw Hill, 1997.
2. Branch, Alan. E., Elements of Shipping, sixth edition, Chapman & Hall, 1992.
3. Brigham, Eugene F, Fundamentals of Financial Management, 1995.
4. Brealey, R.A.& Myers S.C, Principles of corporate finance, Mc Graw Hill, New York, 1996
5. Cherry, Richard T., Introduction to Business Finance, 1970.
6. Metaxas, B. Flags of convenience, Gower, London, 1985
7. Mock, E. J., R. E. Schultz, R. G. Schultz, and D. H. Shuckett, Basic Financial Management, 1968.
8. Schultz, Raymond G. and Robert E. Shultz, Basic Financial Management, 1972.
9. Slogett, J. E., Shipping finance, Financing Ships and Mobile offshore Installations, Fairplay Publications, 1988.
10. Stopford, M. Maritime Economics, Unwin Hyman, London, 1988
11. Van Horne, Financial Management and Policy, 1971.

ΞΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Andrey, Pavlov, Robbing the bank, Non recourse lending and asset prices, Journal of Real estate finance and Economics, Kluwer economic publishes, 2004.
2. Ανώνυμος, 'Best of boat worlds', Asset finance international, Λονδίνο, Οκτώβριος 1997, Τεύχος 243, Σελ 20
3. Ανώνυμος, Corporate Finance, Μάρτιος 2000 Τεύχος 184, Σελ 43
4. Allen, David, "How Do You Leverage?" Management Accounting, London, May 1994
5. Cesa Files Trade Barriers Regulation Complaint against Korean shipbuilding subsidies: Executive Summary
6. Costas T. Grammenos and Chong Ju Choi, The Greek Shipping Industry. Regulatory Change and Evolving Organizational Forms, 1999
7. Doherty, Jacqueline, 'Trading points: Sailing with Uncle Sam's special shipping issues;a bond strategy to beat the S&P 500 stock index' Barron's: Apr 12, 1999. Vol. 79, Iss. 15
8. Donn, Clifford & Morris, Richard, 'Global competition and Shipping industrial relations, Australia and the U.S. compared'.
9. Faulkender, Michael & Petersen A. Mitchell, 'Does the source of capital affect capital structure'?

10. Gelatius, Gens, 'Avoiding dry land' Asset finance & Leasing digest,
Ιούλιος / Αύγουστος 1994, Τεύχος 211, Σελ 35
11. Ghosh, Dilip K. and Robert G. Sherman, "Leverage, Resource Allocation and Growth," Journal of Business Finance & Accounting, June 1993
12. Grammenos, C.T. 'Raising equity funds for shipping companies in the capital markets' City University business school, London 1995
13. Heydt, Bruce, 'A Time to Lease?', Chilton's Distribution for Traffic and Transportation decision makers, Αύγουστος 1982, Τεύχος 8
14. Hurst. A. Melissa, "The role of flag state in shipping finance – Distinguishing between flags", Marine Money Week presentation, June 18, 2001
15. International Maritime Organization 'International Safety Management Code' ISM, London, 1994
16. Klikauer, Thomas & Donn, Clifford, Global competition and Shipping industrial relations.
17. Lang, Larry, Eli Ofek, and Rene M. Stulz, "Leverage, Investment, and Firm Growth," Journal of Financial Economics, January 1996.
18. Leggate, H.K. 'A European perspective on bond finance for the shipping industry' MARIT. POL.MGMT., 2000, VOL. 27, NO. 4

19. Lucentini, Jack, 'Possible bond default by Greek Shipowner may be harbinger of financial troubles' Journal of commerce, New York, Jan 25, 1999
20. Lucentini, Jack, 'Alpha bond default signals charter trend' Journal of Commerce. New York: Feb 17, 1999.
21. Quinn, Lawrence Richter, 'Investment bankers take new interest in junk bonds (5th edition)', Journal of Commerce, New York: Nov 23, 1998.
22. Peter T. Leach, 'With Peter Shaerf, American Marine Advisors'. Journal Of Commerce, Νέα Υόρκη, Οκτ 2004.
23. Petropoulos, Ted: 'Identifying trends and parametres in Shipping Finance', Petrofin's online library, 1998
24. Ralf, Elsas, Collateral, Default risk and relationship lending : An empirical study on Financial contracting. CFS center for financial studies, 25 Νοεμβρίου, 2000
25. Ralf, Elsas, Learning on the determinants of relationship lending, Department of finance, Goethe university, Frankfurt, 9 Οκτωβρίου, 2002
26. Sean Keating, 'Shipping in the NPV benefits', Asset Finance International. Λονδίνο, Οκτ 1997 Τεύχος 243
27. Tarquinio, J. Alex, 'Shipping financing shifts direction' American Banker, 00027561, 06/29/98, Vol. 163, Issue 122

28. Tarquino, J. Alex, 'Rough water seen ahead for shipping junk bonds'
American Banker, 02/08/99, Vol. 164 Issue 25

29. Woolley, Scott, 'What, me worry?' Forbes, 9/2/2002, Vol. 170 Issue 4