

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

στην

ΝΑΥΤΙΛΙΑ

**ΤΕΧΝΙΚΕΣ – ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝ
ΟΙ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΕΣ ΕΤΑΙΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗ ΛΗΨΗ ΤΩΝ
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΤΟΥΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ**

Τζωρτζόγλου Γεώργιος

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς ως
μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος

Ειδίκευσης στη Ναυτιλία

Πειραιάς

Νοέμβριος 2011

ΔΗΛΩΣΗ ΑΥΘΕΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Το άτομο το οποίο εκπονεί την Διπλωματική Εργασία φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στην βάση των εξής παραγόντων: του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (εμπορικός, μη κερδοσκοπικός ή εκπαιδευτικός), της φύσης του υλικού, που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες ή χάρτες), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος, που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή στη γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου.

ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την Τριμελή Εξεταστική Επιτροπή που ορίστηκε από τη ΓΣΕΣ του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών Πανεπιστημίου Πειραιώς σύμφωνα με τον Κανονισμό Λειτουργίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Ναυτιλία.

Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Ανδρέας Γ. Μερίκας (Επιβλέπων)
- Ελευθέριος Θαλασσινός
- Σωτήριος Θεοδωρόπουλος

Η έγκριση της Διπλωματικής Εργασίας από το Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς δεν υποδηλώνει αποδοχή των γνώμων του συγγραφέα.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ / ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ξεκινώντας τη φοίτηση στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα της Ναυτιλίας του Πανεπιστημίου Πειραιώς, είχα ως στόχο την απόκτηση μιας ανωτάτου επιπέδου κατάρτισης στο συγκεκριμένο κλάδο, εξετάζοντας τη λειτουργία του από οικονομολογική σκοπιά. Πίστευα ότι με αυτόν τον τρόπο θα μπορούσα να συνδυάσω τις γνώσεις μου ως απόφοιτος του τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς και την έως τώρα επαγγελματική μου σταδιοδρομία στον τραπεζικό τομέα, με ένα νέο αντικείμενο, το οποίο αποτελεί και την ατμομηχανή της ελληνικής οικονομίας. Έχοντας ως κίνητρο την εμβάθυνση σε ένα νέο πεδίο, με νέες έννοιες, εξερευνώντας μια συγκεκριμένη αγορά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της και συνδυάζοντας τις μέχρι τώρα γνώσεις και εμπειρίες μου, το αποτέλεσμα ήταν ιδιαίτερα θετικό για εμένα, δίνοντάς μου τα εφόδια για να ανταποκριθώ στις σημερινές απαιτήσεις του επιχειρηματικού ναυτιλιακού κόσμου.

Η εκπόνηση της συγκεκριμένης μελέτης στηρίζεται σε πρωτογενή στοιχεία μέσα από την ελληνική ναυτιλιακή αγορά τα οποία συλλέξαμε με τη μέθοδο των ερωτηματολογίων. Για αυτό θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά όλους τους επιχειρηματίες και τους υπεύθυνους των οικονομικών τμημάτων οι οποίοι συμμετείχαν στην έρευνα. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τους επιστημονικούς συνεργάτες κκ Σιγάλα Χρήστο και Πολέμη Διονύσιο για την πολύτιμη βοήθειά τους στη σύνταξη των ερωτηματολογίων καθώς και τους καθηγητές κκ Ελευθέριο Θαλασσινό και Σωτήριο Θεοδωρόπουλο. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω ιδιαίτερα τον υπεύθυνο επιστημονικό Καθηγητή κ. Ανδρέα Γ. Μερικά για τη στήριξή του καθόλη τη διάρκεια συγγραφής της εργασίας

μου και για τις χρήσιμες συμβουλές και παρατηρήσεις του. Εννοείται ότι για οποιαδήποτε λάθη και παραλήψεις οι ευθύνες βαρύνουν τον συγγραφέα.

Πειραιάς, 01/11/2010

Γεώργιος Τζωρτζόγλου

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΔΙΑ

...αφιερωμένο στη Ζωή

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Ο κλάδος της ναυτιλίας αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους τομείς ανάπτυξης της εθνικής μας οικονομίας. Βασικός παράγοντας της επιτυχημένης πορείας των επιχειρήσεων του κλάδου αποτελεί η ορθή επιλογή των μεθόδων που είναι απαραίτητες για τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων. Μέχρι σήμερα δεν έχουν υπάρξει αξιολογές ακαδημαϊκές έρευνες στο συγκεκριμένο πεδίο.

Με την παρούσα έρευνα φιλοδοξούμε να αναλύσουμε το πλαίσιο αυτών των μεθόδων που εφαρμόζουν σήμερα οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα σκοπεύουμε να μελετήσουμε: τις οικονομικές τεχνικές που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την έγκριση/απόρριψη των επενδυτικών τους σχεδίων, τη σημαντικότητα του προσδιορισμού του κεφαλαιακού κόστους στα επενδυτικά τους σχέδια, καθώς επίσης και τις μεθόδους υπολογισμού του, τους παράγοντες κινδύνου που επηρεάζουν την επιλογή τους για μακροπρόθεσμο-βραχυπρόθεσμο δανεισμό ή έκδοση νέων μετοχών, τις στρατηγικές που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για να οργανώσουν τους μεσομακροπρόθεσμους στόχους και την οικονομική πολιτική τους. Ακόμη γίνεται ανάλυση της επενδυτικής συμπεριφοράς μεταξύ μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων. Επιπλέον γίνεται σύγκριση των μεθόδων που χρησιμοποιούν οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις με τις μεθόδους που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις των λοιπών κλάδων της οικονομίας.

Η μέθοδος της ανάλυσης διεξάγεται με τη χρήση ερωτηματολογίου, το οποίο έχει δομηθεί με τέτοιο τρόπο ούτως ώστε να συμπληρώνεται εύκολα, γρήγορα και με σαφήνεια, εξυπηρετώντας τους στόχους που έχουμε θέσει.

Λέξεις κλειδιά: μέθοδοι, στρατηγικές, επενδύσεις, δανεισμός, μετοχές.

ABSTRACT

Shipping industry is one of the major growth areas of our national economy. A key factor for the successful development of this industry is the proper choice of methods which are necessary for shipping enterprises to take their investment decisions. So far there are no significant academic researches in this field.

The major purpose of this study is to analyze the function of these methods that Greek shipping companies use today. Specifically we intend to study: financial techniques used by shipping companies for approval / rejection of their investment plans, the importance of determining the capital cost of the investment projects and methods of calculation, risk factors affecting their choice for short-term borrowing or issuing new shares, the strategies used by shipping companies to organize the medium to longer targets and financial policy. Also, we analyze the investment behaviour of small and large size companies. Additionally, we make a comparison between the techniques that Greek shipping companies and other sectors companies are used.

The method of analysis is conducted using a questionnaire, which is structured in such a way as to make easy, fast and clear, serving the goals we have set.

Keywords: techniques, strategies, investments, debt, stocks.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΜΕΡΟΣ Α΄

Εισαγωγή.....	σελ.9
Κεφάλαιο 1 ^ο -Χαρακτηριστικά ναυτιλιακής αγοράς και επενδύσεων.....	σελ.12
1.1.Σύνδεση παγκόσμιας οικονομίας με την ναυτιλία.....	σελ.12.
1.2.Παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία της ναυτιλίας.....	σελ.13
1.3.Ναυτιλιακοί κύκλοι-χαρακτηριστικά.....	σελ.15
1.4.Ναυτιλιακές επενδύσεις-χαρακτηριστικά γνωρίσματα και κίνδυνο.....	σελ.19
Κεφάλαιο 2 ^ο –Τεχνικές αξιολόγησης ναυτιλιακών επενδύσεων.....	σελ.25
2.1.Εισαγωγή.....	σελ.25
2.2.Τεχνικές αξιολόγησης ναυτιλιακών επενδύσεων θεωρητική προσέγγιση.....	σελ.26
2.2.1.Καθαρά Παρούσα Αξία (<i>Net Present Value</i>).....	σελ.27
2.2.2.Μέθοδος εσωτερικής απόδοσης (<i>Internal Rate of Return</i>).....	σελ.28
2.2.3.Διαφορές <i>NPV vs IRR</i>	σελ.29
2.2.4.Μέθοδος επανείσπραξης (<i>Payback method</i>).....	σελ.31
2.2.5.Μέθοδος προεξοφλημένης επανείσπραξης).....	σελ.34
2.2.6.Μέθοδος <i> multiples</i> συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων και εταιρειών ...	σελ.36
2.2.7. <i>Multiples</i> ομοειδών συναλλαγών, κερδοφορίας και απόδοσης.....	σελ.37
2.2.8.Μέθοδος ανάλυσης ευαισθησίας (<i>sensitivity analysis</i>).....	σελ.38
2.2.9.Μέθοδος <i>Last done</i>	σελ.39
2.2.10.Μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (<i>APV</i>).....	σελ.40
2.3.Η σημασία της υπολειμματικής αξίας των πλοίων (<i>salvage value</i>) στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων.....	σελ.41
Κεφάλαιο 3 ^ο –Ανάλυση κεφαλαιακού κόστους ναυτιλιακών επενδύσεων.....	σελ.44
3.1.Ανάλυση στατιστικών μερών κεφαλαίου.....	σελ.44
3.2.Σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου.....	σελ.48
Κεφάλαιο 4 ^ο –Μορφές ναυτιλιακής χρηματοδότησης-χαρακτηριστικά.....	σελ.51
4.1.Τραπεζική χρηματοδότηση.....	σελ.51
4.2.Χρηματιστήριο-διαπραγμάτευση νέων μετοχών.....	σελ.55
4.3.Χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια του πλοικτήτη.....	σελ.60
4.4. <i>Cosy Equity</i> (μετατρέψιμο χρεώγραφο, μετοχές).....	σελ.61
4.5. <i>Leasing</i>	σελ.62
4.6.Πιστώσεις από ναυπηγεία.....	σελ.63
Κεφάλαιο 5 ^ο –Μέθοδοι στρατηγικής ναυτιλιακών επιχειρήσεων.....	σελ.64
5.1.Στρατηγική – έννοια και εφαρμογές.....	σελ.64
5.2.Εργαλεία εφαρμογής στρατηγικής.....	σελ.69
5.2.1. <i>Balancel Scorecard (BSC)</i>	σελ.70
5.2.2.Συγκριτική αξιολόγησης (<i>Benchmarking</i>).....	σελ.72
5.2.3. <i>Core competences analysis</i> -Ανάλυση βασικών ικανοτήτων.....	σελ.73
5.2.4. <i>Critical success factor</i> -Κρίσιμοι παράγοντες επιτυχίας.....	σελ.74
5.2.5.Ανάλυση των 5 ανταγωνιστικών δυνάμεων του κλάδου <i>Industry 5 force</i>).....	σελ.75
5.2.6.Σχεδιασμός βάσει σεναρίων (<i>Scenario Planning</i>).....	σελ.77
5.2.7. <i>SWOT analysis</i>	σελ.78

ΜΕΡΟΣ Β'

Κεφάλαιο 6 ^ο –Ανάλυση εφαρμοσμένης έρευνας.....σελ.81	
6.1.Περιγραφή των σταδίων διεξαγωγής της έρευνας.....σελ.81	
6.2.Ανάλυση στοιχείων ερωτηματολογίου.....σελ.85	
6.3.Συσχέτιση ναυτιλιακού κλάδου – λοιπών κλάδων της οικονομίας...σελ.115	
Συμπεράσματα.....σελ.127	
Παράρτημα ανάλυσης ερωτηματολογίου (πίνακες-διάγραμμα).....σελ.132	
Παράρτημα ερωτηματολογίου-Greek Version.....σελ.141	
Παράρτημα ερωτηματολογίου-English version.....σελ.146	
Βιβλιογραφία.....σελ.151	

ΜΕΡΟΣ Α΄

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ξεκινώντας την φοίτηση στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα της Ναυτιλίας ήμουν αποφασισμένος να εξειδικευτώ σε ένα αντικείμενο οικείο για εμένα λόγω αρχικών σπουδών και επαγγελματικής σταδιοδρομίας. Αυτό ήταν το αντικείμενο του χρηματοοικονομικού προγραμματισμού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα ήθελα να εντριφήσω στη μελέτη της οικονομικής βιωσιμότητας των επιχειρήσεων του κλάδου, στη πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών τους αναγκών, στην αξιολόγηση των επενδυτικών τους σχεδίων, στη βέλτιστη επιλογή των μεθόδων άντλησης των κεφαλαίων τους, στην εξασφάλιση της απαιτούμενης ρευστότητας (τόσο για τις επενδύσεις τους, όσο και για κεφάλαιο κίνησης) καθώς επίσης και στην αξιολόγηση των ανωτέρω στοιχείων για την χορήγηση δανείων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.

Όταν βρέθηκα στο στάδιο της επιλογής του θέματος για την εκπόνηση της Διπλωματικής Εργασίας και κατόπιν συζητήσεων με τον Επιστημονικό Υπεύθυνο Καθηγητή κ.Ανδρέα Γ. Μερικά διαπίστωνα ότι υπάρχει ένα κενό έρευνας πάνω στις μεθόδους λήψης των αποφάσεων των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Δηλαδή ότι δεν έχουν διεξαχθεί έρευνες τόσο στην Ελλάδα όσο και στο εξωτερικό σχετικά με τις οικονομικές μεθόδους και τις πολιτικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις του κλάδου σήμερα για την επίτευξη των μεσομακροπρόθεσμων στόχων τους. Η διεξαγωγή μιας τέτοιας μελέτης και μάλιστα στη φάση συλλογής και ανάλυσης πρωτογενών στοιχείων αποτέλεσε πρόκληση για εμένα αφού συνδυάζε α) ένα ανεξερεύνητο πεδίο έρευνας και ανάλυσης και β) την ενασχόληση με τον χρηματοοικονομικό προγραμματισμό των επιχειρήσεων, ο οποίος και άπτεται των βασικών ενδιαφερόντων μου.

Έτσι λοιπόν ανέλαβα να εκπονήσω τη μελέτη με θέμα « Τεχνικές-μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις κατά τη διαδικασία λήψης των επενδυτικών τους αποφάσεων». Προσπαθώντας να κατηγοριοποιήσω τα θέματα τα οποία θα αναλύσω, διέκρινα τις εξής περιπτώσεις: α) μιλώντας για τις τεχνικές-μεθόδους λήψης των επενδυτικών αποφάσεων αναφερόμαστε στα οικονομικά εργαλεία που χρησιμοποιούν σήμερα οι επιχειρήσεις του κλάδου, για την επίτευξη των επενδυτικών τους σχεδίων. Λέγοντας επενδυτικά σχέδια, εννοούμε την αγοραπωλησία νέων ή παλαιών πλοίων, την μετασκευή τους, καθώς και την εξαγορά/συγχώνευση ομοειδών επιχειρήσεων του κλάδου, β) ανάλυση στρατηγικών-

πολιτικών που εφαρμόζουν σήμερα οι επιχειρήσεις βάσει της σύγχρονης οικονομικής θεωρίας, γ) μελέτη των παραγόντων/κινδύνων που επηρεάζουν τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις στις αποφάσεις τους για την άντληση νέων κεφαλαίων δ) την αναγκαιότητα προσδιορισμού του κεφαλαιακού κόστους, και με ποια μέθοδο γίνεται αυτό και ε) τους παράγοντες επιλογής εναλλακτικών μορφών άντλησης κεφαλαίων (τραπεζικός δανεισμός, έκδοση μετοχών, μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο).

Για να καλύψουμε τα ανωτέρω πεδία και λόγω της φύσης της έρευνας, ήταν απαραίτητη η δημιουργία ενός ερωτηματολογίου και η αποστολή του προς τις ναυτιλιακές εταιρείες. Για την δημιουργία, τη μορφή, το είδος των ερωτήσεων εργαστήκαμε για 4 μήνες μελετώντας παλαιότερες έρευνες από το F.E.I. (Financial Executive Institute). Αποφασίστηκε το είδος των ερωτήσεων να έχουν πολλαπλές απαντήσεις ούτως ώστε να πετύχουμε μια ομογενοποίηση των απαντήσεων για να τις διαχειριστούμε καλύτερα στην ανάλυση. Επίσης με αυτόν τον τρόπο θα διευκολύνουμε τους ερωτούμενους στις απαντήσεις τους και θα επιτυγχάνουμε την άμεση συμπλήρωσή του. Οι ερωτήσεις που τέθηκαν καλύπτουν ολόκληρο το κεφάλαιο της απόφασης για μια ναυτιλιακή επένδυση (οικονομικές μέθοδοι, παράγοντες αποφάσεων, θετικά/αρνητικά μεθόδων άντλησης κεφαλαίων, στρατηγικές). Οι απαντήσεις που τέθηκαν με τη μορφή πολλαπλών επιλογών καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα παραγόντων που λαμβάνουν υπόψη τους οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις ανεξαρτήτως μεγέθους.

Η δομή της Διπλωματικής Εργασίας χωρίζεται σε δύο μέρη: το θεωρητικό και το πρακτικό. Στο πρώτο μέρος αναλύονται σε θεωρητική προσέγγιση όλα τα πεδία που εξετάζει μια ναυτιλιακή επιχείρηση για τη λήψη μιας επενδυτικής της απόφαση. Αρχικά στο πρώτο κεφάλαιο εξετάζονται τα χαρακτηριστικά του κλάδου της ναυτιλίας, η σύνδεση της ναυτιλίας με την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, ο τύπος των ναυτιλιακών επενδύσεων και οι σύνηθεις κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι πλοιοκτήτες σήμερα. Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι μέθοδοι - οικονομικές τεχνικές που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την αξιολόγηση των επενδύσεών τους. Αναφορικά εξετάζονται οι μέθοδοι της καθαρής παρούσας αξίας, του βαθμού εσωτερικής απόδοσης, της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας, της επανείσπραξης, του lost done, των δεικτών συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων/εταιρειών κλπ. Στο τρίτο κεφάλαιο εξετάζεται το κεφαλαιακό κόστος μιας ναυτιλιακής επένδυσης, πώς προσδιορίζεται και ποια μοντέλα χρησιμοποιούνται. Αναλύεται η κεφαλαιακή δομή μιας ναυτιλιακής επένδυσης (δανειακά κεφάλαια, παρακρατηθέντα

κέρδη, κοινό μετοχικό κεφάλαιο, προνομιούχες μετοχές) Επίσης γίνεται αναφορά στο μοντέλο CAPM, στο υπόδειγμα Gordon και στον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους WACC. Στο τέταρτο κεφάλαιο εξετάζονται οι μορφές άντλησης κεφαλαίων που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις και συγκεκριμένα, τον τραπεζικό δανεισμό, την έκδοση νέων μετοχών μέσω χρηματιστηρίου, η αυτοχρηματοδότηση, η ενδιάμεση χρηματοδότηση, οι πιστώσεις από ναυπηγεία και το leasing. Στο πέμπτο κεφάλαιο εξετάζονται οι Στρατηγικές που χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των μεσοπρόθεσμων επενδύσεων και αναλύονται εργαλεία στρατηγικής όπως η SWOT analysis, η μέθοδος benchmarking, balanced score, η χρήση σεναρίων κλπ.

Στο δεύτερο μέρος εξετάζεται το πρακτικό μέρος της έρευνας. Έτσι στο έκτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα στάδια της έρευνας, τα εργαλεία που χρησιμοποιήθηκαν, η επιλογή του δείγματος. Εν συνεχεία παρουσιάζονται τα ευρήματα της έρευνας με περιγραφική στατιστική ανάλυση. Στο επόμενο στάδιο γίνεται ανάλυση των αποτελεσμάτων, σύγκριση μεταξύ μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων, συσχέτιση της θεωρίας με την πράξη καθώς και της ναυτιλίας με τους λοιπούς κλάδους της οικονομίας. Η έρευνα συμπληρώνεται με πίνακες και διαγράμματα, τα οποία παρουσιάζονται μαζικά στην ενότητα του παραρτήματος.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο Χαρακτηριστικά ναυτιλιακής αγοράς και επενδύσεων

1.1.Σύνδεση της παγκόσμιας οικονομίας με την ναυτιλία.

Όπως είναι γνωστό, το ανθρώπινο είδος από την στιγμή της εμφάνισής τους στη γη έως σήμερα κάνει έναν συνεχή αγώνα για να ικανοποιήσει κάποιες βασικές ανάγκες του π.χ. τροφή, νερό, στέγη, ένδυση, υπόδηση κλπ. Κάποιες ανάγκες του είναι βασικές και διαχρονικές και άλλες δημιουργήθηκαν με την πάροδο των χρόνων ως αποτέλεσμα κάποιων εξωγενών παραγόντων. Το ερώτημα που τίθεται και το οποίο απασχόλησε διαχρονικά τη ζωή του ανθρώπου είναι με ποιο τρόπο και με ποια μέσα θα μπορέσει να ικανοποιήσει αυτές τις ανάγκες. Αυτό το θέμα έρχεται και το καλύπτει η μελέτη της οικονομικής επιστήμης. Βασικός στόχος είναι ο συνδυασμός κάλυψης των ελλειμματικών/περιορισμένων αγαθών και πρώτων υλών με τις πολυάριθμες ανάγκες που πρέπει να ικανοποιηθούν. Αυτή ακριβώς η αντιστοίχιση θα πρέπει να μεταφραστεί πέρα από τη συμπεριφορά ενός ατόμου ή μιας κοινωνίας μεμονομένα και σε όρους συνεργασίας μεταξύ κρατών.

Κάνοντας αυτή τη σκέψη φεύγουμε από την μελέτη συμπεριφοράς μικροοικονομικού επιπέδου και πηγαίνουμε στη μελέτη μακροοικονομικής συμπεριφοράς μεταξύ των κρατών, μελετώντας τους όρους της παγκόσμιας οικονομίας. Σε αυτό το σημείο έρχεται και η εξέταση της έννοιας του διεθνούς εμπορίου, όπου σύμφωνα με αυτό και τους κανόνες που το διέπουν γίνονται οι ανταλλαγές/συναλλαγές αγαθών και υπηρεσιών μεταξύ χωρών παγκοσμίως. Είναι πολύ σημαντικό να αναφέρουμε ορισμένους βασικούς παράγοντες από τους οποίους προέκυψε η ανάγκη λειτουργίας του διεθνούς εμπορίου¹:

- Οι πλουτοπαραγωγικές πηγές μιας χώρας. Κάθε χώρα διαθέτει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με μια άλλη/άλλες χώρα/ες, είτε στον ορυκτό πλούτο, είτε στο κλίμα, είτε στη βιομηχανική παραγωγή κλπ. Συνεπώς εξειδικεύει την παραγωγή της στο αγαθό που πλεονεκτεί και στη συνέχεια το εξάγει στις χώρες οι οποίες το διαθέτουν ελλειμματικά,
- Ανεπάρκεια παραγωγής αγαθών. Είναι η ακριβώς αντίστροφη από την προηγούμενη περιγραφείσα διαδικασία. Η χώρα με τις ελλειμματικές ποσότητες αγαθών εισάγει τις απαιτούμενες ποσότητες προκειμένου να ικανοποιηθούν οι ανάγκες των πολιτών της.
- Διαφορά του κόστους των αγαθών μεταξύ των χωρών. Εξειδίκευση στο αγαθό με το χαμηλότερο κόστος παραγωγής και εξαγωγή του σε άλλες χώρες.

¹ Σαραντάκος Στυλ., Μπένος Θ., Αρχές Οικονομικής Επιστήμης, 1998, σελ. 338-339

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες αποτελούν τους βασικότερους λόγους ανάπτυξης του διεθνούς εμπορίου, το οποίο οδηγεί σε αύξηση του εθνικού εισοδήματος και της ευημερίας των πολιτών. Για να μπορέσει να καλυφθεί η ζήτηση των αγαθών των ελλειμματικών χωρών από τις πλεονάζουσες είναι απαραίτητη η μεταφορά των προϊόντων από την μια χώρα στην άλλη. Στη παγκοσμιοποιημένη κοινωνία όπου ζούμε είναι χαρακτηριστικό στοιχείο η κάλυψη της ζήτησης αγαθών των ελλειμματικών χωρών από τις πλεονάζουσες παραγωγικές χώρες. Λόγω των σημαντικά μεγάλων αποστάσεων που καλούνται να καλύψουν οι χώρες μεταξύ τους κρίθηκε απαραίτητη η ανάπτυξη των μεταφορικών μέσων. Σημαντικότερο μέσο για την επίτευξη αυτής της διαδικασίας θεωρείται αυτό της θαλάσσιας μεταφοράς. Βάσει αυτής αναπτύχθηκαν οι εμπορικές συναλλαγές μεταξύ των απομακρυσμένων υπερπόντιων περιοχών, θέτοντας τις βάσεις για την ανάπτυξη των σύγχρονων παγκόσμιων αγορών. Από αυτήν ακριβώς τη διαπίστωση μπορούμε να κατανοήσουμε την στενή εξάρτηση που διακατέχει τη ζήτηση των θαλάσσιων μεταφορικών μέσων με τη ζήτηση των αγαθών.

Οι ανάγκες που δημιουργούνται από όλους τους ανθρώπους στην υφήλιο, για να ικανοποιηθούν, χρειάζεται να μεταφερθούν επαρκείς ποσότητες αγαθών από τις χώρες που τα παράγουν σε πλειονότητα προς τις χώρες που έχουν ανεπαρκή απόθέματα. Για να επιτευχθεί η μεταφορά χρειάζεται επάρκεια μεταφορικών μέσων. Από τα ανωτέρω αντιλαμβανόμαστε ότι η ζήτηση για μεταφορικά μέσα και συγκεκριμένα τα μέσα στον κλάδο της ναυτιλίας, είναι μια παράγωγος ζήτηση, αφού εξαρτάται από το ύψος της ζήτησης των αγαθών σε διάφορες περιοχές του πλανήτη. Μέσο αυτών των μέσων επιτυγχάνεται η διασύνδεση δύο μερών της οικονομίας: του τομέα της παραγωγής με τον τομέα της κατανάλωσης.

1.2. Παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία της ναυτιλίας

Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφέρουμε ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της ναυτιλίας². Το ερώτημα που τίθεται είτε από το ναυλωτή είτε από τον απλό επιβάτη είναι εάν το πλοίο που θα μεταφέρει εμπορεύματα ή ανθρώπους διαθέτει όλα εκείνα τα χαρακτηριστικά ούτως ώστε να μην προκύψει κανένα απρόοπτο πρόβλημα. Τα θέματα αυτά αφορούν το πόσο σύντομα θα φτάσουν τα εμπορεύματα ή οι άνθρωποι στον προορισμό τους. Ο χρόνος παίζει σημαντικό ρόλο ιδιαίτερα για εμπορεύματα τα οποία είναι ευπαθή (πιθανότητα

² Γεωργαντόπουλος Ελ., Βλάχος Γ., Ναυτιλιακή Οικονομική, 2003, σελ. 40-43

αλλοίωσης, κόστος αποθήκευσης και συντήρησης). Γνωρίζουμε ότι όταν αναφερόμαστε στον χρόνο, αναφερόμαστε στο χρονικό σημείο στο οποίο καλείται το πλοίο να βρίσκεται στο λιμάνι φόρτωσης των εμπορευμάτων και όχι στο λιμάνι εκφόρτωσης. Το θέμα του χρόνου παίζει πολύ σημαντικό ρόλο στην ακτοπλοϊκή ναυτιλία, αφού κάθε άνθρωπος θέλει να φτάσει σε σύντομο χρονικό διάστημα στον προορισμό του.

Μια άλλη σημαντική προϋπόθεση είναι το θέμα της ασφάλειας τόσο για τον τομέα των εμπορευμάτων (ξηρών/υγρών) όσο και για τους επιβάτες, σημαντικός παράγοντας για την επιτυχημένη ολοκλήρωση μιας μεταφοράς θεωρείται η επαρκής ασφάλεια. Προς αυτή την κατεύθυνση κινούνται όλες οι ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες ασφαλίζουν τα πλοία τους ή τα εμπορεύματα των ναυλωτών (πελατών) τους χωρίς να κάνουν περικοπές ως προς το κόστος τους. Άλλωστε η απαίτηση της ασφάλισης είναι επιβεβλημένη για όλους τους εμπλεκόμενους φορείς (πλοιοκτήτες, ναυλωτές, τράπεζες, διεθνείς οργανισμούς). Γι' αυτό το λόγο υπάρχει εξειδικευμένο τμήμα στο οργανόγραμμά τους (insurance department). Η προστασία της ζωής του πληρώματος και των επιβατών αποτελεί προτεραιότητα για την ορθή λειτουργία των εταιρειών η οποία συνεπικουρείται από διεθνείς κανονισμούς μεγάλων οργανισμών (IMO).

Ένα ακόμα βασικό χαρακτηριστικό λειτουργίας του μηχανισμού της ναυτιλίας αποτελεί η κάλυψη της ζήτησης μεταφοράς με επαρκείς ποσότητες πλοίων τα οποία έχουν τεθεί στην παραγωγική λειτουργία. Ειδικά σήμερα, αυτό το χαρακτηριστικό αποτελεί στοιχείο της ύφεσης που διανύει ο κλάδος λόγω της υπερπροσφοράς πλοίων παγκοσμίως, της μείωσης του αριθμού των πλοίων που πηγαίνουν στα διαλητήρια (scarp) καθώς και της αύξησης των πλοίων που συνωστίζονται έξω από τα λιμάνια περιμένοντας να ελευθερωθεί η προβλήτα για να φορτοεκφορτώσουν. Λόγω αυτής της αύξησης της χρονικής αναμονής τα πλοία δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την μεταφορά άλλων αγαθών. Έτσι λοιπόν είναι σημαντικό να εξασφαλίζεται η συχνότητα και η κανονικότητα των δρομολογίων είτε αφορά την ποντοπόρο ναυτιλία είτε αφορά την επιβατηγό.

Το χαρακτηριστικό της άνεσης, αφορά κυρίως την επιβατηγό ναυτιλία, αποτελεί βασικό στοιχείο λειτουργίας του κλάδου. Οι ναυτιλιακές εταιρείες που απασχολούνται με αυτό το είδος δίνουν πολύ μεγάλη σημασία στην εξυπηρέτηση του πελάτη, την ψυχαγωγία του και γενικότερα την ευχάριστη διαμονή του πάνω στο πλοίο κατά τη διάρκεια του ταξιδιού. Αποτελεί στοιχείο ανταγωνισμού μεταξύ των

επιχειρήσεων. Όταν αναφερόμαστε στη ποντοπόρο ναυτιλία η έννοια της «άνεσης» αφορά την ειδική μεταχείριση φορτοεκφόρτωσης ορισμένων αγαθών (π.χ. εύφλεκτες ύλες, υγραέριο κλπ)

Άλλο ένα πολύ βασικό χαρακτηριστικό του κλάδου της ναυτιλίας αποτελεί το ύψος της τιμής για την προσφορά αυτών των υπηρεσιών από τις επιχειρήσεις. Μιλάμε για το ύψος του ναύλου, όπου στις μεν επιχειρήσεις της ποντοπόρου ναυτιλίας διαμορφώνεται με βάση τη διαπραγματευτική ισχύ πλοιοκτητών-ναυλωτών (και brokers) ενώ στις δε ακτοπλοϊκές εταιρείες αποτελεί απόφαση της Διοίκησης τους στα πλαίσια του ανταγωνισμού. Εάν το ύψος της τιμής αυτής είναι μεγάλο σε σχέση με το συνολικό κόστος που απαιτείται για τη ναύλωση, αυτό το λαμβάνουν πολύ σοβαρά υπόψη τους οι πελάτες (ναυλωτές) κατά τη διαδικασία επιλογής πλοίου για τη μεταφορά των προϊόντων τους.

Σε αυτό το σημείο θα θέλαμε να αναφερθούμε σε ένα πολύ βασικό χαρακτηριστικό το οποίο αποτελεί γνώρισμα της ελληνικής κυρίως κοινότητας. Αναφερόμαστε στη διαχρονική επικράτηση της ναυτιλίας από οικογενειακές εστίες. Παρά το ότι η γενική πεποίθηση υποστηρίζει ότι για να αναπτυχθεί ο κλάδος της ναυτιλίας σε μια χώρα θα πρέπει αυτή η χώρα να έχει ουσιαστική επιρροή στη λειτουργία της παγκόσμιας οικονομίας (βλ. Βραζιλία, ΗΠΑ, ΚΙΝΑ), αυτό δεν αποτελεί γνώρισμα της Ελλάδας. Η χώρα μας αποτελεί ένα αμελητέο μέγεθος στην συμμετοχή του παγκόσμιου ΑΕΠ. Για το 2009 το ΑΕΠ της Ελλάδας ανήλθε σε 329 δις. \$ και κατατάχθηκε 27^η σε σύνολο 192 κρατών. Η αναλογία της σε παγκόσμια κλίμακα ανέρχεται σε 0,5%, ενώ στη ζώνη του Ευρώ σε 2,6%.³ Αυτά ακριβώς τα στοιχεία θα προσπαθήσουμε να καταγράψουμε και στην παρούσα έρευνα.

1.3. Ναυτιλιακοί κύκλοι – Χαρακτηριστικά

Ένα πολύ σημαντικό εργαλείο για τη μελέτη της οικονομίας και πιο συγκεκριμένα του κλάδου της ναυτιλίας αποτελεί η ανάλυση των οικονομικών ή και πιο συγκεκριμένα των ναυτιλιακών κύκλων. Με την έννοια του οικονομικού κύκλου εννοούμε μια ολοκληρωμένη χρονικά περιοδικότητα όπου μέσα σε αυτή λαμβάνουν χώρα διάφορες μεταβολές στις οικονομικές μεταβλητές και στη συμπεριφορά των οικονομικών μονάδων (παραγωγή-καταναλωτές). Οι μεταβολές αυτές μπορεί να σκιαγραφούν τη μακροχρόνια τάση της οικονομίας, τους επιχειρηματικούς οικονομικούς κύκλους, την εποχικότητα αλλά και διάφορα τυχαία γεγονότα π.χ.

³ www.worldbank.org, List of countries for Gross Domestic Product - GDP 2009

φυσική καταστροφή, πολιτική ανωμαλία, κοινωνική εξέγερση κλπ. Θα πρέπει να τονίσουμε σε αυτό το σημείο ότι τόσο η ένταση όσο και η χρονική διάρκεια ολοκλήρωσης των οικονομικών κύκλων διαφέρει από περίοδο σε περίοδο. Δηλαδή δεν εμφανίζονται σε ίσα τακτά χρονικά διαστήματα, ούτε η χρονική διάρκεια είναι η ίδια. Ανάλογα με την χρονική διάρκεια ολοκλήρωσης ενός οικονομικού κύκλου υπάρχουν 4 βασικές διακρίσεις⁴⁵:

α) η μακροπρόθεσμη τάση (κύκλος του Kondratiev) κατά την οποία υπάρχει μια πλήρης ολοκλήρωση σε διάστημα 45-60 ετών περίπου. Σε αυτή την περίοδο περιλαμβάνονται περίπου 20 έτη οικονομικής ανόδου, ακολουθούν 10 έτη σταθερότητας και το υπόλοιπο διάστημα χαρακτηρίζεται από αρνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Μεγάλη είναι η επίδραση που έχει από την καινοτομία και την τεχνολογία,

β) η μεσομακροπρόθεσμη τάση (κύκλος του Kuznets) όπου ολοκληρώνεται σε μια χρονική περίοδο 15-25 έτη,

β) η μεσοπρόθεσμη τάση (κύκλος του Juglar) όπου ολοκληρώνεται σε μια περίοδο 7-11 ετών περίπου και επηρεάζεται από την πορεία των επενδύσεων,

γ) η βραχυπρόθεσμη τάση (κύκλος του Kitchin) όπου ολοκληρώνεται σε περίπου 3-4 έτη.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειώσουμε ότι σύμφωνα με την θεωρία του Schumpeter οι οικονομικοί κύκλοι επηρεάζονται από την ένταση της καινοτομίας και της εισαγωγής νέας τεχνολογίας και επιχειρηματικών ιδεών.

Στους οικονομικούς κύκλους γενικότερα ξεχωρίζουν 4 βασικές φάσεις⁶. Αρχικά έχουμε τη φάση της ανόδου όπου παρατηρείται αύξηση της παραγωγής, μείωση της ανεργίας, αύξηση των κερδών και του εισοδήματος των οικονομικών μονάδων. Εν συνεχεία έχουμε τη φάση της κρίσεως (boom) όπου η οικονομία έχει φτάσει στο ανώτατο σημείο με το κόστος παραγωγής να φτάνει σε πολύ υψηλά επίπεδα και να αρχίζει μια σταδιακή μείωση της ζήτησης των προϊόντων και περικοπής κρατικών δαπανών. Στη συνέχεια είναι η φάση της καθόδου όπου περιλαμβάνονται τα αντίθετα αποτελέσματα από τη φάση της ανόδου (μείωση εισοδημάτων, ζημιές, πτώση της ζήτησης, ανεργία). Η τελευταία φάση είναι αυτή της αναρρώσεως όπου συσσωρεύονται όλες οι δυνάμεις προκειμένου να βγει η οικονομία

⁴ Wikipedia – Business Cycle

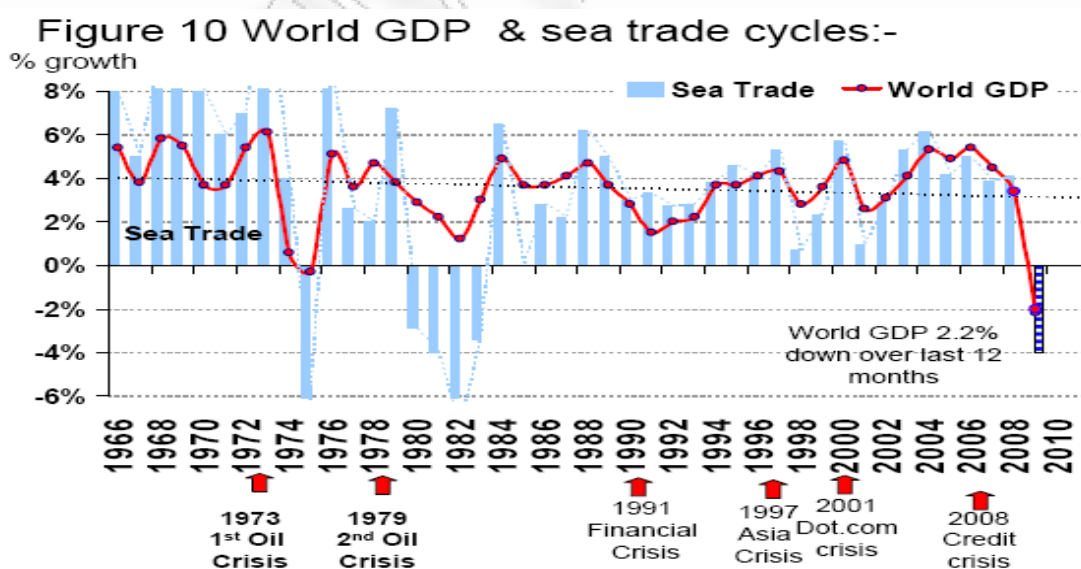
⁵ Κοριτσίδου Βασιλική, Ανάλυση Ναυτιλιακών Κύκλων -Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση, 2009, σελ. 10-12

⁶ Γεωργακόπουλος Θ., Λιανός Θ., Μπένος Θ., Τσεκουράς Γ., Χατζηπροκοπίου Μ., Χρήσου Γ., Εισαγωγή στην Πολιτική Οικονομία, 1998, σελ. 441-445

από την αρνητική ανάπτυξη. Έτσι παρατηρείται μεγάλη ύπαρξη της ανεργίας, με μικρή αύξηση της ζήτησης και επιστροφή των αποτελεσμάτων των επιχειρήσεων σε οριακά κέρδη, μικρή αύξηση των κρατικών δαπανών.

Τα παραπάνω στοιχεία που σκιαγραφούν την κατάσταση του οικονομικού κύκλου, μπορούν να επεκταθούν και στην ανάλυση συγκεκριμένων κλάδων της οικονομίας και μάλιστα του ναυτιλιακού. Ο ναυτιλιακός κύκλος σκιαγραφεί τις διάφορες μεταβολές που παρουσιάζουν οι ναυλαγορές καθώς, και τον μηχανισμό εξισορρόπησης της προσφοράς και ζήτησης πλοίων. Όπως ακριβώς στον οικονομικό κύκλο. Επηρεάζεται από πολιτικοοικονομικά γεγονότα παγκόσμιας εμβέλειας, όπως οι φυσικές καταστροφές, κοινωνικές συγκρούσεις, πολέμους, πολιτικοοικονομικές ανωμαλίες, την ύπαρξη ρευστότητας και την ψυχολογία των επιχειρήσεων. Πολλές είναι οι θεωρίες που έχουν διατυπωθεί σχετικά με τη διάρκεια των ναυτιλιακών κύκλων. Υπάρχει ο διαχωρισμός της μακράς διάρκειας έως 50 έτη, της μέσης διάρκειας (10 – 20 έτη) και της βραχυχρόνιας διάρκειας 3 - 4 έτων.

Γενικότερα και σύμφωνα με τον Stopford ο μέσος όρος διάρκειας των ναυτιλιακών κύκλων είναι περίπου στα 7,2 έτη. Επίσης κάνει σαφή αναφορά και σε ένα άλλο είδος ναυτιλιακών κύκλων τους Super Cycles με μακρά χρονική διάρκεια που μπορεί να εκτείνεται και στα 40 έτη⁷. Η χαρακτηριστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ του οικονομικού και του ναυτιλιακού κύκλου, είναι η χρονική υστέρηση που παρουσιάζει ο ένας από τον άλλο κύκλο.



Πηγή Martin Stopford – Clarkson Research «Globalization & the Long Shipping Cycle» (November 2009)

⁷ Martin Stopford, Globalization & the Long Shipping Cycle, November 2009, Clarkson Research

Όταν ο οικονομικός κύκλος βρίσκεται σε άνοδο, όπου έχουμε αυξημένη ζήτηση εμπορευμάτων υπάρχει με μια δεδομένη χρονική υστέρηση (lag) αύξηση της ζήτησης για μεταφορική ικανότητα. Συνεπώς υπάρχει αύξηση των ναυπηγήσεων, παροπλισμός των παλαιών πλοίων, αύξηση των ναυτιλιακών επενδύσεων, αύξηση των χρηματοδοτήσεων της ναυτιλίας σε όλες τις μορφές (τράπεζες, αυτοχρηματοδότηση, χρηματιστήριο, πιστώσεις ναυπηγείου). Καθώς η οικονομία φτάνει στην κορύφωσή της και αρχίζουν να επιβραδύνονται οι ρυθμοί ανάπτυξης, η ναυτιλία φαίνεται να συνεχίζει την ανοδική πορεία ως αποτέλεσμα της χρονικής υστέρησης των ναυλοσυμφώνων που έχουν καταρτιστεί την προηγούμενη περίοδο. Καθώς η οικονομία σημειώνει καθοδική πορεία αρχίζουν να μειώνονται οι παραγγελίες νεότευκτων πλοίων, ή να ακυρώνονται κάποιες, υπάρχει απαισιοδοξία, υπάρχει πλεονασμός χωρητικότητας- υπερπροσφορά πλοίων από τη ζήτηση εμπορευμάτων με μείωση της αξίας των πλοίων και των ναύλων. Όταν η οικονομία ξεκινάει να ανακάμπει, η ναυτιλιακή αγορά συνεχίζει να έχει καθοδική πορεία, μέχρι τη στιγμή που θα έρθει η πληροφόρηση σε ναυλωτές για μετακίνηση φορτίου τους σε πελάτες τους σε άλλο σημείο της γης. Τότε κινητοποιείται όλος ο παγκόσμιος μηχανισμός του διεθνούς εμπορίου (ναυλωτές-πλοιοκτήτες-ναυλωμεσίτες) για την εξεύρεση πλοίων προς μεταφορά εμπορευμάτων. Σήμερα την ναυτιλία καθοδηγεί η πορεία της οικονομίας αναδυόμενων κρατών, όπως της Κίνας, της Ρωσίας, της Βραζιλίας, της Ινδίας.

Όπως ακριβώς συμβαίνει και στον οικονομικό κύκλο, έτσι και στο ναυτιλιακό διακρίνονται 4 φάσεις. Αναλυτικότερα, ξεκινάμε με τη φάση της ύφεσης όπου βρίσκεται στο κατώτατο σημείο του κύκλου και χαρακτηρίζεται από χαμηλή ζήτηση πλοίων, υπάρχει υπερπροσφορά χωρητικότητας είτε λόγω μειωμένης ζήτησης πλοίων και μειωμένης διακίνησης εμπορευμάτων, είτε λόγω έλλειψης υποδομών σε λιμάνια (οπότε και συμβαίνει το φαινόμενο του συνωστισμού έξω από τα μεγάλα λιμάνια), μείωση των ναύλων, με συνεπακόλουθο τη μείωση της αξίας των πλοίων και την εμφάνιση ζημιών στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, μείωση της ρευστότητας και προβλήματα στην αποπληρωμή των δανείων. Επίσης επικρατεί απαισιοδοξία σε όλους τους εμπλεκόμενους φορείς του κλάδου.

Εν συνεχεία έχουμε τη φάση της ανάκαμψης (ανόδου), όπου σε αυτή τη φάση επικρατούν μικρά σημάδια αισιοδοξίας με αύξηση της ζήτησης για μεταφορικό έργο, μικρή αύξηση των ναύλων και της αξίας των πλοίων, εξισορρόπηση της

προσφερόμενης με τη ζητούμενη ποσότητα, ανάγκη κάλυψης των λειτουργικών εξόδων του πλοίου (breakeven), και αύξηση της ρευστότητας των εταιρειών.

Η επόμενη φάση που ακολουθεί την ανάκαμψη, είναι η φάση της κορύφωσης (boom), όπου πλέον υπάρχει αυξημένη αισιοδοξία σε όλη την αγορά, η ζήτηση πλοίων είναι πολύ μεγαλύτερη από την προσφερόμενη χωρητικότητα, υπάρχουν αυξημένες παραγγελίες για νεότευκτα πλοία, οι ναύλοι διαμορφώνονται σε πολύ υψηλά επίπεδα με συνεπακόλουθα τη μεγάλη ρευστότητα των εταιρειών, τη χορήγηση δανείων και πιστώσεων από τράπεζες και ναυπηγεία, την αύξηση της αξίας των πλοίων.

Η τελευταία φάση είναι αυτή της καθόδου (κατάρρευσης), όπου εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια υπερπροσφοράς τα οποία οδηγούν είτε σε μια σταδιακή είτε σε απότομη πτώση των ναύλων, οι οποίοι εν συνεχεία θα συμπαρασύρουν τις αξίες των πλοίων, τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων, του παροπλισμού πλοίων, της διάλυσης (scarp). Σε αυτή τη φάση εμφανίζονται τα πρώτα σημάδια προβλημάτων εξυπηρέτησης δανείων, όπου αρχίζει να κλείνει η στρόφιγγα των δανείων που αφιδώς δόθηκαν κατά την προηγούμενη φάση και επιπλέον εισέρχεται η αγορά σε μια περίοδο απαισιοδοξίας και προβληματισμού.

1.4 Ναυτιλιακές επενδύσεις-χαρακτηριστικά γνωρίσματα και κίνδυνοι.

Όπως γνωρίζουμε, με την έννοια της επένδυσης εννοούμε την ανάληψη του ρίσκου από την πλευρά ενός επιχειρηματία, ο οποίος είτε βάζει κεφάλαια δικά του είτε δανείζεται από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα με σκοπό τη βελτίωση της παραγωγικής δραστηριότητας της επιχείρησής του και την αποκόμιση μεγαλύτερων κερδών, ρευστότητας αλλά και την καλύτερευση της ποιότητας των προσφερόμενων υπηρεσιών και της φήμης του προς τους πελάτες. Με την ανάλυση του ρίσκου είναι αυτονόητο ότι ο επιχειρηματίας μπορεί είτε να επωφεληθεί είτε να ζημιωθεί και μάλιστα σε πολλές περιπτώσεις ανεπανόρθωτα.

Στις Ναυτιλιακές επενδύσεις, το ρίσκο που αναλαμβάνει ο επιχειρηματίας (πλοιοκτήτης) είναι πολύ μεγάλο λόγω της τεράστιας διακύβευσης κεφαλαίων και διακρίνονται σε 4 βασικές κατηγορίες⁸: της αντικατάστασης των παραγωγικών μονάδων (πλοίων), της επέκτασης με πρόσθετη δυναμικότητα στις ήδη υπάρχουσες μονάδες, στην είσοδο νέων μονάδων στην αγορά και τέλος σε λοιπές δραστηριότητες. Αναλυτικότερα, όταν αναφερόμαστε σε ναυτιλιακές επενδύσεις αντικατάστασης,

⁸ Κρυστάλλη Μαρία, Ναυτιλιακή χρηματοδότηση των ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών με τραπεζικό δανεισμό, 2009, σελ. 36-38

εννοούμε τις περιπτώσεις όπου όταν τα πλοία μιας επιχείρησης βρίσκονται στο στάδιο της παρόπλισης, προσφέρουν ανεπαρκείς υπηρεσίες, δεν καλύπτουν τα διεθνή πρότυπα ασφάλειας, ούτε την στρατηγική πολιτική της επιχείρησης, τότε η Διοίκηση αποφασίζει την αντικατάστασή τους με νέα πλοία. Τα νέα πλοία θα ενισχύσουν τη παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης, ενώ τα παλιά είτε θα μεταπωληθούν είτε θα οδηγηθούν σε διάλυση (scrap). Σε επίπεδο αγοράς η αντικατάσταση ενός πλοίου δεν προσφέρει αύξηση της προσφοράς εάν τα παλιά πλοία πάνε για διάλυση. Εάν δεν πάνε για scrap τότε έχουμε θετική επίδραση στην προσφορά.

Όταν αναφερόμαστε σε επεκτατικές επενδύσεις στη ναυτιλία, εννοούμε την τροποποίηση του μεγέθους των ήδη υπαρχόντων πλοίων. Πρόκειται για τροποποιήσεις στο μέγεθος της χωρητικότητας των πλοίων είτε νεοαναπηγηθέντων είτε μεταχειρισμένων. Το κόστος για αυτού του τύπου της επένδυσης είναι χαμηλότερο σε σχέση με την αντικατάσταση ή την αγορά ενός νέου πλοίου. Οι τροποποιήσεις δεν έχουν θετική επίδραση σε έντονο βαθμό στη προσφορά. Βεβαίως αυξάνουν την παραγωγική δραστηριότητα με την έννοια της βελτίωσης της ποιότητας των προσφερόμενων υπηρεσιών.

Πολύ σημαντικού τύπου επένδυση αποτελεί η είσοδος νέων επιχειρήσεων στη ναυτική αγορά και γενικότερα η μεγέθυνση του στόλου των επιχειρήσεων. Σε αυτού του τύπου τις επενδύσεις μια ναυτιλιακή επιχείρηση αποφασίζει την αγορά νέου/ων πλοίου/ων με σκοπό την ενδυνάμωση της δραστηριότητάς της με την προσέλκυση περισσότερων ναυλωτών. Επίσης νέοι επιχειρηματίες (πλοιοκτήτες) εισέρχονται στην αγορά και ενδυναμώνουν την προσφερόμενη χωρητικότητα. Σε αυτή την κατηγορία μπορεί να προστεθεί και η περίπτωση συγχώνευσης/εξαγοράς μιας ναυτιλιακής εταιρείας από μια άλλη. Στην περίπτωση αυτή έχουμε μια συνένωση της παραγωγικής δυναμικότητας των υπό συνεργασία εταιρειών αλλά και της οικονομικής τους μεγεθύνσεως. Είναι σαφές ότι σε αυτού του είδους τις επενδύσεις υπάρχει θετική επίδραση στη προσφερόμενη ποσότητα σε επίπεδο αγοράς, επίτευξη οικονομικών κλίμακος (αύξηση της αξίας της επιχείρησης με τη νέα μορφή, βελτίωση της φήμης της στην αγορά, μείωση των γενικών - διοικητικών εξόδων, μείωση των δαπανών για τη μεταφορά - επίτευξη καλύτερης διαπραγματευτικής ισχύς με τους ναυλωτές). Πρόκειται για τον περισσότερο νευραλγικό και δαπανηρό τύπο ναυτιλιακών επενδύσεων.

Ωστόσο να σημειωθεί ότι ο τύπος της επένδυσης που αφορά την εξαγορά / συγχώνευση εταιρειών αν και αποτελεί θετική επίδραση μακροπρόθεσμα για όλες τις

εταιρείες που συμμετέχουν στο σχήμα, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το κοινωνικό κόστος το οποίο αφορά στην απομάκρυνση του πλεονάζοντος προσωπικού (ανεργία), δυσκολίες που μπορεί να υπάρξουν στις σχέσεις του ανθρώπινου δυναμικού με την εφαρμογή των νέων πολιτικών, του νέου περιβάλλοντος λειτουργίας κλπ.

Στον τελευταίο τύπο επενδύσεων περιλαμβάνονται μορφές οι οποίες αφορούν σε γενικότερου τύπου επεκτάσεις, βελτιώσεις της παραγωγικής δυναμικότητας. Πιο συγκεκριμένα αναφερόμαστε σε βελτιώσεις στα λειτουργικά συστήματα του πλοίου, στην τεχνολογική του ανανέωση, στην εξοικονόμηση ενέργειας και κατά συνέπεια και των δαπανών. Επιπλέον αναφερόμαστε σε βελτιώσεις στα φορτοεκφορτωτικά μηχανήματα και εγκαταστάσεις π.χ. αν ένα πλοίο μετέφερε αρχικά χύδην ξηρό φορτίο και επιπλέον θέλει να μεταφέρει και εύφλεκτο υλικό, θα πρέπει να προβεί στις απαραίτητες αλλαγές για την ασφαλή αποθήκευσή του. Επίσης σε αυτού του τύπου τις επενδύσεις μπορεί να καταταχτούν και οι επενδύσεις στο χερσαίο τομέα των επιχειρήσεων όπως η αγορά, η βελτίωση των εγκαταστάσεών τους, νέα συστήματα επικοινωνίας με τα πλοία, εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού της κλπ. Σε αυτού του είδους των επενδύσεων υπάρχει κυρίως βελτίωση των παρεχόμενων υπηρεσιών και σε μακροοικονομικό επίπεδο καθώς και θετική επίδραση στην προσφορά (όχι τόσο μεγάλη όσο με την επένδυση της αύξησης του αριθμού των πλοίων).

Οι επενδυτές οι οποίοι ασχολούνται με την ναυτιλιακή βιομηχανία είναι κυρίως επιχειρήσεις, οι οποίες αποτελούνται από έμπειρα και ικανά στελέχη, με αντικειμενικό σκοπό τη μεγιστοποίηση του κέρδους. Παλαιότερα αποτελούνταν περισσότερο από μέλη της ίδιας οικογένειας, ενώ σήμερα ο κύκλος διευρύνεται περισσότερο. Απαραίτητη προϋπόθεση η υψηλή κατάρτιση των στελεχών. Επίσης οι επενδυτές μπορεί να ανήκουν στον όμιλο μιας επιχείρησης ιδίων συμφερόντων ο οποίος απαρτίζεται από μικρότερου τύπου επιχειρήσεις. Μάλιστα το γενικό φαινόμενο που παρατηρείται είναι η εμφάνιση επιχειρήσεων ανάλογη με τον αριθμό των πλοίων (1:1). Επενδυτές θεωρούνται οι μέτοχοι μιας εταιρείας ανεξαρτήτως του ποσοστού συμμετοχής τους (αυτό έχει μεγάλη εφαρμογή σε μεγάλες εισηγμένες πολυμετοχικές ναυτιλιακές εταιρείες).

Πολύ σημαντικός τύπος επενδυτών θεωρούνται οι πιστωτές μιας ναυτιλιακής εταιρείας, είτε αφορά τράπεζες, ναυπηγεία, δημόσια προσφορά από το χρηματιστήριο, αφού μέσω της επένδυσης που χρηματοδοτούν αναλαμβάνουν το κόστος και το ρίσκο εάν θα λάβουν τα κεφάλαιά τους πίσω με επιπρόσθετη την αμοιβή (τόκος, μέρισμα κλπ).

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να γίνει μια ιδιαίτερη αναφορά στην έννοια των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές επενδύσεις⁹¹⁰. Όπως γνωρίζουμε η ναυτιλιακή αγορά είναι μια απρόβλεπτη και ασταθής αγορά υποκινούμενη από τις τάσεις που επικρατούν στην παγκόσμια οικονομία και το διεθνές πολιτικό περιβάλλον. Οι κίνδυνοι που ταλανίζουν τις ναυτιλιακές επενδύσεις είναι μεγάλοι κυρίως λόγω της υψηλής αστάθειας αλλά και των μεγάλων κεφαλαίων που διακυβεύονται για την υλοποίησή τους. Συνεπώς οι κίνδυνοι αναφέρονται στην υψηλή μεταβλητότητα των αποδόσεων των επενδύσεων, οι οποίες στο ναυτιλιακό κλάδο είναι τεράστιες. Γενικότερα οι κίνδυνοι οι οποίοι αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές επενδύσεις διαμορφώνονται σε κινδύνους αγοράς, φυσικούς κινδύνους, κινδύνους στάσης πληρωμών, συναλλαγματικούς κινδύνους, κίνδυνο ρευστότητας, επιτοκίου, χώρας και λοιποί κίνδυνοι.

Αναλυτικότερα, μιλώντας για τον κίνδυνο αγοράς ή διαφορετικά τον επιχειρηματικό κίνδυνο αναφερόμαστε στις δυσμενείς κινήσεις και μεταβολές που συμβαίνουν στις τιμές των ναύλων, την αύξηση του κόστους των καυσίμων, του πετρελαίου και γενικότερα τις λειτουργικές δαπάνες. Αυτές οι αρνητικές μεταβολές έχουν αντίστοιχη επίδραση στην αξία των πλοίων και στην αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων. Πρόκειται για έναν κίνδυνο ο οποίος συμπαρασύρει το ένα μέγεθος μετά το άλλο και μπορεί να αντιμετωπιστεί με αναλυτικές μελέτες του επίπεδου της αγοράς και του κύκλου και με σοφή διαχείριση των οικονομικών της εταιρείας (περιορισμός δαπανών).

Ένας πολύ σημαντικός κίνδυνος θεωρείται ο κίνδυνος της απώλειας ζημιάς της παραγωγικής μονάδας (πλοίου) από ανεξέλεγκτα φυσικά στοιχεία ή ανθρώπινου λάθους. Αυτός ο κίνδυνος ο οποίος αποτελεί την παλαιότερη μορφή κινδύνου στον κλάδο της ναυτιλίας, αντιμετωπίζεται με την εκπαίδευση του προσωπικού (πλήρωμα), την παροχή υψηλού βαθμού ασφάλειας πλεύσης και την πιστή τήρηση των διεθνών κανονισμών και των παρατηρήσεων των νηογνομώνων.

Βασικός κίνδυνος ο οποίος πρέπει να αντιμετωπιστεί όχι μόνο στις ναυτιλιακές επενδύσεις αλλά και σε οποιονδήποτε κλάδο επιχειρήσεων είναι αυτός της στάσης πληρωμών, του κινδύνου της χρεοκοπίας. Μεγάλος παράγοντας για να εποφευχθεί αυτός ο κίνδυνος είναι η μελέτη και επιλογή των περισσότερο φερέγγυων πελατών (ναυλωτών). Αυτό μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της επαρκούς

⁹ Austin Donald, Μελέτη σκοπιμότητας LPG/LNG πλοίων στη σύγχρονη ναυτιλία (2009) Εθνικό Μετσόβειο Πολυτεχνείο, σελ. 47-51

¹⁰ Γουλιέλμος Α., Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων, 1998

πληροφόρησης. Εάν ένα ικανό μέγεθος ναυλωτών αποδειχτεί ανίκανο να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, τότε ανάλογα και με το μέγεθος της ναυτιλιακής εταιρείας, μπορεί να είναι ορατό το ενδεχόμενο της στάσης πληρωμής. Εδώ συνδέεται και ο κίνδυνος που μπορεί να αντιμετωπίσει η επιχείρηση από έλλειψη ρευστότητας. Η ανεπαρκής ρευστότητα, λόγω αφερέγγυων ναυλωτών ή λανθασμένων επιλογών της διοίκησης της εταιρείας, ή λόγω άσχημου επενδυτικού περιβάλλοντος, οδηγεί σε αδυναμία ανταπόκρισης των υποχρεώσεων της επιχείρησης είτε αφορά τους πιστωτές της ή λοιπούς προμηθευτές ή ακόμα και στην καταβολή των μισθών του προσωπικού της.

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αποτελεί γενικό χαρακτηριστικό του κλάδου της ναυτιλίας, λόγω του διεθνή προσανατολισμού των συναλλαγών της. Ακριβώς γι' αυτό το λόγο υπάρχουν αρκετές διακυμάνσεις μεταξύ της αξίας των νομισμάτων και συνεπώς επηρεάζεται η συναλλακτική αξία των πλοίων, των δανείων, των εσόδων που προκύπτουν από τις συναλλαγές. Για να αντιμετωπιστεί αυτός ο κίνδυνος συνίσταται προσεχτική μελέτη του διεθνούς περιβάλλοντος και της πολιτικοοικονομικής κατάστασης καθώς και η χρήση ισχυρών νομισμάτων (€, \$, ¥).

Ένας ακόμη σημαντικός κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλιακές επενδύσεις είναι αυτός της αστάθειας των επιτοκίων. Σε ένα ασταθές οικονομικό περιβάλλον όπως χαρακτηρίζεται το παγκόσμιο περιβάλλον, οι δυνάμεις της προσφοράς και ζήτησης χρήματος επηρεάζουν την αγορά επιτοκίων, με αποτέλεσμα να μεταβάλλονται συχνά και σε πολλές περιπτώσεις απότομα τα ύψη του επιτοκίου. Αυτό αποτελεί πρόβλημα ιδιαίτερα για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις οι οποίες δανείζονται με κυμαινόμενο επιτόκιο (libor ή euribor) με αποτέλεσμα την αναπροσαρμογή των δόσεων των δανείων της. Επειδή μάλιστα τα ύψη των δανείων είναι μεγάλα, η σταθερότητα στα ύψη των επιτοκίων αποτελεί θέμα βιωσιμότητας για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

Επίσης ένας χαρακτηριστικός κίνδυνος στον τομέα της ναυτιλίας θεωρείται ο κίνδυνος χώρας. Επειδή η ναυτιλιακή βιομηχανία διεξάγεται σε διεθνή κλίμακα υπάρχει το ρίσκο στις χώρες που συναλλάσσεται μια ναυτιλιακή εταιρεία να υπάρχουν προβλήματα πολιτικών, τοπικών ή εθνικών αρχών, εξονυχιστικών ελέγχων που μπορεί να οδηγήσουν στη σύλληψη του πλοίου και στην υπαγωγή των συλληφθέντων στους τοπικούς νόμους και όχι στους διεθνείς κανόνες.

Στους λοιπούς επενδυτικούς κινδύνους των ναυτιλιακών επενδύσεων μπορεί να ενταχθούν επίσης ο προκίνδυνος ή διαχειριστικός κίνδυνος. Σε αυτό τον κίνδυνο

εντάσσεται η ανεπαρκής διοίκηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας είτε λόγω απειρίας είτε λανθασμένων χειρισμών. Σε αυτή την κατηγορία μπορεί να ενταχθεί ο sovereign risk όπου αναφέρεται στο πιστοληπτικό κίνδυνο που σχετίζεται με τις διεθνείς επενδύσεις σε χώρες με ρευστά πολιτικοοικονομικές συνθήκες.

Από την ανάλυση των ανωτέρω στοιχείων που διακατέχουν τις ναυτιλιακές επενδύσεις θα προσπαθήσουμε να διερευνήσουμε στα επόμενα κεφάλαια εάν ισχύει και για τις επιχειρήσεις στη χώρα μας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο Τεχνικές αξιολόγησης ναυτιλιακών επενδύσεων

2.1. Εισαγωγή

Όπως είναι γνωστό σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση, όπως και σε κάθε είδους επιχείρηση, ο αντικειμενικός σκοπός είναι η επίτευξη της μεγιστοποίησης του κέρδους. Προς αυτή την κατεύθυνση συμβάλλουν όλα τα τμήματα της εταιρείας και συνδυάζονται όλες οι παραγωγικές τους δυνάμεις. Η αριστοποίηση του συνδυασμού λειτουργίας των παραγωγικών τμημάτων της εταιρείας εξυπηρετεί τον αντικειμενικό σκοπό που τίθεται από τη Διοίκηση της. Συγκεκριμένα σε μια ναυτιλιακή εταιρεία οι αποφάσεις που λαμβάνονται από το Διοικητικό Συμβούλιο με προεξάχοντα τον CEO έχουν να κάνουν με τη σωστή λειτουργία και τον συντονισμό όλων των τμημάτων της (οικονομικό, ναυλώσεις, προμήθειες, πληρώματα, ασφάλειες, operation). Αυτό αποτελεί ένα μέρος των αρμοδιοτήτων της Διοίκησης.

Ένα άλλο πολύ βασικό κομμάτι των αρμοδιοτήτων μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, αποτελεί η διαδικασία προγραμματισμού των δαπανών καθώς και οι αναμενόμενες αποδόσεις που προσδοκεί να εισπράξει. Αυτό είναι πολύ βασικό στοιχείο αφού κρίνει τη βιωσιμότητα της επιχείρησης και τις περαιτέρω κινήσεις της για τη λήψη πρωτοβουλιών που ή θα αναπτύξουν την παραγωγική της δυνατότητα ή θα αποσυντονίσουν τη λειτουργικότητά της. Στόχος της διοίκησης μιας ναυτιλιακής εταιρείας αποτελεί ο εκσυγχρονισμός της παραγωγικής λειτουργίας της, η οποία θα οδηγήσει μακροπρόθεσμα και σε αύξηση των κερδών της. Όταν μιλάμε για εκσυγχρονισμό εννοούμε την αγορά νέων πλοίων ή την πώληση παλιών (ή τη διάλυσή τους ακόμα) ή επίσης συμφωνίες συνεργασίας (ή εξαγοράς) μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων προκειμένου να αυξήσουν την ανταγωνιστικότητά τους και το μέγεθος του στόλου τους ή και τέλος των μετεγκατάσταση σε άλλα λιμάνια του κόσμου, το οποίο συνεπάγεται νέες εγκαταστάσεις, νέο εργατικό δυναμικό κλπ.

Προκειμένου να επιτευχθεί αυτός ο εκσυγχρονισμός στην παραγωγική λειτουργία της εταιρείας είναι βασικό η διοίκηση να λάβει υπόψη της κάποιες παραμέτρους ούτως ώστε να προχωρήσει στην υλοποίηση των σχεδίων της. Με βάση αυτές της «παραμέτρους» θα μπορούσαν να εξισορροπηθούν οι δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίου. Η προσφορά κεφαλαίων αναφέρεται στις πηγές άντλησης νέων κεφαλαίων είτε από τράπεζες είτε από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, είτε μέσω χρηματιστηρίου. Η ζήτηση κεφαλαίου αναφέρεται στα επενδυτικά σχέδια τα οποία προσφέρουν έσοδα στην επιχείρηση. Λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει ως

προς τη διαχείριση ως άντλησης νέων κεφαλαίων (και του κόστους τους) αλλά και του ύψους των ταμειακών ροών που προέρχονται από τις επενδύσεις, είναι απαραίτητη η χρήση συγκεκριμένων παραμέτρων, μεθόδων για τον ορθό προγραμματισμό τους.

Είναι απαραίτητο να επιλεγούν οι ορθές επενδύσεις οι οποίες θα οδηγήσουν στην ανάπτυξη της επιχείρησης και της πλήρους ανταπόκρισής της στους πελάτες-ναυλωτές της διεθνώς. Μόλις συγκεντρωθούν τα δεδομένα που απαιτούνται για να εξακριβωθεί το κόστος υλοποίησης αλλά να συλλεχθούν επίσης στοιχεία για την πορεία της αγοράς και την εκτίμηση για τις μελλοντικές ταμειακές ροές, τότε συντάσσεται μια μελέτη σκοπιμότητας η οποία καταλήγει στο αν συμφέρει την επιχείρηση να προχωρήσει στην υλοποίηση ή όχι. Σε αυτό ακριβώς το σημείο θα σταθούμε στο παρόν κεφάλαιο, μελετώντας τις τεχνικές μεθόδους που χρησιμοποιεί το οικονομικό επιτελείο προκειμένου να λάβει την τελική απόφασή του καθώς και ποια ακριβώς εργαλεία χρησιμοποιούνται για την ορθή σύνταξη της μελέτης σκοπιμότητας και της επιλογής υλοποίησης συγκεκριμένων επενδύσεων.

Οι μέθοδοι οι οποίες χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των ναυτιλιακών επενδύσεων αποτελούν ένα μείγμα διεθνώς αναγνωρισμένων επιστημονικά τεχνικών και πρακτικής εμπειρικής άσκησης αναγνωρισμένες από τη ναυτιλιακή κοινότητα. Συγκεκριμένα αναφερόμαστε σε μια σειρά μαθηματικών μοντέλων και χρηματοοικονομικών δεικτών των οποίων τα μεγέθη συγκρινόμενα είτε μεταξύ εναλλακτικών προτάσεων είτε γύρω από ένα επίπεδο τιμών, δίνουν την απάντηση στον πλοιοκτήτη για το αν αξίζει να αναλάβει το ρίσκο μιας επένδυσης ή όχι. Οι μέθοδοι με τις οποίες θα ασχοληθούμε στη συνέχεια είναι της Καθαρής Παρούσας Αξίας, της εσωτερικής απόδοσης, της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας, της επανείσπραξης, της ανάλυσης ευαισθησίας, του last done, καθώς και μια σειρά δεικτών (multiples) που αφορούν την αξία του πλοίου σε σχέση με τη κερδοφορία, δείκτες απόδοσης, αξία μετοχής σε σχέση με την κερδοφορία κλπ.

2.2. Τεχνικές αξιολόγησης ναυτιλιακών επενδύσεων-θεωρητική προσέγγιση.

Ξεκινώντας την ανάλυσή μας θα θέλαμε να επικεντρωθούμε σε δύο βασικές μεθόδους οι οποίες χρησιμοποιούνται ευρέως από τους υπεύθυνους αξιολόγησης των επενδύσεων και τυγχάνουν της αναγνώρισης της παγκόσμιας ακαδημαϊκής κοινότητας. Πρόκειται για τις μεθόδους της καθαρής παρούσας αξίας (Net Present

Value-NPV) και της μεθόδους της εσωτερικής απόδοσης. Οι δύο αυτές μέθοδοι ανήκουν στην κατηγορία των Discounted Cash Flow Methods.

2.2.1. Καθαρά Παρούσα Αξία (Net Present Value)

Η μέθοδος της Καθαράς Παρούσας Αξίας αποτελεί μια από τις πιο διαδεδομένες και αναγνωρισμένες από όλους τους επιστημονικούς και οικονομικούς φορείς της ναυτιλίας. Δίνει ιδιαίτερη βαρύτητα στην αξία του χρόνου. Δηλαδή τα έσοδα που θα εισπράξει η εταιρεία από την αγορά ενός νέου ή και μεταχειρισμένου πλοίου είναι προτιμότερα εάν αρχίζουν να αποδίδουν αμέσως ή σύντομα παρά στο μέλλον. Γενική θεώρηση: η χρηματική μονάδα που εισπράττεται αμέσως είναι προτιμητέα από αυτή που μπορεί να εισπραχθεί στο μέλλον¹¹. Δηλαδή η συγκεκριμένη μέθοδος δίνει μεγάλη σημασία στη χρονική αξία του χρήματος. Αυτό γίνεται μέσω της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, δηλαδή του υπολογισμού της αξίας των μελλοντικών εσόδων που θα προκύψουν από την υλοποίηση της επένδυσης, μεταφρασμένες στη σημερινή αξία μέσω ενός επιτοκίου αναγωγής. Εν συνεχεία αφαιρώντας από τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές (των οποίων πλέον η τιμή αποτελεί την παρούσα αξία τους) το αρχικό κόστος της επένδυσης, θα προκύψει μια νέα τιμή. Αυτή η τιμή αποτελεί την καθαρή παρούσα αξία της επένδυσης και μπορεί να λαμβάνει είτε αρνητικές είτε θετικές τιμές. Σε περίπτωση που λαμβάνει θετικές τιμές, σημαίνει ότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της επένδυσης είναι μεγαλύτερη από το αρχικό κόστος υλοποίησής της, οπότε και το επενδυτικό πρόγραμμα μπορεί να εγκριθεί. Εάν είναι αρνητικό σημαίνει ότι το κόστος υπερβαίνει τα προβλεπόμενα έσοδα, οπότε και θα πρέπει να απορριφθεί. Σε περίπτωση που μια εταιρεία σκέφτεται να αγοράσει ένα πλοίο και βρίσκεται σε δίλημμα μεταξύ δύο εναλλακτικών τύπων πλοίου, τότε εάν εφαρμοστεί η μέθοδος της καθαράς παρούσας αξίας και προκύψουν θετικές τιμές, τότε θα επιλεγεί εκείνη η πρόταση με τη μεγαλύτερη τιμή.

Ο μαθηματικός τύπος της Καθαράς Παρούσας Αξίας προκύπτει από τον συντελεστή προεξόφλησης (ο οποίος είναι ο αντίστροφος του συντελεστή ανατοκισμού). Βάσει αυτού μετατρέπονται οι μελλοντικές ταμειακές ροές σε σημερινές αξίες. Οι τιμές που περιλαμβάνουν τον τύπο της Καθαράς Παρούσας Αξίας είναι οι ταμειακές ροές που θα προκύψουν σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, το επιτόκιο βάσει του οποίου θα προεξοφληθούν οι ταμειακές ροές, η χρονική διάρκεια

¹¹ Weston Fred, Brigham Eugene, Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, 2002, σελ. 360-361

υλοποίησης της επένδυσης και το αρχικό κόστος που απαιτείται για την υλοποίησή της.

Με βάση τα ανωτέρω ο Μαθηματικός τύπος της καθαρής παρούσας αξίας¹²¹³, λαμβάνει την εξής μορφή:

$$\text{Καθ. Παρ. Αξία} = -C + [V_1/(1+r)^1 + V_2/(1+r)^2 + \dots + V_t/(1+r)^t] = -C + \sum_{t=1}^n [V_t/(1+r)^t]$$

Όπου C =κόστος

r =επιτόκιο προεξόφληση

V=ταμειακή ροή

n=χρονική περίοδος, διάρκεια της επένδυσης

Έτσι λοιπόν με τη χρήση της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας επιτυγχάνεται μια ουσιαστική απεικόνιση του παράγοντα του χρόνου στην αποδοτικότητα μιας επένδυσης και αυτό κατά συνέπεια μπορεί να οδηγήσει στην ορθότερη απόφαση επιλογής (αφού πλέον τα δεδομένα απεικονίζονται με τα μεγαλύτερα κατά προσέγγιση στην πραγματικότητα στοιχεία). Αυτό παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο για επενδύσεις υψηλού ρίσκου και μακροχρόνιας διάρκειας όπως είναι οι ναυτιλιακές.

2.2.2. Μέθοδος εσωτερικής απόδοσης (Internal Rate of Return)

Η δεύτερη πολύ σημαντική μέθοδος η οποία χρησιμοποιείται συχνά από τους υπεύθυνους του χρηματοοικονομικού προγράμματος μιας ναυτιλιακής εταιρείας, είναι αυτή της εσωτερικής απόδοσης (internal rate of return-IRR) ή εσωτερικού επιτοκίου. Η μέθοδος αυτή παρομοιάζει με την προηγούμενη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας, τόσο ως προς την τεχνική (μαθηματικός τύπος) όσο και ως προς τη λειτουργία της. Πιο συγκεκριμένα, ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για την IRR είναι ίδιος με την NPV με μια βασική διαφορά: στην Καθαρά Παρούσα Αξία το προεξοφλητικό επιτόκιο θεωρείται δεδομένο ενώ ως ζητούμενο είναι η τιμή που θα πάρει η NPV. Στην μέθοδο εσωτερικής απόδοσης ως δεδομένο είναι η Καθαρά Παρούσα Αξία και μάλιστα είναι ίση με το μηδέν (NPV=0), ενώ ως ζητούμενο θεωρείται η τιμή του προεξοφλητικού επιτοκίου.

Αν θέλουμε να παρουσιάσουμε την μορφή που έχει ο τύπος της εσωτερικής απόδοσης θα λέγαμε ότι είναι: $(V_1/(1+r)^1 + V_2/(1+r)^2 + \dots + V_n/(1+r)^n - C=0,$

$$\sum_{t=1}^n [V_t/(1+r)^t] - C=0$$

¹² Φυλλάδιο στα πλαίσια του μαθήματος Ναυτιλιακές Επενδύσεις και Ανάλυση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου "The Time Value of Money" Chapter 4

¹³ Φυλλάδιο στα πλαίσια του μαθήματος Ναυτιλιακές Επενδύσεις και Ανάλυση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου "Discounted Cash Flow Applications" Chapter 2 Quantitative Investment Analysis

$t=1$

όπου ως δεδομένο είναι το C =κόστος της επένδυσης, V_i = ταμειακές ροές, t = χρόνος υλοποίησης της επένδυσης, ενώ ως ζητούμενο είναι το r = προεξοφλητικό επιτόκιο ή εσωτερική απόδοση της επένδυσης. Με αυτόν τον τρόπο μια και μόνο συγκεκριμένη τιμή του προεξοφλητικού επιτοκίου μπορεί να εξισώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας επένδυσης με το αρχικό κόστος υλοποίησής της.

Πρακτικά, ο πιο συνηθισμένος τρόπος με τον οποίο μπορεί να βρεθεί η τιμή του IRR είναι μέσω συνεχών μεταβολών στην τιμή του. Δηλαδή τα οικονομικά τμήματα των εταιρειών λαμβάνουν ένα αυθαίρετο επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο χρησιμοποιούν για να υπολογίσουν την NPV. Αν η τιμή της NPV είναι θετική, σημαίνει ότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών της επένδυσης είναι μεγαλύτερη από το κόστος υλοποίησής της, τότε θα πρέπει να μειώσουν την τιμή του επιτοκίου. Αυτές οι αναπροσαρμογές γίνονται έως ότου η NPV να λάβει μηδενική τιμή (εξίσωση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών με το κόστος της επένδυσης). Το επιτόκιο που εντοπίζει αυτό το «νεκρό σημείο της επένδυσης», αποτελεί και το IRR.

Το ύψος του επιτοκίου IRR δίνει τη δυνατότητα προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης. Με τον καθορισμό του ύψους του επιτοκίου το οποίο εξισώνει την Καθαρή Παρούσα Αξία ίση με την μηδενική αξία, αυτό μας οδηγεί στο εξής συμπέρασμα: εάν από το συγκεκριμένο επίπεδο αυξήσουμε το επιτόκιο του IRR, τότε επιτυγχάνουμε μείωση της NPV σε αρνητικά επίπεδα και κατά συνέπεια μείωση της αξίας της επιχείρησης. Εάν πάλι μειώνουμε το IRR από το επίπεδο ισορροπίας τότε αυξάνουμε το NPV σε θετικές τιμές και κατά συνέπεια ενισχύουμε την αξία της επιχείρησης. Αυτό αποδύκνεται και από τον μαθηματικό τύπο του IRR, όπου με την αύξηση του επιτοκίου αυξάνεται η τιμή του παρανομαστή του κλάσματος της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών και κατά συνέπεια μειώνεται η αξία τους οδηγώντας την NPV σε αρνητικές τιμές. Το αντίστροφο ισχύει για τη μείωση του επιτοκίου.

2.2.3. Διαφορές NPV vs IRR

Στο σημείο αυτό είναι σωστό να εξετάσουμε ορισμένες βασικές διαφορές μεταξύ των μεθόδων NPV και IRR. Αρχικά θα πρέπει να τονίσουμε ότι κοινή πρακτική των περισσότερων επιχειρήσεων (χερσαίων και ναυτιλιακών) είναι η ταυτόχρονη χρήση και των δύο μεθόδων από τους CFO για τον έλεγχο της αποδοτικότητας των επενδύσεών τους. Ξεκινώντας την ανάλυσή μας, στη μέθοδο της NPV αναφερόμαστε σε επίπεδο τιμής της αξίας της επένδυσης η οποία όσο

μεγαλύτερη είναι, τόσο μεγαλύτερο προβάδισμα παίρνει στη σύγκριση των NPV άλλων επενδυτικών προτάσεων. Από την άλλη μεριά με τη μέθοδο του IRR αναφερόμαστε σε επίπεδο τιμής επιτοκίου και όχι αξίας, το οποίο όσο μεγαλύτερο είναι από το κόστος κεφαλαίου της επένδυσης τόσο μεγαλύτερο προβάδισμα δίνεται για την επιλογή της επένδυσης που αξιολογεί. Επιπλέον κατά την πλειονότητα των περιπτώσεων τα αποτελέσματα που δίνουν και οι δύο τεχνικές για συγκεκριμένες επενδύσεις, είναι όμοια. Δηλαδή αν μια επένδυση κριθεί αποδεκτή από την μέθοδο της $NPV > 0$, τότε και με τη μέθοδο του IRR θα εξαχθεί το ίδιο αποτέλεσμα. Υπάρχουν ωστόσο περιπτώσεις όπου οι δύο μέθοδοι μπορούν να εξάγουν διαφορετικά συμπεράσματα. Δηλαδή σε δύο εναλλακτικά επενδυτικά προγράμματα αγοράς νέου ή μεταχειρισμένου πλοίου, η NPV για την αγορά νέου πλοίου να είναι μεγαλύτερη από την NPV για την αγορά μεταχειρισμένου πλοίου, ενώ το IRR νέου πλοίου $<$ IRR μεταχειρισμένο πλοίο. Η διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων μπορεί να επηρεάζεται για διάφορους λόγους όπως το επενδυτικό κόστος των προγραμμάτων, τη χρονική διάρκεια ζωής των προγραμμάτων, την εξέλιξη των ταμειακών ροών κατά την πορεία ωρίμανσης της επένδυσης. Σε αυτές τις περιπτώσεις η απόφαση για την επιλογή της πιο συμφέρουσας επενδυτικής πρότασης γίνεται σύμφωνα με την NPV.

Ο λόγος που γίνεται αυτή η επιλογή αναλύεται διεξοδικά από τους Weston και Brigham στις «βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής» (2002). Η γνωστή τακτική που ακολουθείται είναι η απόδοση να είναι μεγαλύτερη από το οριακό κόστος κεφαλαίου της επένδυσης. Η λύση για το συγκεκριμένο ζήτημα δίνεται μέσω της επανεπένδυσης των ταμειακών ροών.¹⁴

Η επανεπένδυση των ταμειακών ροών γίνεται μέσω της σύγκρισης της απόδοσής τους με το οριακό κόστος, το οποίο αποτελεί γνώρισμα της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας. Το βασικό μειονέκτημα της μεθόδου του IRR σε σχέση με την μέθοδο NPV είναι ότι μπορεί να αποκλείσει επενδυτικά προγράμματα τα οποία μπορούν να δώσουν θετικές τιμές NPV και κατά συνέπεια να μειώσουν την αξία της επιχείρησης. Άλλο ένα αρνητικό χαρακτηριστικό του IRR είναι η ύπαρξη

¹⁴ Όπως υποστηρίζουν οι Weston και Brigham η μέθοδος NPV υποθέτει ότι οι επανεπενδύσεις των ταμειακών ροών γίνονται μέσω του οριακού κόστους κεφαλαίου, ενώ η IRR ότι γίνονται μέσω του εσωτερικού επιτοκίου. Όπως γνωρίζουμε από την προηγούμενη ανάλυση όταν γίνεται η εξέταση επενδυτικών προτάσεων επιλέγονται εκείνες όπου η απόδοση είναι μεγαλύτερη από το οριακό κόστος κεφαλαίου. Εάν οι ταμειακές ροές που θα προκύψουν επιθυμούμε να επανεπενδυθούν αυτό θα συμβεί με επιτόκιο είτε ίσο με το οριακό κόστος είτε μικρότερό του (και αυτό διότι όλα τα επενδυτικά προγράμματα που έχουν απόδοση μεγαλύτερη του οριακού κόστους έχουν εξαντληθεί από την πρώτη περίπτωση).βλ. Weston % Brigham Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής σελ.365-368

(ανάλογα των χαρακτηριστικών του επενδυτικού σχεδίου που εξετάζεται) πολλαπλών τιμών εσωτερικής απόδοσης. Δηλαδή αφορά την ύπαρξη IRR_1 , και IRR_2 , για ένα επενδυτικό σχέδιο. Αυτό έχει εφαρμογή σε επενδύσεις οι οποίες βρίσκονται στο στάδιο της ωρίμανσης και εν συνεχεία παρουσιάζεται η ανάγκη για συμπληρωματικές επενδύσεις π.χ. αγορά μεταχειρισμένου πλοίου και εν συνεχεία μετά από 2-3 έτη επενδυτικής ωρίμανσης να κρίνονται απαραίτητες επισκευατικές εργασίες. Η τελική απόφαση για την τύχη της επένδυσης στην περίπτωση ύπαρξης πολλαπλών IRR γίνεται από το επίπεδο της NPV .

Σε αυτό το σημείο είναι πολύ σημαντικό να εξετάσουμε το είδος των επιχειρήσεων οι οποίες χρησιμοποιούν είτε τη μέθοδο NPV είτε τη μέθοδο IRR . Όπως αναφέρθηκαν σε έρευνες¹⁵ σημαντικά χαρακτηριστικά είναι τόσο το μέγεθος της επιχείρησης, όσο και το ύψος του δανεισμού της. Συγκεκριμένα οι μεγάλοι μεγέθους επιχειρήσεις χρησιμοποιούν περισσότερο τη μέθοδο του NPV από ότι οι μικρότερες. Επιπλέον υπερδανεισμένες επιχειρήσεις, ανεξαρτήτως μεγέθους, χρησιμοποιούν τόσο το NPV όσο και το IRR σε σύγκριση με τις χαμηλού δανεισμού επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα δανεισμού, συνήθως αποτελούνται από μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις με μικρά περιθώρια ανάπτυξης (σε σύγκριση με τις μικρού μεγέθους επιχειρήσεις). Έτσι λοιπόν και αυτού του είδους οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν κατά κύριο λόγο της μεθόδους NPV και IRR σε σχέση με άλλες μη εισηγμένες. Στις μικρού μεγέθους, μη εισηγμένες επιχειρήσεις οι οποίες κάνουν περιορισμένη χρήση της μεθόδου NPV ή IRR , υπάρχει κίνδυνος να συμβαίνουν 2 θέματα: α) ο κίνδυνος της μη σωστής ποσοτικοποίησης των μελλοντικών ταμειακών ροών και της παρούσας αξίας τους ως αποτέλεσμα της μη προσδοκώμενης κεφαλαιοποίησης των εσόδων και β) η ανεπαρκής οργάνωση των οικονομικών τμημάτων των εταιρειών.

2.2.4. Μέθοδος επανείσπραξης (payback method)

Η μέθοδος της επανείσπραξης αποτελεί μια από τις πιο παραδοσιακές μορφές επενδυτικών μεθόδων. Αν και αποτελεί περισσότερο τεχνική εξεύρεσης ενός συγκεκριμένου χρονικού σημείου από το οποίο ενίσχυεται η ρευστότητα, ωστόσο θεωρείται βασική μέθοδος εξέτασης επενδυτικής αποδοτικότητας. Με την έννοια της επανείσπραξης, όπως μπορούμε να καταλάβουμε και από την ετοιμολογία του όρου, εννοούμε την χρονική περίοδο που απαιτείται ούτως ώστε το αρχικό κόστος

¹⁵ Research J. Graham and C. Harvey, How do CFOs make Capital Budgeting and Capital Structure decisions, 2002, Duke University

υλοποίησης της επένδυσης να εισπραχθεί από τις καθαρές ταμειακές ροές που λαμβάνονται από το επενδυτικό πρόγραμμα. Όσο ταχύτερα λαμβάνει πίσω η επιχείρηση το κόστος που δαπάνησε για την υλοποίηση μιας επένδυσης αυτό αποτελεί και το κριτήριο για την έγκρισή της. Δηλαδή το επενδυτικό πρόγραμμα μπορεί να εγκριθεί εφόσον η αναμενόμενη περίοδος επανείσπραξης είναι μικρότερη από την απαιτούμενη περίοδο¹⁶. Σε περίπτωση απόρριψης ισχύει η αντίστροφη διαδικασία. Όταν αναφερόμαστε στην απαιτούμενη περίοδο επανείσπραξης εννοούμε τη χρονική περίοδο η οποία επηρεάζεται από τον κύκλο ζωής της επένδυσης, τις τεχνολογικές εξελίξεις, τον κίνδυνο απαξίωσης της επένδυσης κλπ. Θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι σε περίπτωση που βρισκόμαστε στην επιλογή δύο διαφορετικών επενδυτικών σχεδίων (π.χ αγορά νέου πλοίου και αγορά μεταχειρισμένου πλοίου) με τη συγκεκριμένη μέθοδο, θα επιλεγεί εκείνη η οποία επιτυγχάνει πιο σύντομη περίοδο επανείσπραξης.

Η μέθοδος της περιόδου επανείσπραξης περιλαμβάνει αρκετά θετικά στοιχεία που δίνουν ένα πλεονέκτημα για την επιλογή της στην ιεράρχηση των επενδυτικών ευκαιριών. Συγκεκριμένα, με τη μέθοδο της επανείσπραξης δίνεται έμφαση στην ροή της ρευστότητας που θα προκύψει από την επένδυση. Αυτό παίζει πολύ σημαντικό ρόλο, ειδικά για τις μικρές ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες έχουν περιορισμένη άντληση κεφαλαίων και αντιμετωπίζουν υψηλό κεφαλαιακό κόστος. Ούτως ή αλλιώς οι ναυτιλιακές επενδύσεις ρισκάρουν υψηλά ποσά κεφαλαίων λόγω της ιδιομορφίας του κλάδου και συνεπώς δίνεται ιδιαίτερο βάρος στην εξέταση της ρευστότητας και του χρονικού προσδιορισμού όπου αυτή θα είναι επαρκής για την επιχείρηση.

Με την μέθοδο της επανείσπραξης μπορεί να επιτευχθεί θετική επίδραση στο λόγο P/E, κέρδη ανά μετοχή, με αποτέλεσμα την αύξηση των λογιστικών εσόδων της επιχείρησης (Weston-Brigham (2002) Βασικές Αρχές Χρημ/κής Διαχείρισης). Ωστόσο δεν επιτυγχάνεται επαρκής αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Ένα πολύ βασικό θετικό της συγκεκριμένης μεθόδου είναι η ευκολία στη τεχνική και στη χρήση της. Σε μικρές ναυτιλιακές επιχειρήσεις οι οποίες δεν έχουν επαρκή οργάνωση του οικονομικού επιτελείου η χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου ικανοποιεί το στόχο της λήψης αποφάσεων από τις επιχειρήσεις για την επιλογή επενδυτικών σχεδίων. Για τη χρήση αυτής της μεθόδου δεν απαιτούνται εξειδικευμένες γνώσεις ή προγράμματα λογισμικού, παρά μόνο παρατηρητικότητα και εμπειρία. Θα πρέπει στο σημείο αυτό να σημειώσουμε ότι σε πολλές ναυτιλιακές επιχειρήσεις η χρήση της μεθόδου

¹⁶ Ευθύμογλου Πρόδρομος, Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης Τεύχος Β' Ανάλυση Επενδύσεων, 1996, σελ. 76-83

επανείσπραξης γίνεται σε συνδυασμό και με τις άλλες μεθόδους προεξόφλησης των ταμειακών ροών και συγκεκριμένα με τις NPV και IRR.

Πέρα από τα πλεονεκτήματα της μεθόδου επανείσπραξης υπάρχουν και κάποιες αδυναμίες¹⁷ οι οποίες παίζουν καταλυτικό ρόλο στις αποφάσεις της Διοικήσεως για την επιλογή της κατάλληλης τεχνικής. Αρχικά, ένα βασικό μειονέκτημα της payback method, είναι ότι αγνοεί τα έσοδα πέρα από την ολοκλήρωση της περιόδου επανείσπραξης. Δηλαδή μπορεί να υπάρχουν 2 επενδυτικά σχέδια τα οποία επανεισπράττουν το αρχικό τους κόστος σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, π.χ 20 και 25 έτη αντίστοιχα. Υπάρχει περίπτωση για την επένδυση που ολοκληρώνεται η περίοδος επανείσπραξης σε 25 έτη να προσφέρει περισσότερες ταμειακές ροές στη συνέχεια από ότι η άλλη η οποία ολοκληρώνεται σε 20 έτη. Με τη μέθοδο όμως επανείσπραξης θα έπρεπε να είχε επιλεγεί αυτή η επένδυση με τα 20 έτη, γεγονός που αποδυναμώνεται εσφαλμένη επιλογή. Συνεπώς αντιλαμβανόμαστε ότι με τη συγκεκριμένη μέθοδο δεν δίνεται η δυνατότητα της επιτυχίας σε επενδύσεις μακροπρόθεσμου χαρακτήρα πράγμα εξαιρετικά σημαντικό για επενδύσεις που γίνονται στον ναυτιλιακό τομέα και χαρακτηρίζονται για την μακροπρόθεσμη προοπτική τους.

Μια επίσης πολύ σημαντική αδυναμία της μεθόδου επανείσπραξης αποτελεί το γεγονός ότι δεν λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος όπως γίνεται στις προηγούμενες μεθόδους της Καθαρής Παρούσας Αξίας και της εσωτερικής απόδοσης. Με την έννοια της χρονικής αξίας του χρήματος αντιλαμβανόμαστε ότι εννοούμε την ταχύτερη καταβολή των ταμειακών ροών. Όλες οι ταμειακές ροές έχουν σήμερα την ίδια αξία, ανεξαρτήτως του χρόνου όπου αναμένεται η πραγματοποίησής τους. Ένα επίσης σημαντικό μειονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου αφορά στην περίπτωση της επιλογής εναλλακτικών αμοιβαίων αποκλειόμενων επενδύσεων, όπου διαφοροποιείται το αρχικό κόστος υλοποίησής τους. Σε αυτή την περίπτωση δεν λαμβάνεται υπόψη η παράμετρος αυτή και μπορεί να εγκριθούν επενδύσεις οι οποίες προσφέρουν χαμηλότερες ροές στην επιχείρηση, με μικρότερο κόστος σε σχέση με άλλες οι οποίες έχουν υψηλό κόστος και οι ροές είναι ιδιαίτερα προσοδοφόρες σε βάθος χρόνου.

Έχοντας αναλύσει τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μεθόδου επανείσπραξης είναι σημαντικό να εξετάσουμε τους λόγους για τους οποίους η συγκεκριμένη μέθοδος αποτελεί δημοφιλή εργαλείο τεχνικής σε σχέση με άλλες

¹⁷ Weston Fred, Brigham Eugene, Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, 2002, σελ. 358-360

μεθόδους (όπως της NPV και IRR οι οποίες και διορθώνουν σημαντικές αδυναμίες της Playback method). Όπως αναφέρουν στην έρευνά τους οι Harvey και Graham¹⁸ η απλότητα χρήσης της όπως και η εξοικίωση που έχουν όλες οι οικονομικές μονάδες της επιχείρησης σε σχέση με τις περισσότερο επιστημονικές μεθόδους αποτελεί σημαντικό κριτήριο επιλογής της. Επιπλέον ένας πολύ βασικός λόγος ιδιαίτερα για τις μικρού μεγέθους επιχειρήσεις, αποτελεί η εύρεση αυτού του χρονικού σημείου όπου οι ταμειακές ροές θα ενισχύουν γρήγορα την επιχείρηση. Εάν αυτές οι ροές καθυστερήσουν υπάρχει κίνδυνος η επιχείρηση (με μικρό μέγεθος και αδύναμη κεφαλαιακή επάρκεια) να παύσει τη λειτουργία της πριν εισπραχθούν οι μεγάλες ροές που θα ενισχύσουν τη ρευστότητά της. Επίσης σε περίπτωση που καταφέρει να συνεχίσει τη λειτουργία της, υπάρχει κίνδυνος να μην μπορέσει να επενδύσει σε άλλα προσοδοφόρα σχέδια για αρκετά χρόνια, αφού δεν θα έχει μεγάλη ρευστότητα για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, αλλά και θα δυσκολεύεται να χρηματοδοτηθεί από άλλες πηγές (τράπεζες κλπ) λόγω των δυσμενών οικονομικών της στοιχείων και της αδυναμίας να πείσει τους πιστωτές της ότι μπορεί να ανταπικριθεί στην εξυπηρέτηση των χρεών της. Συνεπώς η μέθοδος επανείσπραξης αποτελεί σημαντικό εργαλείο ιδιαίτερα για τις μικρού μεγέθους επιχειρήσεις με υψηλού ρίσκου επενδυτικά σχέδια λόγω λήψης ad hoc αποφάσεων.

2.2.5. Μέθοδος προεξοφλημένης επανείσπραξης (Discounted payback method)

Μια πολύ σημαντική μέθοδος η οποία προσομοιάζει με την προηγούμενη αναλυθείσα τεχνική είναι η μέθοδος της προεξοφλημένης περιόδου επανείσπραξης. Η συγκεκριμένη μέθοδος η οποία αποτελεί δημοφιλή πρακτική στις ναυτιλιακές εταιρείες έχει ως στόχο τον καθορισμό της χρονικής αυτής περιόδου κατά την οποία συσσωρευμένες οι ταμειακές ροές της επένδυσης (σε παρούσες αξίες) καλύπτουν το αρχικό κόστος υλοποίησής της. Πρόκειται δηλαδή για μια τεχνική που χρησιμοποιεί συνδυασμό της φιλοσοφίας των NPV, IRR με την payback period. Το κλειδί για τον προσδιορισμό αυτής της χρονικής περιόδου και την αποδοχή της επενδυτικής πρότασης είναι η τιμή της Discounted Payback Period (DPP) να είναι μικρότερη της οικονομικής ζωής του πλοίου. Εάν είναι μεγαλύτερη της οικονομικής ζωής του πλοίου ή κάποιας καθορισθείσας περιόδου από την ίδια την επιχείρηση, τότε η επένδυση απορρίπτεται.

¹⁸ Research J. Graham and C. Harvey, How do CFOs make Capital Budgeting and Capital Structure decisions, 2002, Duke University

Ο κύριος λόγος για την χρησιμοποίηση αυτής της μεθόδου αποτελεί η προσπάθεια των αναλυτών να υπερπηδήσουν τα βασικά μειονεκτήματα των δύο μεθόδων της NPV και της payback period . Όπως γνωρίζουμε και από την ανάλυση στις προηγούμενες ενότητες, η μέθοδος NPV δίνει μεγάλη σημασία στην αποδοτικότητα μιας επένδυσης και όχι στο ύψος της ρευστότητας που θα αποδώσει.

Αντίθετα, η payback method δίνει μεγάλη σημασία στη ρευστότητα, στο πότε δηλαδή θα επανέλθει τουλάχιστον το κεφάλαιο που επενδύθηκε για την υλοποίηση της επένδυσης και λιγότερο στην κερδοφορία¹⁹. Επιπλέον με την payback method δεν λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος που επενδύεται και που αναμένεται να εισπραχθεί από την υλοποίηση της επένδυσης. Μετα την DPP προσπαθούμε να γεφυρώσουμε αυτά τα δύο βασικά μειονεκτήματα: να δοθεί βάρος τόσο στην ρευστότητα όσο και στην αποδοτικότητα της επένδυσης καθώς και στην χρονική αξία του χρήματος. Ο μαθηματικός τύπος της προεξοφλημένης επανείσπραξης περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών της επιχείρησης σε παρούσες αξίες οι οποίες στο σύνολό τους θα πρέπει να υπερκαλύπτουν το επενδυτικό κόστος.

$$\text{Δηλαδή } \sum V_t / (1+r)^t = C$$

V_t = ταμειακές ροές

r = επιτόκιο, οριακό κόστος επένδυσης

C = αρχικό κόστος επένδυσης

Με την μέθοδο DPP υπάρχουν και άλλα θετικά χαρακτηριστικά με τα οποία η Διοίκηση μιας ναυτιλιακής εταιρείας πρέπει να αποφασίσει για την υλοποίηση μιας επένδυσης, έχοντας λάβει υπόψη τις περισσότερες παραμέτρους για την σωστή απεικόνιση της πραγματικότητας. Αρχικά είναι αρκετά εύκολη και απλή στον υπολογισμό της τόσο σε σχέση με την NPV όσο και με την IRR. Η τιμή της μεθόδου DPP είναι πάντα μεγαλύτερη από την τιμή της payback period, συνεπώς λαμβάνονται υπόψη τόσο η αποδοτικότητα όσο και η ρευστότητα της επένδυσης. Όσο όμως μεγαλύτερη είναι η περίοδος του DPP τόσο λιγότερο ελκυστική θεωρείται η επενδυτική πρόταση. Η διάρκεια της DPP στο μαθηματικό της τύπο επηρεάζεται από το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο αντικατοπτρίζει το οριακό κόστος της επένδυσης. Όσο υψηλότερο είναι, τόσο μεγαλύτερη είναι η τιμή της DPP.

Με την μέθοδο της DPP μπορούν να ελεγχθούν κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι ναυτιλικές επιχειρήσεις από το εξωτερικό περιβάλλον και μπορεί να απειλήσουν την βιωσιμότητα της επένδυσης.

¹⁹ Bhandari Shyam, Discounted Payback Period - Some Extensions, Bradley University, Peoria Illinois, February 2009

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να σημειώσουμε ότι η μέθοδος DPP, δεν λαμβάνει υπόψη όλες τις ταμειακές ροές της επένδυσης και κατ'επέκταση την πραγματική ρευστότητα και αποδοτικότητα που θα λάβει η επιχείρηση, αφού στοχεύει στο χρονικό σημείο που επανεισπράττει το αρχικό κόστος. Βέβαια σε σχέση με την payback period, λαμβάνεται υπόψη μεγαλύτερη περίοδος. Ωστόσο πέρα από το χρονικό breakeven της εξίσωσης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών με το κόστος της επένδυσης, όσες ταμειακές ροές παράγονται δεν λαμβάνονται υπόψη.

2.2.6. Μέθοδος multiples συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων και εταιρειών (P/EBITDA)

Μια πολύ σημαντική μέθοδος η οποία χρησιμοποιείται σε σημαντικό βαθμό από τον χρηματοοικονομικό υπεύθυνο μιας ναυτιλιακής εταιρείας είναι αυτή των multiples συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων. Όπως γνωρίζουμε μια από τις σημαντικότερες επενδύσεις που μπορεί να κάνει μια ναυτιλιακή εταιρεία είναι η εξαγορά νέων ή και μεταχειρισμένων πλοίων. Πρόκειται δηλαδή για επενδύσεις οι οποίες ενδυναμώνουν την παραγωγική δυναμική της. Η τιμή της μετοχής μιας ναυτιλιακής εταιρείας, αντικατοπτρίζει την αξία της επιχείρησης. Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύσαμε ότι η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από την αξία των παγίων της (assets) και αυτά από το ύψος των ναύλων που έχουν διαμορφωθεί στην αγορά. Παρατηρούμε λοιπόν ότι η αξία ενός πλοίου επηρεάζεται από πολλούς εξωτερικούς παράγοντες, όπως το κλίμα της παγκόσμιας αγοράς, η εξίσωση της προσφερόμενης και ζητούμενης ποσότητας μεταφορικής ικανότητας.

Με το συγκεκριμένο δείκτη μπορεί να υπολογιστεί η αναλογία της αξίας του πλοίου που πρόκειται να αγοραστεί σε σχέση με τα καθαρά κέρδη πριν από φόρους και αποσβέσεις δηλαδή Value of ship / EBITDA. Δηλαδή με αυτόν τον τρόπο υπολογίζει ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος ποια είναι η αναλογία των καθαρών κερδών (τα οποία είναι αναμενόμενα κεφάλαια που θα εισπράξει η επιχείρηση και θα αυξήσουν τη ρευστότητά της) σε σχέση με την τιμή για την απόκτησή του. Πρόκειται δηλαδή για τον ρυθμό αύξησης των κερδών που θα πραγματοποιηθούν από την υλοποίηση μιας συγκεκριμένης επένδυσης. Πολύ σημαντικό εργαλείο αποτελεί η συγκεκριμένη τεχνική όταν πρόκειται να ληφθεί απόφαση για διαφορετικά εναλλακτικά επενδυτικά σχέδια. Έτσι λοιπόν όσο μικρότερος είναι ο συγκεκριμένος λόγος τόσο ευνοικότερα στοιχεία εξάγονται για την απόδοση της επένδυσης (χαμηλή τιμή πλοίου – υψηλά κέρδη).

Πέρα από τις επενδύσεις που γίνονται σε εξαγορές πλοίων ένα πολύ σημαντικό κομμάτι είναι και οι επενδύσεις οι οποίες μπορεί να γίνουν σε εξαγορές συγχωνεύσεις μεταξύ εταιρειών. Όπως αναφέραμε και σε προηγούμενο κεφάλαιο η συγχώνευση δύο ναυτιλιακών εταιρειών σημαίνει συνένωση των παραγωγικών και οικονομικών μεγεθών τους, εξεύρεση πηγών χρημ/σης, μείωση του κόστους λειτουργίας τους και αύξηση των οικονομιών κλίμακας. Ακριβώς όπως στην περίπτωση της εξαγοράς ενός πλοίου, έτσι και στην εξαγορά μιας επιχείρησης ελέγχονται το εξωτερικό και το εσωτερικό περιβάλλον της, (ρυθμός ανάπτυξης παγκόσμιας οικονομίας, ναυτιλιακή αγορά, αποδοτικότητα, παγιοποίηση, ρευστότητα, κόστη της υπό εξαγορά εταιρείας). Και στην περίπτωση της εξαγοράς μιας επιχείρησης ελέγχεται η τιμή της υπό αγορά εταιρείας καθώς και τα καθαρά κέρδη της, που θα προκύψουν από την συγκεκριμένη επένδυση. Όταν πραγματοποιείται μια επένδυση, η επιχείρηση που υλοποιεί την επένδυση εξασθενίζει τα αποτελέσματά της, συνέπεια πολύ λογική αφού δεσμεύονται κεφάλαιά της για το επενδυτικό πρόγραμμά της. Για να επανέλθει και πάλι στο αρχικό της στάδιο θα πρέπει να περάσει ένα χρονικό διάστημα. Το πόσο θα είναι αυτό εξαρτάται από το ύψος των $P / EBITDA$, όπου πλέον το P μετονομάζεται σε $E.V.$ (Enterprise Value). Εάν αυτός ο δείκτης είναι μεγάλος τότε το χρονικό διάστημα επανόδου της επιχείρησης στο αρχικά της μεγέθη θα είναι πολύ μικρό. Εάν είναι μικρός ο λόγος P/E , τότε το χρονικό διάστημα θα είναι μεγαλύτερο. Συνεπώς με αυτή τη μέθοδο επιτυγχάνεται η συσχέτιση της αξίας της επιχείρησης P ή EV , (η οποία αντικατοπτρίζεται από την αξία του μερίσματος που αναμένεται να αποδώσει στους μετόχους της) με τα καθαρά κέρδη που αναμένεται να βγάλει από την επένδυση.

2.2.7. Multiples ομοειδών συναλλαγών, κερδοφορίας και απόδοσης.

Σε αυτή την ενότητα δεν θα εξετάσουμε μια μεμονωμένη χρηματοοικονομική μέθοδο, αλλά μια κατηγορία μεθόδων η οποία αφορά τα multiples, τους δείκτες οι οποίοι χρησιμοποιούνται για να συσχετίσουμε τα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας και να αξιολογήσουμε τα συμπεράσματά μας για τη χρηματοοικονομική της θέση κατά την υλοποίηση μιας επένδυσης. Ξεκινώντας την ανάλυση μας με τα multiples που αφορούν ομοειδείς συναλλαγές, θα πρέπει να τονίσουμε ότι έχουν εφαρμογή σε μεγάλες επενδύσεις όπως είναι οι εξαγορές-συγχωνεύσεις. Όπως γνωρίζουμε σε αυτού του είδους τις επενδύσεις επηρεάζονται μεγέθη που έχουν να κάνουν με την οικονομική πορεία της εταιρείας όπως η τιμή της μετοχής (όπως προσδιορίζεται

καθημερινά από το χρηματιστήριο), το ύψος των κερδών της και η εξέλιξη της καθαρής παγιοποίησης. Ο συσχετισμός των οικονομικών μεγεθών θα μας δώσει χρήσιμα συμπεράσματα σχετικά κυρίως με τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας μετά της συγχώνευσης και τα ρευστά διαθέσιμα που θα εξασφαλιστούν από την επένδυση. Βασικοί δείκτες που παράγονται από αυτά τα μεγέθη είναι τα P / E , $EV / EBITDA$, P/NAV κλπ.

Πολύ σημαντικοί δείκτες για την ανάλυση μιας επένδυσης θεωρούνται αυτοί της κερδοφορίας. Σε αυτή την περίπτωση εξετάζονται, η αναλογία των κερδών που αναμένεται να προκύψουν από την επένδυση σε σχέση με το ύψος των μελλοντικών πωλήσεων (καθαρό περιθώριο κέρδους), η αναλογία των καθαρών κερδών σε σχέση με το σύνολο της αξίας του ενεργητικού και ο δείκτης των καθαρών κερδών σε σχέση με το ύψος των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης ο δείκτης κερδοφορίας συσχετίζει τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές, δηλαδή $NPVI / NPVO$, όπου $NPVI$ =ταμειακές εισροές, $NPVO$ =ταμειακές εκροές. Εάν οι εισροές είναι μεγαλύτερες από τις εκροές τότε έχει νόημα η κερδοφορία σε αμοιβαία αποκλειώμενες επενδύσεις και επιλέγεται αυτή με τον μεγαλύτερο δείκτη. Οι συγκεκριμένοι δείκτες της κερδοφορίας δίνουν τις τελικές απαντήσεις για το πόσο αποτελεσματικά διοικείται μια ναυτιλιακή επιχείρηση, πόσο ορθή είναι η επιλογή για την υλοποίηση συγκεκριμένου επενδυτικού σχεδίου. Με τα συγκεκριμένα multiples ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος βγάζει τα αναμενόμενα συμπεράσματα σχετικά α) με το ύψος των καθαρών κερδών που βγάζει η επιχείρηση σε σχέση με τον κύκλο εργασιών της και μετράει την αποδοτικότητα των πωλήσεων που πραγματοποιεί το νέο σχήμα της εταιρείας, β) το ύψος των καθαρών κερδών με το σύνολο του ενεργητικού, όπου μετράται η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού της (ROA) και γ) το ύψος των καθαρών κερδών με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων, όπου μετράται η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την υλοποίηση της επένδυσης.

2.2.8. Μέθοδος Ανάλυσης Ευαισθησίας (Sensitivity analysis)

Η ανάλυση ευαισθησίας αποτελεί μια από τις σημαντικότερες μεθόδους που χρησιμοποιούνται για τη διαδικασία αξιολόγησης επενδυτικών αποφάσεων. Ο μηχανισμός λειτουργίας της στηρίζεται στους παράγοντες που επηρεάζουν την αξιολόγηση αγοράς πλοίων ή μεταπώλησής τους ή εξαγοράς άλλων εταιρειών κλπ. Πρόκειται για επιρροές που έχουν να κάνουν με το ύψος των εσόδων και το κόστος

της επένδυσης.²⁰ Το ύψος των εσόδων και του κόστους μπορεί να επηρεαστεί από εξωτερικούς παράγοντες όπως την τεχνολογική εξέλιξη, από ένα ευνοϊκό φορολογικό περιβάλλον, σταθερότητα πολιτικοοικονομική, τη μείωση της γραφειοκρατίας. Επίσης μπορεί να επηρεαστεί και από εσωτερικούς παράγοντες που έχουν να κάνουν με τις εσωτερικές αποφάσεις της διοίκησης της επιχείρησης και αφορούν την μεταβολή στη διάρκεια της επένδυσης, την μεταβολή στο εργασιακό κόστος, το οποίο επηρεάζει το προεξοφλητικό επιτόκιο. Οι μεταβολές αυτές στους προσδιοριστικούς παράγοντες μιας επένδυσης είναι δυνατό να αλλάξουν το αποτέλεσμα της αξιολόγησης που έχουν υπολογίσει τεχνικές όπως της NPV ή της IRR. Η μέθοδος της ανάλυσης ευαισθησίας χρησιμοποιείται κυρίως σε συνδυασμό με άλλες τεχνικές (NPV,IRR) προκειμένου να προσδιοριστεί η εκτίμηση του κινδύνου που έχει η επένδυση. Οι σύγχρονες τεχνικές που χρησιμοποιούνται για την λειτουργία της ανάλυσης ευαισθησίας είναι οικονομικότερα υποδείγματα που προσδιορίζουν επακριβώς τα beta των προσδιοριστικών παραγόντων της επένδυσης. Με τον υπολογισμό αυτών των συντελεστών αποκρυσταλλώνεται μαθηματικά η επιρροή των προσδιοριστικών παραγόντων πάνω στην αξιολόγηση της επένδυσης, επηρεάζοντας τις τιμές των NPV και IRR.

2.2.9. Μέθοδος Last done

Πρόκειται για μια νέα τεχνική η οποία έχει εφαρμογή στην αξιολόγηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Στη συγκεκριμένη μέθοδο η επενδυτική πρόταση για την αγορά π.χ ενός πλοίου αξιολογείται σε σύγκριση με την τελευταία αγορά που έκανε η εταιρεία σε πλοίο ομοειδών χαρακτηριστικών. Η επιχείρηση αξιολογεί ουσιαστικά τα χαρακτηριστικά της νέας επένδυσης. Μιλάμε για σύγκριση της πορείας του κόστους και των ταμειακών ροών με παράλληλη εξέταση των εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, αλλά και της οικονομικής της δυναμικής. Το βασικό μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι η χρήση της πρέπει να γίνεται αποκλειστικά για πάγια ομοειδών χαρακτηριστικών προκειμένου να αποφευχθούν ανόμοιες συγκρίσεις και λανθασμένα συμπεράσματα. Η ανάλυση θα πρέπει να περιλαμβάνει την εξέταση των στοιχείων και μελλοντικών εσόδων και του κόστους υλοποίησης της νέας επένδυσης, σε σχέση με την τελευταία ομοειδή επένδυση που έκανε η επιχείρηση. Η νέα επένδυση θα πρέπει να συγκριθεί με τα στοιχεία της παλιάς επένδυσης (δηλαδή με τα στοιχεία που αξιολογήθηκε στο παρελθόν αλλά και με τα αποτελέσματα που παράγει σήμερα

²⁰ Οικονόμου Γεώργιος, Γεωργίου Ανδρέας, Ποσοτική Ανάλυση για τη λήψη αποφάσεων, Τόμος Α', 1999, σελ. 371-382

ούτως ώστε να διαπιστώσουμε αν ήταν συμφέρουσα αλλά και τους λόγους για την υστέρηση που παρατηρείται με βάση το χρονοδιάγραμμα). Με βάση λοιπόν την εξέλιξη της παλιάς επένδυσης θα ανακαλύψουμε αν η νέα επένδυση μπορεί να αποδώσει στο τρέχον περιβάλλον.

2.2.10. Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value-APV)

Άλλη μια πολύ σημαντική μέθοδος λήψης επενδυτικών αποφάσεων είναι αυτή της Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας²¹²²²³. Είναι μια τεχνική με συχνή εφαρμογή σε επενδυτικά προγράμματα χερσαίων επιχειρήσεων και λιγότερο σε επιχειρήσεις του ναυτιλιακού κλάδου. Ανήκει στην ομάδα των μεθόδων που δίνουν έμφαση στην προεξόφληση των ταμειακών ροών, όπως είναι οι NPV, IRR και της προεξοφλημένης επανείσπραξης. Όπως γνωρίζουμε π.χ στη μέθοδο της NPV το προεξοφλητικό επιτόκιο r υποδήλωνε τη χρονική διάσπαση της αξίας του χρήματος και προσδιορίζεται από εξωγενείς παράγοντες όπως είναι η πορεία της οικονομίας, το κόστος εργασίας ενώ επίσης αποτελεί ένα μέσο προσδιορισμού του κινδύνου που αντιμετωπίζει η επένδυση. Το επιτόκιο αυτό περιλαμβάνει στοιχεία ρίσκου της επένδυσης όταν αυτή χρηματοδοτείται είτε με ίδια κεφάλαια είτε και με δανειακά. Αυτά τα δύο στοιχεία σταθμίζονται και προκύπτει η τιμή του προεξοφλητικού επιτοκίου ή σταθμευμένου επιτοκίου (WACC, το οποίο θα αναλύσουμε στο επόμενο κεφάλαιο). Με την τιμή αυτή του επιτοκίου προσδιορίζεται η αξία της επένδυσης μέσω της NPV.

Η διαφορά που προκύπτει με τη μέθοδο της APV έχει να κάνει με την διαφορετική προσέγγιση στον υπολογισμό της παρούσας αξίας. Στη συγκεκριμένη μέθοδο γίνεται ένας διαχωρισμός της αξίας της επένδυσης σε δύο μέρη. Το πρώτο αφορά την παρούσα αξία όταν η επένδυση χρηματοδοτείται μόνο από ίδια κεφάλαια της επιχείρησης (του πλοιοκτήτη σε περίπτωση ναυτιλιακής επένδυσης) ενώ το δεύτερο αφορά στην παρούσα αξία όταν η επένδυση χρηματοδοτείται από δανειακά κεφάλαια (τραπεζική χρηματοδότηση). Στο πρώτο μέρος δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στον προσδιορισμό του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο και χρηματοδοτεί την επένδυση αποκλειστικά από κεφάλαια του επιχειρηματία ή των λοιπών μετόχων. Στο δεύτερο μέρος δίνεται ιδιαίτερη έμφαση στον προσδιορισμό του

²¹ Harvard Business School, Note on Adjusted Present Value, 28th October 1994

²² Luehrman A. Timothy, Using APV: A better tool for Valuing operations, Harvard Business Review, May-June 1997

²³ Ootjers Sebastian, Adjusted Present Value, KPMG, University of Twente, 26th September 2007

κόστους των δανειακών κεφαλαίων λαμβάνοντας υπόψη τα φορολογικά πλεονεκτήματα που έχει η προσφυγή σε δανεισμό (από ότι η αποκλειστική χρηματοδότηση από ίδια κεφάλαια μόνο), η πιθανότητα κήρυξης στάσης πληρωμών προμήθειες και έξοδα χορηγήσεων-ασφάλισης, το ύψος των επιτοκίων στην παγκόσμια οικονομία. Έτσι λοιπόν ο μαθηματικός τύπος της APV είναι ίδιος με αυτόν της NPV, με την διαφορά ότι διαχωρίζεται σε: $NPV_A = \sum [V_t / (1+r_1)^t]$, όπου $r_1 =$ το κόστος κεφαλαίου και $NPV_B = \sum [V_t / (1+r_2)^t]$, όπου $r_2 =$ δανειακό κόστος.

Συνεπώς : $APV = NPV_A + NPV_B$

Η προσαρμοσμένη παρούσα αξία (APV) χαρακτηρίζεται από ένα πολύ βασικό πλεονέκτημα: ο διαχωρισμός των αξιών της επένδυσης προσφέρει τη δυνατότητα στον συγκεκριμένο δείκτη να είναι περισσότερο ευέλικτος (financial flexible) καλύπτοντας μια σειρά παραγόντων (φορολογία, αυξομειώσεις χρέους, κόστος χορηγήσεων, ασφάλισης, κλίμα παγκόσμιας αγοράς κλπ). Επίσης με αυτό τον τρόπο, δίνεται η δυνατότητα στους επιχειρηματίες (πλοιοκτήτες) να διακρίνουν και να παρακολουθήσουν πώς οι πηγές άντλησης κεφαλαίων επηρεάζουν την αξία της επένδυσης διακριτά αλλά και συνολικά (κεφάλαια που χρηματοδοτήθηκαν από την ίδια την επιχείρηση, κεφάλαια που προήλθαν από τραπεζικό δανεισμό). Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι οι αναφορές στη φορολογία αφορούν μόνο τις επιχειρήσεις χερσαίας δραστηριότητας αφού στο ναυτιλιακό κλάδο δεν υφίσταται φορολογικός παράγοντας.

Θα πρέπει να αναφερθεί επίσης ότι υπάρχει ένας σημαντικός κίνδυνος από τη χρήση του APV. Ο συνεχόμενος και αναλυτικός διαχωρισμός των αξιών της επένδυσης (προκειμένου να γίνει λεπτομερειακή ανάλυση των παραγόντων προσδιορισμού του κόστους) μπορεί να οδηγήσει στην περίπτωση λανθασμένου υπολογισμού λόγω εσφαλμένου διαχωρισμού, ταμειακών ροών, αλληλοκάλυψη παραγόντων, επαυπολογισμός κλπ.

2.3 Η σημασία της υπολειμματικής αξίας των πλοίων (salvage value) στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων

Ένας από τους κύριους στόχους που ελέγχει ένας CFO μιας ναυτιλιακής εταιρείας είναι η βιωσιμότητα της επένδυσης που καλείται να υλοποιήσει είτε πρόκειται για τη ναυπήγηση ενός νέου πλοίου ή την αγορά ενός μεταχειρισμένου. Μια επένδυση για να είναι βιώσιμη πέρα από τον υπολογισμό της επανείσπραξης των κεφαλαίων που έχουν διατεθεί για την υλοποίησή της καθώς επίσης και την υπεραξία

που δημιουργεί για το χρονικό διάστημα που μπαίνει στην παραγωγική διαδικασία, χρειάζεται να ληφθεί υπόψη η μελλοντική αξία του πλοίου. Αυτή η αξία η οποία εκτιμάται ότι θα ανέρχεται το πλοίο στο τέλος του προγράμματος ονομάζεται υπολειμματική αξία.

Η υπολειμματική αξία προς το τέλος της οικονομικής ζωής του πλοίου ταυτίζεται με την αξία διάλυσής του (scrap value). Κατά τη διάρκεια της οικονομικής ζωής του πλοίου η υπολειμματική αξία διακυμαίνεται ανάλογα με τις τάσεις που επικρατούν στην αγορά. Όταν η αγορά βρίσκεται σε ύφεση, οι τιμές των ναύλων και οι αξίες των πλοίων βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Σε αυτή τη φάση (περίοδος α) η υπολειμματική αξία των πλοίων, δηλαδή η μελλοντική του αξία υποτιμάται. Αυτό σημαίνει ότι όταν η αγορά επανέλθει σε υψηλά επίπεδα (περίοδος β) και ο πλοιοκτήτης θελήσει να πωλήσει το πλοίο του, τότε επειδή ακριβώς την προηγούμενη περίοδο είχε εκτιμήσει την υπολειμματική αξία σε χαμηλά επίπεδα θα έχει ένα θετικό περιθώριο (υπολ. Αξία Β' περιόδου – υπολ. Αξία Α' περιόδου >0). Αυτό σημαίνει ότι έχει υποτιμήσει την αξία του πλοίου και θα μπορούσε να είχε αντλήσει περισσότερα κεφάλαια από ότι πραγματικά άντλησε. Η αντίστροφη κατάσταση ισχύει όταν οι αγορές βρίσκονται σε ανοδικά επίπεδα όπου τελικά οι υπολειμματικές αξίες υπερεκτιμούνται και ο πλοιοκτήτης εμφανίζει σημαντικές ζημιές όταν επέλθει ο καιρός της ύφεσης.

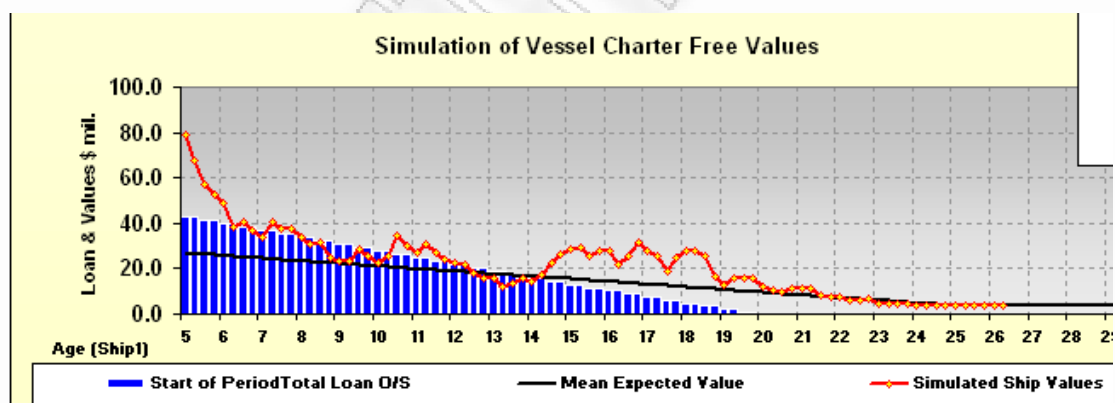
Από τα ανωτέρω μπορούμε να κατανοήσουμε ότι ένα βασικό πρόβλημα στον υπολογισμό των παραμέτρων που σταθμίζονται για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων είναι η αδυναμία στον υπολογισμό των υπολειμματικών αξιών των πλοίων. Μια από τις σημαντικότερες μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των υπολειμματικών αξιών είναι αυτή των τριών παραγόντων²⁴. Σύμφωνα με αυτή τη μεθοδολογία οι τρεις βασικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τη διακύμανση των μελλοντικών αξιών είναι ο δείκτης απόσβεσης, το επίπεδο πληθωρισμού και το σημείο που βρίσκεται η οικονομία πάνω στον επιχειρηματικό κύκλο (market cycle). Αναλυτικότερα ο δείκτης απόσβεσης απομειώνει την αρχική αξία του κόστους απόκτησης του πλοίου σε σταθερή βάση ετησίως (από τη χρονική στιγμή που το πλοίο έρχεται στην κυριότητα του πλοιοκτήτη μέχρι τη στιγμή που εκτιμάται ότι θα πωληθεί). Το μέγεθος του πληθωρισμού επηρεάζει αρνητικά το αρχικό κόστος κτήσης του πλοίου και κατά συνέπεια την μελλοντική αξία. Επίσης ανάλογα με το σημείο όπου βρίσκεται η επιχείρηση στη ναυτιλιακή αγορά (ανοδικό ή

²⁴ Maritime Economics, Martin Stopford (2009), «Estimating the residual value of a ship», σελ. 265-269

καθοδικό) έχουμε αντίστοιχα μεγάλη επιρροή στη μελλοντική αξία του πλοίου (άνοδος ή κάθοδος). Ο συνδιασμός των τριών παραγόντων επιφέρει σημαντική πληροφόρηση στο τελικό επίπεδο της αξίας του πλοίου. Επίσης αν η υπολειμματική αξία θεωρείται μεγάλη αυτό σημαίνει ότι η ναυτιλιακή αγορά είναι σε καλή κατάσταση και ο πλοιοκτήτης μπορεί να την εκμεταλλευτεί ασκώντας την κατάλληλη ναυτιλιακή πολιτική (Εάν η προοπτική είναι η ανοδική πορεία των ναύλων, οι νέες συμφωνίες των ναυλοσυμφώνων θα πρέπει να είναι μικρής χρονικής διάρκειας έτσι ώστε ο πλοιοκτήτης να επωφεληθεί από το κλείσιμο νέων ναυλοσυμφώνων με υψηλότερο ναύλο σε σύντομο χρονικό διάστημα. Το αντίστροφο ισχύει εάν οι προοπτικές της αγοράς είναι καθοδικές).

Ένα πολύ σημαντικό πρόβλημα που εμφανίζεται κατά τη διαδικασία του υπολογισμού των μελλοντικών αξιών ενός πλοίου είναι η έλλειψη ορθής, οργανωμένης και λεπτομερής παράθεσης στοιχείων για την ιστορικότητα των τιμών του πλοίου. Επιπλέον τίθεται το ερώτημα κατά πόσο μπορούμε να προβλέψουμε τις μελλοντικές τιμές χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία από το παρελθόν.

Στο παρακάτω διάγραμμα μπορούμε να κατανοήσουμε τη σημασία των υπολειμματικών αξιών στη διαδικασία λήψης αποφάσεων για την υλοποίηση μιας επένδυσης.



Πηγή Theisen Securities/Risk (www.theisensecurities.com/theisen_risk.html)

Παρατηρούμε ότι οι αξίες που λαμβάνει κάθε χρόνο το πλοίο ακολουθούν τις διακυμάνσεις της αγοράς με φθίνοντα ρυθμό λόγω του ετήσιου ρυθμού απομείωσης της αξίας κτήσης. Επίσης στη λήξη της διάρκειας του δανείου υφίσταται σημαντική αξία την οποία ο πλοιοκτήτης μπορεί να εκμεταλλευτεί πχ με μεταπώληση. Από την πλευρά των δανειστών (τράπεζα) καθόλη την περίοδο αποπληρωμής σε περιπτώσεις (9^{ος} , 10^{ος} , 13^{ος} χρόνος) η αξία του πλοίου δεν υπερκαλύπτει το υπόλοιπο του δανείου. Σε όλες τις υπόλοιπες χρονικές περιόδους υπερκαλύπτεται. Συμπερασματικά

παρατηρούμε ότι είτε πρόκειται για τον πλοιοκτήτη είτε για τον πιστωτή, δεν υπάρχει ποτέ ολοκληρωτική εξασφάλιση. Ο καθένας απολαμβάνει το ρίσκο που του αναλογεί.

Κεφάλαιο 3^ο **Ανάλυση Κεφαλαιακού Κόστους Ναυτιλιακών Επενδύσεων**

3.1. Ανάλυση Συστατικών μερών Κεφαλαίου

Στην ανάλυση που κάνει ο CFO και ο CEO μιας ναυτιλιακής εταιρείας για την έγκριση ή την απόρριψη μιας επενδυτικής πρότασης, ένας βασικός παράγοντας που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη είναι ο προσδιορισμός του κεφαλαιακού κόστους που θα επιβαρύνει την επιχείρηση. Όταν αναλύεται ένα επενδυτικό σχέδιο τα πρώτα ερωτήματα που τίθενται είναι να εξεταστεί η χρηματοοικονομική δομή της επένδυσης καθώς και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που θα δεσμευτούν για να πραγματοποιηθεί η υλοποίησή της. Όπως γνωρίζουμε για να πραγματοποιηθεί ένα επενδυτικό σχέδιο απαιτούνται κεφάλαια τα οποία θα αντληθούν είτε από δανεισμό της επιχείρησης είτε από τον ίδιο τον επιχειρηματία (πλοιοκτήτη) είτε θα υπάρξει συνδυασμός και των δύο τρόπων. Η χρηματοοικονομική δομή της επένδυσης αποτελείται από τα δανειακά (ξένα) κεφάλαια και από τα μετοχικά (ίδια) κεφάλαια. Για να απελευθερωθούν αυτά τα κεφάλαια και να χρηματοδοτήσουν την επένδυση απαιτείται να δοθεί ένα αντίτιμο σε αυτούς που τα κατέχουν.

Ξεκινώντας από το τμήμα των ξένων κεφαλαίων, τα κεφάλαια αυτά προέρχονται από τον χρηματοπιστωτικό τομέα και συγκεκριμένα από τις τράπεζες. Όπως είναι γνωστό για να αντλήσει ο επιχειρηματίας (πλοιοκτήτης) κεφάλαια από τις τράπεζες, υποβάλλει το επενδυτικό του σχέδιο προς ανάλυση στα αρμόδια τμήματα των τραπεζών. Αυτές εξετάζουν τη βιωσιμότητα του σχεδίου, την οικονομική κατάσταση του επιχειρηματία, την επάρκεια των εξασφαλίσεων, το οικονομικό περιβάλλον που θα υλοποιηθεί η επένδυση και σύμφωνα με την αρχή των 5 (Character, collateral, capital, capacity, conditions), εγκρίνουν ή απορρίπτουν τη χρηματοδότηση του σχεδίου. Τα κεφάλαια αυτά δίνονται και συμφωνείται μεταξύ των δύο συμβαλλόμενων μερών ένα πλάνο αποπληρωμής. Μαζί με την επιστροφή του κεφαλαίου προς την τράπεζα δίνεται και μια συμφωνημένη αμοιβή η οποία καταβάλλεται στις επετείους των δόσεων (installments). Η αμοιβή μπορεί να υπολογίζεται με διαφορετικούς τρόπους, ανάλογα με τον τρόπο αποπληρωμής που έχει συμφωνηθεί. Δηλαδή με χρεολυτική ή τοκοχρεολυτική απόσβεση. Η αμοιβή αυτή είναι το επιτόκιο και μπορεί να εκτοκίζεται ανάλογα με το τιμολόγιο της τράπεζας ή με βάση των libor / euribor με επιπλέον ένα περιθώριο κέρδους. Τα libor /

euribor αποτελούν τα διατραπεζικά επιτόκια τα οποία προσδιορίζονται από τις δυνάμεις προσφοράς και ζήτησης των κεφαλαίων. Τα περιθώρια κέρδους (spread) είναι η αξιολόγηση του κινδύνου που θεωρεί η τράπεζα για τη βιωσιμότητα της επένδυσης και του επιχειρηματία και αποτελεί υποκειμενικό στοιχείο. Η «αμοιβή» αυτή αποτελεί το κόστος των δανειακών κεφαλαίων που επωμίζεται η επιχείρηση για την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων.

Από την άλλη πλευρά έχουμε το άλλο σημαντικό συστατικό μέρος του κεφαλαίου που είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Τα ίδια κεφάλαια μπορούν να αναλυθούν σε τρία επιμέρους στοιχεία: στα παρακρατηθέντα κέρδη ή εσωτερικά ίδια κεφάλαια, στο κοινό μετοχικό κεφάλαιο ή εξωτερικά ίδια κεφάλαια και στο προνομιακό μετοχικό κεφάλαιο²⁵. Ως παρακρατηθέντα κέρδη (ή εσωτερικά ίδια κεφάλαια) θεωρούνται τα κέρδη της εταιρείας τα οποία δεν έχουν καταβληθεί ως μερίσμα στους μετόχους, αλλά παρακρατούνται για να επανεπενδυθούν στην επιχείρηση. Το κόστος της επιχείρησης που αφορά τα παρακρατηθέντα κέρδη αποτελεί τα μερίσματα που αναμένουν οι μέτοχοι να τους αποδοθούν. Σύμφωνα με τους Weston και Brigham στις «Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής» (2002) το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών επηρεάζεται από τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής της τιμής της μετοχής, της σημερινής τιμής της μετοχής και του μερίσματος το οποίο αναμένεται να διανεμηθεί τον επόμενο χρόνο. Ο μαθηματικός τύπος που εξάγεται από αυτούς τους παράγοντες είναι:

$K = d_1/p_0 + g$, όπου K : κόστος παρακρατηθέντων κερδών, d_1 : μερίσμα πρώτου έτους, p_0 : τιμή μετοχής σήμερα, g : ρυθμός μεταβολής τιμής μετοχής. Για να υπάρξει αύξηση της αξίας της επιχείρησης, θα πρέπει τα κεφάλαια που θα επανεπενδυθούν να έχουν απόδοση παραπάνω από το κόστος κεφαλαίου (K) ή τουλάχιστον ίση.

Το επόμενο στοιχείο το οποίο ολοκληρώνει τη δομή των ιδίων κεφαλαίων είναι το ύψος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου (ή εξωτερικά ίδια κεφάλαια). Πρόκειται για την παραδοσιακή μορφή μετοχών, όπως ο κάτοχός της έχει δικαίωμα ψήφου με δύναμη ανάλογη του αριθμού των μετοχών που κατέχει. Όταν μια ναυτιλιακή εταιρεία (εισηγμένη) αποφασίσει να αντλήσει κεφάλαια από τους μετόχους της κάνει δημόσια προσφορά στο χρηματιστήριο για αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Στην αύξηση μπορεί να συμμετέχουν και παλιοί μέτοχοι αλλά και νέοι επενδυτές, οι οποίοι εξετάζοντας την επενδυτική πρόταση αλλά και τις προοπτικές της εταιρείας, αποφασίζουν να συμμετάσχουν στο ιδιοκτησιακό καθεστώς

²⁵ Weston Fred, Brigham Eugene, Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, 2002, σελ. 479-488

της. Με αυτόν τον τρόπο αποσκοπούν να λάβουν ένα ικανοποιητικό μέρισμα ούτως ώστε να αυξήσουν τα εισοδήματά τους. Το ύψος του μερίσματος για να θεωρείται ικανοποιητικό θα πρέπει να καλύπτει τουλάχιστον το κόστος που επιβάρυνε τον επενδυτή προκειμένου να αποκτήσει τις μετοχές που κατέχει. Το ύψος των μερισμάτων τόσο για τους παλιούς όσο και για τους νέους μετόχους πρέπει να είναι το ίδιο. Αυτό σημαίνει ότι η παρούσα αξία των μερισμάτων θα πρέπει να είναι ίση με την τιμή της μετοχής της επιχείρησης. Σύμφωνα με τους Weston και Brigham, με μαθηματικούς όρους αυτό εκφράζεται ως $P_s = dt / (1+k)^t$. Αν η τιμή της μετοχής P_s που προκύπτει από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εκφραστεί ως ποσοστό της αρχικής αξίας των μετοχών δηλαδή $P_s = P_0 (1 - f)$, θα μας οδηγήσει σε μια νέα μαθηματική εξίσωση η οποία εκφράζει το κόστος των κοινών μετοχών. Συγκεκριμένα, $P_0 (1 - f) = dt / (1+k)^t \rightarrow K = dt / P_0 (1 - f) + g$, όπου dt = μέρισμα στον χρόνο t , $P_0(1-f)$ =ποσοστιαία μεταβολή της τιμής της μετοχής, g =ρυθμός μεταβολής της τιμής της μετοχής. Θα πρέπει να σημειώσουμε όπως φαίνεται και στη μαθηματική σχέση ότι η σύγκριση του κόστους των κοινών μετοχών με του κόστους των παρακρατηθέντων κερδών δείχνει ότι το πρώτο είναι μεγαλύτερο από το δεύτερο εξαιτίας της ύπαρξης του κόστους κυκλοφορίας της έκδοσης των νέων μετοχών. Ο μαθηματικός τύπος ο οποίος περιγράφηκε ανωτέρω είναι γνωστός ως Υπόδειγμα Gordon ή Υπόδειγμα ρυθμού αύξησης των μερισμάτων.

Από την άλλη πλευρά υπάρχει και μια εναλλακτική μορφή υπολογισμού του κόστους των κοινών μετοχών μιας επιχείρησης. Αυτή η μορφή ονομάζεται γραμμή αγοράς χρεογράφων (security market line) ή Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model). Το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, δηλαδή οι αποδόσεις που θα ζητήσουν οι επενδυτές να λάβουν, για να επενδύσουν στις κοινές μετοχές της επιχείρησης σύμφωνα με το συγκεκριμένο υπόδειγμα υπολογίζεται με βάση τις αποδόσεις των χρεογράφων. Σύμφωνα με το μαθηματικό μοντέλο το κόστος για την απόκτηση κοινών μετοχών εκφράζεται ως εξής:

$K = R_F + (R_M - R_F)\beta$ όπου R_F = απόδοση χωρίς κίνδυνο (μετριέται από το ύψος των κρατικών χρεογράφων), $R_M - R_F$ = το αναμενόμενο ασφάλιστρο απόδοσης έναντι του κινδύνου αγοράς, β = βαθμός κινδύνου των αποδόσεων των μετόχων της επιχείρησης σε σχέση με τις μετοχές της αγοράς. Όπως παρατηρούμε από το υπόδειγμα το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου επηρεάζεται από την απόδοση, χωρίς κίνδυνο και

ενός συντελεστή προσαρμογής κινδύνου. Πολύ βασικός παράγοντας είναι ο συντελεστής β , ο οποίος αναλύεται από τον μαθηματικό τύπο:

$\beta = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$. Ο συντελεστής β επηρεάζεται από τη συνδιακύμανση των αποδόσεων των κοινών μετοχών της επιχείρησης και των αποδόσεων των χρεογράφων της αγοράς και από τη διακύμανση των χρεογράφων της αγοράς. Θα πρέπει να επισημανθεί σε αυτό το σημείο ότι όταν ο συντελεστής β είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα (1) τότε ο συντελεστής προσαρμογής του κινδύνου είναι μεγαλύτερος από το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς. Οι υπολογισμοί με την συγκεκριμένη μέθοδο είναι εύκολο να ευρεθούν, λαμβάνοντας στοιχεία για τις αποδόσεις των κρατικών χρεογράφων και της επιχείρησης.

Επίσης στοιχεία για τον συντελεστή β μπορούν να ευρεθούν από μεγάλους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, οι οποίοι έχουν κάνει τις εκτιμήσεις τους. Ωστόσο η κριτική²⁶ που υφίσταται είναι ότι δεδομένα για τις αποδόσεις των χρεογράφων του συνολικού χαρτοφυλακίου της αγοράς δεν είναι εύκολο να ληφθούν υπόψη, οπότε και οι εκτιμήσεις που προκύπτουν για τον συντελεστή β ενέχουν κίνδυνο σφάλματος. Ακόμα μια πολύ βασική κριτική που ασκείται στη μέθοδο CAPM είναι ότι οι αποδόσεις των μετοχών προσδιορίζονται από την ιστορικότητα των στοιχείων που τηρεί η επιχείρηση και όχι από τις προσδοκίες των επενδυτών. Δηλαδή οι επενδυτικές αποφάσεις δεν στηρίζονται σε εκτιμήσεις στοιχείων που θα γίνουν στο προσεχές μέλλον αλλά σε πεπερασμένα στοιχεία τα οποία δεν αντικατροπτίζουν το πραγματικό περιβάλλον στο οποίο θα υλοποιηθεί η επένδυση. Το συγκεκριμένο πρόβλημα αντιμετωπίζεται με την προηγούμενη μέθοδο (Gordon) όπου λαμβάνονται υπόψη οι προσδοκίες των επενδυτών για το ύψος του μερίσματος.

Το επόμενο βασικό στοιχείο για τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου είναι το προνομιακό μετοχικό κεφάλαιο. Πρόκειται ουσιαστικά για αγορά μετοχών από υποψήφιους επενδυτές και ενίσχυσης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με την διαφορά όμως ότι οι απαιτήσεις και τα δικαιώματα των προνομιακών μετοχών προηγούνται από αυτό που δημιουργείται από τις κοινές μετοχές. Για να κατανοηθεί καλύτερα αυτή η διαφορά θα προσπαθήσουμε να ταξινομήσουμε τη σχέση των προνομιακών μετοχών με τις κοινές μετοχές και τα δανειακά κεφάλαια. Όπως γνωρίζουμε τα δανειακά κεφάλαια υποχρεώνουν την επιχείρηση (δανειζόμενο) να τα επιστρέψει στον δανειστή της (τράπεζα) εντός μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου με συγκεκριμένο επιτόκιο. Αθέτηση αυτής της υποχρέωσης επιφέρει κυρώσεις για

²⁶ Ευθύμωγλου Πρ. «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως», Τεύχος Α, Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, 1999, σελ. 291

τον δανειζόμενο αλλά και κίνδυνο στάσης πληρωμής. Δηλαδή οι περιοδικές χρηματικές καταβολές αποπληρωμής των δανείων (δόσεις) είναι υποχρεωτικές για την επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά οι αποδόσεις των κοινών μετοχών (μερίσματα) εάν δεν αποδοθούν στους μετόχους, δεν υφίσταται πειθαρχική δίωξη. Οι προνομιούχες μετοχές αποτελούν μια ενδιάμεση κατάσταση μεταξύ των άλλων δύο μορφών χρηματοδότησης. Δηλαδή όπως στα δανειακά κεφάλαια, έτσι και το προνομιώδες μετοχικό κεφάλαιο επιφέρει υποχρεώσεις για την επιχείρηση πληρωμής δόσεων, μερισμάτων.

Σε περίπτωση εκκαθάρισης της εταιρείας πρώτα εξοφλούνται οι δανειακές υποχρεώσεις, μετά αποδίδονται τα μερίσματα από τις προνομιούχες μετοχές και τέλος τα μερίσματα από το κοινό μετοχικό κεφάλαιο. Μάλιστα οι δόσεις που δίνονται για την αποπληρωμή των δανείων και τα μερίσματα που δίνουν οι προνομιώδεις μετοχές στους μετόχους έχουν το ίδιο χαρακτηριστικό: της σταθερότητας του ποσού. Σε αντίθεση με τα μερίσματα των κοινών μετοχών που αναπροσαρμόζονται ανάλογα με το ύψος των αποτελεσμάτων της εταιρείας.

Το μαθηματικό υπόδειγμα που ισχύει για την περίπτωση του κόστους για τις προνομιώδεις μετοχές είναι $d_i / P_i(1-f)$, όπου d_i = μερίσματα προνομιούχου μετοχής στο διηνεκές, P_i = τιμή προνομιούχου μετοχής, $(1-f)$: συντελεστής ποσοστιαίου κόστους κυκλοφορίας έκδοσης μετοχών.

3.2. Σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου

Όπως εξετάστηκε στην προηγούμενη ενότητα, αναλύθηκαν οι μέθοδοι υπολογισμού του κόστους του κεφαλαίου που χρησιμοποιείται για την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων. Αναλύθηκαν τα μέρη του κεφαλαίου που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων και οι τεχνικές πρόβλεψης του κόστους για κάθε ένα από αυτά.

Ωστόσο είναι πολύ σημαντικό να προσδιοριστεί το συνολικό κόστος που επιβαρύνει την επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά της σχέδια και αυτό μπορεί να επιτευχθεί με τη μέθοδο του Μέσου Σταθμικού Κεφαλαίου. Με τη συγκεκριμένη μέθοδο αποτυπώνεται η επίδραση που έχουν τα επιμέρους κόστη (δάνεια, παρακρατηθέντα κέρδη, κοινές και προνομιούχες μετοχές) στη δημιουργία μιας συγκεκριμένης τιμής που αποτυπώνει το συνολικό κόστος άντλησης κεφαλαίου.

Ο μαθηματικός τύπος που αντικατοπτρίζει αυτή τη σχέση είναι

$K = W_1K_1 + W_2K_2 + W_3K_3 + W_4K_4$, όπου K_1, K_2, K_3, K_4 είναι τα προαναφερθέντα κόστη, ενώ τα W_1, W_2, W_3, W_4 αποτελούν τους αντίστοιχους συντελεστές στάθμισης. Οι συντελεστές στάθμισης αποτελούν την ποσοστιαία συμμετοχή κάθε πηγής άντλησης κεφαλαίου στη συνολική χρηματοδότηση του επενδυτικού σχεδίου. Το άθροισμα των συντελεστών στάθμισης ισούται με τη μονάδα ($w_1 + w_2 + w_3 + w_4 = 1$).

Στην προηγούμενη ενότητα αναφέρθηκαν οι τρόποι με τους οποίους προσδιορίζονται τα κεφαλαιακά κόστη συγκεκριμένων πηγών χρηματοδότησης (K_1, K_2, K_3, K_4). Το ζήτημα όμως για να υπολογιστεί ορθά το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι ο προσδιορισμός και των συντελεστών στάθμισης, ($w_1 + w_2 + w_3 + w_4$). Οι συντελεστές αυτοί μπορούν να εκτιμηθούν με τη χρήση των λογιστικών αξιών και των αγοραίων αξιών των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων^{27,28}.

Συγκεκριμένα, ο συντελεστής στάθμισης μιας πηγής χρηματοδότησης προσδιορίζεται είτε με τον λόγο της λογιστικής αξίας της πηγής αυτής προς το σύνολο των κεφαλαίων της επιχείρησης, είτε με την αγοραία αξία των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από την πηγή αυτή προς την αγοραία αξία του συνόλου των κεφαλαίων της επιχείρησης. Πιο συχνή μέθοδο από τις δύο είναι η πρώτη λόγω της ευκολίας του προσδιορισμού της επειδή εκφράζεται με σταθερές τιμές, ενώ η δεύτερη μεταβάλλεται από ημέρα σε ημέρα. Επίσης άλλος ένας τρόπος προσδιορισμού των συντελεστών στάθμισης είναι μέσω της πολιτικής που θέλει να ακολουθήσει η εταιρεία για να πετύχει μια συγκεκριμένη κεφαλαιακή δομή και η οποία θα ελαχιστοποιήσει το συνολικό κόστος κεφαλαίου.

Δηλαδή προσδιορίζονται συντελεστές στάθμισης οι οποίοι εκφράζουν τον άριστο συνδυασμό χρήσης των πηγών χρηματοδότησης για να ελαχιστοποιηθεί το μέσο σταθμικό κόστος.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να επισημανθεί το γεγονός, ότι στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις το κεφαλαιακό τους κόστος (μέσο σταθμικό) δεν δέχεται καμία επιρροή από τις μεταβολές της κεφαλαιακής τους δομής (ύψος ξένων-ιδίων κεφαλαίων). Πρόκειται για την Πρόταση I των Miller και Modigliani, βρίσκει τέλεια εφαρμογή στις ναυτιλιακές εταιρείες, αφού τα καθαρά τους κέρδη δεν υπόκεινται ουσιαστικά σε φορολογία. Υπενθυμίζουμε ότι η πρόταση II περιλαμβάνει την περίπτωση της φορολογίας. Σύμφωνα με την πρόταση I η αξία της επιχείρησης

²⁷ Weston Fred, Brigham Eugene, Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, 2002, σελ. 496-501

²⁸ Ευθύμογλου Πρ. «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως», Τεύχος Α, Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, 1999, σελ. 294-296

παραμένει αμετάβλητη είτε χρησιμοποιούνται ξένα κεφάλαια είτε όχι. Αν υποθεθεί ότι μια ναυτιλιακή εταιρεία χρησιμοποιεί για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων της δανειακά κεφάλαια (D) και ίδια κεφάλαια μέσω των κοινών της μετοχών (S), τότε το κόστος των κοινών μετοχικών της κεφαλαίων με μόχλευση θα επηρεάζεται από τη σχέση του κόστους των κοινών μετοχών όταν η εταιρεία δεν χρησιμοποιεί μόχλευση και ενός ασφαλίστρου που θα δίνεται για την αποζημίωση των μετόχων έναντι του κινδύνου που αναλαμβάνουν.

Ο μαθηματικός τύπος δηλαδή θα είναι: $K_{el} = K_{eu} + (K_{eu} - K_l)(D/S)$, όπου K_{el} = κόστος κοινών μετοχών με μόχλευση, K_{eu} = κόστος κοινών μετοχών χωρίς μόχλευση, K_l = κόστος δανειακών κεφαλαίων²⁹. Αν δεν χρησιμοποιούνται δανειακά κεφάλαια, ο δεύτερος όρος απαλείφεται δηλαδή $K_{el} = K_{eu}$. Συνεπώς η αγοραία αξία της εταιρείας θα έχει την τιμή $:EBITDA / K_{eu}$. Αν υπάρχουν δανειακά κεφάλαια και βρεθεί το K_{el} τότε σύμφωνα με τον τύπο του μέσου σταθμικού κόστους, το K θα είναι ίσο με το K_{el} . Δηλαδή σύμφωνα με την Πρόταση I το σταθμικό μέσο κόστος που θα προέλθει από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων και το κόστος των κοινών μετοχών με μόχλευση θα είναι το ίδιο με το κόστος των κοινών μετοχών χωρίς μόχλευση. Συνεπώς και η αξία της εταιρείας δεν πρόκειται να αλλάξει από τον τρόπο χρήσης των κεφαλαίων της (μεταξύ δανεισμού και μετοχών).

²⁹ Ευθύμογλου Πρόδρομος, Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης Τεύχος Α' Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, 1999, σελ. 296-299

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Μορφές ναυτιλιακής χρηματοδότησης-γαρακτηρίσματα, πολιτικές

Σε προηγούμενα κεφάλαια αναφέραμε τους τύπους των επενδύσεων οι οποίοι πραγματοποιούνται από την ναυτιλιακή κοινότητα, τη σημασία που παίζει το οικονομικό περιβάλλον που υλοποιούνται καθώς και τις τεχνικές που χρησιμοποιούνται για να αξιολογηθούν οι επενδυτικές προτάσεις και το κόστος χρηματοδότησής τους. Στο παρόν κεφάλαιο θα εξεταστούν οι πηγές οι οποίες χρηματοδοτούν με κεφάλαια τα επενδυτικά σχέδια των εταιρειών. Οι μορφές χρηματοδότησης που θα αναλυθούν είναι :

- Τραπεζική χρηματοδότηση (διμερή, ομολογιακά κοινοπρακτικά)
- Χρηματιστήρια (equity capital market)
- Χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια του πλοιοκτήτη
- Cosy equity (μετατρέψιμα χρεόγραφα, μετοχές)
- Leasing
- Πιστώσεις από ναυπηγείο

Για να υλοποιηθεί ένα επενδυτικό σχέδιο όπως είναι η αγορά ενός πλοίου ή μετασκευή του ή η εξαγορά μιας εταιρείας από μια άλλη, απαιτούνται σημαντικά ύψη κεφαλαίων τα οποία δεν είναι δυνατόν να αντληθούν από μια πηγή. Αυτό συμβαίνει γιατί οι πιστωτές ενός επενδυτικού σχεδίου δεν θέλουν να αναλάβουν όλο το ρίσκο της χρηματοδότησης. Συνεπώς ο επιχειρηματίας-πλοιοκτήτης πρέπει να βρει τον καλύτερο συνδυασμό πηγών χρηματοδότησης προκειμένου να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια με το μικρότερο κόστος για την εταιρεία του. Εάν λάβουμε υπόψη τις ιδιαιτερότητες του ναυτιλιακού κλάδου, την αστάθεια της αγοράς κρίνεται επιβεβλημένη η άντληση κεφαλαίων από εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης.

4.1. Τραπεζική χρηματοδότηση

Πρόκειται για την πιο παραδοσιακή μορφή άντλησης κεφαλαίων που χρησιμοποιείται για την υλοποίηση των ναυτιλιακών επενδύσεων. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως οι ναυτιλιακές επενδύσεις απαιτούν μεγάλα κεφάλαια τα οποία ο πλοιοκτήτης δεν τα κατέχει. Έτσι λοιπόν στρέφεται στην πιο ενδεδειγμένη πηγή άντλησης κεφαλαίων η οποία είναι οι τράπεζες. Ο πλοιοκτήτης υποβάλλει το επενδυτικό του σχέδιο στην τράπεζα με συγκεκριμένο αίτημα χρηματοδότησης. Δηλαδή τη μορφή του δανείου, το διαμορφούμενο επιτόκιο, τα καλύμματα που θα δοθούν, το εκτιμώμενο πλάνο αποπληρωμής καθώς και τα εκτιμώμενα μελλοντικά

έσοδα, τα κόστη (εκροές) της επένδυσης, το ύψος των κεφαλαίων που θα συνεισφέρει ο επιχειρηματίας. Σημαντικό ρόλο σε αυτό το σημείο παίζει και η ορθή επιλογή της τράπεζας με την οποία θα συνεργαστεί ο πλοιοκτήτης και η οποία πρέπει να έχει ναυτιλιακή κουλτούρα, εμπειρία και εξειδικευμένο τμήμα με στελέχη πλούσιου γνωσιολογικού υπόβαθρου.

Το αρμόδιο τμήμα της τράπεζας (credit) αξιολογεί την επενδυτική πρόταση στο σύνολό της βάσει της αρχής των 5 C³⁰. Αξιολογεί τον α) χαρακτήρα του πλοιοκτήτη (character) σε ότι αφορά την τιμότητα, την ακεραιότητα και το γενικότερο παρελθόν του, β) το ύψος των κεφαλαίων (capital) τα οποία χρησιμοποιούνται για την υλοποίηση της επένδυσης. Δηλαδή ποια είναι η αναλογία των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί ο πλοιοκτήτης από το δικό του ταμείο σε σχέση με αυτά που θα δανειστεί από τις τράπεζες και από τις διάφορες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, γ) το Capacity, δηλαδή η διοικητική ικανότητα του πελάτη σε σχέση με την παραγωγική δυναμική του, δ) οι πολιτικοοικονομικές συνθήκες που επικρατούν τον χρόνο υλοποίησης της επένδυσης στην παγκόσμια και στη ναυτιλιακή αγορά-φάση ναυτιλιακού κύκλου (conditions) και ε) τα καλύμματα που είναι διατεθειμένος να δώσει ο πλοιοκτήτης στη τράπεζα ως εξασφάλιση για το δάνειο που μπορεί να πάρει. Συνηθέστερες μορφές καλυμμάτων στις ναυτιλιακές χρηματοδοτήσεις είναι οι υποθέσεις υπό εξαγορά πλοίων και η εκχώρηση των ναύλων. Επιπλέον αξιολογείται το αντικείμενο της επένδυσης π.χ. πλοίο ως προς την ικανότητά του, το μέγεθος, την ηλικία του, εάν έχουν συναφθεί συμβόλαια χρονοναυλώσεις (timecharter) τα οποία θα εξασφαλίσουν την ομαλή αποπληρωμή του δανείου για την τράπεζα.

Πολύ σημαντικό ρόλο στο στάδιο αξιολόγησης της επενδυτικής πρότασης αποτελεί ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας του πλοίου. Λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος του μ.ο. του πληθωρισμού που αναμένεται να κυμανθεί κατά τη διάρκεια της αποπληρωμής, τα στάδια του επιχειρηματικού κύκλου καθώς και τον δείκτη απόσβεσης της αξίας κτήσης του πλοίου, υπολογίζεται το μέγεθος της υπολειμματικής αξίας σε βάθος χρόνου και μέχρι το τέλος του δανειακού προγράμματος αποπληρωμής. Στόχος της τράπεζας είναι να ελέγξει, λαμβάνοντας υπόψη όλα τα πιθανά σενάρια, ποια θα είναι η αναμενόμενη αξία του πλοίου κάθε έτος που διαρκεί το πρόγραμμα αποπληρωμής και αν αυτή η αξία καλύπτει το χρεωστικό υπόλοιπο του πελάτη της. Σε περίπτωση που δεν καλύπτεται είτε

³⁰ Εκπαιδευτικό Εγχειρίδιο Δανείων Τράπεζας Probank Μάιος 2003

προτείνονται επιπλέον εξασφαλίσεις είτε η τράπεζα απορρίπτει οριστικά το αίτημα του πελάτη. Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας αποκτά ιδιαίτερη σημασία όταν το δανειακό πρόγραμμα έχει χαρακτηριστικά balloon loan.

Αφού η τράπεζα αξιολογεί την επενδυτική πρόταση υποβάλλει την πρόταση με τους όρους της στον πλοιοκτήτη προς διαπραγμάτευση. Οι όροι οι οποίοι τίθενται συνήθως προς διαπραγμάτευση είναι το ύψος του επιτοκίου και πιο συγκεκριμένα το περιθώριο (spread) επί του libor / euribor, το ύψος του δανείου, τα έξοδα χορήγησης και οι προμήθειες για τις εργασίες που θα εκτελέσει η τράπεζα. Μεγάλο ρόλο σε αυτό το σημείο παίζει η διαπραγματευτική ικανότητα των αντισυμβαλλομένων. Οι όροι μπορούν να είναι ευνοϊκοί για τον πλοιοκτήτη όταν έχει καλή φήμη στην αγορά και από τις παράλληλες εργασίες που μπορεί να φέρει στην τράπεζα (μισθοδοσίες, προθεσμίες, καταθέσεις, λοιπές πιστωτικές υπηρεσίες).

Παράγοντες οι οποίοι εξαναγκάζουν μια ναυτιλιακή επιχείρηση να στραφεί προς τον τραπεζικό δανεισμό πέραν της ανάγκης για τη χρηματοδότηση της παραγωγικής της δραστηριότητας είναι α) όταν υπάρχει υστέρηση (lag) των ταμειακών εισροών από τις εκροές, β) όταν τα επιτόκια χορηγήσεων είναι σε χαμηλά επίπεδα, γ) όταν η επιχείρηση θέλει να επιτύχει συγκεκριμένη αναλογία ξένων / ιδίων κεφαλαίων, δ) όταν οι εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης είναι ανεπαρκείς π.χ. δεν ευνοεί η έκδοση νέων μετοχών λόγω της προσδοκίας της πτώσης της τιμής της, ή τα έξοδα για την έκδοση δημόσιας προσφοράς αγοράς μετοχών είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα χορήγησης νέου δανείου κλπ.

Μιλώντας προηγουμένως για την έννοια των condition, θα πρέπει να τους διαχωρίσουμε στο εσωτερικό και στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Συνεπώς όταν η τράπεζα αξιολογεί μια ναυτιλιακή επενδυτική πρόταση εξετάζει κινδύνους όπως την απρόσμενη αύξηση των τιμών του πετρελαίου η οποία θα προκαλέσει αύξηση του πληθωρισμού και του κόστους λειτουργίας της επιχείρησης (αύξηση λειτουργικών εξόδων, έξοδα καυσίμων, λιπαντικών, λιμενικά, πορθμεία, διώρυγες κλπ). Όπως είπαμε εξετάζεται η φάση του ναυτιλιακού κύκλου που διανύει η επιχείρηση τη δεδομένη χρονική περίοδο, με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της τα οποία επηρεάζουν τα επιτόκια χορηγήσεων. Επίσης εξετάζονται εσωτερικοί κίνδυνοι της επιχείρησης οι οποίοι μπορεί να περιλαμβάνουν α) τον ενδεχόμενο κίνδυνο πτώχευσης των πελατών της και κατά συνέπεια ανεπάρκεια της ρευστότητάς της, β) το μικρό μέγεθος της εταιρείας το οποίο περιλαμβάνει μικρή παγιοποίηση, χαμηλή αποδοτικότητα, αρνητικές πληροφορίες, γ) μη δυνατότητα ρευστοποίησης των

μετοχών της εταιρείας λόγω χαμηλής αξίας τους ή αρνητικών προσδοκιών, δ) επιβαρημένη κεφαλαιακή διάρθρωση. Όλες οι παραπάνω περιπτώσεις αποτελούν κινδύνους που ενδεχομένως να αντιμετωπίσει η επιχείρηση και οι πιστωτές της, γι' αυτό θα πρέπει να τους λάβουν σοβαρά υπόψη τους.

Η τραπεζική χρηματοδότηση μπορεί να λάβει διάφορες μορφές. Η πιο συνηθισμένη είναι με διμερείς συμφωνίες, μεταξύ τράπεζας και πλοιοκτήτη και η οποία περιγράφηκε αναλυτικά προηγουμένως. Πολύ σημαντική μορφή τραπεζικής χρηματοδότησης είναι αυτή που γίνεται μέσω κοινοπρακτικών δανείων. Πρόκειται για δάνεια τα οποία προέρχονται από ομάδες τραπεζών (2 και παραπάνω). Λόγω του μεγάλου ύψους του δανείου που μπορεί να χρειαστεί ο πλοιοκτήτης για την χρηματοδότηση της επένδυσής του, γίνεται συνεργασία μεταξύ πολλών τραπεζών οι οποίες επιμερίζουν τον κίνδυνο μεταξύ τους κάτω από μια δανειακή σύμβαση. Πρακτικά ο πλοιοκτήτης έρχεται σε επαφή με τη τράπεζα που επιθυμεί και υποβάλλει την επενδυτική του πρόταση, ζητώντας τη δανειοδότηση με κοινοπραξία. Η τράπεζα αξιολογεί την επένδυση και εν συνεχεία αφού διαπραγματευτεί με τον πλοιοκτήτη διαμορφώνει τους όρους συνεργασίας και συντάσσει το «book Information» όπου περιλαμβάνει τα δεδομένα της συνεργασίας με τον πελάτη. Αυτό παραδίδεται στις λοιπές τράπεζες που θέλουν να συμμετάσχουν στο χρηματοδοτικό όχημα για μελέτη και αξιολόγηση. Εάν το αξιολογήσουν θετικά υπογράφεται η δανειακή σύμβαση συνυπογραφήμενη από όλα τα εμπλεκόμενα μέρη. Η τράπεζα με την οποία έχει έρθει σε επαφή ο πλοιοκτήτης αποτελεί και τη διαχειρίστρια τράπεζα. Από εκεί θα εκταμιευτεί το δάνειο αφού συγκεντρωθούν τα κεφάλαια από όλες τις συμμετοχικές τράπεζες. Όταν ξεκινήσει η περίοδος αποπληρωμής, η διαχειρίστρια τράπεζα αναλαμβάνει να κατανείμει τη δόση ανάλογα με τα ποσοστά συμμετοχής σε κεφάλαιο και τόκους. Η βάση εκτοκισμού γίνεται συνήθως με τα διατραπεζικά επιτόκια (euribor / libor).

Άλλη μια εναλλακτική μορφή ναυτιλιακής τραπεζικής χρηματοδότησης είναι μέσω των ομολογιακών δανείων. Η επιχείρηση, αναφερόμαστε κυρίως σε εισηγμένες στο χρηματιστήριο, εκδίδει τίτλους (ομολογίες) οι οποίες έχουν ονομαστική αξία και αντικατοπτρίζουν το αντίτιμο που έδωσαν οι αγοραστές (τράπεζες) για να τις αποκτήσουν και ένα συμφωνημένο επιτόκιο. Οι ομολογίες έχουν κουπόνια απόδοσης εξαμηνιαία ή ετήσια. Οι τράπεζες που αγοράζουν τις ομολογίες μπορεί να τις κρατήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους ή να τις πουλήσουν σε άλλες τράπεζες. Οι

ναυτιλιακές επιχειρήσεις επωφελούνται από το χαμηλό κόστος διαχείρισης, την άντληση μεγάλου ύψους κεφαλαίου και τη βελτίωση της ρευστότητάς τους.

Όπως γνωρίζουμε ο συνηθέστερος τρόπος με τον οποίο χρηματοδοτούνται οι επιχειρήσεις είναι μέσω της εκταμίευσης δανείων. Ωστόσο υπάρχουν αρκετές μορφές πιστοδότησης οι οποίες χρησιμοποιούνται στη ναυτιλία. Η σημαντικότερη είναι αυτή της παροχής ενέγγυας πίστωσης (letter of credit) όπου η τράπεζα συμφωνεί με τον πελάτη της να ανοίξει πίστωση για έναν τρίτο δικαιούχο (πελάτη του εξωτερικού) στον οποίο η τράπεζα αναλαμβάνει την υποχρέωση να τον πληρώνει μόλις αυτός παραδώσει μια σειρά εγγράφων για το καλώς έχειν της παράδοσης των εμπορευμάτων προς τον πελάτη της. Τα έγγραφα είναι τιμολόγιο, ασφαλιστήριο και καθαρή φορτωτική³¹. Αν η φορτωτική έχει παρατηρήσεις ως προς τη ποιότητα των εμπορευμάτων, η τράπεζα δεν πρέπει να την πληρώσει. Αν μολαταύτα την πληρώσει τότε ενέχει κίνδυνο να χάσει τα χρήματά της. Επίσης υπάρχει κίνδυνος για τη τράπεζα να πληρώσει τη φορτωτική αν αυτή δεν είναι καθαρή αν της προσκομιστεί το «letter of idemnity», το οποίο δεν έχει καμία νομική ισχύ. Άλλες σημαντικές μορφές χρηματοδότησης στη ναυτιλία είναι μέσω των εγγυητικών επιστολών, τα δάνεια γεφύρωσης (βραχυπρόθεσμα δάνεια που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση παγίων στοιχείων) τα overdraft και Revolving credit (χορήγηση πίστωσης συγκεκριμένου ποσού μέσα στον καταθετικό λογαριασμό του πελάτη).

4.2. Χρηματιστήριο-διαπραγμάτευση νέων μετοχών

Μια εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων είναι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της διαπραγμάτευσης νέων μετοχών από το χρηματιστήριο. Πρόκειται για τον πιο σύγχρονο τρόπο εναλλακτικής χρηματοδότησης ο οποίος κερδίζει σημαντικό έδαφος στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο ο πλοιοκτήτης ο οποίος σχεδιάζει να προχωρήσει σε μια επενδυτική κίνηση (έστω αγορά ενός πλοίου) στρέφεται προς το ευρύ επενδυτικό κοινό προκειμένου να αντλήσει από αυτό κεφάλαια για τη χρηματοδότηση του έργου του. Το μέσο για να επικοινωνήσει η εταιρεία με τους επενδυτές είναι το χρηματιστήριο³².

Για να μπορέσει ο πλοιοκτήτης να αντλήσει χρήματα από τους επενδυτές, θα πρέπει να γνωστοποιήσει τα επενδυτικά του σχέδια προς αυτούς. Προκειμένου να τους

³¹ Γκιζιάκης Κων., Σημειώσεις μαθήματος Ναυλώσεις,, σελ. 13-17, <http://eclass.lab.uniipi.gr/modules/document/document.php?openDir=/4adde537bj6u>

³² Papoulakos Dimitrios, Shipping Finance. Debt or Equity? (2006)

πείσει για την βιωσιμότητα της επένδυσης θα πρέπει να παρέχει όλη την απαραίτητη πληροφόρηση για τον προϋπολογισμό (τα κόστη και τις μελλοντικές ταμειακές ροές), έτσι ώστε να αντληθούν από αυτούς και να καταλήξουν στην αξιολόγηση. Αυτό το οποίο αντικειμενικά κρίνει την απόφαση των υποψηφίων επενδυτών-μετόχων είναι το ύψος των μερισμάτων που αναμένεται να εισπράξουν από την υλοποίηση της επένδυσης. Τα μελλοντικά μερίσματα θα πρέπει να καλύπτουν το κόστος που επιβαρύνθηκαν οι μέτοχοι για την αγορά των μετοχών της εταιρείας.

Μια ναυτιλιακή εταιρεία για να μπορέσει να χρησιμοποιήσει αυτή τη μέθοδο χρηματοδότησης θα πρέπει να έχει εξασφαλίσει καταρχήν την είσοδό της στο χρηματιστήριο, το οποίο είναι και το μέσο διαπραγμάτευσης της τιμής των μετοχών. Αρχικά θα πρέπει να τηρούνται κάποιες προϋποθέσεις για να ενταχθεί μια εταιρεία στο χρηματιστήριο. Τα πιο σημαντικά είναι η επάρκεια των οικονομικών μεγεθών (υψηλά έσοδα-αποδοτικότητα), το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον (αισιοδοξία στην αγορά, υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης), και το μεγάλο μέγεθος της υπό εισαγωγής εταιρείας. Μάλιστα απαραίτητη συνθήκη για να εισαχθεί μια ναυτιλιακή εταιρεία στο χρηματιστήριο είναι η δημοσιοποίηση των οικονομικών της μεγεθών, όπως επίσης η γνωστοποίηση των μεγεθών υπολογισμού των αποτελεσμάτων και των πολιτικών που εφαρμόζει για την επίτευξη των στόχων της. Το ευρύ επενδυτικό κοινό, όπως κάθε άλλη ενδιαφερόμενη ελεγκτική αρχή μπορεί να πληροφορηθεί για τα χαρακτηριστικά, τις επιδόσεις και τους στόχους της εταιρείας μέσω του οικονομικού δελτίου (prospectus) που τίθεται στη διάθεσή τους. Το δελτίο αυτό είτε διανέμεται μέσω των τραπεζών στους ενδιαφερόμενους, είτε γνωστοποιείται στο διαδίκτυο στον ιστότοπο της εταιρείας, είτε στο χρηματιστήριο. Το δελτίο αυτό έχει τη σφραγίδα των αναδόχων (underwriters), οι οποίοι είναι συνήθως τράπεζες. Ο ανάδοχος με το κύρος του πιστοποιεί τα δημοσιοποιημένα στοιχεία της νεοεισαχθείσας εταιρείας. Εκτός αυτού χρησιμοποιείται κάθε είδους τρόπος δημοσιοποίησης της εταιρείας στο ευρύ κοινό μέσω των οικονομικών forum που διενεργούνται από οικονομικούς οργανισμούς και πανεπιστήμια.

Θα πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι σημαντικός φορέας ελέγχου (στη χώρα μας), των στοιχείων που δημοσιοποιεί η εταιρεία (πέρα από την πιστοποίηση του αναδόχου) είναι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς η οποία ενδέχεται να θέσει ενστάσεις και να απαιτήσει και την αποχώρηση της προσφοράς αν κρίνει ότι εξαπατάται το επενδυτικό κοινό. Στις Η.Π.Α. ο αντίστοιχος φορέας είναι ο SEC (Security Exchange Commission). Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η διαφάνεια των

οικονομικών στοιχείων, αφού ελέγχεται από ανεξάρτητη αρχή και επιτυγχάνεται η πλήρης ροή της πληροφοριοδότησης των στοιχείων στο επενδυτικό κοινό. Η τιμή της προσφοράς με την οποία εισάγεται μια εταιρεία στο χρηματιστήριο αρχικά μπορεί να περιγράφει στο οικονομικό δελτίο ότι αναμένεται να κυμανθεί μεταξύ ενός συγκεκριμένου διαστήματος. Το εύρος αυτού του διαστήματος καθορίζεται από τις εκτιμήσεις που προκύπτουν από την τάση της αγοράς, δηλαδή από τις εκτιμήσεις των άλλων επενδυτών πώς αξιολογούν την νεοεισαχθείσα επιχείρηση, τις προοπτικές της και εν κατακλείδι την αξία της. Η συγκεκριμενοποίηση της τιμής εισαγωγής στο χρηματιστήριο γίνεται μια ημέρα πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο (σε πολλές περιπτώσεις και την ίδια ημέρα).

Τα πλεονεκτήματα της εισόδου μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο αφορούν κυρίως την εξεύρεση άτοκων κεφαλαίων επιτυγχάνοντας έτσι οι πιστωτές της να είναι συνιδιοκτήτες. Ιδιαίτερα στις ναυτιλιακές εταιρείες, η εξεύρεση κεφαλαίων με αυτή τη μέθοδο γίνεται μόνο στο εξωτερικό και αυτό γιατί οι διεθνείς αγορές αποτελούν μια τεράστια και αστείρευτη πηγή κεφαλαίων σε σχέση με τη μικρή διαθεσιμότητα που χαρακτηρίζει την εγχώρια αγορά. Επιπλέον η εταιρεία γνωστοποιείται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, αποκτά φήμη, προσέλκυση πελατείας και, αποτελεί αφετηρία για νέες συνεργασίες (εξαγορές / συγχωνεύσεις). Από την άλλη πλευρά υπάρχουν και μειονεκτήματα ιδιαίτερα για εταιρείες οι οποίες παραδοσιακά είχαν αρχηγικό μοντέλο διοίκησης. Ιδιαίτερα οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις των οποίων η δομή είναι βαθύτατη οικογενειακή, η δημοσιοποίηση και διαφάνεια των οικονομικών και των στρατηγικών όπως απαιτεί η ένταξη στο χρηματιστήριο, αποτελεί σημαντικό τροχοπέδη για την εφαρμογή της μεθόδου του χρηματιστηρίου. Επιπλέον το κόστος διαχείρισης για την ένταξη στο χρηματιστήριο είναι υψηλό, ενώ οι προδιαγραφές που απαιτούνται για την ένταξη απαιτούν πολύχρονες προσπάθειες ορθής οικονομικής διαχείρισης, συγκράτησης του κόστους, αύξησης των εσόδων και των κερδών.

Σημαντικό στοιχείο σε αυτό το σημείο είναι να εξεταστούν οι παράγοντες οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη από τις ναυτιλιακές εταιρείες προκειμένου να αποφασίσουν εάν θα πρέπει να προχωρήσουν στην έκδοση νέων μετοχών στο χρηματιστήριο ή όχι. Ένας πολύ σημαντικός παράγοντας θεωρείται η αδυναμία χρηματοδότησης από εναλλακτικές πηγές (τράπεζες, πιστώσεις από ναυπηγεία, ενδιάμεση χρηματοδότηση κλπ). Αυτό συμβαίνει σε περιόδους κρίσεις, ή όταν ο επιχειρηματίας έχει εξαντλήσει τα περιθώρια χρηματοδότησης. Επίσης σημαντικός

παράγοντας που λαμβάνεται υπόψη είναι η κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας όπου σε περιόδους ύφεσης τα επιτόκια χορηγήσεων είναι υψηλά με αποτέλεσμα το κόστος χρήματος να είναι υψηλό (ο πλοιοκτήτης δανείζεται ακριβά) και κατά συνέπεια στρέφεται στην εμπιστοσύνη των σημερινών μετόχων αλλά και σε όσους νέους θέλουν να επενδύσουν στην εταιρεία. Όμως θα πρέπει να λάβει υπόψη και τον κίνδυνο απαξίωσης των μετοχών (dilution) που οδηγεί σε υποτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Ένας τρίτος παράγοντας είναι ο πολιτικός στόχος που θέτει η επιχείρηση για διατήρηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε ευνοϊκά επίπεδα.

Συνεπώς σε περίπτωση νέων επενδύσεων και προκειμένου να μην χειροτερέψει ο λόγος ξένα / ίδια κεφάλαια από ξένο δανεισμό ή επιχείρηση στρέφεται στους μετόχους (αύξηση ιδίων κεφαλαίων). Επιπλέον σε περιόδους ανάπτυξης όπου υπάρχει αισιοδοξία στους επενδυτές και υπάρχει η προοπτική της αύξησης της τιμής της μετοχής, είναι συμφέρουσα η στροφή προς την έκδοση νέων μετοχών. Οι επενδυτές αγοράζουν σήμερα σε ευνοϊκά χαμηλή τιμή και στο προσεχές μέλλον αυξάνεται η τιμή της μετοχής, προσφέροντας τους υψηλές αποδόσεις. Θα πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων δίνει θετική εντύπωση στους πιστωτές της επιχείρησης αφού βελτιώνεται το Capital (ένα από τα στοιχεία των 5C) και με αυτόν τον τρόπο δίνεται η δυνατότητα για άντληση κεφαλαίων από τις υπόλοιπες πηγές χρηματοδότησης. Επίσης σύνηθες φαινόμενο για την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης είναι η έκδοση νέων μετοχών οι οποίες μοιράζονται σε στελέχη της εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο ενδυναμώνεται η κεφαλαιακή διάρθρωση και παράλληλα θωρακίζεται η επιχείρηση από φαινόμενα «επιθετικής» εξαγοράς άλλων ομοειδών εταιρειών.

Έχοντας εξετάσει τόσο την τραπεζική όσο και την ιδίων κεφαλαίων χρηματοδότηση, είναι ορθό να αναλύσουμε δύο σύγχρονες θεωρίες που αφορούν τις πολιτικές που διαμορφώνονται για την λήψη των αποφάσεων για την κεφαλαιακή δομή. Όπως αναφέρουν οι John Graham και Campbell Harvey στην εργασία τους³³, υπάρχουν δύο βασικές θεωρίες : α) η trade-off θεωρία και β) η pecking-order θεωρία.

Η πρώτη θεωρία περιγράφει ότι η απόφαση για έκδοση νέου δανείου ή νέων μετοχών ή συνδιασμό και των δύο γίνεται αντιπαραβάλλοντας τα μειονεκτήματα του δανεισμού σε σχέση με τα πλεονεκτήματά του. Για παράδειγμα τα κόστη (μειονεκτήματα) της χρηματοδότησης από ξένα κεφάλαια αναφέρονται σε μορφές υποεπενδύσεων (δηλαδή ανεπάρκειας κάλυψης της χρηματοδότησης των

³³ Research J. Graham and C. Harvey, How do CFOs make Capital Budgeting and Capital Structure decisions, 2002, Duke University

επενδύσεων), ενώ τα πλεονεκτήματα αναφέρουν την τάση των διοικήσεων να επανεπενδύουν. Αυτό ισχύει κυρίως για τις μεγάλες εταιρείες οι οποίες έχουν μεγάλη ρευστότητα και μπορούν να επανεπενδύουν. Σύμφωνα με την θεωρία του Jensen «free cash flow» μεγάλες επιχειρήσεις με επαρκή ρευστότητα μπορούν να προσφέρουν μεγάλες αποδόσεις στους μετόχους τους, αυξάνοντας το δανεισμό τους. Έτσι λοιπόν μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν σταθερές ταμειακές ροές με μικρές όμως ευκαιρίες για περαιτέρω ανάπτυξη θα πρέπει να αυξήσουν το δανεισμό τους έτσι ώστε να επωφεληθούν από φορολογικές ελαφρύνσεις (κάτι που δεν έχει εφαρμογή στη ναυτιλία) και από το χαμηλό χρηματοοικονομικό κόστος. Οι μικρές επιχειρήσεις οι οποίες έχουν μεγάλα περιθώρια για περαιτέρω ανάπτυξη πρέπει να κάνουν περιορισμένη χρήση των ξένων κεφαλαίων έτσι ώστε να διατηρήσουν τη συνέχεια να αναλαμβάνουν επενδύσεις με θετικό NPV.

Από την άλλη μεριά η θεωρία «pecking-order» υποστηρίζει ότι η χρηματοδότηση νέων επενδύσεων πρέπει να στηρίζεται καταρχήν στα εσωτερικά κεφάλαια της επιχείρησης (παρακρατηθέντα κέρδη). Στη συνέχεια εάν τα εξωτερικά κεφάλαια κριθούν απαραίτητα τότε πρέπει να τηρείται η εξής ιεραρχία: χαμηλού ρίσκου δανεισμός, υψηλού ρίσκου δανεισμός (μετατρέψιμα χρεόγραφα) και τέλος έκδοση νέων μετοχών. Μάλιστα υποστηρίζει ότι η έκδοση νέων μετοχών αποφεύγεται εφόσον η εταιρεία είναι υποτιμημένη, επειδή θα δώσει αρνητικά σημάδια για την προοπτική της τιμής της μετοχής. Όμως αν η αξία μιας εταιρείας έχει αυξηθεί λίγο και σε σύντομο χρονικό διάστημα εκδίδει νέες μετοχές, η αντίδραση της αγοράς είναι να ρίξει την τιμή της πολύ πιο κάτω από την τιμή κατά την οποία εκδόθηκαν οι νέες μετοχές. Οι επενδυτές θεωρούν ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μιας εταιρείας είναι σημάδι ότι η τιμή είναι υπερτιμημένη ή ότι οι προσδοκίες είναι να ανέβει περισσότερο, γι' αυτό και ασκούν πιέσεις για μείωση. Δηλαδή, η αντίδραση αυτή θεωρείται περισσότερο ως παρέμβαση της αγοράς για διόρθωση της αξίας της τιμής παρά ως αρνητική ψήφο εμπιστοσύνης για την εταιρεία. Συνεπώς, οι CEO, αποφεύγουν να εκδώσουν νέες μετοχές όταν η τιμή της εταιρείας θεωρείται υποτιμημένη. Παρατηρείται λοιπόν ότι υπάρχει ένα (information gap) κενό πληροφόρησης μεταξύ διοίκησης και επενδυτών, αφού οι επενδυτές έχουν αβεβαιότητα για τις προοπτικές της εταιρείας καθώς και για το τι σκοπεύει να κάνει η διοίκηση με το ύψος των ξένων και ιδίων κεφαλαίων της.

4.3. Χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια του πλοιοκτήτη

Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα η άντληση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση ενός επενδυτικού σχεδίου από ίδια κεφάλαια της επιχείρησης μπορεί να προέλθει με έκδοση νέων μετοχών και την διαπραγμάτευσή τους στο χρηματιστήριο. Αυτό ισχύει κυρίως για τις εισηγμένες μεγάλες εταιρείες. Όμως η πλειονότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων απαρτίζεται από μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρείες οι οποίες δεν επιθυμούν και δεν έχουν τη δυνατότητα να εκπληρώσουν τα απαιτούμενα κριτήρια για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Ιδιαίτερα για την Ελλάδα όπου οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις αποτελούνται από οικογενειακά στεγανά, η συμμετοχή τους στο χρηματιστήριο αποτελεί αποφευκτέα επιλογή. Σε αυτού του είδους τις επιχειρήσεις η άντληση κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων σε ό,τι αφορά τα ίδια κεφάλαια γίνεται με τη μορφή της αυτοχρηματοδότησης³⁴.

Πρόκειται για την παραδοσιακή μορφή άντλησης κεφαλαίων, όπου η διοίκηση της εταιρείας αποφασίζει να εκδώσει νέες μετοχές και απευθύνεται κυρίως στους ήδη υπάρχοντες μετόχους οι οποίοι και αγοράζουν (συνήθως ανάλογα με το ποσοστό που ήδη διαθέτουν) την αναλογία τους σε νέες μετοχές. Αυτό συμβαίνει γιατί δεν υπάρχει η δυνατότητα της γνωστοποίησης της απόφασης της διοίκησης στο ευρύ επενδυτικό κοινό (αφού δεν παρεμβάλλεται το χρηματιστήριο) και συνεπώς δεν γνωρίζει κανείς για την δυνατότητα συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο. Συνεπώς πέρα από τους ήδη υπάρχοντες μετόχους, την απόφαση για έκδοση νέων μετοχών την γνωρίζουν και όσοι η ίδια η διοίκηση της εταιρείας επιθυμεί να συμμετάσχουν.

Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται ένας διττός στόχος: η άντληση των απαιτούμενων κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των επενδύσεων καθώς και η διατήρηση του ελέγχου της εταιρείας από την υπάρχουσα διοίκηση. Συνεπώς δεν εισέρχονται «ξένα σώματα» στην εταιρεία τα οποία θα μπορούσαν να έχουν λόγο στη διοίκησή της. Η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης εφαρμόζεται συνήθως σε μικρομεσαίες (μη εισηγμένες) επιχειρήσεις με επαρκή ρευστότητα των μετόχων. Ωστόσο το αρνητικό στοιχείο της είναι ότι για την απόκτηση ενός πλοίου απαιτούνται τόσο υψηλά κεφάλαια που κάνουν απρόσιτη τη συγκέντρωσή τους από τους ήδη υπάρχοντες μετόχους.

³⁴ Γεωργαντόπουλος Ελευθέριος και Βλάχος Γεώργιος, Ναυτιλιακή Οικονομική, 2003, σελ. 676

4.4. Cosy equity (μετατρέψιμα χρεόγραφα)

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση είναι ένας άλλος τρόπος άντλησης κεφαλαίων ο οποίος μπορεί να καταταχθεί ανάμεσα στη τραπεζική χρηματοδότηση και στην έκδοση νέων μετοχών. Υπάρχουν πολλές μορφές οι οποίες κατατάσσονται σε αυτή τη κατηγορία χρηματοδοτήσεων ωστόσο η σημαντικότερη είναι αυτή των μετατρέψιμων χρεογράφων (convertibles)³⁵³⁶³⁷. Με τη μέθοδο των μετατρέψιμων χρεογράφων δίνεται η δυνατότητα στους κατόχους ομολογιών ή προνομιούχων μετοχών που εκδίδονται από μια ναυτιλιακή επιχείρηση, να ανταλλάξουν τα χρεόγραφα που διαθέτουν (εάν και εφόσον το επιθυμούν) με κοινές μετοχές κάτω από συγκεκριμένους όρους και προϋποθέσεις. Συνεπώς οι επιχειρήσεις μπορούν να εκδώσουν ομολογίες σε συγκεκριμένη τιμή οι οποίες θα αγοραστούν από υποψήφιους επενδυτές και οι οποίοι οποιαδήποτε στιγμή πριν από τη λήξη τους μπορούν να τις αντικαταστήσουν με κοινές μετοχές. Όπως μπορεί να διαπιστωθεί το βασικό χαρακτηριστικό των μετατρέψιμων χρεογράφων είναι η δυνατότητα μετατροπής τους σε ανάλογο αριθμό μετοχών. Δηλαδή τον αριθμό των κοινών μετοχών που παραλαμβάνει ο κάτοχος του μετατρέψιμου ομολόγου με την παράδοσή του. Ο αριθμός αυτός είναι ο δείκτης μετατροπής και συνδέεται με τη τιμή μετατροπής η οποία είναι η πραγματική τιμή που μπορεί να καταβάλλει η εταιρεία στον κάτοχο των ομολογιών για να πάρει κοινές μετοχές. Η τιμή μετατροπής είναι ο λόγος της Ονομαστικής αξίας της ομολογίας / Αριθμό μετόχων που παραλήφθηκαν.

Άλλο ένα χαρακτηριστικό των μετατρέψιμων χρεογράφων είναι η προστασία που προσφέρουν από πτώση της αξίας των μετοχών, η οποία πτώση μπορεί να οφείλεται α) από αντικατάστασή τους με πολλαπλάσιο αριθμό νέων, β) την καταβολή μερίσματος με την μορφή μετοχών και γ) την πώληση νέων μετοχών σε χαμηλές τιμές. Η προστασία αυτή εκδηλώνεται στο ότι οι κοινές μετοχές δεν μπορούν να πουληθούν σε τιμή χαμηλότερη της τιμής μετατροπής και ότι εάν η τιμή αυτή πρέπει να μειωθεί, η πτώση θα είναι ανάλογη της αντικατάστασης των μετοχών ή της καταβολής μερίσματος με τη μορφή μετοχών. Επίσης άλλο ένα βασικό χαρακτηριστικό των μετατρέψιμων χρεογράφων είναι ότι δίνει τη δυνατότητα στην εκδότρια εταιρεία να κάνει ανάκληση των χρεογράφων αυτών εντός μιας δεδομένης χρονικής περιόδου, καταβάλλοντας ένα συγκεκριμένο αντίτιμο. Με αυτόν τον τρόπο

³⁵ Weston Fred and Brigham Eugene, Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής, 2002, σελ. 718-728

³⁶ Sirbu Mihai, Pikovsky Igor and Shreve Steven, Perpetual Convertible Bonds, SIAM J. Control, 2004

³⁷ R.M.F. Investment Group Products, Convertible Bonds. An Introduction to the Asset Class, Switzerland

η εταιρεία εξαναγκάζει τον ομολογιούχο να προβεί σε μετατροπή εάν και εφόσον η τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη από τη τιμή μετατροπής.

Αυτό ακριβώς αποτελεί και το μεγαλύτερο πλεονέκτημα των convertible. Η πώληση των κοινών μετοχών της επιχείρησης σε μεγαλύτερη τιμή από αυτή της μετατροπής. Αν η τιμή μετατροπής είναι μεγαλύτερη της τιμής των μετοχών, τότε δεν είναι συμφέρουσα η αγορά των convertibles και αυτό ισοδυναμεί με επιβάρυνση της επιχείρησης με δάνειο. Επίσης, ένα αρνητικό στοιχείο των convertibles είναι ότι αν αυξηθεί σημαντικά η τιμή των κοινών μετοχών, τότε ίσως δεν θα χρειαζόταν καθόλου η εταιρεία να μπει στη διαδικασία έκδοσης μετατρέψιμων χρεογράφων. Απλά θα πουλούσε τις υπάρχουσες κοινές μετοχές.

Μια ναυτιλιακή επιχείρηση η οποία αποφασίζει να εκδώσει μετατρέψιμα χρεόγραφα για να αντλήσει νέα κεφάλαια χρηματοδότησης των επενδύσεων της, εξετάζει μια σειρά από παράγοντες. Αρχικά συγκρίνει το κόστος της τραπεζικής χρηματοδότησης, το κόστος έκδοσης νέων μετοχών και το κόστος έκδοσης convertibles. Συγκρίνει τις 3 μεθόδους και αποφασίζει ποια θα ακολουθήσει. Γενικότερα, η τραπεζική χρηματοδότηση θεωρείται πιο δαπανηρή μέθοδος από το convertibles, ενώ σε περιπτώσεις υποτιμημένης τιμής της μετοχής (όπου η έκδοση νέων κοινών μετοχών είναι απαγορευτική βάση της θεωρίας pecking-order), η έκδοση των convertibles θεωρείται η ιδανική λύση. Άλλος ένας βασικός παράγοντας είναι ότι τα convertibles προβάλλουν τη χρηματοοικονομική ευελιξία η οποία είναι απαραίτητη προκειμένου να επιτευχθούν οι επενδυτικοί στόχοι της εταιρείας.

4.5. Leasing

Πρόκειται για μια μορφή χρηματοδότησης ιδιαίτερα ευνοϊκή σε περιπτώσεις όπου μια εταιρεία θέλει να επενδύσει στην αύξηση ή βελτίωση των παγίων της. Είναι αρκετά δημοφιλής στις χώρες του εξωτερικού, ενώ στην Ελλάδα απαγορεύεται (σε ότι έχει να κάνει με το ναυτιλιακό κλάδο). Με το leasing, μια ναυτιλιακή εταιρεία «πουλάει» τα δικαιώματα κυριότητας του υπό αγορά πλοίου της σε έναν χρηματοδοτικό οργανισμό (εταιρεία leasing). Η ναυτιλιακή εταιρεία κατέχει μόνο δικαιώματα εκμετάλλευσης του πλοίου και μέσα σε μια συμφωνημένη χρονική περίοδο πληρώνει το μίσθωμα (ενοίκιο) στον χρηματοδοτικό οργανισμό. Ο χρηματοδοτικός οργανισμός αγοράζει το πλοίο για τη ναυτιλιακή εταιρεία. Η ναυτιλιακή εταιρεία έχει το δικαίωμα στο τέλος της συμφωνημένης περιόδου να επαναγοράσει την κυριότητα του πλοίου.

Με την συγκεκριμένη μέθοδο επιτυγχάνεται η πλήρως χρηματοδότηση της εταιρείας με συγκεκριμένα επιτόκια και χωρίς επιβάρυνση του ετήσιου ισολογισμού, όπως συμβαίνει στις περιπτώσεις της τραπεζικής χρηματοδότησης. Επίσης ένα σημαντικό θετικό στοιχείο είναι ότι δεν απαιτείται η εγγραφή υποθήκης ή προσημείωσης επί του παγίου στοιχείου και συνεπώς το πλοίο μπορεί να μείνει ελευθέρων βαρών για χρήση μελλοντικού καλύμματος. Από την άλλη πλευρά το σημαντικότερο μειονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι η κυριότητα του παγίου στοιχείου ανήκει στον χρηματοδοτικό οργανισμό και συνεπώς η ναυτιλιακή εταιρεία δεν μπορεί να επωφεληθεί ούτε από πώληση ούτε να το θέσει σαν κάλυμμα για δάνειο. Μάλιστα η εταιρεία leasing μπορεί να πωλήσει το πλοίο αμέσως μετά το πέρας της συμφωνηθείσας περιόδου και εφόσον η ναυτιλιακή εταιρεία δεν επιθυμεί την επαναγορά του. Επίσης άλλο ένα αρνητικό στοιχείο είναι το υψηλό επιτόκιο με το οποίο εκτοκίζει ένα δάνειο leasing σε σχέση με ένα άλλο δάνειο από τράπεζα.

Άλλη μια μορφή του leasing είναι το lease back, όπου στη ναυτιλία, η επιχείρηση πουλάει το πλοίο στην εταιρεία leasing, εξασφαλίζει ρευστότητα για τη συνέχιση των επενδυτικών δραστηριοτήτων της και στο τέλος της συμφωνηθείσας περιόδου μπορεί να το επαναγοράσει.

4.6. Πιστώσεις από ναυπηγεία.

Μια ακόμα βασική μορφή χρηματοδότησης για την αγορά ή την μετασκευή ενός πλοίου είναι οι πιστώσεις οι οποίες παρέχονται από τα ναυπηγεία. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο τα ναυπηγεία παρέχουν πιστώσεις προς τους πλοιοκτήτες προκειμένου να μπορέσουν να εξασφαλίσουν τις παραγγελίες των πλοίων τους. Αυτό έχει ιδιαίτερη σημασία ειδικά σε περιόδους κρίσης όπου δεν υπάρχει επαρκή ρευστότητα. Ο διακανονισμός που συνήθως γίνεται είναι η πληρωμή προκαταβολής προς το ναυπηγείο, ενώ για το υπόλοιπο ποσό η εξόφληση γίνεται περιοδικά σε δόσεις ή με την παράδοση του πλοίου.

Οι πιστώσεις από τα ναυπηγεία μπορούν να λάβουν επίσης τη μορφή δανείου, το οποίο παρέχουν στους πλοιοκτήτες με σκοπό την κάλυψη μέρους του κόστους για την κατασκευή το πλοίου. Το βασικό μειονέκτημα είναι ότι δίνεται μικρή περίοδος αποπληρωμής και συνεπώς δημιουργείται θέμα ρευστότητας. Εάν την αποπληρωμή αυτού του δανείου αναλάβει μια τράπεζα με νέο δάνειο, τότε μπαίνουν σε έναν φαύλο κύκλο χρηματοδότησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο Μέθοδοι στρατηγικής ναυτιλιακών επιχειρήσεων

5.1. Στρατηγική – έννοια και εφαρμογές

Στα προηγούμενα κεφάλαια εξετάστηκε η χρηματοοικονομική πλευρά των επενδύσεων, πώς λαμβάνονται οι αποφάσεις για τη χρηματοδότησή τους, από ποιους παράγοντες επηρεάζονται, ποιες πηγές χρηματοδότησης υπάρχουν, αλλά και ποιες τεχνικές εφαρμόζονται για την ορθή επιλογή των κατάλληλων προτάσεων που θα ανεβάσουν την αξία της επιχείρησης και τα μερίσματα των μετόχων. Στο παρόν κεφάλαιο θα εξεταστούν οι πολιτικές που ακολουθούν οι CEO μιας επιχείρησης και πιο συγκεκριμένα οι μέθοδοι στρατηγικής που εφαρμόζουν προκειμένου να επιτύχουν τους μεσομακροπρόθεσμους στόχους τους.

Ξεκινώντας την ανάλυσή μας είναι σωστό να προσδιορίσουμε καταρχήν την έννοια της στρατηγικής. Με τον όρο της στρατηγικής εννοούμε τις πολιτικές που έχει θέσει ο CEO και γενικότερα η διοίκηση της ναυτιλιακής εταιρείας, ούτως ώστε να συντονίσει τα τμήματα της εταιρείας και το ανθρώπινο δυναμικό, προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι που έχουν τεθεί. Ο συνδυασμός των λειτουργιών της επιχείρησης καθώς επίσης και η κατάσταση του εξωτερικού περιβάλλοντος (παγκόσμια οικονομία, ναυτιλιακή αγορά) καθορίζουν τις πολιτικές που θα πρέπει να ακολουθήσει η διοίκηση έτσι ώστε να αριστοποιηθεί το επίπεδο παροχής υπηρεσιών και να επιτευχθούν ικανοποιητικές οικονομικές επιδόσεις. Πρόκειται συνεπώς για έναν μηχανισμό λήψης των αποφάσεων, οι οποίες λαμβάνονται ύστερα από ενδελεχή ανάλυση των δεδομένων της επιχείρησης (τρόπο λειτουργίας, χρηματοοικονομική κατάσταση), του εξωτερικού οικονομικού περιβάλλοντός της, και των στόχων που έχει θέσει (βραχυπρόθεσμα, μακροπρόθεσμα).

Στη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν αρκετοί ορισμοί της έννοιας «στρατηγική» όπως :

α) Alfred Chandler –1962: «Καθορισμός μακροπρόθεσμων σκοπών και στόχων της επιχείρησης καθώς και υιοθέτηση σειράς πράξεων και κατανομής πόρων απαραίτητων για την επίτευξη των καθορισμένων σκοπών»

β) James Brain Quinn – 1980: «σχέδιο το οποίο ολοκληρώνει τους βασικούς σκοπούς, πολιτικές και πράξεις της επιχείρησης σε ένα ενιαίο σύνολο. Μια καλο-οριζόμενη στρατηγική βοηθά στη διαχείριση και κατανομή των πόρων της επιχείρησης, σε μια μοναδική και βιώσιμη θέση, που βασίζεται στις εσωτερικές

ικανότητες και τα μειονεκτήματά της, τις προσδοκώμενες αλλαγές στο περιβάλλον και τις συχνές κινήσεις έξυπνων αντιπάλων».

γ) Kenneth Andrews – 1981: «σχέδιο που περιλαμβάνει στόχους, σκοπούς και τις βασικές επιλογές που θα βοηθήσουν στο να επιτευχθούν αυτοί οι σκοποί και το οποίο είναι διαμορφωμένο με τέτοιο τρόπο ώστε να ορίζεται σε ποιο κλάδο βρίσκεται ή πρόκειται να βρεθεί η επιχείρηση, καθώς και το είδος αυτής της επιχείρησης»

δ) Kenichi Ohmae – 1987 : «η στρατηγική της επιχείρησης βρίσκεται με μια λέξη στο ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα. Ο κύριος σκοπός του σχεδιασμού είναι να μπορέσει η επιχείρηση να κερδίσει όσο αποτελεσματικότερα γίνεται μια διατηρήσιμη αιχμή έναντι των ανταγωνιστών της. Γι'αυτό στρατηγική σημαίνει μια προσπάθεια να αλλάξει η δύναμη της επιχείρησης σε σχέση με αυτή των ανταγωνιστών της με τον πλέον αποτελεσματικό τρόπο»³⁸

Από τους παραπάνω ορισμούς μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η στρατηγική είναι το εργαλείο το οποίο συνδέει το μικροοικονομικό περιβάλλον (της επιχείρησης) με το μακροοικονομικό περιβάλλον (τάσεις της αγοράς), με στόχο την υλοποίηση των στόχων και του οράματος που έχει η επιχείρηση για το μέλλον της και την θέση της στην αγορά. Για την επίτευξη αυτών των στόχων θα πρέπει η επιχείρηση να αναδείξει καταρχήν τη δυναμική και τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματά της, υπερνικώντας τις αδυναμίες της, ενώ παράλληλα θα πρέπει να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στον κλάδο και γενικότερα στην οικονομία. Συνεπώς με τη στρατηγική ο CEO μιας ναυτιλιακής εταιρείας έχει το μέσο δια του οποίου θα μπορεί να προχωρήσει στην ανάπτυξη της επιχείρησης (με αύξηση του μεριδίου αγοράς και βελτίωση των οικονομικών μεγεθών), την ικανοποίηση των ναυλωτών (με παροχή υπηρεσιών υψηλού επιπέδου και ποιότητας), την ευνοϊκή θέση στον ανταγωνισμό, τα γρήγορα και ισχυρά αντανακλαστικά στις μεταβαλλόμενες συνθήκες της αγοράς (απαιτείται εμπειρία, γνώση και εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού), και τέλος την ορθή διαχείριση των διαθέσιμων πόρων της εταιρείας (με την οργάνωση των τμημάτων της, τη συχνή παρακολούθηση και έλεγχο των λειτουργιών της).

Έχοντας οριοθετήσει την έννοια της στρατηγικής, για μια επιχείρηση, τους σκοπούς που θέλει να εξυπηρετήσει αλλά και τα μέσα που πρέπει να χρησιμοποιήσει για την επίτευξη αυτών των σκοπών, θα πρέπει τώρα να εξεταστούν οι μορφές που μπορεί να λάβει η στρατηγική σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση. Όπως αναφέρει ο

³⁸ Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, Στρατηγικό Management, 2002, σελ. 19-20

Καθηγητής Γ. Θεοτοκάς στην εργασία του «Ναυτιλία και επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα», τρεις είναι οι κύριες στρατηγικές πολιτικές οι οποίες εφαρμόζονται τις τελευταίες δεκαετίες από τις ελληνικές ναυτιλιακές εταιρείες και οι οποίες αποτελούν τους σημαντικότερους παράγοντες για την επιτυχημένη πορεία των εταιρειών στη παγκόσμια αγορά. Πρόκειται α) για την εξειδίκευση του στόλου τους, β) την στρατηγική ηγεσίας κόστους και γ) τις επενδυτικές στρατηγικές.³⁹

Ξεκινώντας με την πρώτη, η στρατηγική της εξειδίκευσης του στόλου αποτελεί κύριο γνώρισμα των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Η πλειονότητα των επιχειρήσεων δραστηριοποιείται στον χώρο της ελεύθερης φορτηγού ναυτιλίας (trame Shipping), με δεξαμενόπλοια (tankers) Bulk Carriers, πλοία εμπορευματοκιβωτίων (contrainerships), LPE /LNG και Product –Chemical tankers (πλοία μεταφοράς υγροποιημένου αερίου). Απέναντι από τη ναυτιλία tramp, υπάρχει μια άλλη μεγάλη βασική κατηγορία, η ναυτιλία τακτικών γραμμών (Linner Shipping) η οποία όμως έπεται της tramps. Ο λόγος της ιδιαίτερης προτίμησης που δείχνουν οι ναυτιλιακές εταιρείες στη ναυτιλία tramp, είναι γιατί δεν απαιτείται τεράστια διαχείριση πόρων, Συγκεκριμένα μια επιχείρηση η οποία δραστηριοποιείται στη ποντοπόρο ναυτιλία δεν απαιτεί μεγάλο ύψος επενδύσεων όπως την αγορά καινούργιου πλοίου, ή την δημιουργία ενός στόλου πλοίων. Γνώρισμα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σήμερα, (μικρομεσαίων) είναι η διατήρηση ενός ή 2-3 πλοίων στο ενεργητικό τους (κάθε εταιρεία έχει και από ένα πλοίο). Αυτό συμβαίνει γιατί η λειτουργία της ποντοπόρου ναυτιλίας δεν απαιτεί την τακτικότητα και τη συχνότητα με χρονική ακρίβεια, όπως απαιτεί η linner ναυτιλία. Επίσης το πλοίο δεν απαιτείται να είναι καινούριο ή τουλάχιστον να διαθέτει στοιχεία άνεσης και «ομορφιάς» όπως συμβαίνει στη linner όπου το απαιτεί ο πελάτης. Στην tramp ναυτιλία το πλοίο μπορεί να αγοραστεί μεταχειρισμένο και να επισκευαστεί (αν χρειάζεται) σε χαμηλό κόστος. Φυσικά θα πρέπει να τηρούνται όλες οι απαραίτητες προδιαγραφές που υποστηρίζουν οι διεθνείς κανονισμοί και οι νυογνώμονες. Ωστόσο το κόστος για την απόκτηση πλοίου στη tramp ναυτιλία μπορεί να είναι αρκετά χαμηλό σε σχέση με τη linner ναυτιλία. Επίσης οι υποδομές που απαιτούνται για ένα πλοίο της ποντοπόρου ναυτιλίας είναι αρκετά πιο φτηνές σε σχέση με τις εγκαταστάσεις που απαιτούνται στη ναυτιλία τακτών γραμμών. Οι εγκαταστάσεις μπορεί να είναι ιδιόκτητες του πλοιοκτήτη ή και μελών της οικογένειας του. Αντίθετα στη linner απαιτούνται μεγάλες επενδύσεις ώστε τα πλοία να έχουν ένα συγκεκριμένο

³⁹ Θεοτοκάς Ιωάννης, Ναυτιλία και Επιχειρηματικότητα, Πανεπιστήμιο Αιγαίου, σελ. 9-13

επίπεδο στις υπηρεσίες τους (ταχύτητα, εξυπηρέτηση, ψυχαγωγία) ενώ στα λιμάνια τα οποία εκτελούν δρομολόγια πρέπει να τηρούν συγκεκριμένες προδιαγραφές (μέγεθος λιμανιού, μέγεθος πλοίου, εγκαταστάσεις για τα πρακτορεία). Από τα ανωτέρω διαπιστώνουμε ότι στη ναυτιλία tramp μπορούν να ενταχθούν νέες εταιρείες, μικρομεσαίου μεγέθους κάτι που δεν ισχύει στη liner ναυτιλία αφού απαιτούνται υψηλά κεφάλαια, περισσότερες επενδύσεις και μεγάλες υποδομές. Συνεπώς για αυτούς τους λόγους εξηγείται η εξειδίκευση των επιχειρήσεων σε συγκεκριμένη μορφή και τύπο πλοίων.

Η δεύτερη σημαντική στρατηγική-πολιτική που ακολουθείται από τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι αυτή της ηγεσίας κόστους (cost leadership strategy). Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η επιχείρηση προσπαθεί να διατηρήσει σε χαμηλά επίπεδα το κόστος λειτουργίας της. Με αυτόν τον τρόπο προσπαθεί να καταστήσει ανέφικτη μια πιθανή προσπάθεια των ανταγωνιστών να επιτύχουν ένα επίσης χαμηλό κόστος στη λειτουργία τους. Βασικοί παράγοντες οι οποίοι βοηθούν μια επιχείρηση να μειώσει το κόστος λειτουργίας τους είναι η εμπειρία στον τρόπο εκτέλεσης των δραστηριοτήτων, ο αυστηρός έλεγχος του κόστους, η φτηνή και εύκολη πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίων. Οι ναυτιλιακές εταιρείες προσπαθούν να αξιοποιήσουν την τεχνογνωσία όλου του ανθρώπινου δυναμικού που εργάζεται στους κόλπους τους (πλοιοκτήτες, ναυτικοί, στελέχη γραφείου). Σε αυτό συμβάλλει και η επιχειρηματική φιλοσοφία που έχει αναπτυχθεί στις επιχειρήσεις του κλάδου και έχει να κάνει με τη σκληρή εργασία, την εμπιστοσύνη, το φιλότιμο και την αφοσίωση προς το όραμα, τις αξίες και τους στόχους της επιχείρησης. Παράλληλα με τους αυστηρούς, περιοδικούς και μη, ελέγχους που γίνονταν σε όλα τα τμήματα της εταιρείας, επιτυγχάνεται η ορθή παρακολούθηση της διαχείρισης των πόρων και των λειτουργιών των τμημάτων. Με αυτόν τον τρόπο γίνεται η μείωση του κόστους λειτουργίας. Επιπλέον η εύκολη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου, οι φτηνές πηγές χρηματοδότησης, η καλή φήμη των πλοιοκτητών αποτελούν στοιχεία μείωσης του κόστους λειτουργίας. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι επιχειρήσεις με διαχρονική παρουσία στον κλάδο έχουν πολύ μεγαλύτερες δυνατότητες για τιθάσευση και μείωση του κόστους σε σχέση με τις νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μεγάλες (παλιές) επιχειρήσεις έχουν αποδείξει την φερεγγυότητά τους έναντι των πιστωτών τους, ενώ έχουν μεγαλύτερη οργάνωση και εμπειρία στην εργασία από ότι οι νεοϊδρυθείσες εταιρείες, οι οποίες αναγκάζονται σε μεγαλύτερες προσπάθειες ώστε να πείσουν για την αξιοπιστία τους τόσο τους πιστωτές όσο και τους ναυλωτές.

Η επόμενη στρατηγική η οποία είναι πολύ σημαντική για την πορεία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι η επενδυτική στρατηγική. Με την έννοια της επενδυτικής στρατηγικής εννοούμε την πολιτική που ασκεί η επιχείρηση πάνω στο θέμα της αγοραπωλησίας πλοίων. Όπως γνωρίζουμε από προηγούμενο κεφάλαιο, η σημαντικότερη μορφή επενδύσεων στη ναυτιλία είναι είτε η ναυπήγηση ενός νέου πλοίου είτε η αγορά ενός μεταχειρισμένου πλοίου, το οποίο στη συνέχεια μπορεί να μετασκευαστεί, επεκταθεί, επισκευαστεί και εν τέλει να ενταχθεί στην παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης. Οι αποφάσεις για το είδος του πλοίου που θα αγοραστεί εξαρτώνται από τις διακυμάνσεις των ναύλων και κατά συνέπεια των αξιών των πλοίων. Οι αγορές πλοίων γίνονται όταν οι τιμές που διαμορφώνονται στην αγορά είναι σε χαμηλά επίπεδα ενώ οι πωλήσεις όταν οι τιμές βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα. Αυτό γίνεται προκειμένου οι αγορές να γίνουν με χαμηλό κόστος και οι πωλήσεις να προκαλέσουν υψηλά περιθώρια κέρδους.

Πολλές επιχειρήσεις έχουν ως στόχο την αγοραπωλησία πλοίων για βραχύ χρονικό διάστημα. Πάντως η πλειοψηφία προχωρά στην αγοραπωλησία με σκοπό την μακροπρόθεσμη εκμετάλλευσή τους. Οι δύο πολιτικές αν και εμφανίζονται αντίθετες, ωστόσο είναι συμπληρωματικές. Δηλαδή οι επιχειρήσεις προχωρούν στην αγορά ενός πλοίου με σκοπό την μακρόχρονη εκμετάλλευσή του, ωστόσο εάν οι συνθήκες το απαιτούν (π.χ. κρίση ρευστότητας) και εφόσον η υπολειμματική τους αξία είναι επαρκής για την κάλυψη του κόστους, μπορούν να προχωρήσουν στην πώλησή του έτσι ώστε να εξασφαλίσουν τα απαραίτητα κεφάλαια. Θα πρέπει στο σημείο αυτό να αναφερθεί ότι υπάρχουν επιχειρήσεις οι οποίες εμπλέκουν στη δραστηριότητά τους κυρίως τις αγοραπωλησίες πλοίων με στόχο την επίτευξη υψηλών περιθωρίων κέρδους. Αυτό όμως δεν αποτελεί πρακτική της πλειοψηφίας των ναυτιλιακών εταιρειών οι οποίες επιτυγχάνουν τις καλές οικονομικές επιδόσεις αποκλειστικά από την παροχή ναυτιλιακών υπηρεσιών στους πελάτες τους. Η αγοραπωλησία πλοίων (από την πλειονότητα των πλοιοκτητών), θεωρείται ένα χρήσιμο εργαλείο για να παρέχουν υψηλού επιπέδου υπηρεσίες και να αντλούν ρευστότητα για τις επιχειρήσεις τους σε περιόδους ύφεσης. Δηλαδή ο σκοπός είναι διττός: α) να αναπτυχθούν οι υπηρεσίες προς το ναυλωτή (καλύτεροι χώροι αποθήκευσης στο πλοίο, ασφάλεια του εμπορεύματος, ταχύτητα μεταφοράς, β) να προστατεύσει την επιχείρηση από τα χαρακτηριστικά της ύφεσης (μείωση του μεταφορικού έργου, αύξηση του κόστους λειτουργίας, μείωση των περιθωρίων του κέρδους).

Πέρα από αυτές τις στρατηγικές υπάρχουν και κάποιες άλλες πολιτικές οι οποίες χρησιμοποιούνται σε μικρότερο βαθμό⁴⁰. Μια από αυτές είναι η πολιτική της διαφοροποίησης, κατά την οποία στοχεύει στη προσφορά υπηρεσιών μεγαλύτερης αξίας από αυτές που επικρατούν στον κλάδο. Οι υπηρεσίες αυτές είναι δύσκολο να εφαρμοστούν ή να αποκατασταθούν από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις, λόγω του υψηλού κόστους διάθεσής τους. Συνήθως σε αυτή τη περίπτωση οι εταιρείες προσπαθούν να προσφέρουν υπηρεσίες με χαρακτηριστικά τα οποία έχουν αξιολογηθεί θετικά από τους πελάτες-ναυλωτές. Αυτό δίνει τη δυνατότητα να ζητήσουν οι πλοιοκτήτες που επηρεάζουν αυτή τη στρατηγική μεγαλύτερο ναύλο (έχουν αυξημένη διαπραγματευτική ισχύ έναντι τόσο των ναυλωτών όσο και των ανταγωνιστών τους). Για να είναι πετυχημένη η εφαρμογή αυτής της πολιτικής απαιτείται η ύπαρξη μεγάλου μεριδίου αγοράς και ισχυρών οικονομικών μεγεθών, τα οποία θα δώσουν τη δυνατότητα στον επιχειρηματία να πάρει το ρίσκο και να προσφέρει υψηλής ποιότητας και μοναδικότητας υπηρεσίες στους ναυλωτές του.

Επίσης άλλη μια βασική στρατηγική θεωρείται αυτή της εστίασης σε ένα συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς. Σύμφωνα με αυτή τη πολιτική, η επιχείρηση αναλαμβάνει να εξυπηρετήσει ένα μικρό τμήμα της αγοράς, με πολύ καλύτερους όρους και προσφερόμενες υπηρεσίες σε σχέση με αυτό που προσφέρουν οι ανταγωνιστές της. Το τμήμα αυτό μπορεί να καθοριστεί είτε γεωγραφικά είτε σε συγκεκριμένο τύπο ναυλωτή. Οι μορφές που λαμβάνει αυτή η στρατηγική είναι δύο: α) η εστίαση στο κόστος και β) η εστίαση στη διαφοροποίηση.

Πρόκειται για μια ενδιάμεση κατάσταση της στρατηγικής ηγεσίας κόστους και της στρατηγικής διαφοροποίησης. Η εστίαση στο κόστος, επιδιώκει ένα πλεονέκτημα κόστους της εταιρείας για το επιλεγμένο τμήμα της αγοράς έναντι των υπολοίπων ανταγωνιστών της, ενώ η εστίαση στη διαφοροποίηση επιδιώκει τη διαφοροποίηση των υπηρεσιών στα τμήματα αυτά. Γενικότερα, η συγκεκριμένη στρατηγική έχει περιορισμένη εφαρμογή στη ναυτιλία.

5.2. Εργαλεία εφαρμογής στρατηγικής

Έχοντας εξετάσει την έννοια καθώς και τις βασικές εφαρμογές της στρατηγικής, οι οποίες μπορούν να λάβουν χώρα στον κλάδο της ναυτιλίας, είναι σημαντικό να εξεταστούν κάποια βασικά εργαλεία τα οποία χρησιμοποιούν οι διοικήσεις και οι CEO προκειμένου να εφαρμόσουν τις πολιτικές τους, αλλά

⁴⁰ Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος, Στρατηγικό Management, 2002, σελ. 215-221

ταυτόχρονα και να τους βοηθήσουν στην παρακολούθηση της εφαρμογής αυτών (των πολιτικών). Ορισμένα από τα εργαλεία στρατηγικής με τα οποία θα ασχοληθούμε και στη συνέχεια (εφαρμοσμένη έρευνα) είναι: η balanced scorecard, το Benchmarking, η Core Competences Analysis, Identification of Critical Success factors, Industry 5 forces Analysis, Scenario Planning και SWOT Analysis.

5.2.1. Balanced Scorecard (BSC)

Η μέθοδος του Balanced Scorecard (BSC), αποτελεί μια πολύ σημαντική τεχνική για τον προσδιορισμό των απαραίτητων πολιτικών που πρέπει να λάβει ο CEO μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Πρόκειται για ένα εργαλείο το οποίο συνδέει το όραμα, την αποστολή και τους στόχους που θέτει η επιχείρηση με τις λειτουργικές της διαδικασίες, τον τρόπο που αυτές γίνονται αλλά τα μέτρα που θα πρέπει να ληφθούν ώστε να επιτευχθούν οι στρατηγικοί στόχοι της διοίκησης⁴¹. Ουσιαστικά πρόκειται για έναν μηχανισμό ο οποίος μεταφράζει το όραμα και τη στρατηγική της εταιρείας σε ποιοτικά και ποσοτικά μεγέθη καθώς και στις ενέργειες που θα πρέπει να προχωρήσει το σύνολο του εργατικού δυναμικού για την ικανοποίηση των στόχων. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνεται μια άριστη παρακολούθηση της εφαρμογής των πολιτικών που πάρθηκαν αλλά και της συνολικής πορείας της επιχείρησης. Για να ελεγχθεί η εφαρμογή αυτών των πολιτικών αλλά και η ανάπτυξη της ίδιας της επιχείρησης, εξετάζονται τέσσερις βασικοί τομείς: τα οικονομικά της επιχείρησης (financial), οι πελάτες-ναυλωτές, οι εσωτερικές διαδικασίες της επιχείρησης και τέλος η εκπαίδευση-ανάπτυξη. Με αυτόν τον διαχωρισμό κατοχυρώνουμε επίσης την πιθανότητα να έχουμε λάβει υπόψη μας όλα τα τμήματα που επηρεάζουν το σχεδιασμό της στρατηγικής και ότι δεν δίνεται έμφαση σε κάποιο παράγοντα σε βάρος κάποιου άλλου. Τα ερωτήματα που θέτει η διοίκηση (CEO), για κάθε τομέα χωριστά είναι τα εξής:

- για τους πελάτες (ναυλωτές): για να επιτευχθούν οι στόχοι και το όραμα της εταιρείας, πώς θα πρέπει να εμφανιζόμαστε στους πελάτες; Με αυτή την ερώτηση προσπαθούν να διερευνήσουν πώς η επιχείρηση θα ικανοποιήσει τις ανάγκες των ναυλωτών, εάν οι προσφερόμενες υπηρεσίες αντηχούν στις ανάγκες τους και εάν αυτό δεν συμβαίνει, τί ενέργειες πρέπει να κάνουν για να αλλάξουν από το σκηνικό.
- για τις εσωτερικές διαδικασίες (internal process): για να ικανοποιηθούν οι μέτοχοι, της εταιρείας (και οι πελάτες), ποιες διαδικασίες πρέπει να βελτιωθούν /προστεθούν /

⁴¹ Kaplan Robert and Norton David, Linking the Balanced Scorecard to Strategy, California Management Review, 1996

καταργηθούν. Σε αυτό τον τομέα εξετάζονται η ποιότητα των εσωτερικών διαδικασιών των τμημάτων της εταιρείας, η αποδοτικότητά τους, η συνεργασία μεταξύ τους, οι νέες τεχνολογίες που χρησιμοποιούν έτσι ώστε να συμβάλλουν στην προτιθέμενη αξία της επιχείρησης.

-για την εκπαίδευση και την ανάπτυξη (learning and growth): για να επιτευχθεί το όραμα της εταιρείας τι θα πρέπει να διατηρήσει στην ικανότητά της, να αλλάξει, να βελτιώνει, να καινοτομεί. Εδώ εξετάζονται θέματα καινοτομίας, επένδυσης στο ανθρώπινο δυναμικό και στη γνώση.

-για τα οικονομικά της εταιρείας (financial): για να πετύχει η εταιρεία οικονομικά, ποια μεγέθη θα πρέπει να εμφανίσει στους μετόχους της. Μιλάμε για συγκεκριμένους ποσοτικούς στόχους που θέτει η Διοίκηση της εταιρείας και ελέγχονται μέσω του προϋπολογισμού ετησίως.

Ιστορικά, το πρώτο Balanced Scorecard δημιουργήθηκε από τον Art Schneiderman το 1987, έναν ανεξάρτητο σύμβολο για τη διαδικασία του management. Ο Schneiderman έλαβε μέρος στην έρευνα του καθηγητή Robert Kaplan το 1990, περιγράφοντας την εργασία του για το BSC. Οι Kaplan και Norton, συμπεριέλαβαν την εργασία του Schneiderman στα άρθρα τους και στο βιβλίο που επακολούθησε τα επόμενα έτη «The Balance Scorecard Measures that Drive Performance», Harvard Business Review 1992, «Putting the Balance Scorecard to Work» Harvard Business Review 1993, «One Balance Scorecard: Translating Strategy into Actions Harvard Business School Boston 1996. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι τα πρώτα σημάδια της έννοιας του BSC βρίσκονται μέσα στο 19^ο αιώνα σε πολύπλοκους οργανισμούς (η πρόταση αυτή υποστηρίζεται από τον Alfred Chandler).

Η τεχνική του BSC, έχει αρκετά μειονεκτήματα, έτσι όπως έχουν επισημάνει τόσο η ακαδημαϊκή κοινότητα όσο και οι σύμβουλοι management (βλ. σχετικά άρθρα Wikipedia Balance Scorecard Criticism). Αρχικά αναφέρεται ότι στηρίζεται αποκλειστικά στην εμπειρική μελέτη χωρίς κάποιο θεωρητικό υπόβαθρο. Αυτό εντοπίζεται από την πρώτη εργασία των Kaplan-Norton και εν συνεχεία στους υπόλοιπους ακαδημαϊκούς που στήριζαν τις μελέτες τους πάνω στους Kaplan-Norton. Επιπλέον δεν προβάλλει ένα συγκεκριμένο bottom line score το οποίο να οδηγεί σε μια σαφή σύσταση. Δεν υπάρχει ακόμη σαφής προσδιορισμός της έννοιας του BSC με αποτέλεσμα να δημιουργήσουν στρεβλώσεις στη χρήση του BSC και στο αποτέλεσμα των προτεινόμενων πολιτικών.

5.2.2. Συγκριτική Αξιολόγηση (Benchmarking)

Η επόμενη σημαντική μέθοδος η οποία χρησιμοποιείται από τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι αυτή της Συγκριτικής Αξιολόγησης (Benchmarking)⁴². Η φιλοσοφία της συγκεκριμένης τεχνικής αφορά στην εύρεση των καλύτερων πρακτικών μέσων που μπορεί να χρησιμοποιήσει μια εταιρεία έτσι ώστε να επιτύχει την βελτίωση των ισχυουσών διαδικασιών. Δίνεται έμφαση περισσότερο στις εφαρμογές που χρησιμοποιεί μια ναυτιλιακή επιχείρηση, προκειμένου να διεξάγει σωστά τις λειτουργίες της και κατά συνέπεια να αυξάνει την προστιθέμενη αξία της (οικονομικά μεγέθη). Αυτό αποτελεί και ένα βασικό πλεονέκτημα του benchmarking σε σχέση με τις υπόλοιπες τεχνικές στρατηγικής: η έμφαση στις άριστες πρακτικές για την διεκπεραίωση των λειτουργιών και όχι ο υπολογισμός των καλύτερων οικονομικών επιδόσεων. Η έμφαση που δίνεται είναι στους τομείς της ποιότητας του χρόνου και του κόστους εντείνοντας όλες τις προσπάθειες προς τη βελτίωσή τους έτσι ώστε οι διαδικασίες να ολοκληρώνονται με υψηλή ποιότητα, ταχύτητα και χαμηλό κόστος.

Το benchmarking προϋποθέτει την ύπαρξη μιας επιχείρησης-μοντέλου, η οποία θεωρείται υποδειγματική επειδή έχει επιτύχει τις καλύτερες επιδόσεις σε συγκεκριμένους δείκτες (οικονομικά μεγέθη, κόστη, αποδοτικότητα, παραγωγικότητα κλπ). Αυτή η επιχείρηση αποτελεί τη βάση της σύγκρισης με την εταιρεία η οποία εφαρμόζει το benchmarking και η οποία θέλει να αναπτύξει τις διαδικασίες της (όπως ακριβώς έκανε και η επιχείρηση υπόδειγμα), προκειμένου να επιτύχει την άριστη απόδοση. Έτσι λοιπόν αν και η ανάλυση ξεκινά με την σύγκριση οικονομικών και παραγωγικών δεικτών, η μέθοδος του benchmarking προχωρά στο επόμενο στάδιο που είναι οι στρατηγικές επιλογές που έκανε η επιχείρηση-υπόδειγμα και κατά πόσο αυτές οι επιλογές μπορούν να χρησιμοποιηθούν από την άλλη εταιρεία (αυτήν η οποία συγκρίνεται με την επιχείρηση-υπόδειγμα). Για να λειτουργήσει σωστά η τεχνική του benchmarking απαιτείται μια συνεχή ροή πληροφοριών από την επιχείρηση-υπόδειγμα προς την επιχείρηση-υπόδειγμα.

Οι στρατηγικές επιλογές οι οποίες θα ληφθούν, θα εφαρμοστούν πάνω στα πεδία του ανθρώπινου δυναμικού, του παραγωγικού εξοπλισμού και της τεχνολογίας.

Η εφαρμογή του benchmarking διεξάγεται σε πέντε φάσεις: στο σχεδιασμό, την ανάλυση, την ενσωμάτωση, τη δράση και την ωρίμανση. Αναλυτικότερα, στο πρώτο στάδιο η επιχείρηση αποδέκτης καθορίζει το πλαίσιο εφαρμογής της σύγκρισης (σε ποιους τομείς θα διεξαχθεί η σύγκριση) και ποια θα είναι η

⁴² Κελεσίδης Βασίλειος - Τεχνολογικό Πάρκο Θεσσαλονίκης "Συγκριτική Αξιολόγηση" σελ. 1-7

επιχείρηση-υπόδειγμα. Στο επόμενο στάδιο της ανάλυσης γίνεται ο εντοπισμός των ποσοτικών επιδόσεων και διαφορών μεταξύ των δύο εταιρειών και εν συνεχεία καθορίζονται οι στρατηγικές επιλογές που οδηγούν στα άριστα αποτελέσματα. Στο στάδιο της ενσωμάτωσης γίνεται η προετοιμασία της επιχείρησης-αποδέκτη για την εφαρμογή των νέων πολιτικών, ενώ στο στάδιο της δράσης προχωρά στην υλοποίηση αυτών. Σημειώνουμε ότι τα στάδια ενσωμάτωσης και δράσης μπορούν να υπαχθούν και σε ένα ενιαίο στάδιο. Τέλος στο στάδιο ωρίμανσης γίνεται η παρακολούθηση και ο έλεγχος των αλλαγών που υλοποιεί η επιχείρηση-αποδέκτης.

Στη ναυτιλία η κυριότερη μορφή benchmarking η οποία εφαρμόζεται είναι μεταξύ ανταγωνιστικών επιχειρήσεων του κλάδου, εντοπίζοντας τους παράγοντες για τους οποίους ο ανταγωνισμός (επιχείρηση-υπόδειγμα) επιτυγχάνει καλύτερες επιδόσεις, (π.χ ποιοτικές υπηρεσίες, ταχύτητα μεταφορικού έργου, κατάρτιση ανθρώπινου δυναμικού, τεχνολογία κλπ). Ορισμένοι τύποι του benchmarking είναι το financial benchmarking, process benchmarking, strategic benchmarking, functional benchmarking, operational benchmarking κλπ.

Η τεχνική του benchmarking διαθέτει ένα σύνολο θετικών στοιχείων για την επιχείρηση-αποδέκτη. Συγκεκριμένα εντοπίζει τα θετικά και αδύνατα στοιχεία της επιχείρησης με σκοπό είτε την έμφαση στη συνέχιση συγκεκριμένων διαδικασιών είτε τη βελτίωση ή ακόμα και την υιοθέτηση διαφορετικής επιλογής, ανάλογα με την περίπτωση. Αντλεί πληροφορίες από επιχείρηση η οποία έχει εφαρμόσει συγκεκριμένες επιλογές και έχει επιτύχει θετικά αποτελέσματα, συνεπώς διαθέτει εύκολα τη «συνταγή της επιτυχίας», χωρίς μεγάλο κόστος (κόπου, χρόνου και χρήματος). Αντλεί προτάσεις, ιδέες και πληροφορίες με συνέπεια την βελτίωση των γνώσεων και της κατάρτισης των στελεχών της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά υπάρχει και ένα σύνολο μειονεκτημάτων τα οποία ενδέχεται να εκθέσουν την επιχείρηση. Συγκεκριμένα έχουν εγερθεί θέματα εγκυρότητας των πληροφοριών που δίνονται στην επιχείρηση-αποδέκτη είτε από λάθος είτε εσκεμμένα, την ορθότητα της μεθοδολογίας, της ελλιπούς εκπαίδευσης του ανθρώπινου δυναμικού για τη χρήση του benchmarking.

5.2.3. Core Competences Analysis-Ανάλυση Βασικών Ικανοτήτων

Μια τρίτη τεχνική η οποία χρησιμοποιείται από τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι αυτή του Core Competences Analysis. Πρόκειται για μια μέθοδο, η οποία δίνει έμφαση στις εσωτερικές διαδικασίες της επιχείρησης, στον τρόπο που αυτές

εκτελούνται και στα αποτελέσματα στα οποία οδηγούν. Μάλιστα για την ορθότερη εφαρμογή αυτής της τεχνικής εξετάζονται οι προσφερόμενες υπηρεσίες από την πλευρά των ναυλωτών, των πιστωτών, των λοιπών εταιρειών του κλάδου. Συγκεκριμένα γίνεται προσπάθεια να αναδειχτούν οι προσφερόμενες υπηρεσίες οι οποίες ανταποκρίνονται περισσότερο στις ανάγκες των ναυλωτών (πελατών) και μάλιστα στις βελτιώσεις που πρέπει να προχωρήσουν για να αυξήσουν την προστιθέμενη αξία τόσο για τους πελάτες, όσο και για την ίδια την επιχείρηση. Επίσης σε σχέση με τις υπόλοιπες ανταγωνιστικές επιχειρήσεις του κλάδου, δίνεται έμφαση στα βήματα που πρέπει να ακολουθήσει η εταιρεία έτσι ώστε να προσφέρει καλύτερες υπηρεσίες από τις υπόλοιπες και να πάρει μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς. Πρόκειται συνεπώς για μια τεχνική που προσπαθεί να αναλύσει τις υπάρχουσες διαδικασίες, να δει τις αδυναμίες και τα πλεονεκτήματα που υπάρχουν σε αυτές και να προτείνει βελτιώσεις, καινοτομίες, απόσυρση μη αποδοτικών ενεργειών κλπ.

Στο στάδιο της εφαρμογής αυτής της τεχνικής, γίνεται ένας διαχωρισμός των διαδικασιών οι οποίες αποφέρουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα στην επιχείρηση και αυτών οι οποίες λειτουργούν ως τροχοπέδη στη αναπτυξιακή της πορεία. Σε αυτές που λειτουργούν θετικά δίνεται βάρος για τη διατήρηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος έτσι ώστε να είναι δύσκολο να τους μιμηθούν οι άλλες ανταγωνιστικές εταιρείες. Σε αυτές που λειτουργούν αρνητικά προτείνονται βελτιώσεις και συμμαχίες με άλλες εταιρείες προκειμένου να επωφεληθούν από το αυξημένο μέγεθος, και την μεγαλύτερη παραγωγικότητα (αύξηση του στόλου).

5.2.4. Critical Success Factors –Κρίσιμοι Παράγοντες Επιτυχίας

Άλλο ένα σημαντικό εργαλείο χάραξης στρατηγικής των ναυτιλιακών επιχειρήσεων αποτελεί η εύρεση των κρίσιμων παραγόντων επιτυχίας (identification of critical success factors). Πρόκειται για μια τεχνική κατά την οποία η επιχείρηση προσπαθεί να ανακαλύψει και να επικεντρωθεί στους παράγοντες αυτούς οι οποίοι οδηγούν σε αύξηση της αξίας της επιχείρησης και στην ανάπτυξή της. Οι παράγοντες αυτοί είναι ζωτικής σημασίας για την επιχείρηση πράγμα που σημαίνει ότι έχουν πλήρη εφαρμογή και επηρεάζουν το παρόν και το μέλλον της. Συνεπώς οι επιχειρήσεις επικεντρώνουν τις προσπάθειες τους στο να διαμορφώσουν με τέτοιο τρόπο τις διαδικασίες τους ώστε να ανταποκρίνονται στους βασικούς παράγοντες επιτυχίας.

Ιστορικά, οι πρώτοι οι οποίοι ανέλυσαν τους CSF, ως απαραίτητα στοιχεία για τη λήψη των αποφάσεων από τους CEO, ήταν οι RH Daniel (1961) και F.Rockart (1979) σε εργασίες τους (Harvard Business Review). Για να διερευνηθούν οι κρίσιμοι παράγοντες οι οποίοι οδηγούν στην ανάπτυξη μιας εταιρείας είναι απαραίτητο να γίνει μελέτη του εξωτερικού περιβάλλοντος (παγκόσμια οικονομία, τάσεις και προοπτικές), της κατάστασης της ναυτιλιακής αγοράς και της υπό εξέταση επιχείρησης. Η άντληση πληροφοριών για τους προαναφερόμενους τομείς και η ανάλυσή τους διευκολύνει τη διοίκηση της εταιρείας να αποκρυπτογραφήσει τους παράγοντες αυτούς που θα την οδηγήσουν σε μεγέθυνση, καλή φήμη και οικονομική άνθηση. Ορισμένοι παράγοντες οι οποίοι θεωρούνται σημαντικότεροι είναι η προσαρμοστικότητα της επιχείρησης στις ανάγκες των ναυλωτών και της αγοράς, διαδικασίες που προστατεύουν το θαλάσσιο περιβάλλον, την ανθρώπινη ζωή και το εμπόρευμα των ναυλωτών, υιοθέτηση επικερδών επενδύσεων, η εκπαίδευση του ανθρώπινου δυναμικού, οι τεχνολογικές καινοτομίες στη λειτουργία των πλοίων και στα συστήματα ERP της εταιρείας, η αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων πόρων της επιχείρησης (έμψυχων και άψυχων) για να μειωθούν περιττές δαπάνες (μείωση του κόστους), η εμπειρία των πληρωμάτων και του χερσαίου προσωπικού, οι αυστηροί έλεγχοι στα τμήματα της επιχείρησης, (παραγωγικότητα και δαπάνες), κλπ.

5.2.5. Ανάλυση των 5 Ανταγωνιστικών Δυνάμεων του κλάδου-Industry 5 forces Analysis

Μια πολύ βασική τεχνική η οποία χρησιμοποιείται από τις εταιρείες του ναυτιλιακού κλάδου είναι αυτή της ανάλυσης των 5 ανταγωνιστικών δυνάμεων του κλάδου. Πρόκειται για μια μέθοδο η οποία διερευνά τους παράγοντες οι οποίοι καθορίζουν την κερδοφορία του κλάδου. Αυτοί οι «γενικοί παράγοντες» μπορούν να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (μεμονωμένα) και να αυξήσουν την αξία και την κερδοφορία τους. Με την ανάλυση αυτών των παραγόντων εξετάζεται η ένταση του ανταγωνισμού στον κλάδο της ναυτιλίας και καθορίζεται η ελκυστικότητα και η κερδοφορία της. Όσο εντονότερος είναι ο ανταγωνισμός τόσο λιγότερο ελκυστικός είναι ο κλάδος και το αντίστροφο.

Η τεχνική αυτή, διατυπώθηκε για πρώτη φορά από τον καθηγητή Porter στην εργασία του Competitive Strategy, αναφέροντας τους εξής κρίσιμους παράγοντες (οι οποίοι βρίσκουν εφαρμογή και στον κλάδο της ναυτιλίας)⁴³: α) απειλή από τους

⁴³ Ευθύμογλου Πρ. «Επιχειρησιακή Στρατηγική» Τεύχος Α, 1990, σελ. 23-37

νεοεισερχόμενους στον κλάδο β) η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών, γ) η διαπραγματευτική δύναμη των πελατών (ναυλωτών), δ) η απειλή για υποκατάστατα μέσα και ε) η ένταση και αντιπαλότητα μεταξύ των ομοειδών επιχειρήσεων του κλάδου. Η αλληλεξάρτηση αυτών των 5 δυνάμεων παρέχει ένα ιδιαίτερα ανταγωνιστικό και κερδοφόρο περιβάλλον στον κλάδο. Θα πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι όταν αναφερόμαστε σε αυτούς τους παράγοντες, ο πυρήνας για την ορθή λειτουργία τους είναι ο κλάδος, η ναυτιλιακή αγορά και όχι μια επιχείρηση μεμονωμένα. Σκοπός κάθε ναυτιλιακής επιχείρησης είναι να βρει μια κατάλληλη θέση στον κλάδο έτσι ώστε να ελαχιστοποιήσει τις δυνάμεις αυτές ή να τις επηρεάσει θετικά υπέρ αυτής.

Ο πρώτος παράγοντας ο οποίος αποτελεί απειλή για τις υπάρχουσες εταιρείες του κλάδου είναι οι νεοεισερχόμενες σε αυτόν επιχειρήσεις. Το πόσο σοβαρή θα είναι αυτή η απειλή εξαρτάται από δύο στοιχεία: τους φραγμούς εισόδου και τις αντιδράσεις των υπάρχουσών επιχειρήσεων προς την είσοδο των νέων. Όταν αναφερόμαστε στους φραγμούς εισόδου, εννοούμε τα οικονομικά εμπόδια τα οποία επιβραδύνουν την ανάπτυξη των νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων στον κλάδο και τέτοια είναι, το υψηλό κόστος άντλησης κεφαλαίου, οι δαπανηρές μακροχρόνιες επενδύσεις για αγορές πλοίων, περιοριστικοί κανόνες στη διεξαγωγή του διεθνούς εμπορίου, κατάσταση της παγκόσμιας οικονομίας κλπ.

Ο δεύτερος σημαντικός παράγοντας είναι η διαπραγματευτική δύναμη των προμηθευτών, αφορά τις επιχειρήσεις εκείνες οι οποίες προμηθεύουν τους πλοιοκτήτες και τα πλοία τους με εφόδια ή υπηρεσίες απαραίτητα για τη διεξαγωγή του ταξιδιού, (καύσιμα, λιπαντικά, ναυτεργατικά, συντήρηση, επισκευές, ασφάλεια, κόστος κεφαλαίου). Θα πρέπει να σημειώσουμε σε αυτό το σημείο ότι οι υπηρεσίες που προσφέρουν οι προμηθευτές επηρεάζουν τα αποτελέσματα των επιχειρήσεων ανάλογα με το είδος του ναυλοσυμφώνου που έχει καταρτιστεί μεταξύ πλοιοκτήτη και ναυλωτή, στο οποίο μπορεί να έχει συμφωνηθεί μια υπηρεσία να χρεώνεται στον πλοιοκτήτη π.χ. επισκευή, και άλλη στον ναυλωτή π.χ. ασφάλεια. Η διαπραγματευτική ισχύ των προμηθευτών εξαρτάται από τον αριθμό που παρέχουν τις υπηρεσίες τους μέσα στον κλάδο, τις εναλλακτικές πηγές ανεφοδιασμού, την σημαντικότητα του προϊόντος / υπηρεσίας που προσφέρουν οι προμηθευτές.

Ο τρίτος παράγοντας είναι η διαπραγματευτική δύναμη των πελατών-ναυλωτών, οι οποίοι επιθυμούν να μεταφερθούν τα εμπορεύματά τους με το χαμηλότερο για αυτούς κόστος. Σε αυτή τη διαπραγμάτευση σημαντικό ρόλο παίζει η

κατάσταση της ναυλαγοράς (συνθήκες ζήτησης μεταφορικού έργου, αριθμός πλοίων και μέγεθος tonnage που είναι διαθέσιμο, ύψος των ναύλων) το μέγεθος, η σημαντικότητα, και η φήμη του ναυλωτή, η θέση στον οποία βρίσκεται το πλοίο τη στιγμή της διαπραγμάτευσης και πόσο επικίνδυνο είναι το ταξίδι από το λιμάνι αφετηρίας προς το λιμάνι προορισμού (υπολογισμός κόστους ταξιδιού, επικίνδυνες περιοχές για πειρατεία κλπ).

Ο τέταρτος παράγοντας είναι αυτός που αφορά τα υποκατάστατα μέσα για τη διεξαγωγή του μεταφορικού έργου. Αυτός ο παράγοντας θεωρείται ουσιαστικά αδύναμος για τον τομέα της ναυτιλίας, αφού ειδικά για τα υπερατλαντικά και ποντοπόρα ταξίδια είναι απαραίτητη η χρήση του πλοίου. Για μικρότερες όμως διαδρομές όπως είναι οι ηπειρωτικές π.χ Πειραιάς-Ρότερνταμ εκεί μπορούν να χρησιμοποιηθούν και άλλα μέσα μεταφοράς, συνδυαστικά όπως φορτηγά και τρένα, τα οποία μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά τη δραστηριότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων ιδιαιτέρως αυτών του μικρομεσαίου μεγέθους.

Ο τελευταίος παράγοντας είναι αυτός της έντασης και της αντιπαλότητας μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου. Ιδιαίτερα στο ναυτιλιακό κλάδο, ο οποίος είναι διεθνοποιημένος, υπάρχει μεγάλη ανταγωνιστικότητα τόσο μεταξύ των ελληνικών επιχειρήσεων όσο και μεταξύ ελληνικών και ξένων εταιρειών. Ο ανταγωνισμός είναι τεράστιος γιατί υπάρχει μεγάλος αριθμός ομοειδών εταιρειών μικρού και μεσαίου μεγέθους η ταχύτητα της πληροφορίας για την διαθεσιμότητα πλοίου και φορτίου είναι μεγάλη, ο κλάδος είναι σε ύφεση οπότε και μικραίνει η πίτα της αγοράς που πρέπει να κατανεμηθεί, η ύπαρξη υψηλού επιπέδου ποιότητας υπηρεσιών ανεβάζει τον πήχη της ανταγωνιστικότητας.

5.2.6. Σχεδιασμός βάσει σεναρίων (Scenario Planning)

Ένα άλλο πολύ βασικό εργαλείο το οποίο χρησιμοποιείται εκτεταμένα από τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι αυτό του σχεδιασμού της στρατηγικής βάσει σεναρίων⁴⁴. Πρόκειται για μια τεχνική η οποία ξεκίνησε να εφαρμόζεται διεθνώς την τελευταία 30ετία και απολαμβάνει την εμπιστοσύνη της πλειοψηφίας των επιχειρηματιών. Σκοπός της είναι να αντιμετωπίσει την απάθεια και τη ρευστότητα που χαρακτηρίζει την παγκόσμια οικονομία λαμβάνοντας υπόψη σημαντικές παραμέτρους (οικονομικές, κοινωνικές, πολιτικές) και οι οποίες επηρεάζουν την λειτουργία των επιχειρήσεων μεμονωμένα. Επειδή η ρευστότητα του εξωτερικού περιβάλλοντος

⁴⁴ Ευθύμογλου Πρ. «Επιχειρησιακή Στρατηγική» Τεύχος Α, 1990, σελ. 183-184

είναι μεγάλη χρειάζεται να αποτυπωθούν εναλλακτικές καταστάσεις και επίπεδα κινδύνου έτσι ώστε να υπάρχει ολοκληρωμένη εικόνα στον CEO για το επιχειρηματικό τοπίο που θα επικρατήσει και να λάβει τις ορθές αποφάσεις. Όλες αυτές οι καταστάσεις συσχετίζονται μεταξύ τους και επηρεάζουν η μια την άλλη (π.χ η πολιτική αστάθεια σε μια χώρα έχει συνέπειες στην οικονομική της ανάπτυξη και κατά συνέπεια στον περιορισμό των εξαγωγών της, μείωση του εμπορίου της). Επίσης για να υπάρξει σωστή απεικόνιση της μελλοντικής κατάστασης της εταιρείας χρειάζεται να γίνει ορθή καταγραφή των δεδομένων που επικρατούν στο παρόν.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως για να ληφθεί η σωστή απόφαση από τον επιχειρηματία χρειάζεται να αποτυπωθούν για τις κυριότερες μεταβλητές της επιχείρησης όλες οι πιθανές εναλλακτικές καταστάσεις. Γι' αυτό τον λόγο η τακτική η οποία ακολουθείται από τις επιχειρήσεις είναι η δημιουργία τριών σεναρίων : του αισιόδοξου, του κανονικού και του απαισιόδοξου. Στην πρώτη περίπτωση περιγράφεται η κατάσταση της επιχείρησης και των επενδύσεων που έχει υλοποιήσει μέσα σε ένα ευνοϊκό οικονομικοπολιτικό και κοινωνικό περιβάλλον. Είναι φανερό ότι μέσα σε μια παγκόσμια οικονομία η οποία κυριαρχείται από ανοδικές τάσεις (αύξηση του διεθνούς εμπορίου, της ζήτησης εμπορευμάτων και μεταφορικού έργου, της αύξησης των ναύλων, του μικρού κόστους για τη λειτουργία και την άντληση κεφαλαίων της χαμηλής τιμής του πετρελαίου, της πολιτικής σταθερότητας και της παγκόσμιας ειρήνης), θα αυξήσει και τα αναμενόμενα αποτελέσματα της επιχείρησης. Στο κανονικό σενάριο περιγράφεται μια σχετική σταθερότητα στο εξωτερικό περιβάλλον με δεδομένες συνέπειες για το επενδυτικό σχέδιο της επιχείρησης. Αντίθετα σε ένα μη ευνοϊκό εξωτερικό περιβάλλον, με αρνητικές επιδόσεις για όλες τις προαναφερθείσες μεταβλητές, τα αποτελέσματα θα είναι ιδιαίτερα αποθαρρυντικά για την επιχείρηση και υπάρχει κίνδυνος για τη βιωσιμότητά της. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι επειδή η χρήση των σεναρίων παρουσιάζει τη μελλοντική κατάσταση σε ορίζοντα 15-20 ετών είναι ιδιαίτερα εφαρμόσιμη στη ναυτιλία η οποία χαρακτηρίζεται από μακροπρόθεσμες επενδύσεις.

5.2.7. SWOT Analysis

Η τελευταία και ίσως η σημαντικότερη τεχνική η οποία χρησιμοποιείται από τις ναυτιλιακές εταιρείες σήμερα παγκοσμίως είναι αυτή της SWOT analysis. Η ανάλυση SWOT πήρε την ονομασία της από τα αρχικά των λέξεων Strength (Δυνατά σημεία), Weakness (αδυναμίες), Opportunities (Ευκαιρίες) και Threats (Απειλές) και

πρόκειται για ένα εργαλείο στρατηγικής το οποίο προσπαθεί να αναγνωρίσει τους θετικούς και αρνητικούς παράγοντες του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, προκειμένου ο CEO να αποκτήσει μια ακριβή εικόνα της υπάρχουσας κατάστασης και να λάβει τις αποφάσεις του. Οι ρίζες της τεχνικής αυτής βρίσκονται στη δεκαετία του 1960 όπου ο καθηγητής Albert Humphrey έκανε έρευνα από το Πανεπιστήμιο του Stanford σε 500 εταιρείες.

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο διαχωρίζεται αρχικά το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον μιας επιχείρησης. Εν συνεχεία εξετάζεται το κάθε ένα περιβάλλον ξεχωριστά και εντοπίζονται: α) αρχικά για το εσωτερικό περιβάλλον ποια είναι τα δυνατά και ποια τα αδύνατα σημεία της επιχείρησης και β) για το εξωτερικό περιβάλλον ποιες είναι οι ευκαιρίες που αναπτύσσονται στον κλάδο και ποιες οι απειλές που κινδυνεύουν να αντιμετωπίσουν οι επιχειρήσεις στο σύνολο του κλάδου. Κύριος σκοπός της ανάλυσης είναι να μεγιστοποιήσει τις αξίες που μπορούν να δώσουν τα δυνατά σημεία της εταιρείας και οι ευκαιρίες που υπάρχουν στον κλάδο, να ελαχιστοποιήσουν την επίδραση των αδυναμιών της επιχείρησης και των απειλών του κλάδου καθώς επίσης και να μετατρέψει τις αδυναμίες σε δυνατότητες και τις απειλές σε νέες ευκαιρίες. Με αυτό τον τρόπο γίνεται μια συστηματική προσέγγιση του ενδοεπιχειρησιακού και ευρύτερου περιβάλλοντος, αποτελώντας υποστηρικτικό εργαλείο στη λήψη αποφάσεων και τη στρατηγική που πρέπει να ακολουθηθεί. Ένας βασικός περιορισμός στη χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι δεν υπάρχει ποσοτικοποιημένη έκφραση των παραγόντων, καθώς επίσης είναι δύσκολο να ιεραρχηθεί η σημαντικότητά τους και η επιρροή τους στη λήψη αποφάσεων.

Είναι σημαντικό να εξεταστούν κάποιοι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την SWOT ανάλυση μιας ναυτιλιακής επιχείρησης⁴⁵. Συγκεκριμένα στα δυνατά σημεία μιας επιχείρησης μπορεί να περιληφθούν α) η εκπαίδευση πάνω σε συγκεκριμένους τύπους πλοίου και φορτίων, η αποφυγή των κινδύνων και πρόληψής τους, οι κανόνες που ισχύουν για την ασφάλεια του πλοίου, του πληρώματος και των εμπορευμάτων, β) τα υψηλά επίπεδα ασφάλειας που προσφέρει η εταιρεία στα πλοία της, γ) οι σύγχρονες τεχνολογίες και αυτοματισμοί που χρησιμοποιούνται στα συστήματα του πλοίου και της εταιρείας, δ) η επιχειρηματική φιλοσοφία της εταιρείας για αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων πόρων κλπ. Από την άλλη πλευρά οι αδυναμίες που μπορεί να λάβουν χώρα σε μια εταιρεία είναι α) κίνδυνοι που περιλαμβάνουν ναυτεργατικά ατυχήματα στο πλοίο ή στο λιμάνι πάνω στο πλήρωμα ή και στα

⁴⁵ Ozcan Arslan and Ismael Deha (2007) "SWOT analysis for safer carriage of bulk liquid chemicals in tankers" Journal of Harards Materials

εμπορεύματα β) πιέσεις από τη διοίκηση της εταιρείας να ακολουθήσουν συγκεκριμένο δρομολόγιο, το οποίο μπορεί να μην είναι ασφαλές (καιρικές συνθήκες, πειρατεία) ούτως ώστε να φτάσει το πλοίο γρήγορα στο επόμενο λιμάνι, γ) οι νέες τεχνολογίες που εφαρμόζονται απαιτούν εκπαίδευση και αφιέρωση αρκετών εργατοωρών, δ) κάθε νέα διαδικασία που επιφέρει π.χ ISM ή το ISPS απαιτεί περισσότερη γραφειοκρατική δουλειά, ε) άσχημες συνθήκες εργασίας για τα πληρώματα.

Πέρα από τους προαναφερθέντες παράγοντες υπάρχουν και άλλοι οι οποίοι προέρχονται αυτή τη φορά από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Οι ευκαιρίες που μπορεί να αντιμετωπίζει ο κλάδος μπορεί να είναι α) εκπαιδευτικά σεμινάρια που γίνονται από διεθνείς οργανισμούς (IMO), β) υψηλού επιπέδου υπηρεσίες οι οποίες υποστηρίζονται από τεχνολογικές καινοτομίες, γ) η υιοθέτηση εργονομικού σχεδιασμού στη ναυπήγηση νέων πλοίων ώστε να μειωθούν τα ατυχήματα δ) η υιοθέτηση εσωτερικής και εξωτερικής επιθεώρησης από αντίστοιχους νηογνώμονες καλύπτονται τα σύγχρονα κριτήρια ασφάλειας και πλοήγησης, ε) ανανέωση των διεθνών κανόνων για την προστασία του περιβάλλοντος (MARPOL Annex II). Από την άλλη πλευρά υπάρχουν οι απειλές που αντιμετωπίζει ο κλάδος και μερικές από αυτές μπορεί να είναι α) τρομοκρατικές απειλές και πειρατείες β) μείωση του αριθμού των αξιωματικών και του πληρώματος που θέλουν να εργαστούν στη ναυτιλία λόγω των άσχημων συνθηκών εργασίας, γ) κίνδυνος περιορισμένης προσφοράς χωρητικότητας στην αγορά, δ) δημιουργία λιμανιών μακριά από τα κέντρα των πόλεων, περιορίζονται τα πληρώματα από δραστηριότητες ψυχαγωγίας κλπ, ε) άσχημος καιρός, στ) περιορισμός στις πηγές χρηματοδότησης ειδικά για τις νεοϊδρυθείσες εταιρείες και σε περιόδους ύφεσης.

ΜΕΡΟΣ Β'

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 – ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

6.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΣΤΑΔΙΩΝ ΔΙΕΞΑΓΩΓΗΣ ΤΗΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στα προηγούμενα κεφάλαια εξετάσαμε από θεωρητική προσέγγιση τις μεθόδους, τις στρατηγικές πολιτικές και τους παράγοντες που λαμβάνουν υπόψη τους οι ναυτιλιακές εταιρείες σήμερα προκειμένου να καταλήξουν στην τελική απόφαση για την υλοποίηση ή όχι ενός επενδυτικού τους σχεδίου. Στο παρόν κεφάλαιο θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε τις ανωτέρω παραμέτρους από πλευράς πρακτικής προσέγγισης.

Όπως αναφέραμε και στην εισαγωγή η ανάγκη συγγραφής αυτού του θέματος προήλθε προκειμένου να καλυφθεί το κενό ενασχόλησης που υπάρχει πάνω στο συγκεκριμένο επιστημονικό θέμα. Γενικότερα μέχρι σήμερα δεν έχουν υπάρξει αξιόλογες ακαδημαϊκές έρευνες στο συγκεκριμένο πεδίο. Συνεπώς σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να μελετήσουμε τις τάσεις που επικρατούν σήμερα στην ελληνική ναυτιλιακή κοινότητα, η οποία είναι μια εκ των κορυφαίων σήμερα από πλευράς αριθμού πλοίων και tonnage σε σχέση με τον παγκόσμιο στόλο, σε συγκεκριμένες παραμέτρους όπως:

- Τον βαθμό χρήσης των παγκοσμίως αναγνωρισμένων επιστημονικά οικονομικών τεχνικών – μεθόδων λήψης επενδυτικών αποφάσεων
- Τη σημαντικότητα προσδιορισμού του κεφαλαιακού κόστους στα επενδυτικά τους σχέδια, καθώς επίσης και τις μεθόδους υπολογισμού του
- Τους παράγοντες κινδύνου που επηρεάζουν τις αποφάσεις για την κατάλληλη επιλογή της πηγής άντλησης κεφαλαίων (μεσομακροπρόθεσμος δανεισμός, έκδοση νέων μετοχών, μετατρέψιμα χρεόγραφα κλπ)
- Τις στρατηγικές πολιτικές που χρησιμοποιούνται για την οργάνωση των μεσομακροπρόθεσμων στόχων και την άσκηση οικονομικής πολιτικής.

Προκειμένου να μελετηθούν τα συγκεκριμένα πεδία και να εξάγουμε ορθά συμπεράσματα για τις σύγχρονες τάσεις λειτουργίας των ναυτιλιακών επενδύσεων, κρίθηκε απαραίτητη η συλλογή πρωτογενών στοιχείων και πληροφοριών. Ο πυρήνας άντλησης αυτών των πληροφοριών δεν θα μπορούσε να ήταν άλλος από τις ίδιες τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις και από ανθρώπους οι οποίοι είτε λαμβάνουν τις τελικές αποφάσεις για την υλοποίηση ή όχι ενός επενδυτικού σχεδίου (CFO) είτε έχουν γνώση της λειτουργίας των ναυτιλιακών επενδύσεων.

Για την συλλογή αυτών των πληροφοριών κρίθηκε απαραίτητο να δημιουργηθεί ένα ερωτηματολόγιο το οποίο θα απευθυνόταν σε αυτές τις επιχειρήσεις με τρόπο σαφή, απλό και ευκολόχρηστο. Για την κατασκευή του ερωτηματολογίου, το είδος των ερωτήσεων, τις πιθανές απαντήσεις αλλά και τη μορφοποίησή του, συνεργάστηκα με τον κ. Χρήστο Σιγάλα υπό την εποπτεία του επιστημονικού υπεύθυνου κ. Ανδρέα Μερικά από τον Δεκέμβριο του '09 έως τα τέλη Μαρτίου του '10. Κατά τη διάρκεια κατασκευής του ερωτηματολογίου μελετήσαμε στοιχεία μορφοποίησης και ιδέες και από άλλες έρευνες από Πανεπιστήμια του εξωτερικού (Duke University – FEI) προκειμένου να εμπλουτιστεί η έρευνά μας. Οι ερωτήσεις που τέθηκαν έχουν την μορφή multiple choice, στο σύνολό τους είναι 15 και καλύπτουν τρία συγκεκριμένα πεδία:

A. Πεδίο χρήσης συγκεκριμένων τεχνικών για την λήψη απόφασης μιας επένδυσης

Ερωτήσεις 1-2: αναφέρονται στις οικονομικές μεθόδους που χρησιμοποιούνται συχνότερα για την αγορά / ναυπήγηση / επισκευή ενός πλοίου και για την εξαγορά / συγχώνευση ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Αναφέρονται 9 και 8 μέθοδοι αντίστοιχα και υπάρχει βαθμός χρήσης τους που μπορεί να επιλέξει ο ερωτώμενος από ποτέ / σχεδόν ποτέ / μερικές φορές / σχεδόν πάντα / πάντα.

Ερωτήσεις 3-4: αναφέρονται στην τακτική των ναυτιλιακών επιχειρήσεων εάν καταρχήν υπολογίζουν τα κόστη των ιδίων κεφαλαίων τους και εφόσον τα υπολογίζουν με ποιες μεθόδους γίνονται αυτοί οι υπολογισμοί. Αναφέρονται 4 τρόποι ενώ υπάρχει και βαθμός χρήσης τους.

Ερώτηση 14: αναφέρεται στις στρατηγικές πολιτικές (7 συγκεκριμένα) που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την υλοποίηση και τον συντονισμό των στόχων τους. Υπάρχει βαθμός συχνότητας για την χρήση της κάθε στρατηγικής.

B. Πεδίο παραγόντων που επηρεάζουν τη λήψη συγκεκριμένων επιχειρηματικών αποφάσεων

Ερώτηση 5: αναφέρεται στους παράγοντες (9 συγκεκριμένα) που λαμβάνονται υπόψη για την προσαρμογή των προεξοφλητικών επιτοκίων ή/και των ταμειακών ροών κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας επένδυσης.

Ερωτήσεις 6-7: αναφέρονται στο ενδεχόμενο άντλησης δανειακών κεφαλαίων από το εξωτερικό (ξένη αγορά – νόμισμα εκτός δολαρίου) και σε περίπτωση που αυτό συμβαίνει από ποιους παράγοντες επηρεάζεται.

Ερωτήσεις 8-9: αναφέρονται καταρχήν στο ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και εφ'όσον συμβαίνει αυτό στους παράγοντες (7) που

επηρεάζουν τη Διοίκηση για τη χρησιμοποίησή του ή την απόρριψή του. Υπάρχει βαθμός σημαντικότητας των παραγόντων.

Ερωτήσεις 10-11: αναφέρονται καταρχήν στο ενδεχόμενο έκδοσης νέων μετοχών και εφ'όσον συμβαίνει αυτό από ποιους παράγοντες (7) επηρεάζεται η Διοίκηση για τη λήψη αυτής της απόφασης. Υπάρχει βαθμός σημαντικότητας των παραγόντων.

Ερώτηση 13: αναφέρεται στους παράγοντες (6 παράγοντες, πέραν της ενίσχυσης της παραγωγικής δραστηριότητας μέσω της ναυπήγησης νέων πλοίων) που επηρεάζουν τη ναυτιλιακή επιχείρηση για το πότε θα καταφύγει σε τραπεζικό δανεισμό. Υπάρχει βαθμός σημαντικότητας των παραγόντων.

Γ. Πεδίο διερεύνησης της ταυτότητας του δείγματος

Ερώτηση 12: αναφέρονται 4 περιπτώσεις συγκεκριμένων αναλογιών του μεγέθους ξένα/ίδια κεφάλαια και ερωτάται να απατηθεί ποια περίπτωση αντικατοπτρίζει καλύτερα την σημερινή εικόνα της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης.

Ερώτηση 15: αναφέρονται 4 περιπτώσεις όπου σε καθεμία εξετάζεται το ύψος των εσόδων της ναυτιλιακής επιχείρησης που προέρχεται από ναύλους, το μέγεθος του στόλου (αριθμός πλοίων), τον τύπο των πλοίων που χρησιμοποιεί η κάθε επιχείρηση και τον αριθμό των εργαζομένων (πληρώματα και υπάλληλοι). Ανάλογα με την κάθε περίπτωση που εξετάζεται έχουν δημιουργηθεί διάφορες τάξεις με τα μεγέθη τους όπου καλείται ο ερωτώμενος να κατατάξει την επιχείρησή του.

Μετά την κατασκευή του ερωτηματολογίου προχωρήσαμε στη διαδικασία προώθησής του στις ναυτιλιακές εταιρείες. Απαραίτητη προϋπόθεση για μια ασφαλή απεικόνιση της πραγματικότητας ήταν η επιλογή ενός μεγάλου, ανεξάρτητου, τυχαίου και αμερόληπτου δείγματος ναυτιλιακών επιχειρήσεων το οποίο θα ικανοποιεί όλες τις βασικές αρχές της στατιστικής θεωρίας. Ξεκινήσαμε την αποστολή των ερωτηματολογίων από τον Απρίλιο του '10 και ολοκληρώθηκε στις αρχές Ιουλίου του '10. Για την αποστολή τους χρησιμοποιήθηκαν τρεις κύριοι μέθοδοι:

1. μέσω αποστολής ηλεκτρονικού ταχυδρομείου (e-mail) προς τους υπεύθυνους των οικονομικών τμημάτων. Ιδιαίτερη βοήθεια κατά την αποστολή είχαμε από το βιβλίο του Skolarikou, έκδοση 2009, όπου αναγράφονται όλες οι διευθύνσεις ναυτιλιακών εταιρειών Αθήνα και Πειραιά.
2. μέσω προσωπικής συνέντευξης κατόπιν τηλεφωνικής επικοινωνίας μεταξύ του ερευνητή και των CFO ή άλλων υπεύθυνων των οικονομικών τμημάτων
3. μέσω προώθησής τους σε πλοιοκτήτες ή στελέχη ναυτιλιακών εταιρειών στο συνέδριο του SIAM-UNIPi που διεξήχθη τον Απρίλιο του '10. Μετά την

αρχική επαφή, βρισκόμασταν σε συνεχή επαφή μέσω e-mail και τηλεφωνικής επικοινωνίας για οποιεσδήποτε διευκρινήσεις.

Κατά τη διάρκεια ολόκληρης της περιόδου συλλογής των ερωτηματολογίων εστάλησαν συνολικά 144 αντίτυπα σε ισάριθμες επιχειρήσεις εκ των οποίων τελικά απάντησαν οι 30. Από τις επιχειρήσεις που απάντησαν οι 26 δραστηριοποιούνται στον χώρο της ποντοπόρου ναυτιλίας είτε με πλοία μεταφοράς χύδην ξηρού φορτίου είτε με χύδην υγρού φορτίου (και με επιπλέον μορφές μεταφοράς φυσικού αερίου, χημικών προϊόντων κλπ), 1 δραστηριοποιείται στο χώρο της παροχής των βοηθητικών ναυτιλιακών υπηρεσιών (ρυμουλκά, πλωτές γέφυρες, γερανοί), 1 δραστηριοποιείται στο χώρο του επαγγελματικού θαλάσσιου τουρισμού (σκάφη αναψυχής, ιστιοπλοϊκά) και 2 προέρχονται από ναυλομεσιτικές εταιρείες των οποίων οι υπεύθυνοι είναι γνώστες των μεθόδων και των λειτουργιών που απαιτούνται για να υλοποιηθεί μια ναυτιλιακή επένδυση και των οποίων οι απαντήσεις κυμάνθηκαν στην λογική του «τι πράττουν οι πελάτες τους;». Επιπροσθέτως οι 29 επιχειρήσεις είναι όλες ελληνικών συμφερόντων με έδρα είτε στην Αθήνα είτε στον Πειραιά και 1 είναι ελληνοκυπριακών συμφερόντων με έδρα τη Λεμεσό. Τέλος οι 8 επιχειρήσεις είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια (7 σε διεθνή και 1 στο χρηματιστήριο Αθηνών) ενώ για τις υπόλοιπες 22 δεν έχουμε τέτοια στοιχεία.

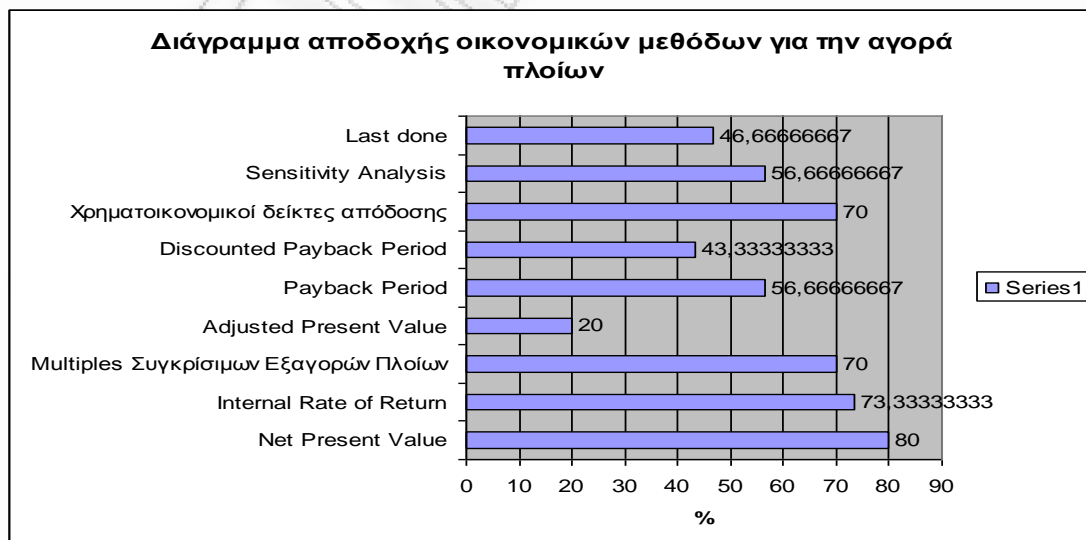
Με την ολοκλήρωση της διαδικασίας συλλογής των πληροφοριακών στοιχείων ξεκινάει το επόμενο στάδιο το οποίο είναι η στατιστική περιγραφική ανάλυση. Σε αυτό το στάδιο τα ποσοτικοποιημένα στοιχεία καταγράφουν την τάση του δείγματος ενώ επιπρόσθετα εξάγονται συμπεράσματα για τη λειτουργία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, την συμπεριφορά μεταξύ μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων, τη σύνδεση της εφαρμοσμένης έρευνας με την θεωρία καθώς επίσης και την σχέση που υπάρχει στις ακολουθούμενες πολιτικές μεταξύ των επιχειρήσεων του ναυτιλιακού κλάδου και των επιχειρήσεων άλλων βιομηχανιών. Για αυτή την αντιπαραβολή χρησιμοποιήθηκαν τα αποτελέσματα της έρευνας των John Graham και Campbell Harvey από το Duke University, η οποία εξέταζε τις εταιρικές πρακτικές που ακολουθούνται σήμερα κατά τα στάδια λήψης επενδυτικών αποφάσεων αλλά και τους παράγοντες που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις-επενδυτές για τη λήψη αυτών. Στη συνέχεια καταγράφεται η ανάλυση των απαντήσεων που δόθηκε από το δείγμα μας για κάθε μια ερώτηση ξεχωριστά.

6.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ

1. Μέθοδοι αξιολόγησης αγοράς / ναυπήγησης / επισκευής πλοίου

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως ένας από τους βασικούς σκοπούς της εργασίας είναι η ανάλυση της τάσης που επικρατεί στη ναυτιλιακή κοινότητα σχετικά με τις οικονομικές μεθόδους που χρησιμοποιούνται για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων αλλά και η σχέση με τις πολιτικές των επιχειρήσεων άλλων κλάδων. Σύμφωνα με το δείγμα οι οικονομικές τεχνικές οι οποίες χρησιμοποιούνται συχνότερα σήμερα από τις ναυτιλιακές εταιρείες κατά την αξιολόγηση εξαγοράς, ναυπήγησης ή μεταπώλησης ενός πλοίου είναι οι μέθοδοι της εσωτερικής απόδοσης (IRR) και της καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value). Συγκεκριμένα όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 1 για την μέθοδο IRR το 73.33% του δείγματος απάντησε ότι την χρησιμοποιεί πάντα ή σχεδόν πάντα, ενώ για την Καθαρά Παρούσα Αξία το αντίστοιχο μέγεθος είναι 80%. Εν συνεχεία οι επόμενες μέθοδοι οι οποίες χρησιμοποιούνται «πάντα» και «σχεδόν πάντα» και ισοψηφούν στο 70% είναι τα multiples Συγκρίσιμων Εξαγορών Πλοίων και οι Χρηματοοικονομικοί Δείκτες Απόδοσης (ROE, ROA κλπ). Στην ίδια κατηγορία απαντήσεων «πάντα» και «σχεδόν πάντα» στις επόμενες θέσεις ισοψηφούν οι μέθοδοι της Περιόδου Επανείσπραξης (payback period) και η Ανάλυση Ευαισθησίας (sensitivity analysis) με ποσοστό 56,67%. Λιγότερο δημοφιλείς μέθοδοι κατατάσσονται οι Last Done (46,67%), η Προεξοφλημένη Περίοδος Επανείσπραξης (43,33%) και η Προσαρμοσμένη Παρούσα Αξία (20%).

Διάγραμμα 1



Με πολύ μικρές διαφοροποιήσεις αλλάζει η κατάταξη των μεθόδων εάν εξετάσουμε μεμονωμένα τις απαντήσεις για συνεχή (πάντα) χρήση των

συγκεκριμένων τεχνικών, χωρίς όμως να αλλάζει το ουσιαστικό αποτέλεσμα που περιγράψαμε παραπάνω (βλ. παράρτημα πινάκων και διαγραμμάτων). Δηλαδή δημοφιλέστερη απάντηση στην παντοτινή χρήση είναι η IRR μέθοδος (53,33%) και ακολουθεί η NPV (50%), η Last Done (43,33%), τα multiples Συγκρίσιμων Εξαγορών Πλοίων και η Περίοδος Επανείσπραξης (ισοψηφία 40%), οι Χρημ/κοί Δείκτες και η Ανάλυση Ευαισθησίας (ισοψηφία με 33,33%) ενώ τελευταίοι στην κατάταξη είναι οι μέθοδοι Προεξοφλημένη Περίοδος Επανείσπραξης (26,67%) και Προσαρμοσμένη Παρούσα Αξία (10%).

Όπως μπορούμε να διαπιστώσουμε οι τεχνικές NPV και IRR οι οποίες αποτελούν τις επιστημονικά περισσότερο αναγνωρισμένες μεθόδους στη διεθνή βιβλιογραφία, αποτελούν και για την έρευνά μας το μεγαλύτερο ποσοστό αποδοχής στην διαδικασία λήψης απόφασης για την αγορά πλοίων από τις ναυτιλιακές εταιρείες. Γενικότερα η τεχνική NPV αποτελεί την περισσότερο ενδεδειγμένη μέθοδο σε ακαδημαϊκό επίπεδο, ενώ η IRR σε επίπεδο πρακτικής επιχειρήσεων. Η τακτική που ακολουθείται από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι η χρήση συνδιασμού των μεθόδων, ιδιαίτερα αυτών των δύο συγκεκριμένων.

Με τη χρήση επίσης των multiples συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων δίνεται βάρος σε οικονομικούς δείκτες που δείχνουν τη σχέση της αξίας των πλοίων με τα κέρδη που πραγματοποιεί η εταιρεία. Βάσει αυτών πραγματοποιείται συσχέτιση των επενδύσεων (αγορά πχ 2 ή παραπάνω πλοίων) και γίνεται η επιλογή του πλοίου που θα αγοραστεί, για την οποία τα κέρδη θα πρέπει να καλύπτουν την αξία του πλοίου. Σε αυτή την κατηγορία περιλαμβάνονται και άλλοι δείκτες όπως το LTV (loan to value) όπου δείχνει το πόσο του δανείου που θα χρησιμοποιηθεί για την αγορά/ναυπήγηση του πλοίου σε σχέση με την αξία του πλοίου. Πολύ σημαντικό ρόλο παίζουν και τα μεγέθη των δεικτών χρηματοοικονομικής απόδοσης της επιχείρησης καθώς και η payback μέθοδος όπου υπολογίζεται ο χρόνος που απαιτείται για να ανακτηθεί το κεφάλαιο που επενδύθηκε για την αγορά ενός πλοίου.

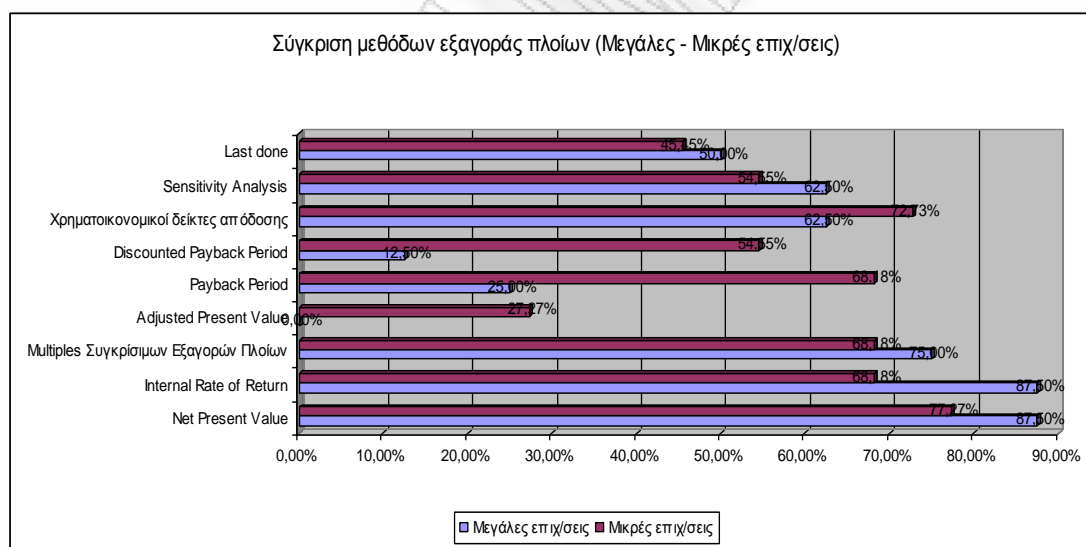
Επιπλέον θα πρέπει να σημειωθεί ότι σε αυτή την ερώτηση απαντήθηκε μια ακόμη μέθοδος που χρησιμοποιείται, η Breakeven timecharter required for debt service και αφορά την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να αποπληρώσει το δάνειο που έχει πάρει για την αγορά ενός πλοίου. Αποτελεί μια βασική τεχνική που λαμβάνει υπόψη του ο επιχειρηματίας, προκειμένου να καταστήσει την επιχείρησή του βιώσιμη, με επαρκή ρευστότητα. Πρόκειται για τον προσδιορισμό του γνωστού «Νεκρού σημείου» όπου επιτυγχάνεται η πλήρης κάλυψη των δόσεων του δανείου

από τις ταμειακές ροές της επένδυσης. Ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος (CFO) προσπαθεί με αυτή τη μέθοδο να εκτιμήσει τα έσοδα που θα προκύψουν από την υλοποίηση της επένδυσης για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα ναύλωσης έτσι ώστε να εξασφαλίζεται η ομαλή αποπληρωμή του δανείου. Όλες αυτές οι μέθοδοι αποτελούν κοινή πρακτική στη λειτουργία των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και ο συνδιασμός τους οδηγεί στην επιλογή της αποδοτικότερης επένδυσης.

Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να δούμε πώς διαμορφώνονται οι απαντήσεις μεταξύ των μεγάλων και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων του δείγματος. Στην κατηγορία των μεγάλων επιχειρήσεων εντάξαμε εταιρείες οι οποίες πληρούσαν τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- ✓ ετήσια έσοδα άνω των 51 εκατ. €
- ✓ το μέγεθος του στόλου να είναι άνω των 10 πλοίων

Σύμφωνα με αυτά τα κριτήρια οι μεγάλες επιχειρήσεις αποτελούν το 27% του δείγματος, ενώ οι υπόλοιπες θεωρούνται μικρομεσαίες. Μάλιστα η συντριπτική πλειοψηφία των μεγάλων επιχειρήσεων του δείγματος έχουν επιπλέον το ακόλουθο χαρακτηριστικό: εισαγωγή στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.



Όπως παρατηρούμε από το ανωτέρω διάγραμμα οι επιχειρήσεις του δείγματος ανεξαρτήτως μεγέθους δίνουν θετικό πρόσημο στις μεθόδους DCF καθώς και στα multiples συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων. Φυσικά οι μεγάλες επιχειρήσεις δηλώνουν μεγαλύτερη δημοφιλία, ωστόσο και οι μικρομεσαίες αναγνωρίζουν τη σημαντικότητα και τα πλεονεκτήματα των NPV, IRR. Επίσης σημαντική θεωρείται η μέθοδος της sensitivity analysis. Από την άλλη πλευρά οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις δηλώνουν σημαντική δημοφιλία προς τις μεθόδους επανείσπραξης (payback period, discounted payback period) καθώς και την ανάλυση των δεικτών χρηματοοικονομικής απόδοσης.

Οι απόψεις των επιχειρηματιών και για τις δύο κατηγορίες επιχειρήσεων συγκλίνουν στα επίπεδα του 50% για την εφαρμογή της μεθόδου Last done.

2. Μέθοδοι αξιολόγησης εξαγοράς / συγχώνευσης ναυτιλιακών εταιρειών

Το επόμενο ερώτημα που τέθηκε και αποτελεί συνέχεια του πρώτου, εξετάζει τις οικονομικές μεθόδους που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις προκειμένου να λάβουν μια άλλη σημαντική επενδυτική απόφαση που χαρακτηρίζει τον κλάδο. Αναφερόμαστε στην απόφαση εξαγοράς ή συγχώνευσης μεταξύ των ομοειδών επιχειρήσεων του κλάδου. Δηλαδή η ισχυρότερη ναυτιλιακή εταιρεία υποβάλλει πρόταση εξαγοράς προς τους μετόχους μιας άλλης εταιρείας, προκειμένου να εκμεταλλευτεί τα πλοία της, τις εγκαταστάσεις της και να μεγενθύνει τα έσοδα και την κερδοφορία της.

Σε αυτό το θέμα το μεγαλύτερο ποσοστό του δείγματος απάντησε ότι δεν χρησιμοποιεί καμία από τις αναφερόμενες τεχνικές, δίχως να προσδιορίσει κάποια επιπλέον τεχνική. Αυτό συμβαίνει λόγω του ότι το δείγμα μας αποτελείται σε σημαντικό βαθμό (περίπου τα 2/3) από μικρομεσαίες επιχειρήσεις του κλάδου, μη εισηγμένες, οι οποίες δεν έχουν τέτοιου είδους στόχους.

Σύμφωνα με το δείγμα δημοφιλέστερη τεχνική για τη λήψη αυτών των αποφάσεων (βλ. διάγραμμα 2) αποτελούν οι Χρημ/κοί Δείκτες απόδοσης με 43,33%. Οι υπόλοιπες μέθοδοι και συγκεκριμένα οι Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές, τα multiples Ομοειδών επιχειρήσεων, οι δείκτες κερδοφορίας και η ανάλυση ευαισθησίας ισοψηφούν με 40%, ενώ τα multiples Ομοειδών συναλλαγών έρχονται στην επόμενη θέση με 36,67%. Σχεδόν ανύπαρκτες σε αυτή την πολιτική αποτελούν οι μέθοδοι της payback period (23,33%) και discounted payback period (16,67%).

Διάγραμμα 2



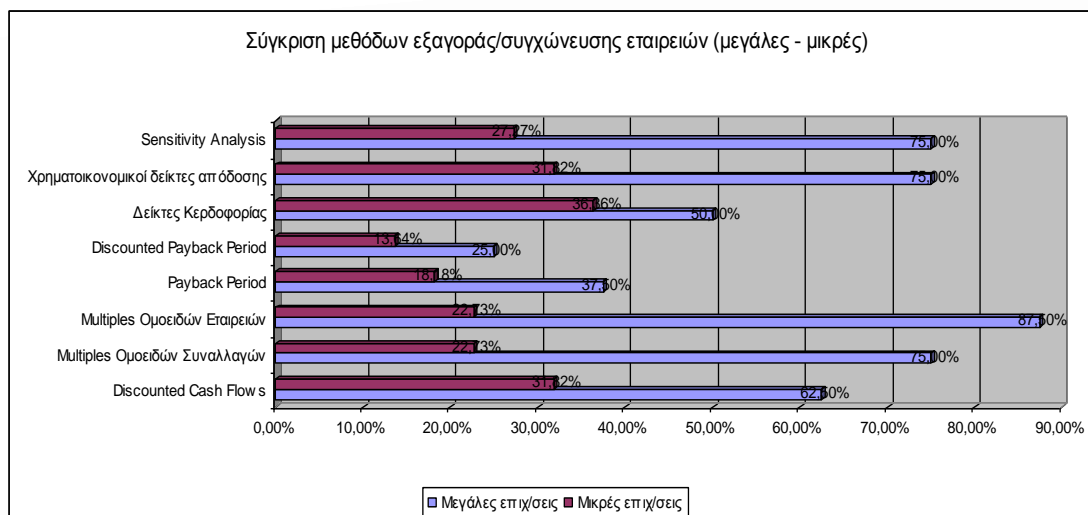
Από τα ανωτέρω αποτελέσματα παρατηρούμε ότι για την απόφαση εξαγοράς μιας ναυτιλιακής εταιρείας από μια άλλη εξετάζονται θέματα ύψους της κερδοφορίας

της υπό εξαγορά εταιρείας, επάρκειας ταμειακών ροών, αξίας της μετοχής της υπό εξαγορά εταιρείας (η οποία εξετάζεται μέσω των multiples), σενάρια μεταβολής συνθηκών του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης που θα επηρεάσουν το κόστος υλοποίησης της εξαγοράς (αναλύεται από την μέθοδο sensitivity analysis), προκειμένου τα μεγέθη που θα προκύψουν μετά τη συνένωση να δίνουν επαρκή αποδοτικότητα και ικανοποιητικές ταμειακές ροές για την κάλυψη των δαπανών της επιχείρησης (λειτουργικές δαπάνες, ομαλή εξυπηρέτηση δανείων). Επίσης θα πρέπει να επισημανθεί το γεγονός ότι όπως και στην απόφαση για την αγορά ενός πλοίου έτσι και στην απόφαση για την εξαγορά μιας εταιρείας, σημαντικό ρόλο παίζει η μελέτη των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Αυτό όπως έχουμε προαναφέρει γίνεται με την χρήση των μεθόδων της NPV, IRR. Συνεπώς μπορούμε να διαπιστώσουμε από την ανωτέρω κατάταξη ότι για όσες επιχειρήσεις έχουν εντάξει στην επενδυτική τους πολιτική και την συνένωση ή εξαγορά άλλων εταιρειών τα στοιχεία που λαμβάνουν υπόψη είναι:

- η αποδοτικότητα της προς εξαγορά εταιρείας,
- οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που θα προκύψουν από την εξαγορά λαμβάνοντας υπόψη τη χρονική αξία του χρήματος,
- οι οικονομικοί δείκτες (αποδοτικότητα, κεφαλαιακής διάρθρωσης, ρευστότητας, αξία μετοχής επιχείρησης / καθαρά κέρδη, αντίστοιχες εξαγορές που πραγματοποιήθηκαν στο παρελθόν ή στο παρόν από ομοειδής επιχειρήσεις)
- μελέτη του οικονομικού περιβάλλοντος (σε ποια φάση του κύκλου υλοποιείται η εξαγορά)

Σημαντικοί δείκτες οι οποίοι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην απόφαση εξαγοράς / συγχώνευσης είναι οι δείκτες ρευστότητας, παγίων και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Με αυτούς τους δείκτες ελέγχεται α) η ικανότητα της επιχείρησης να τηρεί επαρκή ρευστά διαθέσιμα για την αποπληρωμή κυρίως των δανειακών υποχρεώσεων και εν συνεχεία για τις λοιπές υποχρεώσεις, β) η εξέλιξη των παγίων του ενεργητικού της (μέγεθος στόλου) και γ) η ισορροπία των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων προκειμένου η επιχείρηση να αποδίδει κερδοφορία. Ο συνδιασμός των ανωτέρω τεχνικών αποτελεί σύμφωνα με το δείγμα μας τον αποδοτικότερο τρόπο για να προχωρήσει η προσφορά εξαγοράς / συγχώνευσης από μια ναυτιλιακή εταιρεία σε μια άλλη.

Αξιοσημείωτη είναι η εικόνα που δημιουργείται από τις απαντήσεις των μεγάλων και μικρομεσαίων επιχειρήσεων (βλ. παρακάτω διάγραμμα).



Όπως παρατηρούμε τα αποτελέσματα από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι σχεδόν παρόμοια με τα αποτελέσματα ολόκληρου του δείγματος. Καταρχήν, τα ποσοστά δημοφιλίας για όλες τις μεθόδους είναι κάτω από 40%. Αυτό σημαίνει ότι η συγκεκριμένη μορφή επένδυσης δεν αποτελεί στρατηγικό στόχο για αυτού του μεγέθους τις επιχειρήσεις. Αντίθετα στις μεγάλες επιχειρήσεις τα ποσοστά για 5 από τις 8 μεθόδους ξεπερνούν σε αποδοχή το 60%. Υπάρχουν δηλαδή μεγάλες αποκλίσεις μεταξύ των 2 κατηγοριών οι οποίες κυμαίνονται από περίπου 11% (discount payback period) έως 65% (multiples ομοειδών εταιρειών). Επίσης γενικότερα στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις μεγαλύτερη δημοφιλία εμφανίζουν οι δείκτες κερδοφορίας, οι DCF, οι χρημ/κοί δείκτες απόδοσης και η sensitivity analysis (με ποσοστά από 27% έως 36%) όπως ακριβώς συμβαίνει και στο σύνολο του δείγματος. Από την άλλη πλευρά στις μεγάλες επιχειρήσεις τα αποτελέσματα είναι πιο ξεκάθαρα, με την μέθοδο των multiples ομοειδών εταιρειών να έχει την μεγαλύτερη δημοφιλία (87%). Σε κοντινή απόσταση έρχονται οι μέθοδοι της sensitivity analysis, χρημ/κοί δείκτες απόδοσης και multiples ομοειδών συναλλαγών. Οι DCF και οι δείκτες κερδοφορίας που εμφανίζουν υψηλότερη δημοφιλία από τις άλλες τεχνικές τόσο μεταξύ των μικρομεσαίων επιχειρήσεων όσο και σε ολόκληρο το δείγμα έρχονται στην 5^η και 6^η θέση αντίστοιχα με 62% και 50%. Παρατηρούμε ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν στρατηγικό σχεδιασμό για τέτοιου είδους επενδύσεις, χρησιμοποιούν περισσότερο σύγχρονες επιστημονικές μεθόδους από ό,τι τις παραδοσιακές.

3-4. Κόστος ιδίων κεφαλαίων και μέθοδοι υπολογισμού του

Για να υπάρξει σωστή ανάλυση των δαπανών του προϋπολογισμού για την υλοποίηση μιας ναυτιλιακής επένδυσης θα πρέπει να εξεταστούν όλα τα κόστη που

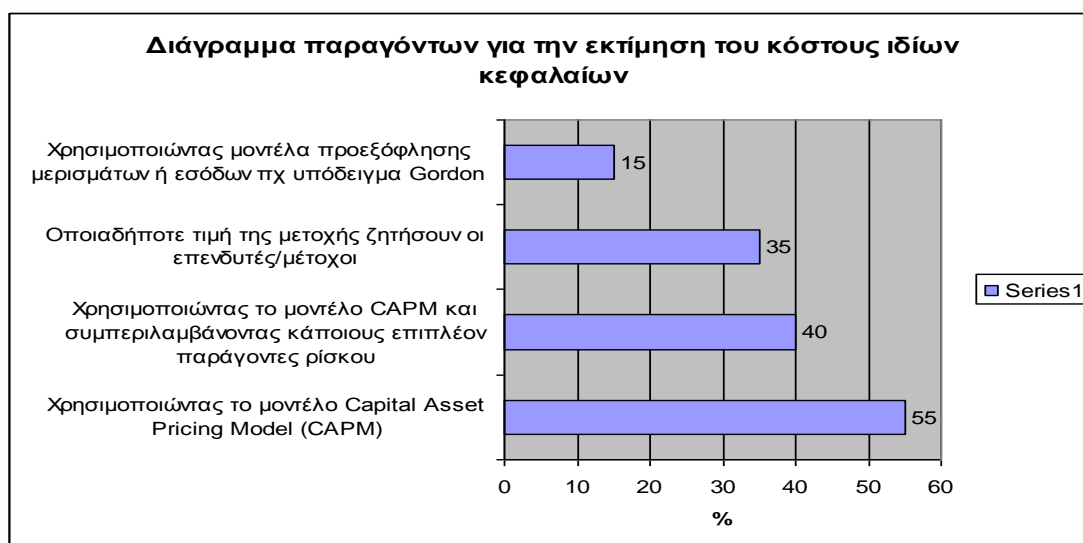
τον επιβαρύνουν είτε προέρχονται από το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης είτε από το εξωτερικό. Μια πολύ βασική παράμετρος για την ορθή ανάλυση του προϋπολογισμού είναι η εξέταση του κόστους τόσο των ιδίων όσο και των ξένων κεφαλαίων της επιχείρησης. Δηλαδή να εκτιμήσουμε α) το κόστος που θα επιβαρυνθεί η επιχείρηση από τα κεφάλαια που θα βάλουν οι μέτοχοί της για να υλοποιηθεί ένα συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο (απόδοση μερισμάτων) και β) το κόστος που προέρχεται από την άντληση δανειακών κεφαλαίων (ύψος επιτοκίου δανεισμού). Επιθυμώντας να διερευνήσουμε την τάση που επικρατεί στη ναυτιλιακή κοινότητα σχετικά με το εάν υπολογίζουν το μέγεθος του κεφαλαιακού κόστους, υποβάλλαμε στο δείγμα μας τη σχετική ερώτηση. Η έρευνα έδειξε ότι τα 2/3 του συνόλου του δείγματος (20/30 επιχ/σεις) χρησιμοποιούν συγκεκριμένες τεχνικές για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίων, ενώ οι υπόλοιπες όχι.

Διάγραμμα 3



Το επόμενο βήμα ήταν να εξετάσουμε τις μεθόδους υπολογισμού του κεφαλαιακού κόστους. Συνεπώς από τις επιχειρήσεις που απάντησαν θετικά, το μεγαλύτερο ποσοστό απάντησε ότι πάντα και σχεδόν πάντα χρησιμοποιεί τη μέθοδο Capital Asset Pricing Model (55%), ακολουθούν το 40% των εταιρειών οι οποίες χρησιμοποιούν την μέθοδο CAPM, ωστόσο εξετάζουν και κάποιους επιπλέον παράγοντες κινδύνου (πχ κίνδυνος αγοράς, επιχειρηματικοί κύκλοι), το 35% χρησιμοποιούν μια fixed τιμή της μετοχής όπως έχει υπολογιστεί η αξία της με βάση το ενεργητικό της εταιρείας (Net Asset Value) και τέλος το 15% χρησιμοποιούν υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων π.χ Υπόδειγμα Gordon.

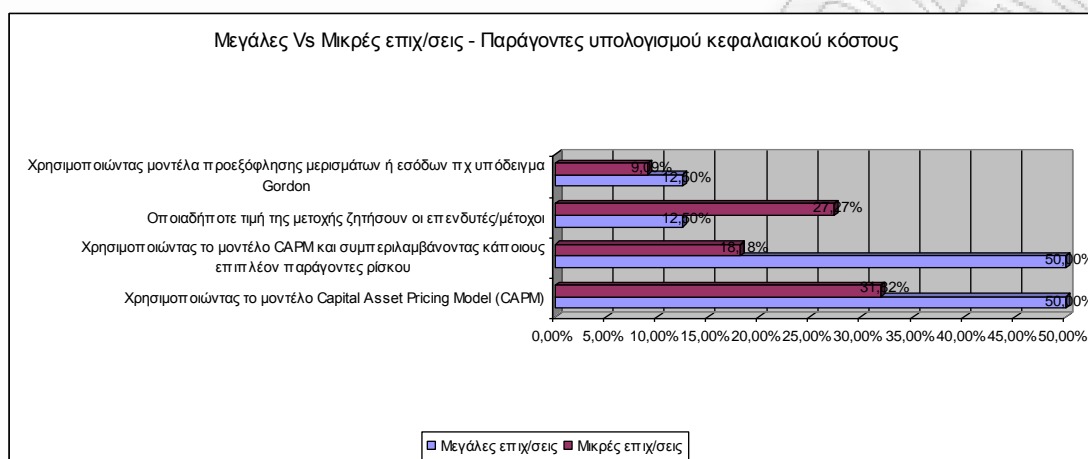
Διάγραμμα 4



Από τις απαντήσεις που λάβαμε παρατηρούμε ότι ένα σημαντικό μέρος του δείματός μας αποτελείται από επιχειρήσεις οι οποίες δεν λαμβάνουν υπόψη τους το κόστος των ιδίων κεφαλαίων προκειμένου να πραγματοποιήσουν την υλοποίηση των στόχων τους. Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το 1/3 του δείγματος απάντησε ότι δεν υπολογίζει με κάποια συγκεκριμένη μέθοδο το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και ότι οι αποφάσεις που θα ληφθούν εξαρτώνται από την κατάσταση της αγοράς τη δεδομένη στιγμή και από την εμπειρία της Διοίκησης (ψυχολογικός τομέας επενδυτών, ένστικτο των managers). Γενικότερα οι εταιρείες οι οποίες δεν υπολογίζουν με κάποια μέθοδο τα κεφαλαιακά τους κόστη, λειτουργούν με τον προσδιορισμό μιας τιμής που ζητούν οι νέοι επενδυτές της και πάντα με βάση την καθαρή αξία του ενεργητικού της εταιρείας. Σε αυτό το σημείο αν συνυπολογίσουμε τον αριθμό των εταιρειών που απάντησαν ότι δεν υπολογίζουν το κεφαλαιακό τους κόστος, ήτοι το 33,33% του δείγματος, με τις επιχειρήσεις που απάντησαν ότι θεωρούν ως κόστος την τιμή που προσδιορίζουν οι επενδυτές, συμπεραίνουμε ότι η πλειονοψηφία του δείγματος εφαρμόζει την παραδοσιακή πρακτική υπολογισμού κόστους (fixed τιμή μετοχής). Αυτή η πρακτική υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων βρίσκει εφαρμογή όταν η επιχείρηση αναζητά ενίσχυση της κεφαλαιακής της επάρκειας μέσω του ιδίου του πλοιοκτήτη και μάλιστα στις περιπτώσεις που η επιχείρηση δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Στη συνέχεια, εντύπωση προκαλεί το γεγονός ότι παρόλο που το δείγμα μας αποτελείται στη πλειονότητά του από εταιρείες μη εισηγμένες σε χρηματιστήρια, με λιγότερο προσωπικό και οργάνωση, ωστόσο και αυτές χρησιμοποιούν εξειδικευμένες επιστημονικές μεθόδους, τις οποίες μελετούν και προσπαθούν να εφαρμόσουν.

Συνήθως σε αυτές τις εταιρείες ασχολούνται με το θέμα της εκτίμησης του κεφαλαιακού κόστους αποκλειστικά ο CFO, ενώ στις εισηγμένες όπου υπάρχει περισσότερο προσωπικό, οργάνωση και μεγαλύτερη κατανομή αρμοδιοτήτων ασχολούνται περισσότεροι. Έτσι μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι η έκταση της χρήσης συγκεκριμένων τεχνικών μεθόδων από μικρομεσαίου μεγέθους ναυτιλιακές εταιρείες βρίσκεται ακόμα σε αρχικό στάδιο.



Με βάση το ανωτέρω διάγραμμα μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι υπάρχει μια ροπή προς τις διεθνώς εφαρμοσμένες και ακαδημαϊκά αναγνωρισμένες τεχνικές ως προς την εκτίμηση του κεφαλαιακού κόστους. Οι μεγάλες επιχειρήσεις στρέφονται στη χρήση της επιστημονικής μεθόδου CAPM. Ωστόσο το γεγονός ότι μικρού και μεσαίου μεγέθους ναυτιλιακές εταιρείες μπαίνουν στη διαδικασία εφαρμογής νέων εξειδικευμένων μεθόδων είναι πολύ σημαντικό αφού παρατηρείται η τάση από τους ιθύνοντες, της παρακολούθησης των σύγχρονων εφαρμοσμένων μεθόδων οικονομικής πολιτικής. Ο λόγος της ενασχόλησής τους με αυτές τις μεθόδους δικαιολογείται από το γεγονός της μεγάλης διακύβευσης κεφαλαίων που απαιτούνται για την εξαγορά / ναυπήγηση ενός νέου πλοίου και τα οποία κινδυνεύουν από το ασταθές και απρόβλεπτο οικονομικό περιβάλλον. Αυτή εμφανίζεται να είναι και η ειδοποιός διαφορά μεταξύ των μικρομεσαίων ναυτιλιακών επιχειρήσεων και των μικρομεσαίων χερσαίων επιχειρήσεων. Επίσης παρατηρείται ότι οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις ακολουθούν την τακτική του προσδιορισμού της τιμής των μετοχών με βάση τις επιθυμίες των επενδυτών/μετόχων.

5. Παράγοντες που επηρεάζουν την προσαρμογή των προεξοφλητικών επιτοκίων ή/και των ταμειακών ροών κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας ναυτιλιακής επένδυσης

Όπως είναι γνωστό κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας επένδυσης ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος της ναυτιλιακής εταιρείας εξετάζει:

- α) το ύψος των ταμειακών ροών που δημιουργούνται κατά τη χρονική περίοδο υλοποίησης της επένδυσης, οι οποίες στο σύνολό τους πρέπει να υπερκαλύπτουν το κόστος υλοποίησής της
- β) το ύψος του επιτοκίου που απαιτείται για να προεξοφληθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές της επένδυσης.

Για τον προσδιορισμό των δύο μεγεθών, τα οποία είναι αλληλένδετα, λαμβάνονται υπόψη κάποιοι παράγοντες κινδύνων οι οποίοι διαχωρίζονται είτε στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης (κίνδυνος πτώχευσης εταιρείας, μικρό μέγεθος επιχείρησης, επιβαρυσμένη κεφαλαιακή διάρθρωση) είτε στο εξωτερικό περιβάλλον (κίνδυνος απρόσμενου πληθωρισμού, επιχειρηματικοί κύκλοι, μεταβολή συν/κών ισοτιμιών ή επιτοκίων).

Από τις απαντήσεις του δείγματός μας μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι η γενικότερη τάση είναι ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες δεν λαμβάνουν υπόψη κάποιους συγκεκριμένους παράγοντες κινδύνου κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας ναυτιλιακής επένδυσης. Πιο συγκεκριμένα (βλ. παράρτημα πινάκων και διαγραμμάτων) σε κινδύνους εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης (ενδεχόμενη χρεοκοπία της επιχείρησης, μικρό μέγεθος της εταιρείας, αδυναμία ρευστοποίησης μετοχών και κεφαλαιακή διάρθρωση) θεωρείται ότι είναι μικρή η πιθανότητα να πραγματοποιηθούν οπότε και δεν λαμβάνονται υπόψη στη διαδικασία αποτίμησης της επένδυσης. Οι συγκεκριμένοι παράγοντες λαμβάνουν ποσοστά 47%-77% ως ενδεχόμενα να μην υπολογιστούν καθόλου στη διαδικασία αποτίμησης μιας επένδυσης. Αντίθετα κίνδυνοι εξωτερικού περιβάλλοντος (πληθωρισμός, φάση επιχειρηματικών κύκλων, μεταβολή επιτοκίων δανεισμού) οι απαντήσεις που λάβαμε μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι λαμβάνονται πολύ σοβαρά υπόψη και επηρεάζουν σημαντικά την αποτίμηση μιας επένδυσης (60% με 77% απαντούν ότι λαμβάνονται υπόψη στην αποτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου ή των ταμειακών ροών ή και των δύο).

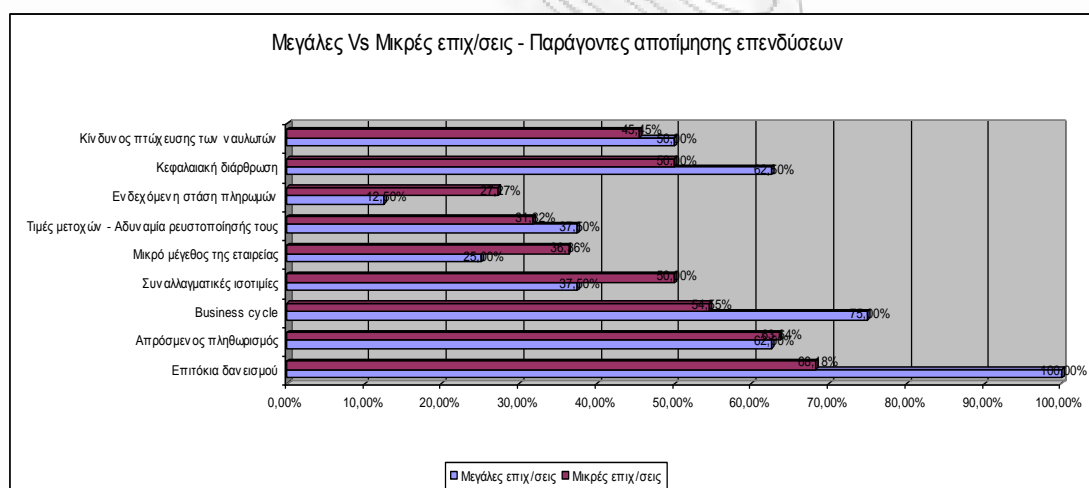
Κάνοντας μια βαθύτερη ανάλυση των αποτελεσμάτων μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι ορισμένοι παράγοντες θεωρούνται χαμηλού βαθμού επικινδυνότητας για τη ναυτιλιακή αγορά όπως η συχνή μεταβολή συναλλαγματικών ισοτιμιών (σταθερότητα του \$ και €), στάση πληρωμών της εταιρείας, χρεοκοπία ναυλωτών, μικρό μέγεθος εταιρείας, κίνδυνος ρευστότητας. Όλοι αυτοί οι κίνδυνοι

υποδηλώνουν ότι το δείγμα μας αποτελείται από επιχειρήσεις οι οποίες δεν αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας ή κίνδυνο χρεοκοπίας, αλλά πρόκειται για υγιείς οικονομικά οργανισμούς και συνεπώς θεωρούν απίθανα αυτά τα ενδεχόμενα.

Εάν θέλουμε να προσδιορίσουμε ποιοι κίνδυνοι λαμβάνονται υπόψη μεμονωμένα για τις ταμειακές ροές και για τον προσδιορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου θα μπορούσαμε να πούμε το εξής:

-για τις ταμειακές ροές ο σημαντικότερος κίνδυνος θεωρείται ο απρόσμενος πληθωρισμός με 23,33% και στη συνέχεια ισοψηφού με 16,67% οι μεταβολές επιτοκίων δανεισμού, οι επιχειρηματικοί κύκλοι και ο κίνδυνος πτώχευσης των ναυλωτών.

-για τον προσδιορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου σημαντικότερος κίνδυνος που λαμβάνεται υπόψη είναι οι μεταβολές επιτοκίων δανεισμού με 23,33% και ακολουθούν η κεφαλαιακή διάρθρωση με 20% και η μεταβολή των συν/κών ιστοτιμών με 16,67%.



Από το ανωτέρω διάγραμμα παρατηρείται ότι τόσο οι μικρομεσαίες όσο και οι μεγάλες επιχειρήσεις ιεραρχούν τους κινδύνους με τον ίδιο τρόπο. Δηλαδή η διαφορά των επιτοκίων χορηγήσεων εξωτερικού – εσωτερικού, ο απρόσμενος πληθωρισμός, οι επιχειρηματικοί κύκλοι και η σύνθεση της κεφαλαιακής διάρθρωσης, τα οποία αποτελούν τους κινδύνους εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης χαρακτηρίζονται πολύ σημαντικοί παράγοντες για την τελική αποτίμηση μιας επένδυσης. Από την άλλη πλευρά το μέγεθος των εταιρειών, η αδυναμία ρευστοποίησης των μετοχών και η ενδεχόμενη στάση πληρωμών της εταιρείας, τα οποία αποτελούν τους κινδύνους εσωτερικού περιβάλλοντος ιεραρχούνται σε χαμηλές θέσεις, αφού η προσδοκίες του δείγματος είναι ιδιαίτερα θετικές για την οικονομική κατάσταση των εταιρειών τους. Επίσης οι κίνδυνοι εσωτερικού

περιβάλλοντος παίζουν σημαντικότερο ρόλο στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις από ότι στις μεγάλες. Ο κίνδυνος των συναλλαγματικών ισοτιμιών θεωρείται χαμηλός ιδιαίτερα για τις μεγάλες επιχειρήσεις λόγω της σταθερότητας των ισχυρών νομισμάτων €, \$.

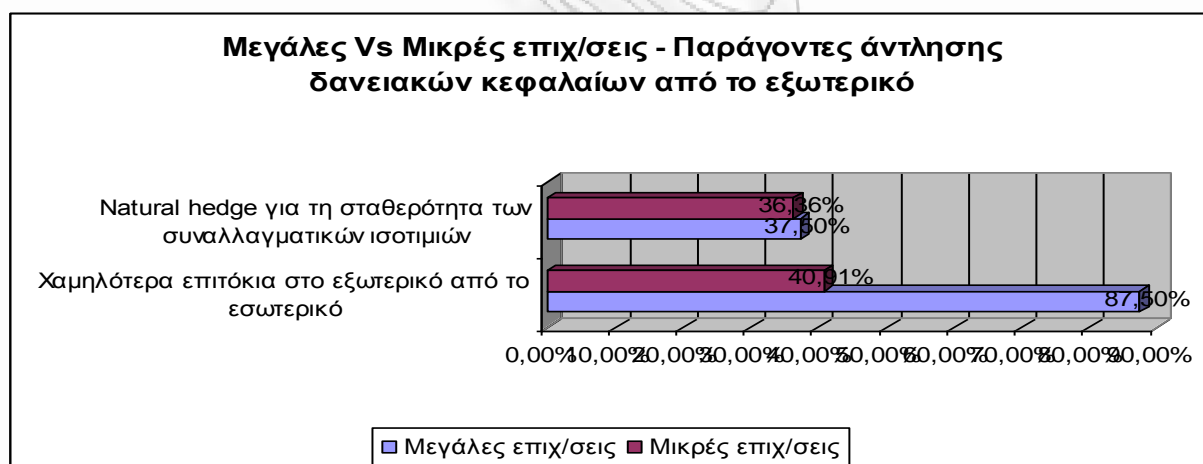
Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί ότι αναφέρθηκε και ένα άλλο είδος κινδύνου που λαμβάνεται υπόψη και είναι ο περιβαλλοντικός κίνδυνος. Ιδιαίτερα μετά το περιβαλλοντικό ατύχημα που συνέβει στον κόλπο του Μεξικού, αποτελεί την σημαντικότερη προτεραιότητα κυρίως για τις επιχειρήσεις που ασχολούνται με την ποντοπόρο ναυτιλία. Τυχόν μη λήψη των απαραίτητων μέτρων η οποία μπορεί να οδηγήσει αναπόφευκτα σε ρύπανση του θαλάσσιου περιβάλλοντος, μπορεί να προκαλέσει επιβολή προστίμου με αρνητικές συνέπειες για τον οικονομικό προγραμματισμό της εταιρείας.

6-7. Ενδεχόμενο άντλησης δανειακών κεφαλαίων από το εξωτερικό και παράγοντες που το επηρεάζουν

Όπως γνωρίζουμε η ναυτιλιακή αγορά είναι μια διεθνής αγορά και αυτό έχει ως συνέπεια όλες οι οικονομικές δραστηριότητες των επιχειρήσεων να διεξάγονται σε δολλάρια. Θέλοντας ωστόσο να διερευνήσουμε τη δυνατότητα που έχουν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις να αντλήσουν κεφάλαια και από άλλες αγορές, υποβάλαμε αρχικά το ερώτημα εάν έχουν εξετάσει το ανωτέρω ενδεχόμενο και δεύτερον τους παράγοντες που εξετάζουν για να προχωρήσουν στην άντληση δανείων από το εξωτερικό. Το δείγμα μας απάντησε (βλ. παράρτημα πινάκων διαγραμμάτων) ότι 19 εταιρείες, ήτοι 63.4% έχουν σκεφτεί το ενδεχόμενο άντλησης κεφαλαίων στο εξωτερικό (μέσω ξένων τραπεζών είτε μεμονωμένα είτε με συμμετοχή τους σε κοινοπρακτικά δάνεια) και σε άλλο νόμισμα πλὴν του \$. Από αυτές τις εταιρείες το 84,21% απάντησαν ότι θεωρούν από σημαντικό έως πολύ σημαντικό εάν τα επιτόκια χορηγήσεων είναι χαμηλότερα σε ξένες αγορές από ό,τι στην αγορά του \$. Επιπλέον το 57,89% απάντησαν ότι θεωρούν από σημαντικό έως πολύ σημαντικό την σταθερή συναλλαγματική ισοτιμία (η οποία μπορεί να επιτευχθεί με φυσική αντιστάθμιση κινδύνου – foreign exchange hedging μέσω των προθεσμιακών συμβολαίων futures και τω δικαιωμάτων options). Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να σημειωθεί ότι το δείγμα μας έδωσε έναν επιπλέον παράγοντα για τη στροφή των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε ξένο δανεισμό και αυτός είναι η περιορισμένη δυνατότητα άντλησης δανειακών κεφαλαίων σε \$ από τις ελληνικές τράπεζες.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση για τη χρηματοδότησή τους κατά 70-75% από τράπεζες του εξωτερικού και κατά 25%-30% από ελληνικές τράπεζες. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι η τάση που υπάρχει είναι η εξέταση εξεύρεσης και νέων πόρων άντλησης δανειακών κεφαλαίων και σε άλλες αγορές (νομίσματα πλην του δολλαρίου – ξένες τράπεζες) μέσα στην παγκόσμια τραπεζική αγορά, με κυριότερους παράγοντες να λαμβάνονται υπόψη: το χαμηλό ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων σε άλλο νόμισμα πλην του δολλαρίου, την ισορροπία των συναλλαγματικών ισοτιμιών καθώς και την περιορισμένη δυνατότητα άντλησης δανειακών κεφαλαίων (ο τελευταίος παράγοντας ισχύει ανάλογα με το μέγεθος της εταιρείας). Αυτό το αποτέλεσμα δεν μας εκπλήσσει καθώς η ναυτιλιακή κοινότητα είναι μια παγκόσμια κοινότητα.

Την ίδια εικόνα με τα αποτελέσματα του συνόλου του δείγματος παρουσιάζονται για τις μικρομεσαίες και μεγάλες επιχειρήσεις (βλ. στο παρακάτω διάγραμμα).



8-9. Ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και παράγοντες που επηρεάζουν αυτή την απόφαση

Η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου αποτελεί μια σύγχρονη διεθνή πρακτική χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Πρόκειται για έναν εναλλακτικό τρόπο άντλησης κεφαλαίων όπου ο CFO της επιχείρησης προσπαθεί να κάνει τα χρεόγραφα της εταιρείας του ελκυστικότερα στο ευρύ κοινό των επενδυτών. Όπως γνωρίζουμε το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο (ή γενικότερα τα μετατρέψιμα χρεόγραφα) είναι ομολογίες (ή προνομιούχες μετοχές) οι οποίες μπορούν να ανταλλαγούν με κοινές μετοχές της εταιρείας κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις και εφόσον το επιθυμεί ο κάτοχος.

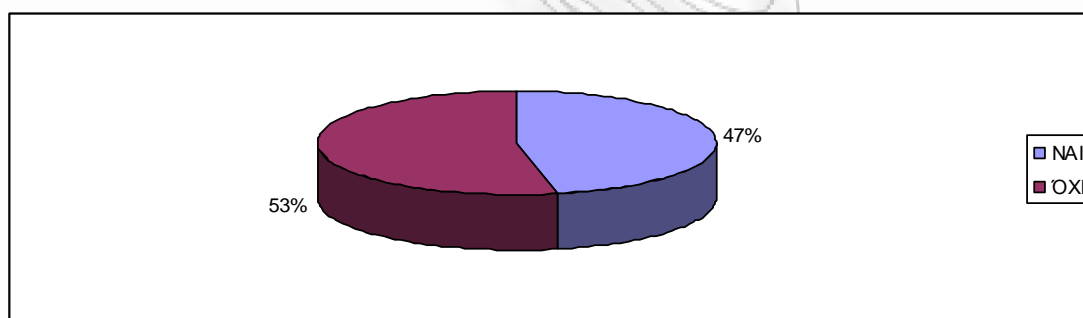
Θέλοντας να διερευνήσουμε εάν αυτή η πρακτική αποτελεί σύνηθες φαινόμενο και στον ναυτιλιακό κλαδο υποβάλαμε στο δείγμα μας δύο σχετικά ερωτήματα:

A. εάν έχει εξεταστεί το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σε μετοχές από τον CFO της εταιρείας;

B. ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση του CFO για το ενδεχόμενο έκδοσης του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου;

Σχετικά με την πρώτη ερώτηση οι απαντήσεις που λάβαμε από το δείγμα μας είναι ότι το 46.7% των ναυτιλιακών επιχειρήσεων (14 εταιρείες) έχουν εξετάσει το ενδεχόμενο άντλησης κεφαλαίων με έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών. Δηλαδή σχεδόν οι μισές επιχειρήσεις του δείγματός μας έχουν εφαρμόσει αυτή την πρακτική, η οποία εκτός από την ακαδημαϊκή αναγνώριση φαίνεται να έχει και την εφαρμοσμένη υποστήριξη της ναυτιλιακής κοινότητας.

Διάγραμμα 5 – Ενδεχόμενο έκδοσης Convertible debt

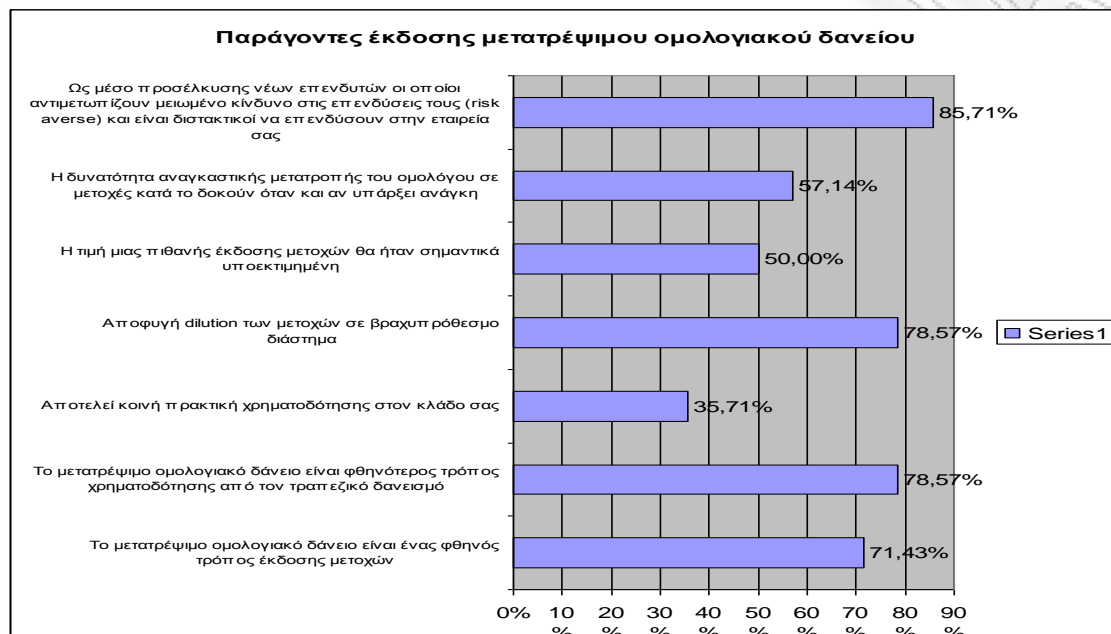


Από τις επιχειρήσεις οι οποίες απάντησαν θετικά στο ερώτημα εάν έχουν εξετάσει ποτέ το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμων ομολογιών, τέθηκε το επόμενο ερώτημα σχετικά με το ποιους παράγοντες λαμβάνουν υπόψη για αυτό το δάνειο. Οι απαντήσεις που λάβαμε αναφέρουν ότι σχεδόν όλοι οι παράγοντες που παραθέσαμε θεωρούνται από σηματικοί έως πολύ σημαντικοί. Αναλυτικότερα:

- το 71,43% των εταιρειών θεωρούν από σημαντικό έως πολύ σημαντικό το γεγονός ότι το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο αποτελεί έναν φθηνό τρόπο έκδοσης μετοχών,
- το 78,57% θεωρούν ότι το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο αποτελεί φθηνότερο τρόπο χρηματοδότησης από ότι η προσφυγή σε τραπεζικό δανεισμό, καθώς και ότι με αυτόν τον τρόπο θα αποφευχθεί η απομείωση της αξίας των μετοχών (dilution) για βραχυπρόθεσμο χρονικό διάστημα,
- το 57,14% θεωρούν ότι με αυτόν τον τρόπο εξασφαλίζεται η ρευστότητα της επιχείρησης εάν υπάρξει ανάγκη μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές.

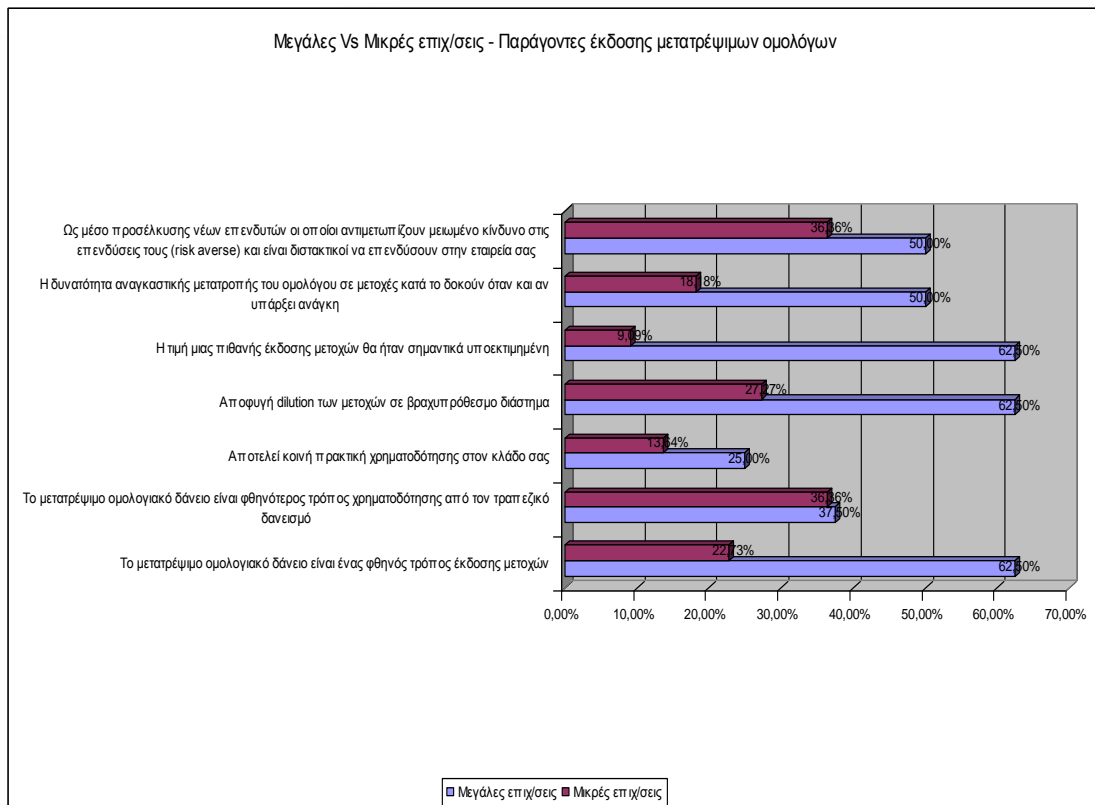
-το 85,71% θεωρούν ότι με αυτή τη μέθοδο προσελκύονται επενδυτές στην επιχείρηση που υπό διαφορετικές συνθήκες θα ήταν διστακτικοί στο να επενδύσουν τα χρήματά τους.

Διάγραμμα 6



Θα πρέπει να τονίσουμε σε αυτό το σημείο ότι το δείγμα μας είχε μοιρασμένες απόψεις στον παράγοντα έκδοσης μετοχών (αντί μετατρέψιμων χρεογράφων) με τιμή σημαντικά υποεκτιμημένη. Το 50% απάντησε ότι θεωρείται από σημαντικό έως πολύ σημαντικό και οι υπόλοιπες το έκριναν από πολύ ασήμαντο ως αδιάφορο. Επίσης το 50% έκρινε ως αδιάφορο το επιχείρημα ότι η έκδοση μετατρέψιμων ομολογίων αποτελεί κοινή πρακτική του κλάδου με μόνο το 35,71% να το θεωρεί από σημαντικό έως πολύ σημαντικό.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναλυθεί πώς διαμορφώνεται η εικόνα εάν συγκρίνουμε τις απαντήσεις των μικρομεσαίων και των μεγάλων επιχειρήσεων. Όπως παρατηρείται στο παρακάτω διάγραμμα η σημαντικότητα των παραγόντων αυτών έχει υψηλά ποσοστά δημοφιλίας μόνο για τις μεγάλες επιχειρήσεις (5/7 άνω του 50%). Αυτό συμβαίνει γιατί αυτού του είδους η χρηματοδότηση έχει μεγάλη εφαρμογή σε μεγάλες επιχειρήσεις και δη εισηγμένες. Αντίθετα οι μικρές επιχειρήσεις δεν στρέφονται σε ενδιάμεσες και εξειδικευμένου τύπου χρηματοδοτήσεις, καθώς προτιμούν τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης. Άλλωστε δεν έχει νόημα η εφαρμογή του σε μια εταιρεία που δεν διαπραγματεύεται η τιμή της μετοχής της στο χρηματιστήριο.



Γενικότερα από τις 2 συγκεκριμένες ερωτήσεις μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου αποτελεί μια σημαντική εναλλακτική μορφή άντλησης νέων κεφαλαίων στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, χωρίς ωστόσο να αποτελεί γενικό χαρακτηριστικό λειτουργίας του κλάδου, ενώ όσες επιχειρήσεις το χρησιμοποιούν θεωρούν:

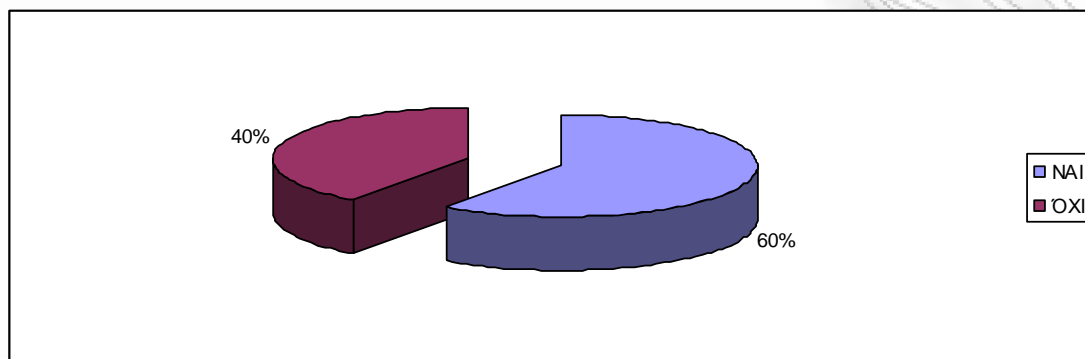
- A) είτε ότι αποτελεί ένα φθηνό τρόπο έμμεσης αύξησης του κοινού μετοχικού τους κεφαλαίου σε σχέση με την άμεση έκδοση μετοχών,
- B) είτε ότι αποτελεί φθηνότερο και με μικρότερο ρίσκο τρόπο άντλησης χρημάτων από ότι η άμεση χρηματοδότηση από τις τράπεζες,
- Γ) είτε ότι προσελκύονται με αυτόν τον τρόπο και συντηρητικοί επενδυτές οι οποίοι δεν θα ήθελαν να διακινδυνεύουν τα χρήματά τους με μια απευθείας συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

10-11. Ενδεχόμενο έκδοσης νέων μετοχών και παράγοντες που επηρεάζουν αυτή την απόφαση

Μια άλλη μέθοδος άντλησης κεφαλαίων που χρησιμοποιείται στις επιχειρήσεις είναι η διαδικασία προσφυγής στο επενδυτικό κοινό με αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου. Θέλοντας να εξετάσουμε την ευρύτητα της χρήσης αυτής της μεθόδου από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις, υποβάλλαμε στο δείγμα μας την

ερώτηση εάν έχουν εξετάσει το ενδεχόμενο έκδοσης νέων μετοχών. Το αποτέλεσμα μας έδειξε ότι στην πλειοψηφία τους (60%) οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις θεωρούν το συγκεκριμένο ενδεχόμενο πολύ σημαντικό και έχουν προχωρήσει ή έχουν μπει στη διαδικασία να προχωρήσουν σε έκδοση νέων μετοχών.

Διάγραμμα 7 – Ενδεχόμενο έκδοσης νέων μετοχών



Μετά από αυτή την εξακρίβωση, προχωρήσαμε στο επόμενο στάδιο όπου θελήσαμε να αναλύσουμε τους παράγοντες τους οποίους εξετάζουν οι CFO προκειμένου να προχωρήσουν στην έκδοση νέων μετοχών (βλ. Διάγραμμα 8). Σύμφωνα με το δείγμα μας ο σημαντικότερος παράγοντας έκδοσης νέων μετοχών θεωρείται η δυνατότητα έκδοσής τους σε υψηλή τιμή λόγω των υψηλών multiples ομοειδών επιχειρήσεων (83,33% θεωρεί αυτόν τον παράγοντα σημαντικό ή πολύ σημαντικό). Δηλαδή ως ο σημαντικότερος παράγοντας έκδοσης νέων μετοχών μιας εταιρείας θεωρείται η σύνδεση της τιμής των μετοχών της όχι μόνο με τα επίπεδα των δεικτών της αποτελεσματικότητάς της (υψηλά κέρδη – μεγάλη αξία των μετοχών), αλλά και με τα multiples άλλων μεγάλων ηγετιδών επιχειρήσεων του κλάδου. Πρόκειται για τον ψυχολογικό παράγοντα ο οποίος διαμορφώνεται από την πορεία που ακολουθούν τα οικονομικά στοιχεία των ηγετιδών εισηγμένων επιχειρήσεων του κλάδου, πέρα από την ανάλυση που πρέπει να γίνεται για την πορεία της ναυτιλιακής αγοράς.

Ο επόμενος παράγοντας ο οποίος θεωρείται εξίσου σημαντικός από το δείγμα μας είναι η αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από κάθε άλλη πηγή χρηματοδότησης (τραπεζικός δανεισμός, convertibles). Συγκεκριμένα το 77,78% των επιχειρήσεων θεωρούν ότι για να προχωρήσουν στη διαδικασία αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου θα πρέπει να μην υπάρχει ροή κεφαλαίων από κάθε άλλη πηγή χρηματοδότησης πχ να υπάρχει υπερδανεισμός και να μην δικαιολογείται επιπλέον χορήγηση κεφαλαίου σε σχέση με το μέγεθος της εταιρείας, να μην υπάρχουν

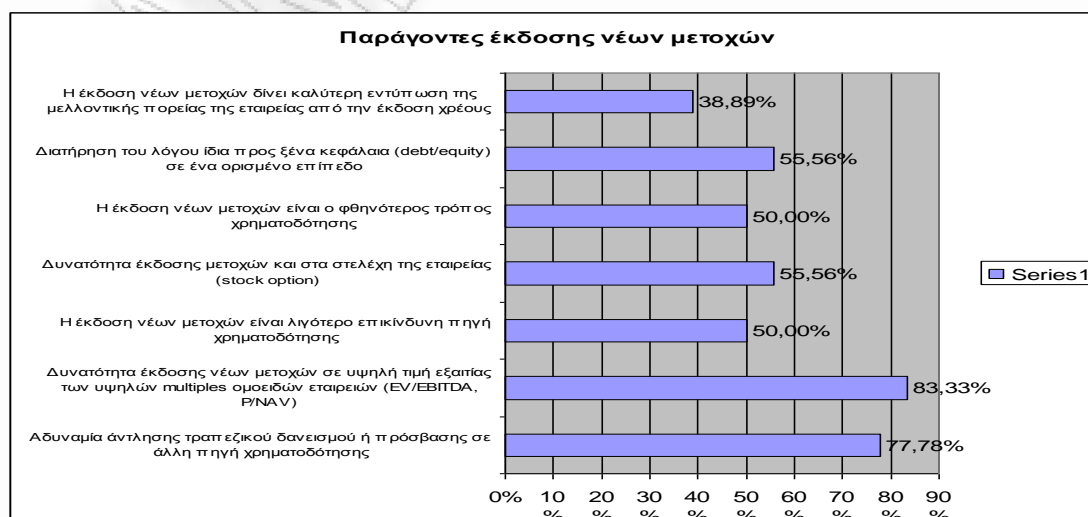
επενδυτές οι οποίοι να θέλουν να επενδύσουν σε μετατρέψιμα χρεώγραφα γιατί θεωρούν ότι η τιμή της μετοχής θα παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα κλπ.

Επόμενοι παράγοντες οι οποίοι θεωρούνται από σημαντικοί έως πολύ σημαντικοί από το δείγμα μας και ισοψηφούν σε ποσοστό 55,56% είναι:

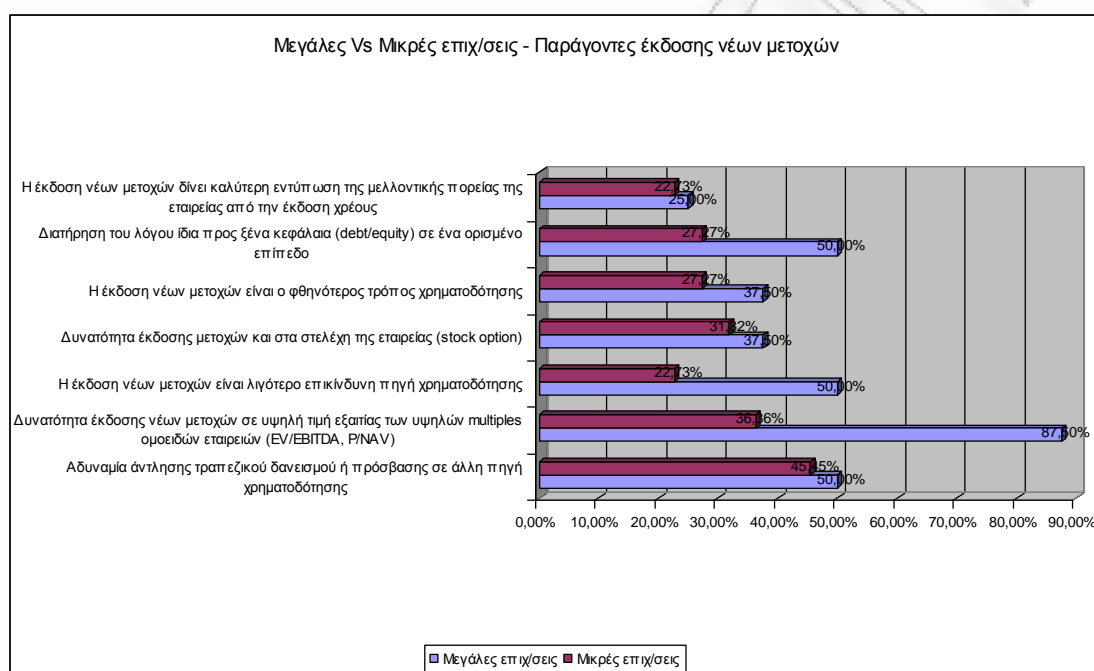
α) η δυνατότητα διανομής stock option σε στελέχη – εργαζόμενους της εταιρείας και
β) η διατήρηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης σε ένα ορισμένο επίπεδο. Και οι δύο παράγοντες αποτελούν απόφαση στρατηγικής πολιτικής των CEO – CFO της εταιρείας. Στην πρώτη περίπτωση ενισχύονται τα ίδια κεφάλαια με μετοχές που δίνονται στο εργατικό της δυναμικό και με αυτόν τον τρόπο εκτός από την άντληση νέων κεφαλαίων, προστατεύεται η αυτονομία της επιχείρησης από ενδεχόμενο επιθετικής εξαγοράς από άλλη επιχείρηση του κλάδου. Στην δεύτερη περίπτωση τίθεται από τη διοίκηση ένας συγκεκριμένος στόχος διατήρησης του λόγου ξένα/ίδια κεφάλαια σε ένα ορισμένο επίπεδο, προκειμένου να παρουσιάσει ικανοποιητικά οικονομικά στοιχεία στους επενδυτές αλλά και τους δανειστές της.

Οι υπόλοιποι παράγοντες που τέθηκαν προς ερώτηση στο δείγμα μας αξιολογούνται σε μικρότερο βαθμό από ό,τι οι προαναφερθέντες. Συγκεκριμένα, το 50% των ναυτιλιακών επιχειρήσεων θεωρούν είτε ότι η έκδοση νέων μετοχών αποτελεί επιλογή μικρότερου ρίσκου από ότι οι υπόλοιπες επιλογές (δανεισμός, μετατρέψιμα χρεώγραφα) είτε ότι η έκδοση νέων μετοχών αποτελεί το φθηνότερο τρόπο άντλησης κεφαλαίων σε σχέση με τους υπόλοιπους. Επίσης ο ψυχολογικός παράγοντας ότι η έκδοση νέων μετοχών δίνει καλύτερη εντύπωση στους υποψήφιους επενδυτές από ότι η συνεχιζόμενη αύξηση του τραπεζικού δανεισμού θεωρείται ότι δεν αποτελεί σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα (38,89% απάντησαν σημαντικό – πολύ σημαντικό).

Διάγραμμα 8



Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε μια διαφορά που προκύπτει μεταξύ των εισηγμένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων και των ομοειδών επιχειρήσεων μικρομεσαίου μεγέθους. Στην πρώτη κατηγορία όπου οι μετοχές είναι διαπραγματεύσιμες στο ευρύ επενδυτικό κοινό, η έκδοση κοινών μετοχών αποτελεί βασική επιλογή εάν αναμένεται αύξηση της τιμής τους στο κοντινό μέλλον, αφού η πώλησή τους θα έχει ελάχιστη επίδραση στον έλεγχο της εταιρείας. Αντίθετα στη δεύτερη κατηγορία η χρηματοδότηση από τον τραπεζικό δανεισμό αποτελεί τη βασική αν όχι τη μοναδική επιλογή για την χρηματοδότηση των επενδύσεών της.



Με βάση το διάγραμμα παρατηρείται ότι για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν αποτελεί βασική επιλογή η έκδοση νέων κοινών μετοχών (ποσοστά κάτω του 45,5%). Αντίθετα για τις μεγάλες εταιρείες αποτελεί μια σημαντική πηγή χρηματοδότησης ιδιαίτερα όταν οι προσδοκίες για την αξία της τιμής της μετοχής είναι ευνοϊκές.

Από τα ανωτέρω αποτελέσματα μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η τακτική της έκδοσης μετοχών αποτελεί μια σημαντική εναλλακτική πρακτική άντλησης κεφαλαίων για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Για τις μεγάλες εισηγμένες επιχειρήσεις η διαδικασία αυτή υλοποιείται μέσω της πρότασης δημόσιας προσφοράς εξεύρεσης νέων επενδυτών μέσω του χρηματιστηρίου. Για τις μικρομεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις η διαδικασία έκδοσης νέων μετοχών υλοποιείται κυρίως με την καταβολή κεφαλαίων από τους ήδη υπάρχοντες μετόχους ή επιλεγμένους ενδιαφερόμενους επενδυτές.

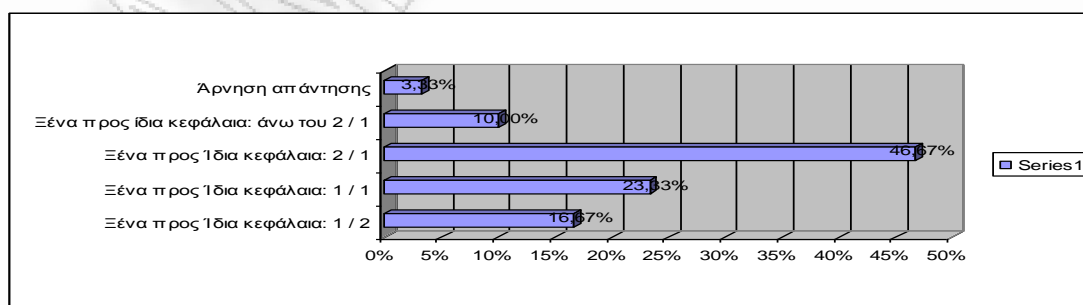
Από τους σημαντικότερους παράγοντες που λαμβάνει υπόψη της η Διοίκηση μιας επιχείρησης είναι η προοπτική αύξησης της αξίας των μετοχών της, οπότε και θα

βρει πρόσφορο έδαφος σε υποψήφιους επενδυτές (αποτελεί πρακτική των εισηγμένων εταιρειών). Επιπλέον η δυσκολία πρόσβασης στον τραπεζικό δανεισμό (ή σε άλλες εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης) καθιστά αναγκαία την αύξηση του μεγέθους των εσωτερικών κεφαλαίων της εταιρείας.

12. Ποια αναλογία της κεφαλαιακής διάρθρωσης περιγράφει καλύτερα την επιχείρησή σας

Ένα βασικό μέγεθος ανάλυσης της πολιτικής που εφαρμόζει μια ναυτιλιακή επιχείρηση για την άντληση κεφαλαίων από το εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον της είναι η εξέταση του λόγου ξένα / ίδια κεφάλαια. Προσπαθώντας να διερευνήσουμε την τάση που επικρατεί στη ναυτιλιακή αγορά σχετικά με το επίπεδο των κεφαλαίων που επενδύουν οι πλοιοκτήτες και των κεφαλαίων που χρηματοδοτούν οι πιστωτές μιας επιχείρησης, ζητήσαμε από το δείγμα μας να μας καθορίσει το επίπεδο του λόγου ξένα/ίδια κεφάλαια με το οποίο λειτουργούν. Στην ερώτηση μας απάντησε θετικά το σύνολο των εταιρειών του δείγματος (96,67%). Από τα αποτελέσματα παρατηρούμε ότι η πλειοψηφία με ποσοστό 46.7% στοχεύει σε συγκεκριμένη αναλογία ξένων/ιδίων κεφαλαίων = 2/1, ενώ το 10% στοχεύει σε αναλογία μεγαλύτερη του 2/1. Στο 23.3% ανέρχεται η αναλογία 1/1 και στο 16.7% η αναλογία 1/2. Γενικότερα μπορούμε να πούμε ότι το 58.7% των ναυτιλιακών επιχειρήσεων λειτουργεί με χρήση τουλάχιστον διπλάσιων ξένων κεφαλαίων σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια. Το υπόλοιπο ποσοστό (40%) αποτελεί τις επιχειρήσεις που λειτουργούν με τουλάχιστον ισοδύναμα μεγέθη ξένων και ιδίων κεφαλαίων καθώς και με μεγαλύτερη αναλογία των ιδίων από τα ξένα κεφάλαια.

Διάγραμμα 9 – Αναλογία Ξένων/Ιδίων κεφαλαίων



Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να τονίσουμε ότι με την αναλογία ξένα / ίδια κεφάλαια -1/2 δεν σημειώνονται σημαντικά κέρδη για τον πλοιοκτήτη, αφού τα περισσότερα κεφάλαια της επιχείρησης απασχολούνται για τις επενδυτικές της δραστηριότητες

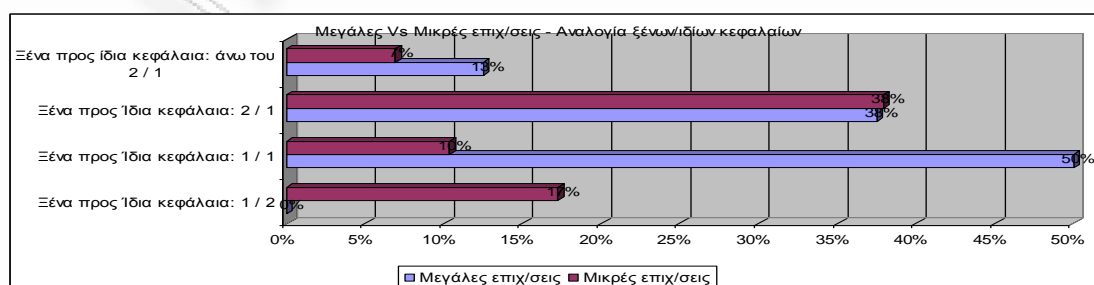
-1/1 τα κεφάλαια βρίσκονται σε ένα ασφαλές επίπεδο που δίνουν στον πλοιοκτήτη το εύναυσμα να συνεχίσει εφόσον η αγορά είναι καλή

-2/1 σε αυτό βρίσκεται η πλειονότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, η αγορά είναι πολύ καλή και υπάρχει η δυνατότητα επίτευξης υψηλών κερδών

->2/1 δικαιολογείται ανάλογα με το μέγεθος της εταιρείας, την ηλικία του στόλου. Όσο πιο καινούρια είναι μια εταιρεία, μικρού μεγέθους τόσο μεγαλύτερη ροπή έχει προς την αναζήτηση ξένων κεφαλαίων από τον τραπεζικό δανεισμό. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις κεφαλαίων μέσω της αύξησης του αριθμού των μετοχών είναι δύσκολο να ευρεθούν.

Όπως μπορούμε να συμπεράνουμε από τα αποτελέσματα, ο κλάδος της ναυτιλίας είναι ένας κατεξοχήν κλάδος εντάσεως κεφαλαίου, ο οποίος λειτουργεί κυρίως με κεφάλαια που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης. Το αποτέλεσμα δικαιολογείται από το γεγονός που επισήμαναν όλες οι επιχειρήσεις του δείγματος: ότι τα κεφάλαια που αντλούνται χρησιμοποιούνται κυρίως για την επίτευξη των επενδυτικών τους σχεδίων. Για να επιτευχθεί αυτός ο σκοπός η συνηθέστερη μορφή άντλησης χρημάτων είναι μέσω του τραπεζικού δανεισμού και αυτό λόγω του υψηλού επενδυτικού κόστους αγοράς των νέων πλοίων και της ανεπαρκούς ρευστότητας. Λίγες είναι οι εταιρείες οι οποίες προχωρούν σε ανανέωση του στόλου τους δια μέσου κεφαλαίων που βάζουν κυρίως οι πλοιοκτήτες, αφού προϋποθέτουν την ύπαρξη υψηλής ρευστότητας. Γενικότερα η πρακτική που ακολουθείται από τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι όταν ο ναυτιλιακός κύκλος βρίσκεται σε άνθιση (με μεγάλη ζήτηση πλοίων και υψηλούς ναύλους) τα έσοδα που προκύπτουν να αποταμιεύονται προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες της εταιρείας όταν ο ναυτιλιακός κύκλος βρίσκεται σε ύφεση (πτώση της ζήτησης των πλοίων και πτώση των ναύλων). Γι' αυτό το λόγο το αποτέλεσμα που έδωσε το δείγμα μας σκιαγραφεί την κοινή πρακτική που ακολουθεί το σύνολο της ναυτιλιακής κοινότητας.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η εικόνα που έχουν οι επιχειρηματίες για τις εταιρείες τους ανάλογα με το μέγεθός τους.



Έτσι λοιπόν απεικονίζεται ότι στις μικρομεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις η κεφαλαιακή τους διάρθρωση ανέρχεται σε 2/1 ξένα/ίδια κεφάλαια. Αντίθετα στις μεγάλου μεγέθους εταιρείες προσπαθούν να διατηρήσουν την αναλογία 1/1. Η εικόνα επιβεβαιώνει τα προαναφερθέντα, όπου οι μικρές εταιρείες για να αυξήσουν το μερίδιο αγοράς τους υλοποιούν επενδύσεις με κεφάλαια από δανεισμό, σε αντίθεση με τις μεγάλες που ασκούν μια πιο συντηρητική και στοχοποιημένη πολιτική.

13. Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση για έκδοση χρέους

Όπως αναφέραμε και προηγουμένως η αγορά και η επισκευή πλοίων είναι οι κυριότερες δαπάνες που πραγματοποιεί μια ναυτιλιακή εταιρεία για να ενισχύσει την παραγωγική δραστηριότητά της. Για να χρηματοδοτήσει συνεπώς τα επενδυτικά της σχέδια η σημαντικότερη πηγή άντλησης κεφαλαίων είναι ο μακροπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός. Και αναφερόμαστε σε αυτή την κατηγορία δανεισμού γιατί τα πάγια αυτών των επιχειρήσεων (πλοία, φορτοεκφορτωτικά μηχανήματα, ιδιόκτητες εγκαταστάσεις) έχουν μεγάλη διάρκεια ζωής και συνεπώς η απόσβεση του κόστους απόκτησής του μετατίθεται σε βάθος χρόνου.

Πέραν αυτού του λόγου προσπαθήσαμε να εξετάσουμε επιπλέον παράγοντες τους οποίους εξετάζουν οι ναυτιλιακές εταιρείες για να καταφύγουν στον τραπεζικό δανεισμό. Σύμφωνα με το δείγμα μας, σε ποσοστό 53,33% το ύψος του τραπεζικού δανεισμού επηρεάζεται από τους στόχους που έχει θέσει ο CEO της επιχείρησης για συγκεκριμένη αναλογία χρήσης των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων, προκειμένου να μην επιβαρυνθεί η κεφαλαιακή διάρθρωση. Δηλαδή αν το κόστος αγοράς ενός πλοίου είναι 2 δις \$ και η επιχείρηση ακολουθεί πολιτική χρήσης ξένων κεφαλαίων 65% και ιδίων κεφαλαίων 35% επί του κόστους αγοράς, θα πρέπει να αντληθούν κεφάλαια από τους μετόχους ύψους 700 εκ. \$ ενώ ο τραπεζικός δανεισμός θα πρέπει να ανέλθει στα 1,300 εκ. \$.

Εν συνεχεία πολύ σημαντικοί παράγοντες από το 50% του δείγματος θεωρούνται:

- η μη κάλυψη των λειτουργικών αναγκών της επιχείρησης (opex), λόγω ανεπάρκειας των λειτουργικών ταμειακών ροών. Σε αυτή την περίπτωση αναφερόμαστε σε υστέρηση των εσόδων, λόγω πχ πτώσης των ναύλων ή αύξηση του λειτουργικού κόστους της επιχείρησης.
- Όταν η έκδοση νέων μετοχών αποτελεί πιο συμφέρουσα μέθοδο άντλησης κεφαλαίων από τον τραπεζικό δανεισμό. Δηλαδή εννοούμε ότι η υποχρέωση καταβολής μερισμάτων στους μετόχους εφ'όσον η εταιρεία είναι κερδοφόρα είναι πιο συμφέρουσα σε σχέση με την υποχρέωση καταβολής τόκων για το

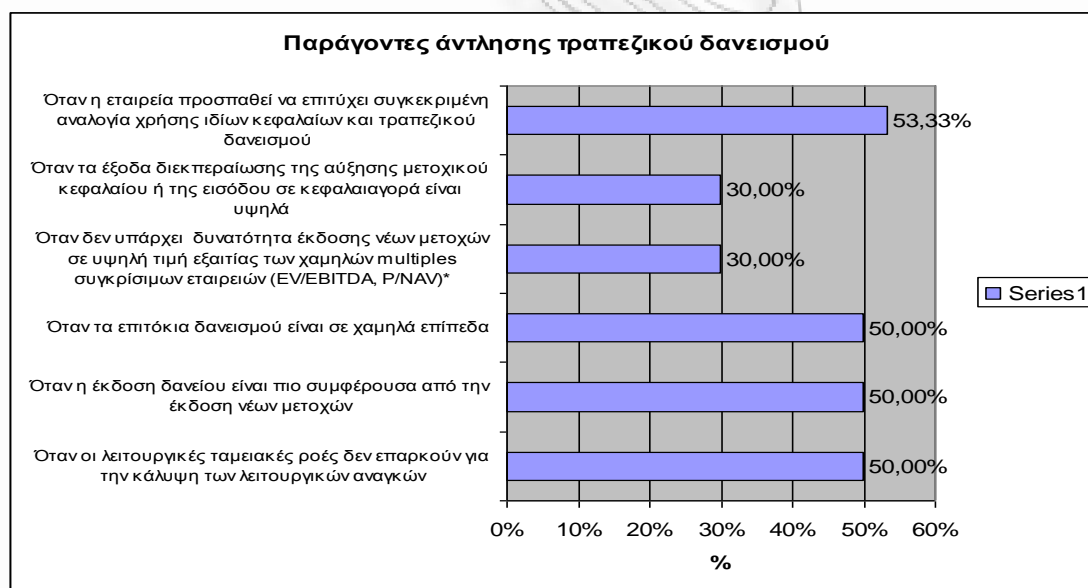
δάνειο ή ότι η αναμενόμενη απόδοση των μετοχών είναι μεγαλύτερη από το δανειακό κόστος

- Όταν τα κόστος δανεισμού είναι σε χαμηλά επίπεδα.

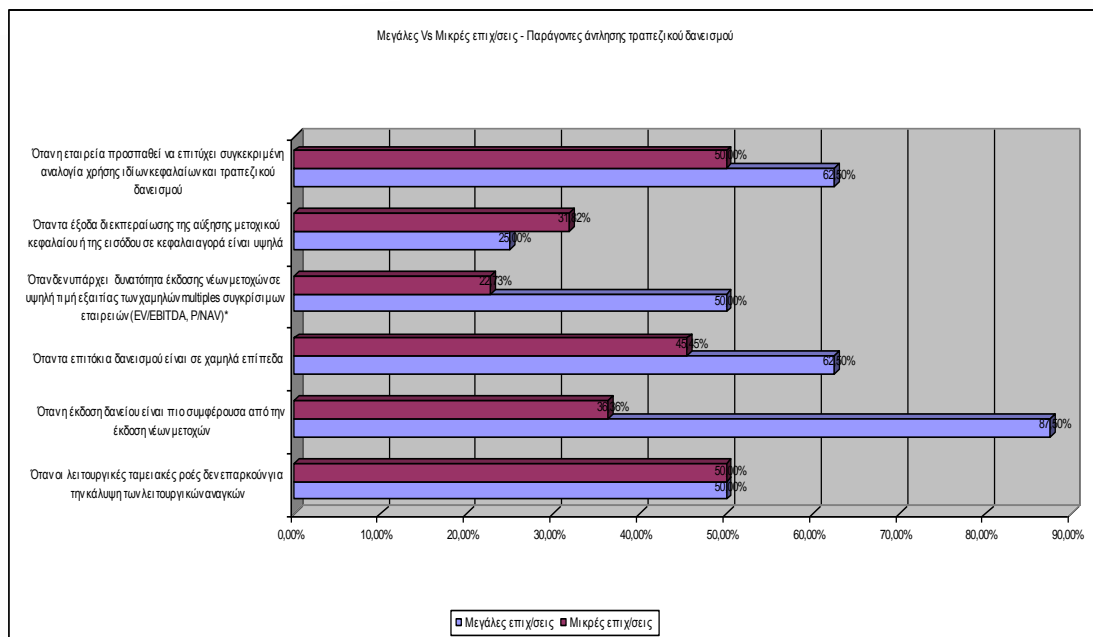
Λιγότερο σημαντικοί σε ποσοστό 30% κρίνονται από το δείγμα μας οι ακόλουθοι παράγοντες:

- όταν δεν υπάρχει η δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών σε υψηλή τιμή εξαιτίας των χαμηλών multiples της εταιρείας ή ομοειδών ηγέτιδων επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα όταν υπάρχουν χαμηλά μεγέθη πχ EV/EBITDA, P/NAV η αξία των μετοχών μειώνεται, συνεπώς και η έκδοση νέων μετοχών καταλήγει να είναι ασύμφορη.
- Όταν τα έξοδα αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου ή της εισόδου στη κεφαλαιαγορά είναι υψηλότερα από το κόστος δανεισμού.

Διάγραμμα 9



Είναι σημαντικό να αναλύσουμε την εικόνα του τραπεζικού δανεισμού μεταξύ μικρομεσαίων και μεγάλων επιχειρήσεων.



Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις θεωρούν ως πρωταρχικό παράγοντα στην απόφαση για τραπεζικό δανεισμό την επίτευξη συγκεκριμένης αναλογίας Ξένων/ιδίων κεφαλαίων, τα χαμηλά επίπεδα των επιτοκίων χορηγήσεων και την κάλυψη των λειτουργικών αναγκών. Από την άλλη πλευρά οι μεγάλες επιχειρήσεις πέρα από τα προαναφερθέντα θεωρούν ιδιαίτερα σημαντικά τους όρους έκδοσης του δανείου σε σχέση με την έκδοση κοινών μετοχών, καθώς και την πιθανότητα οι νέες μετοχές να έχουν χαμηλή αξία λόγω των χαμηλών multiple ομοειδών ηγέτιδων εταιρειών του κλάδου.

Γενικότερα παρατηρούμε ότι με αυτό το ερώτημα καλύπτονται μερικοί σημαντικοί παράγοντες που λαμβάνουν υπόψη τους οι CEO για χρήση του τραπεζικού δανεισμού. Η γενική τάση που υπάρχει στη ναυτιλιακή κοινότητα δείχνει ότι πέρα από το βασικό σκοπό που εξυπηρετεί η τραπεζική χρηματοδότηση (ενίσχυση του ενεργητικού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων) εξετάζει

- ✓ οικονομικούς στόχους που θέτει η Διοίκηση της εταιρείας προκειμένου να μην επιβαρύνει οικονομικούς δείκτες (συγκεκριμένη αναλογία κεφαλαιακής διάρθρωσης),
- ✓ εναλλακτικούς τρόπους άντλησης κεφαλαίων εφόσον αυτοί είναι συμφέροντες για την επιχείρηση (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου),
- ✓ εάν οι όροι του τραπεζικού δανεισμού είναι επαχθείς ή όχι για την εταιρεία (επιτόκια, προμήθειες, επιπλέον ανοιχτές πιστώσεις, overdraft κλπ) και
- ✓ την απρόσκοπτη συνέχιση λειτουργίας της επιχείρησης με την κάλυψη των λειτουργικών δαπανών και των δόσεων των μακροπρόθεσμων δανείων από τις

ταμειακές ροές (σε αυτή τη περίπτωση εξετάζεται η χορήγηση βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού).

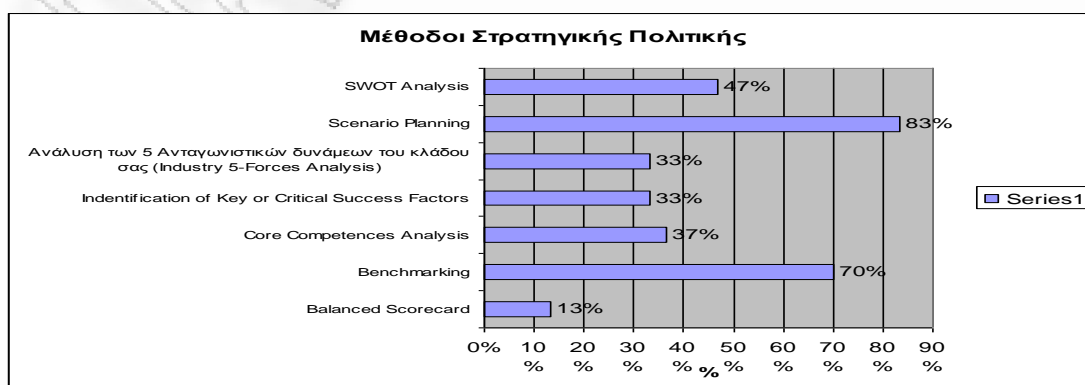
14. Ποιες μέθοδοι χρησιμοποιούνται για την επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής

Πέρα από τις οικονομικές τεχνικές και τις μεθόδους που χρησιμοποιούν οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις για να καταλήξουν στην απόφαση αποδοχής ή απόρριψης των επενδυτικών τους σχεδίων, είναι πολύ σημαντικό να εξετάσουμε τις πολιτικές που χρησιμοποιούν για τη σωστή λειτουργία τους. Θέλουμε να αναλύσουμε ποιες στρατηγικές ακολουθούν οι επιχειρήσεις του κλάδου για τον καθορισμό των σκοπών – στόχων, τον συντονισμό του εργατικού δυναμικού (θαλάσσιου και χερσαίου) και την κατανομή των πόρων, προκειμένου να επιτευχθούν οι μεσομακροπρόθεσμοι στόχοι που έχουν θέσει.

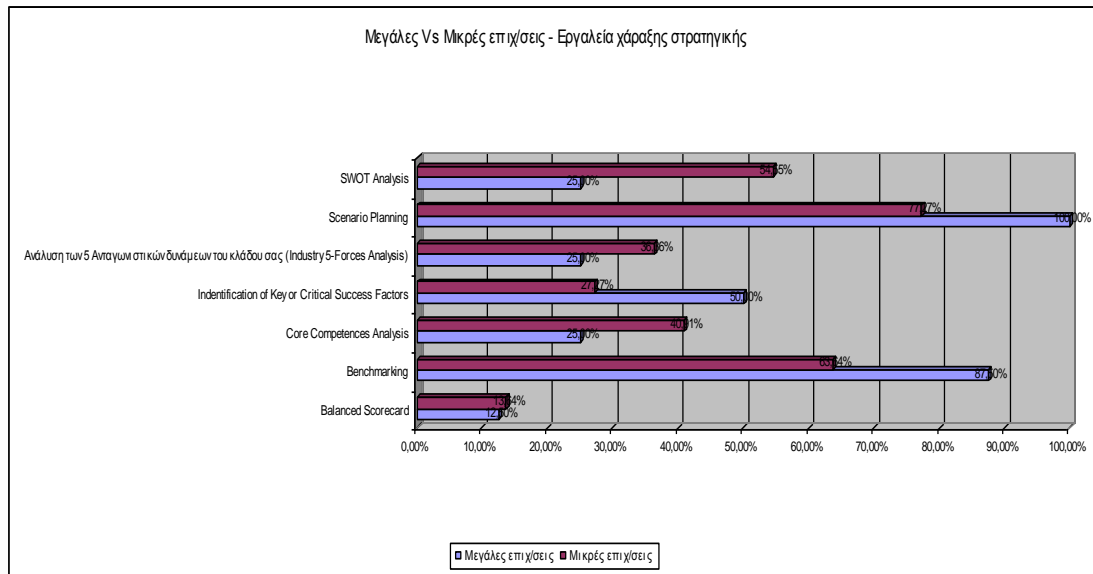
Υποβάλλαμε συνεπώς στο δείγμα μας το σχετικό ερώτημα για το ποια εργαλεία στρατηγικής ακολουθούν. Η συντριπτική πλειοψηφία του δείγματος σε ποσοστό 83% απάντησε ότι χρησιμοποιούν την τακτική του scenario planning πάντα ή σχεδόν πάντα. Επόμενη δημοφιλής μέθοδος (70%) η οποία χρησιμοποιείται συχνά στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις αξιολογήθηκε από το δείγμα μας ότι είναι η Benchmarking. Επιπλέον μια ακόμα κύρια μέθοδο χάραξης πολιτικής αποτελεί η SWOT Analysis με 47% των επιχειρήσεων να δηλώνει ότι την χρησιμοποιεί πάντα-σχεδόν πάντα.

Οι υπόλοιπες μέθοδοι που αναφέραμε στην ερώτησή μας κρίθηκαν λιγότερο δημοφιλής. Πιο συγκεκριμένα η Core Competences Analysis αποτελεί σημαντικό εργαλείο χάραξης πολιτικής για το 37% του δείγματος, οι μέθοδοι των Critical Success Factors και της Ανάλυσης των Ανταγωνιστικών δυνάμεων του κλάδου συγκέντρωσαν τη θετική απάντηση του 33% του δείγματος, ενώ τελευταία στη κατάταξη ήρθε η μέθοδος του Balanced Scorecard με μόνο 13%.

Διάγραμμα 10



Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να ελέγξουμε τη σύγκριση μεταξύ μικρών και μεγάλων επιχειρήσεων.



Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε σε όλες τις επιχειρήσεις ανεξαρτήτου μεγέθους ως πρώτη επιλογή εμφανίζεται η μέθοδος του scenario planning κάτι που σημαίνει καθολική αποδοχή και αναγνώριση της σπουδαιότητάς της. Έχει και την επιστημονική, αλλά και την διαχρονική αναγνώριση του επιχειρηματικού κόσμου. Το ίδιο ισχύει και για το benchmarking. Η διαφορά έγκυται στο ότι οι μικρές επιχειρήσεις επιδοκιμάζουν στη συνέχεια την SWOT analysis, ενώ οι μεγάλες την μέθοδο των κρίσιμων παραγόντων. Η SWOT αποτελεί την πιο παραδοσιακή και ευρέως αναγνωρισμένη μέθοδο προκειμένου να κατανοήσει ο επιχειρηματίας το εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησής του. Από την άλλη η μέθοδος των κρίσιμων παραγόντων αναγνωρίζει τις βασικές εργασίες που πρέπει να υλοποιήσει η επιχείρηση για να αυξήσει την προστιθέμενη αξία της. Οι υπόλοιποι μέθοδοι τόσο σε επίπεδο μικρομεσαίων όσο και σε μεγάλες επιχειρήσεις ακολουθούν την ίδια ιεράρχηση με το σύνολο του δείγματος.

Από τα παραπάνω αποτελέσματα μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι οι επιχειρήσεις του δείγματός μας λειτουργούν καταρχήν με συγκεκριμένες στρατηγικές μεθόδους. Η μέθοδος της ανάλυσης σεναρίων η οποία αποτελεί την πρωταρχική επιλογή των επιχειρήσεων του δείγματος, δεν είναι μόνο χαρακτηριστικό ιδίωμα του ναυτιλιακού κλάδου, αλλά αποτελεί βασική επιλογή και για άλλους κλάδους της οικονομίας. Με τη μέθοδο της χρήσης σεναρίων αντιλαμβανόμαστε ότι η τακτική που χρησιμοποιούν οι πλοιοκτήτες περιλαμβάνει έντονα το εμπειρικό στοιχείο. Δηλαδή με την εξέταση της πορείας της αγοράς (πορεία ναύλων, ζήτηση προϊόντων, τιμή

πετρελαίου) ο κάθε πλοιοκτήτης μπορεί να σχεδιάσει κάνοντας τις υποθέσεις του, την πορεία που θα πρέπει να ακολουθήσουν τα επενδυτικά του σχέδια (αναβολή / αύξηση των ναυπηγήσεων, μεταβολή εργατικού δυναμικού), αλλά και να συνεχίσει απρόσκοπτα η δραστηριότητα της επιχείρησης. Οι υποθέσεις που γίνονται από τους πλοιοκτήτες έχουν να κάνουν με την εξέταση παραγόντων που επηρεάζουν την πορεία των εσόδων της επιχείρησης, την αύξηση των δαπανών και του κόστους. Συνήθως εξετάζουν τρία σενάρια μεταβολής των συνθηκών (αισιόδοξο, κανονικό, απαισιόδοξο) που με βάση αυτά προσπαθούν να υλοποιήσουν τους στόχους τους. Γενικότερα η πρακτική της χρήσης σεναρίων και του εμπειρικού παράγοντα θεωρείται πολύ δημοφιλής όχι μόνο στις εισηγμένες αλλά και στις μικρού μεγέθους ναυτιλιακές επιχειρήσεις, αφού δεν απαιτείται ιδιαίτερη τεχνική κατάρτιση και επιμόρφωση αλλά προσεχτική ανάλυση της πορείας της παγκόσμιας αγοράς.

Οι μέθοδοι της Συγκριτικής Ανάλυσης (Benchmarking) και της SWOT Analysis αποτελούν βασικές πολιτικές στρατηγικής για τη ναυτιλιακή κοινότητα. Έχουν ιδιαίτερη απήχηση στις επιχειρήσεις του κλάδου, ενώ σε πολλές περιπτώσεις χρησιμοποιείται και συνδιασμός των μεθόδων. Με την Συγκριτική Ανάλυση επιτυγχάνεται στρατηγικό, οικονομικό και λειτουργικό πλεονέκτημα μέσω της σύγκρισης επιδόσεων μιας επιχείρησης, στη βάση μιας σειράς μετρήσιμων παραμέτρων στρατηγικής σημασίας, ως προς μια άλλη ηγέτιδα κατά κύριο λόγο επιχείρηση που έχει επιτύχει τις βέλτιστες επιδόσεις σε αυτούς τους δείκτες. Οι παράμετροι στους οποίους αναφερόμαστε μπορεί να είναι τεχνικοί, νέο ERP σύστημα λειτουργίας για λεπτομερέστερη επικοινωνία των πλοίων μεταξύ τους και με την πλοιοκτήτρια εταιρεία, οικονομικοί, τακτικές μείωσης του λειτουργικού κόστους, φήμη της εταιρείας στο χώρο των ναυλωτών κλπ. Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται συχνά από μικρού μεγέθους ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες θέτουν σε σύγκριση τα στοιχεία τους και τη λειτουργικότητά τους με μεγάλες επιχειρήσεις του χώρου, προκειμένου να αυξήσουν τις δραστηριότητές τους.

Η SWOT Analysis αποτελεί κοινή πρακτική για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Για να χρησιμοποιηθεί αυτή η τεχνική, χρειάζεται το οικονομικό επιτελείο και εν τέλει η Διοίκηση να επικεντρώσει στα πλεονεκτήματα, να ελαχιστοποιήσει τα μειονεκτήματα της εταιρείας, να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που δίνονται από την κατάσταση της αγοράς αλλά και να απομονώσει τις απειλές που μπορεί να υπάρξουν είτε από ενδεχόμενα χρεοκοπίας, επιθετικής εξαγοράς, απρόσμενης αρνητικής μεταβολής των δεικτών κλπ.

Όλες αυτές οι μέθοδοι οι οποίες είναι δημοφιλείς στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις προϋποθέτουν, εκτός από την εφαρμοσμένη εμπειρική ανάλυση και την ακαδημαϊκή γνώση. Γι' αυτό και από τη τελευταία κυρίως δεκαετία δίνεται μεγάλη σημασία στην εκπαίδευση στελεχών ικανών να λάβουν αποφάσεις όταν απαιτηθεί. Έτσι έχουμε και τη στροφή από την οικογενειοκρατία που χαρακτήριζε τους τελευταίους αιώνες την ελληνική ναυτιλιακή κοινότητα στην εκπαίδευση ανώτερων στελεχών, managers, χρηματοοικονομικούς συμβούλους, οι οποίοι αναλαμβάνουν τις τύχες της Διοίκησης της εταιρείας σήμερα. Με αυτό το ανθρώπινο δυναμικό μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι τελευταίες σύγχρονες μέθοδοι, αποτελέσματα ακαδημαϊκών σκέψεων, για τις οποίες γνωρίζουν σε βάθος τη λειτουργία τους, πέρα από την εμπειρική εφαρμογή τους.

15. Στοιχεία ταυτότητας του δείγματος

Όπως είναι γνωστό και αποτελεί κοινή πρακτική σε όλες τις έρευνες, είναι σημαντικό να διερευνήσουμε την ταυτότητα του δείγματος και να δώσουμε έμφαση στην ανάλυση των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του. Έτσι λοιπόν στην παρούσα έρευνα υποβάλλαμε στο δείγμα μας κάποιες ερωτήσεις σχετικά με την αναγνώριση ορισμένων ποιοτικών στοιχείων. Συγκεκριμένα υποβάλλαμε ερωτήσεις σχετικά

- ✓ με το ύψος των εσόδων που εισπράττουν οι επιχειρήσεις από ναύλους
- ✓ το μέγεθος του στόλου που διατηρούν οι επιχειρήσεις
- ✓ τον τύπο των πλοίων που διαχειρίζονται οι επιχειρήσεις και
- ✓ το μέγεθος του ανθρώπινου δυναμικού που εργάζονται στις επιχειρήσεις σε θαλάσσιο και χερσαίο επίπεδο (πληρώματα και υπάλληλοι)

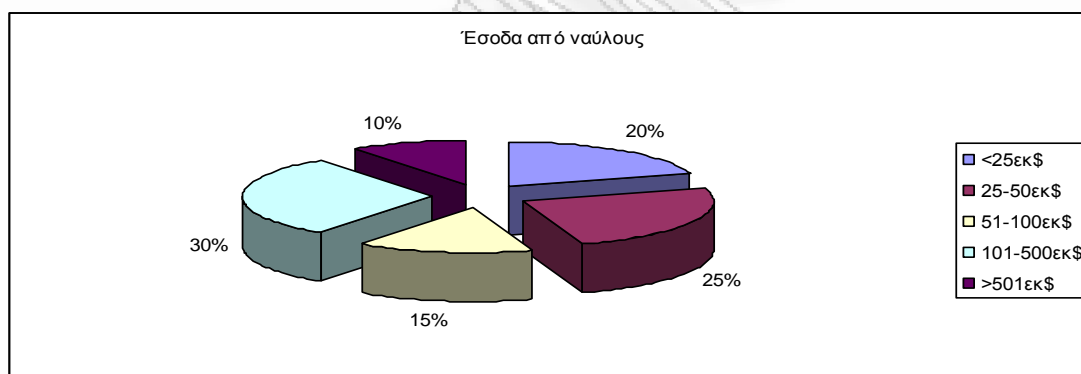
Αναφορικά με τη συμμετοχή των εταιρειών σε αυτού του είδους τις ερωτήσεις, μας απάντησαν τα 2/3 του δείγματος (20 επιχειρήσεις). Οι υπόλοιπες επιχειρήσεις δεν απάντησαν προβάλλοντας ως κύριο λόγο ότι θεωρούν ευαίσθητα δεδομένα τη γνωστοποίηση των οικονομικών τους στοιχείων, παρά τη διαβεβαίωση του ερευνητή για την τήρηση της εμπιστευτικότητας. Η άρνηση της απάντησης σε αυτού του είδους τις ερωτήσεις μπορεί να μας οδηγήσει στην λογική υπόθεση ότι αυτές οι επιχειρήσεις είναι μικρομεσαίου μεγέθους. Εάν ήταν μεγάλες επιχειρήσεις δεν θα είχαν πρόβλημα να γνωστοποιήσουν τα μεγέθη τους, αφού ήδη είναι δημοσιευμένα στο ευρύ επενδυτικό κοινό μέσω του διαδικτύου.

Από τις επιχειρήσεις που απάντησαν στις ερωτήσεις προέκυψαν τα ακόλουθα αποτελέσματα: Για το ύψος των εσόδων που προέκυψαν από την αξία των ναύλων το 30% εισπράττει 101-500εκ.\$, το 25% στα 25-50εκ.\$, το 20% κάτω από 25εκ.\$, το

15% στα 51-100εκ.\$, ενώ το 10% ανέρχεται πάνω από 501εκ.\$.

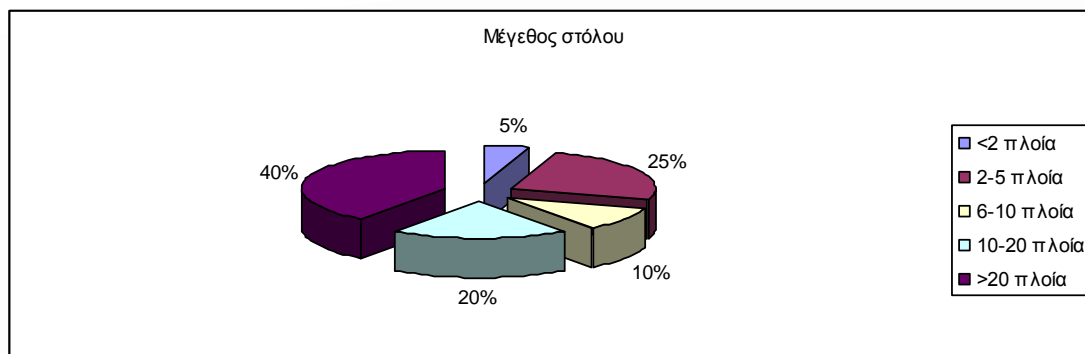
Κάνοντας έναν διαχωρισμό στις επιχειρήσεις του κλάδου θα μπορούσαμε να πούμε ότι όσες εισπράττουν ετησίως έσοδα από ναύλους έως 100εκ.\$ θεωρούνται μικρομεσαίου μεγέθους και όσες εισπράττουν άνω των 100εκ\$ είναι οι ηγέτιδες του κλάδου. Φυσικά το ποσό των 100εκ.\$ είναι ένα μεγάλο μέγεθος, ωστόσο θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι τα έσοδα που προέρχονται από τη ναυτιλία είναι μεγάλα και ο αριθμός των ναυτιλιακών εταιρειών είναι μικρός σε σχέση με τις επιχειρήσεις που ασχολούνται με χερσαίες δραστηριότητες. Το γεγονός αυτό αυξάνει τα όρια στα οποία μπορούμε να θεωρήσουμε μια επιχείρηση ότι είναι μικρού ή μεγάλου μεγέθους σε σχέση με τις επιχειρήσεις χερσαίων δραστηριοτήτων. Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι από τις επιχειρήσεις που απάντησαν σε αυτή την ερώτηση το 60% θεωρούνται μικρομεσαίου μεγέθους ενώ οι υπόλοιπες αποτελούν τις μεγάλου μεγέθους εταιρείες οι οποίες είναι και εισηγμένες σε διεθνή χρηματιστήρια.

Διάγραμμα 11



Σχετικά με τον αριθμό των πλοίων που διατηρούν οι επιχειρήσεις στο δυναμικό τους αναφέρουμε ότι έως 2 πλοία έχει το 5% των επιχειρήσεων που έδωσαν απάντηση σε αυτή την ερώτηση, από 2-5 πλοία έχουν το 25%, από 6-10 πλοία έχουν το 10%, από 11-20 έχουν το 20%, ενώ πάνω από 20 πλοία έχουν το 40%. Από τα συγκεκριμένα αποτελέσματα διαπιστώνουμε ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες μεγάλου μεγέθους διαθέτουν πάνω από 20 πλοία, ενώ όσες διαθέτουν λιγότερα από αυτό τον αριθμό θεωρούνται μικρού και μεσαίου μεγέθους. Με βάση τα ανωτέρω συμπεραίνουμε το δείγμα μας αποτελείται κυρίως από επιχειρήσεις μικρού και μεσαίου μεγέθους. Συγκεκριμένα κάτω από 20 πλοία κατέχουν 12 επιχειρήσεις ενώ πάνω από 20 κατέχουν 8 εταιρείες (δεν συμπεριλαμβάνονται 10 επιχειρήσεις οι οποίες δεν μας απάντησαν σε αυτά τα ερωτήματα).

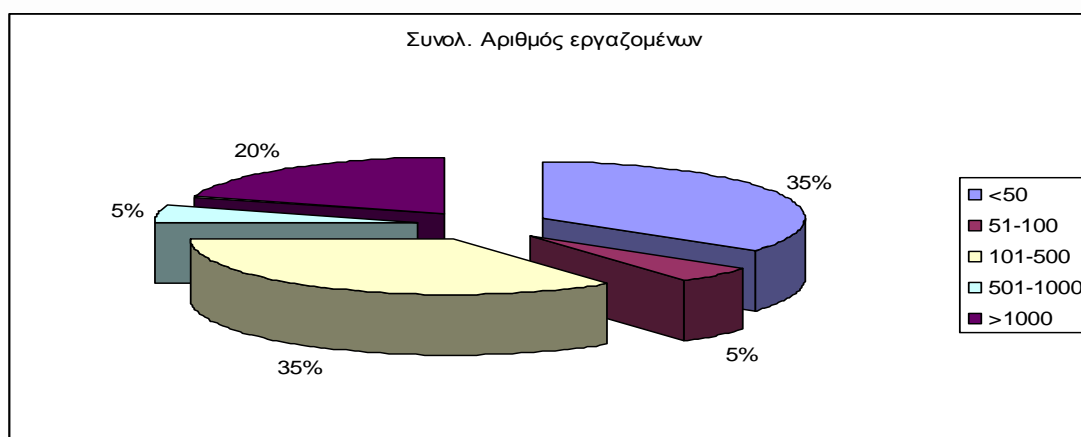
Διάγραμμα 12



Πέρα από την εξακρίβωση του αριθμού των πλοίων προσπαθήσαμε να διερευνήσουμε και τον τύπο των πλοίων που κατέχουν. Θα πρέπει να σημειωθεί σε αυτό το σημείο ότι πολλές επιχειρήσεις λειτουργούν με παραπάνω από έναν τύπο πλοίου. Τα αποτελέσματα που συλλέξαμε αναφέρουν ότι 16 επιχειρήσεις χρησιμοποιούν πλοία τύπου χύδην ξηρού φορτίου (Bulk Carriers), 10 εταιρείες χρησιμοποιούν δεξαμενόπλοια (Tankers), 4 επιχειρήσεις χρησιμοποιούν πλοία τύπου Product & Chemical Tankers, 3 χρησιμοποιούν πλοία τύπου εμπορευματοκιβωτίων (Containerships) και 1 χρησιμοποιεί πλοία μεταφοράς υγροποιημένου αερίου (LPG/LNG). Επίσης θα πρέπει να σημειώσουμε ότι στο δείγμα μας αποτελούνται και εταιρείες σκαφών θαλάσσιου επαγγελματικού τουρισμού, καθώς και εταιρείες παροχής βοηθητικών ναυτιλιακών υπηρεσιών όπως ρυμουλκά και πλωτές φορτηγίδες και γερανοί.

Τελευταίο χαρακτηριστικό που διερευνούμε για να αναγνωρίσουμε την ταυτότητα του δείγματός μας είναι το μέγεθος του ανθρώπινου δυναμικού, θαλάσσιο και χερσαίο, που εργάζεται στις εξεταζόμενες επιχειρήσεις. Παρατηρούμε συνεπώς από τα αποτελέσματα που συλλέξαμε ότι κάτω από 50 εργαζομένους απασχολούν το 30% των επιχειρήσεων που απάντησαν σε αυτή την ερώτηση, από 51-100 εργαζομένους το 5%, από 101-500 απασχολούν το 35%, από 501-1000 ανθρώπους το 5%, ενώ πάνω από 1000 εργαζομένους έχουν το 20%. Σύμφωνα με τα ανωτέρω στοιχεία οι περισσότερες επιχειρήσεις απασχολούν μέχρι 50 εργαζομένους ή από 101-500 εργαζομένους. Το σημείο διαχωρισμού μεταξύ μεγάλων και μικρομεσαίων εταιρειών είναι της τάξεως μεταξύ των 101-500 εργαζομένων.

Διάγραμμα 13



Συμπερασματικές παρατηρήσεις οι οποίες μπορούν να εξαχθούν για τα χαρακτηριστικά του δείγματος είναι ότι:

1. το 73.3% του δείγματος είναι μικρού και μεσαίου μεγέθους εταιρείες ενώ το υπόλοιπο 26.7% μεγάλες επιχειρήσεις, εισηγμένες σε χρηματιστήρια. Τα ποσοστά αυτά διαμορφώνονται κάνοντας την υπόθεση ότι και οι επιχειρήσεις που αρνήθηκαν να απαντήσουν στις ερωτήσεις για το ύψος των ναύλων, το μέγεθος του στόλου και τον αριθμό των εργαζομένων είναι μικρομεσαίες.
2. Οι μεγάλοι μεγέθους επιχειρήσεις επιτυγχάνουν έσοδα από ναύλους πάνω από 101εκ.\$, διαθέτουν στόλο άνω των 20 πλοίων και απασχολούν εργαζομένους από την τάξη των 101-500 εργαζομένους και πάνω.
3. Οι μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις επιτυγχάνουν έσοδα κάτω από 100εκ.\$, ο αριθμός των πλοίων που διατηρούν ανέρχεται έως τα 20 και ο αριθμός των συνολικών εργαζομένων έως τους 100.
4. Οι τύποι των πλοίων που διατηρούν οι επιχειρήσεις του δείγματος ποικίλουν, με κορυφαίες κατηγορίες τα πλοία χύδην ξηρού φορτίου και τα χύδην υγρού φορτίου. Χαμηλά μεγέθη εμφανίζουν τύποι πλοίων μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων και άλλων βοηθητικών τύπων (ρυμουλκά).

6.3 ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΜΕ ΛΟΙΠΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

Είναι πολύ σημαντικό σε αυτό το σημείο να αντιπαραβάλλουμε τα στοιχεία της παρούσας έρευνας με τα στοιχεία που υπάρχουν για τους υπολοίπους κλάδους της οικονομίας. Όπως γνωρίζουμε η βασική διαφορά του κλάδου της ναυτιλίας σε σχέση με τους λοιπούς κλάδους μιας οικονομίας (κατασκευαστικός, χρηματοοικονομικός, λοιπών μεταφορών, ενεργειακός, χονδρεμπόριο, λιανεμπόριο, νέων τεχνολογιών)

είναι ότι η πρώτη δρα σε ένα διεθνές πλαίσιο κανόνων και δέχεται επιρροές από γεγονότα παγκοσμίως σε αντίθεση με το δεύτερο που δρα σε ένα πλαίσιο κανόνων της εθνικής οικονομίας κάθε χώρας, ενώ η επιρροή από παγκόσμια γεγονότα δεν είναι τόσο άμεση όσο στην περίπτωση της ναυτιλίας. Δηλαδή volatility της ναυτιλίας > volatility λοιπών κλάδων. Το φορολογικό καθεστώς είναι μια επιπλέον σημαντική διαφορά, όπου για όλους τους κλάδους αποτελεί μια δαμόκλειος σπάθι πλὴν της ναυτιλίας που δεν υπόκειται σε ουσιαστικές φορολογικές υποχρεώσεις. Επίσης τα απαιτούμενα κεφάλαια για την υλοποίηση μιας ναυτιλιακής επένδυσης είναι πολλαπλάσια σε σχέση με τις επενδύσεις στους λοιπούς κλάδους. Τέλος, ένας ακόμη σημαντικός παράγοντας στη ναυτιλία είναι η εκτίμηση της υπολλειπόμενης αξίας της παραγωγικής μονάδας (πλοίου) στο τέλος του δανειακού προγράμματος κάτι που φαίνεται να συμβαίνει και με τις επενδύσεις στους λοιπούς κλάδους.

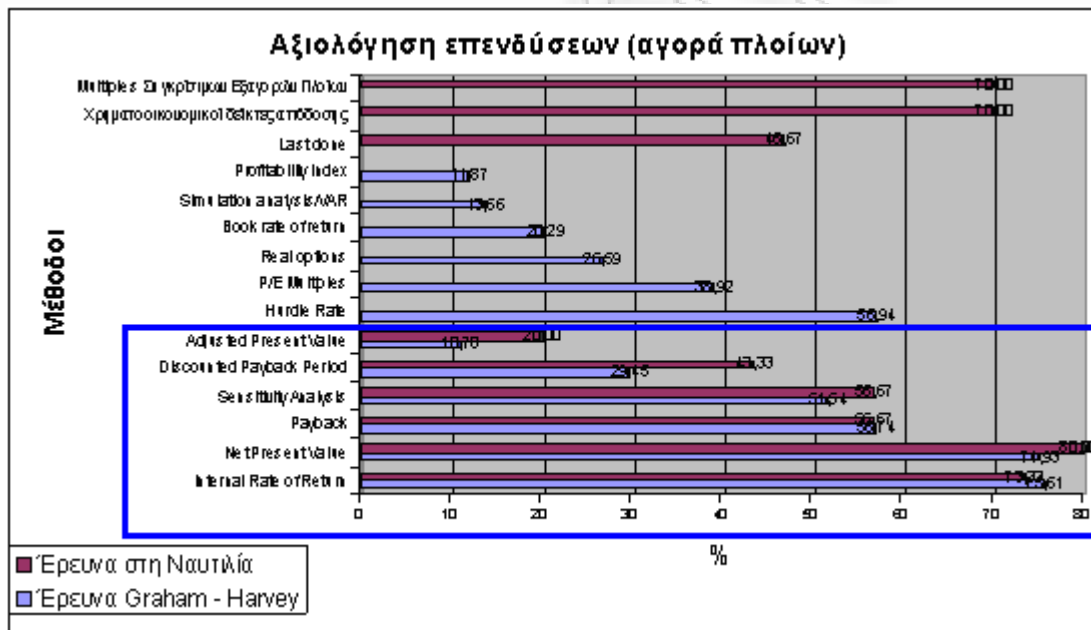
α. Μέθοδοι υλοποίησης επενδύσεων

Στη συνέχεια θα συσχετίσουμε τα στοιχεία της παρούσας έρευνας με τα στοιχεία που αφορούν στους υπόλοιπους κλάδους λαμβάνοντας ως βάση την έρευνα των John Graham – Campbell Harvey (How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions? - 2002). Συγκεκριμένα σύμφωνα με το διάγραμμα A1, στην αντίστοιχη ερώτηση της δημοφιλίας των τεχνικών που χρησιμοποιούνται για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων στις πρώτες θέσεις έρχονται οι μέθοδοι DCF και συγκεκριμένα οι μέθοδοι IRR (75,61%) και NPV (74,93%). Επίσης στην έρευνα για τη ναυτιλία οι μέθοδοι DCF κατέχουν την πρωταρχική θέση με αντίστροφη όμως σειρά, δηλαδή IRR (73,33%) και NPV (80%). Σε πολύ υψηλή θέση ανέρχονται επίσης η μέθοδοι της επανείσπραξης καθώς και η ανάλυση ευαισθησίας (άνω του 50%) και στις δύο έρευνες. Στα επίπεδα του 40% ανέρχεται η δημοφιλία χρήσης της μεθόδου της προεξοφλημένης επανείσπραξης, ενώ περιορισμένη αποδοχή έχει η προσαρμοσμένη παρούσα αξία.

Όπως παρατηρείται και στις δύο έρευνες οι επιχειρηματίες θεωρούν τις μεθόδους DCF ως τις πλέον αξιόλογες, επαρκείς, οι οποίες μπορούν να δώσουν ακριβή και ορθολογικά αποτελέσματα για την αξιολόγηση των επενδύσεών τους. Και το IRR και η NPV αποτελούν τις πλέον αξιόλογες επιστημονικά τεχνικές και χαίρουν την εμπιστοσύνη του συνόλου των επιχειρηματιών. Τονίζουμε το γεγονός ότι οι συγκεκριμένες μέθοδοι έχουν αναπτυχθεί τα τελευταία χρόνια, παίρνοντας τη θέση παραδοσιακών τεχνικών, όπως της μεθόδου επανείσπραξης. Ακολουθεί η ανάλυση ευαισθησίας και η μέθοδος επανείσπραξης. Η ανάλυση ευαισθησίας θεωρείται πολύ

σημαντική από όλους τους επιχειρηματίες αφού δίνεται η δυνατότητα με κατάλληλα μαθηματικά μοντέλα να υπολογίσουν τις επιπτώσεις των οικονομικών μεγεθών της επιχείρησης αν μεταβληθούν κάποιες παράμετροι της επένδυσης (πχ κόστος, πληθωρισμός, συναλλαγματικές ισοτιμίες κλπ). Η payback method αποτελεί την πλέον διαχρονική μέθοδο και χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις ιδιαίτερα μικρομεσαίων μεγεθών.

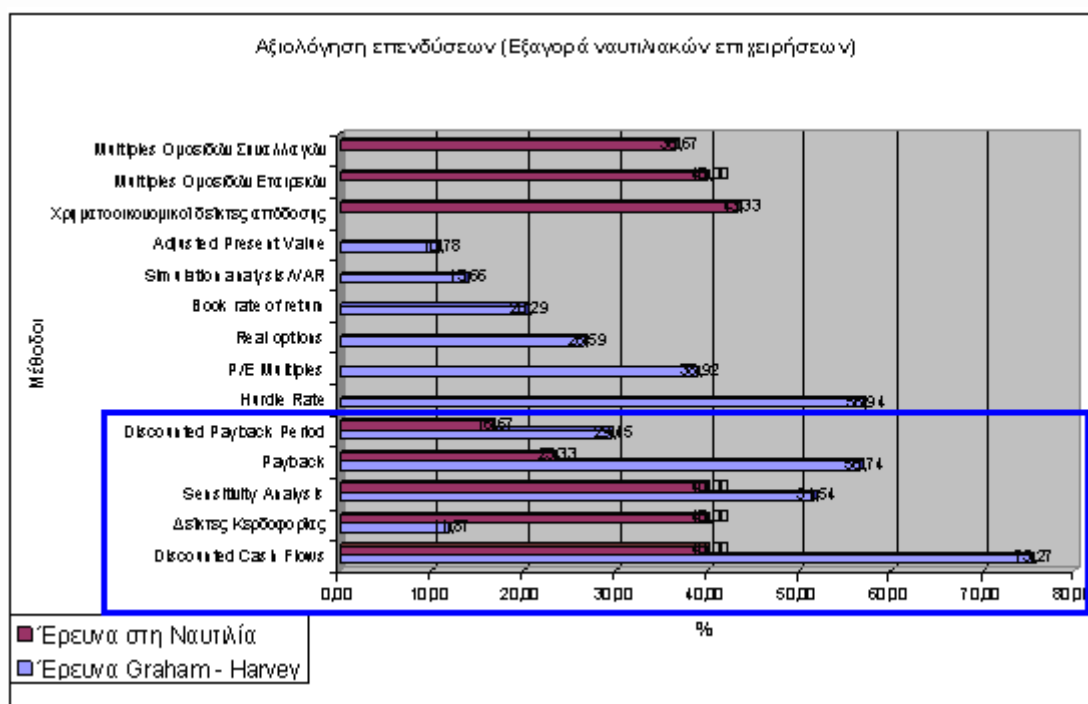
Πέραν των ομοιοτήτων των δύο ερευνών θα πρέπει να τονίσουμε και τις διαφορές τους οι οποίες αφορούν βασικούς δείκτες, όπως των συγκρίσιμων εξαγορών πλοίων, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες απόδοσης και η μέθοδος Last done. Πρόκειται για ιδιαίτερα μεγέθη τα οποία προσαρμόζονται στις ιδιαιτερότητες του κλάδου της ναυτιλίας και στην εμπειρική τακτική που ακολουθείται, κάτι που δεν γίνεται στις επιχειρήσεις χερσαίας δραστηριότητας.



Διάγραμμα Α1

Η εικόνα διαφοροποιείται στην αξιολόγηση για την εξαγορά επιχειρήσεων (διάγραμμα Α2). Δηλαδή ενώ οι μέθοδοι DCF έχουν δημοφιλή θέση στην έρευνα για τη ναυτιλία (40%) παράλληλα ισοψηφεί με τις μεθόδους της Ανάλυσης Ευαισθησίας, των δεικτών κερδοφορίας καθώς και των multiples ομοειδών εταιρειών. Δημοφιλέστερη απάντηση εμφανίζεται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες απόδοσης (43,33%) ενώ ακολουθούν η μέθοδος επανείσπραξης (23,33%) και η προεξοφλημένη μέθοδος επανείσπραξης (16,67%). Αντίστοιχα στην έρευνα των Graham – Harvey παρουσιάζονται οι DCF ως δημοφιλέστερη μέθοδοι και ακολουθούν η μέθοδος επανείσπραξης, Ανάλυση Ευαισθησίας, προεξοφλημένη περίοδος επανείσπραξης και δείκτες κερδοφορίας.

Διάγραμμα Α2

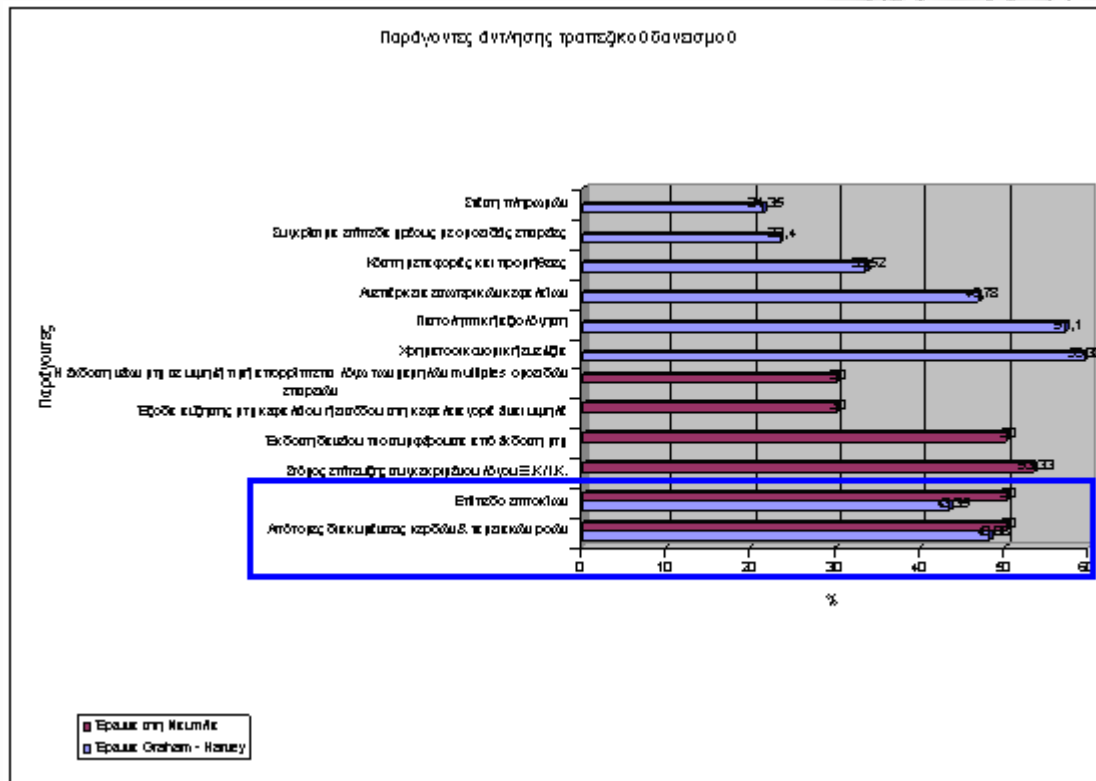


Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από τις δύο έρευνες, η επένδυση για την εξαγορά μιας επιχείρησης από μια άλλη υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις. Ενώ στην έρευνα των Graham – Harvey είναι φανερή η επιδοκιμασία των μεθόδων DCF, payback period, sensitivity analysis και Hurdle rate (άνω του 50%) στην έρευνα στη ναυτιλία η επιδοκιμασία των μεθόδων δεν ξεπερνά το 43,33%. Αυτό σημαίνει ότι στη ναυτιλία η συγκεκριμένη επένδυση δεν αποτελεί βασική πολιτική των επιχειρηματιών, ιδιαίτερα για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις που αποτελεί και το σύνολο σχεδόν του δείγματός μας. Πέραν αυτού θα πρέπει να πούμε ότι οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις που προχωρούν σε εξαγορά μιας άλλης επιχείρησης ή συνεργασία ή συγχώνευση, χρησιμοποιούν ένα σύνολο τεχνικών για να προσδιορίσουν την απόφασή τους. Δεν χρησιμοποιείται μια κατεξοχήν τεχνική, όπως φαίνεται για το σύνολο των λοιπών χερσαίων επιχειρήσεων, αλλά ένας συνδυασμός μεθόδων που η ανάλυσή τους θα οδηγήσει στην λήψη της απόφασης για την αγορά ή όχι μιας επιχείρησης.

β. Έκδοση δανειακών κεφαλαίων

Σε ότι αφορά το ερώτημα για τους παράγοντες που επηρεάζουν την έκδοση δανειακών κεφαλαίων σύμφωνα με το διάγραμμα β' παρατηρούμε ότι στην έρευνα των Graham – Harvey δημοφιλέστερες απαντήσεις είναι η απόκτηση ή τόνωση της χρηματοοικονομικής ευελιξίας της εταιρείας (59,38%) και η εμετάλλευση της ικανοποιητικής πιστοληπτικής της ικανότητας (57,1%). Άλλοι παράγοντες που

θεωρούνται σημαντικοί είναι οι εκτιμώμενες διακυμάνσεις που έχουν τα κέρδη και οι ταμειακές ροές οι οποίες ενδέχεται να δημιουργήσουν πρόβλημα στη λειτουργία μιας επιχείρησης αν οι βραχυπρόθεμες υποχρεώσεις δεν καλυπτονται από αυτά (48,08%), ανεπάρκεια επένδυσης με εσωτερικά κεφάλαια της επιχείρησης (46,78%), το ύψος των επιτοκίων δανεισμού (43,35%) κλπ.



Διάγραμμα β

Σε σύγκριση με την παρούσα έρευνα παρατηρούμε ότι δεν υπάρχουν μεγάλες αποκλίσεις στη δημοφιλία των απαντήσεων (βλ διάγραμμα β). Παρά το ότι στους λοιπούς κλάδους της οικονομίας μεγάλο ρόλο στο μέγεθος του τραπεζικού δανεισμού είναι η απόκτηση μεγαλύτερης ευελιξίας των επενδυτικών και λειτουργικών κινήσεων της εταιρείας, καθώς και η εκμετάλλευση της καλής πιστοληπτικής της ικανότητας, στη ναυτιλία σημαντικότερο ρόλο παίζει η διατήρηση συγκεκριμένης αναλογίας χρήσης ξένων και ιδίων κεφαλαίων (53,33%). Επίσης πολύ σημαντικοί παράγοντες και στις δύο έρευνες θεωρούνται το ύψος των επιτοκίων δανεισμού (50%), η κάλυψη των λειτουργικών δαπανών από τις διακυμάνσεις των ταμειακών ροών (50%) καθώς και οι οικονομικές συνθήκες που επικρατούν τη χρονική στιγμή λήψης της απόδοσης ως προς την επιλογή του τραπεζικού δανεισμού ή της έκδοσης νέων μετοχών (50%).

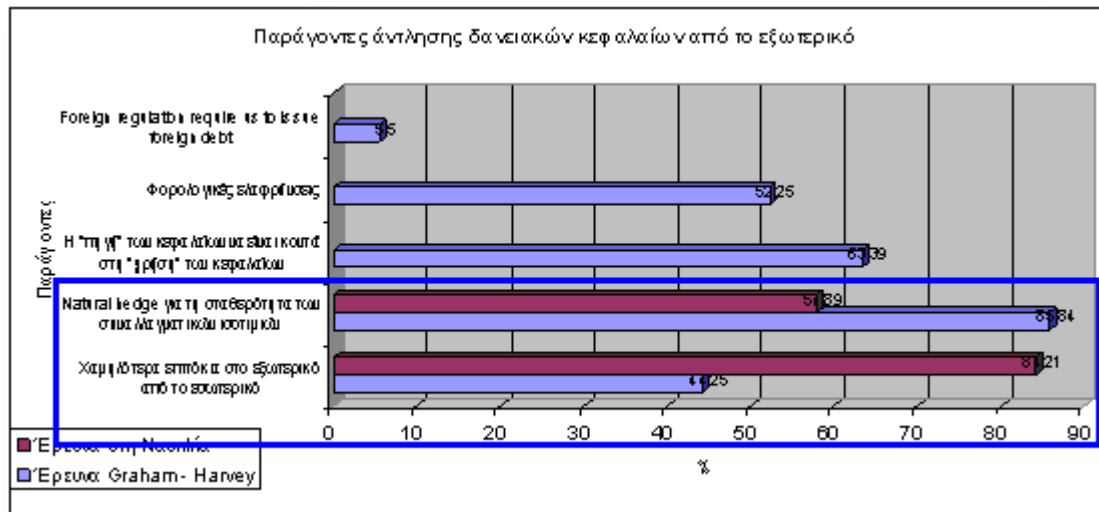
Θα πρέπει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τα ανωτέρω ακολουθείται η trade-off theory τόσο στον κλάδο της ναυτιλίας όσο και στους λοιπούς κλάδους. Δηλαδή η

χρηματοδότηση των επενδύσεων με δανεισμό γίνεται με βάση την αντιπαραβολή (trading-off) των οφελειών και των μειονεκτημάτων της έκδοσης χρέους. Επίσης η συγκεκριμένη θεωρία υποθέτει ότι υπάρχει ένα άριστο επίπεδο στη σχέση μεταξύ ξένων και ιδίων κεφαλαίων κάτι που λαμβάνεται υπόψη και στη ναυτιλία αφού επιδιώκεται συγκεκριμένος στόχος για την αναλογία των δύο μεγεθών. Βέβαια θα πρέπει να σημειωθεί ότι το διαχρονικό πλεονέκτημα αυτής της θεωρίας είναι φορολογικό (interest deductibility) κάτι που δεν ισχύει στο ναυτιλιακό κλάδο.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να τονίσουμε ότι ο δανεισμός μιας ναυτιλιακής εταιρείας εξυπηρετεί κυρίως χρηματοδότηση των επενδυτικών της σχεδίων και λιγότερο χρηματοδότηση για κεφάλαιο κίνησης. Άλλωστε ο μακροπρόθεσμος δανεισμός μιας ναυτιλιακής εταιρείας είναι μεγαλύτερος από τον βραχυπρόθεσμο για αυτόν ακριβώς τον λόγο. Αντιθέτως η πλειονότητα των επιχειρήσεων των υπολοίπων κλάδων, δανείζονται βραχυπρόθεσμα σε εντονότερο βαθμό από ότι μακροπρόθεσμα.

γ. Παράγοντες άντλησης δανειακών κεφαλαίων από το εξωτερικό

Είναι πολύ σημαντικό σε αυτό το σημείο να εξετάσουμε την συσχέτιση που υπάρχει μεταξύ του ναυτιλιακού κλάδου και των λοιπών κλάδων της οικονομίας σε ότι αφορά τον δανεισμό από κεφάλαια του εξωτερικού (δανεισμό σε συνάλλαγμα). Παρατηρούμε στο διάγραμμα γ' ότι η δημοφιλέστερη απάντηση στην έρευνα των Graham – Harvey για τις επιχειρήσεις οι οποίες δανείζονται σε συνάλλαγμα αποτελεί η ύπαρξη ενός φυσικού αντισταθμίματος κινδύνου το οποίο θα ελαχιστοποιεί τις διακυμάνσεις των συναλλαγματικών ισοτιμιών (85,84%). Αυτό αποτελεί σημαντικό στοιχείο έτσι ώστε να διαχειρίζονται τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Επόμενος παράγοντας ο οποίος αποτελεί κίνητρο για τις μικρές κατασκευαστικές εταιρείες είναι η πηγή της χρηματοδότησης να είναι κοντά στο σημείο που θα γίνεται η επένδυση (63,39%). Άλλοι παράγοντες είναι το φορολογικό καθεστώς κάθε χώρας (52,25%), το ύψος των επιτοκίων εσωτερικού – εξωτερικού (44,25%) και οι κανονισμοί κάθε χώρας για την έκδοση χρέους (5,5%).

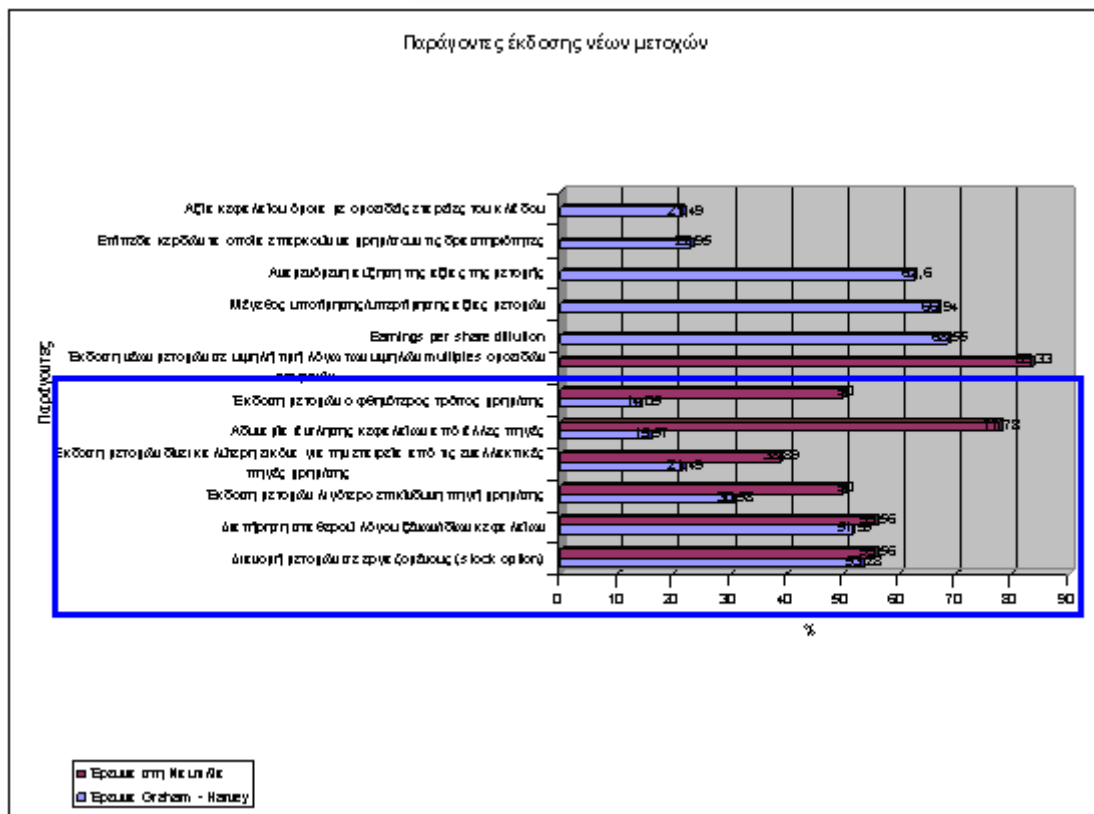


Διάγραμμα γ

Στην έρευνα στον κλάδο της ναυτιλίας τα αποτελέσματα στη σχετική ερώτηση δεν αποτελούν έκπληξη. Η πλειοψηφία θεωρεί ότι το ύψος των επιτοκίων (85,84%) που διαμορφώνονται τόσο στις αγορές του εξωτερικού όσο και στην αγορά του εσωτερικού αποτελεί θεμελιώδη παράγοντα για την απόφαση ενός επιχειρηματία ως προς τα πού θα στραφεί για να αναζητήσει τα κεφάλαια που υπολλέπονται για την υλοποίηση των σχεδίων του. Η ύπαρξη φυσικού αντισταθμίματος αποτελεί επίσης σημαντικό παράγοντα (57,89%) προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος συναλλαγματικού κινδύνου. Σε ό,τι αφορά τους λοιπούς παράγοντες, δηλαδή τις φορολογικές ελαφρύνσεις και την δυνατότητα οι «πηγές» των κεφαλαίων να είναι κοντά στην «χρήση» των κεφαλαίων, δεν ευσταθούν στην περίπτωση της ναυτιλίας λόγω των ιδιαιτεροτήτων του συγκεκριμένου κλάδου.

δ. Παράγοντες έκδοσης νέων μετοχών

Ο επόμενος συσχετισμός έχει να κάνει με την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων βάσει της έκδοσης νέων μετοχών. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα του διαγράμματος δ' παρατηρούμε ότι οι επιχειρήσεις των λοιπών κλάδων (πλὴν της ναυτιλίας) για να χρηματοδοτήσουν τα επενδυτικά τους σχέδια μέσω αύξησης του μετοχικού τους κεφαλαίου λαμβάνουν υπόψη τους εξής παράγοντες (δημοφιλία άνω του 50%) : απομείωσης των κερδών τους (EPS delution), υποτίμηση/υπερεκτίμηση της αξίας της μετοχής, διανομή stock options στους εργαζομένους, σταθερότητα στην αναλογία ξένων/ιδίων κεφαλαίων



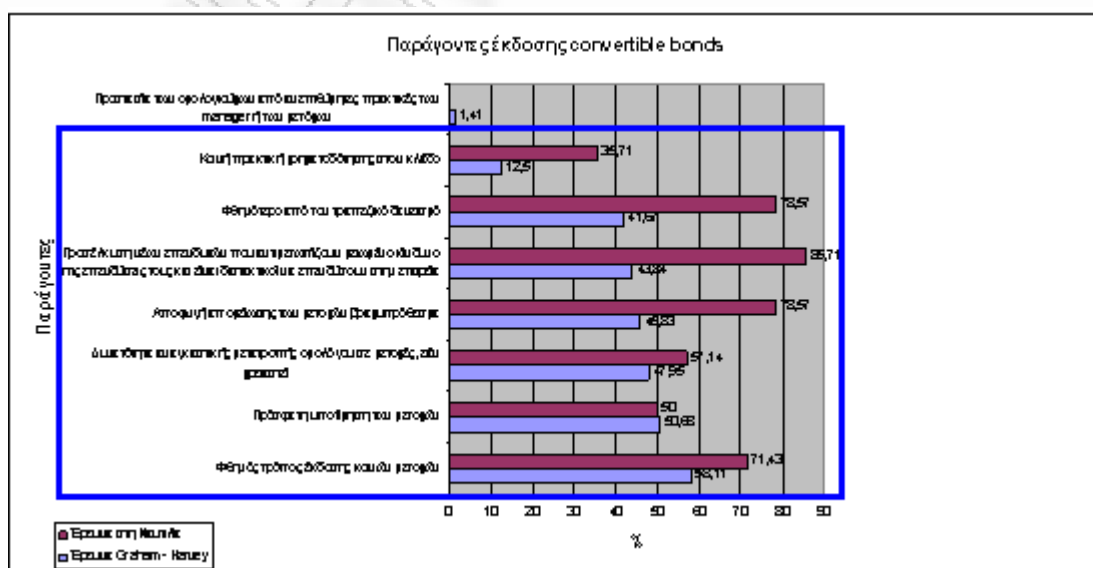
Διάγραμμα δ

Σε σχέση με την παρούσα έρευνα στη ναυτιλία εξάγονται τα εξής συμπεράσματα: Οι CFO στη ναυτιλία δίνουν σημαντικό βάρος στην εξέταση συγκρίσιμων δεικτών σε ομοειδείς μεγάλες επιχειρήσεις του κλάδου (Enterprise Value/EBITDA, P/NAV) με ποσοστό (83,33%). Εάν οι τιμές των δεικτών είναι υψηλές τότε μπορούν να εκδοθούν νέες μετοχές σε υψηλές τιμές. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε από το σχετικό διάγραμμα οι δύο έρευνες συγκλίνουν σημαντικά στους εξής δύο παράγοντες: διανομή μετοχών σε εργαζομένους (55,56% στη ναυτιλία – 53,28% στη Graham Harvey) και διατήρηση του σταθερού λόγου ξένων/ιδίων κεφαλαίων (55,56% - 51,59% αντίστοιχα). Από τους δύο παράγοντες, ο δεύτερος είναι περισσότερο γενικού χαρακτήρα, ενώ ο πρώτος έχει εφαρμογή περισσότερο σε μεγάλο μέγεθος επιχειρήσεις. Σύγκλιση παρουσιάζεται επίσης και σε άλλους δύο παράγοντες: η έκδοση μετοχών αποτελεί λιγότερο επικίνδυνη πηγή χρηματοδότησης (50% - 30,58%) και η έκδοση νέων μετοχών δίνει καλύτερη εικόνα για την εταιρεία από ότι οι άλλες πηγές χρηματοδότησης (38,89 – 21,49%). Σημαντική απόκλιση παρουσιάζουν άλλοι δύο παράγοντες: η αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από άλλες πηγές (77,78% - 15,57%) και η έκδοση μετοχών είναι φθηνότερος τρόπος χρηματοδότησης (50% - 14,05%).

Από τις απαντήσεις που δόθηκαν μπορούμε να εξάγουμε το συμπέρασμα ότι και στη ναυτιλία βρίσκεται εφαρμογή η θεωρία pecking – order. Συγκεκριμένα όπως αναφέρει και η θεωρία οι managers αποφεύγουν την έκδοση νέων μετοχών όταν υπάρχει πιθανότητα υποεκτίμησης της αξίας της μετοχής. Οι επενδυτές λαμβάνουν την αύξηση κεφαλαίου ως σημάδι ότι εταιρεία είναι υπερεκτιμημένη και τότε πέφτουν οι τιμές. Εάν η υπερεκτίμηση ισχύει, τότε αποτελεί μια διόρθωση της τιμής. Εάν δεν ισχύει τότε έχουμε απομείωση της αξίας της εταιρείας. Υπάρχει δηλαδή ένα κενό πληροφόρησης. Γι' αυτό και η έκδοση νέων μετοχών αποτελεί την τελευταία δαπανηρή λύση σε σχέση με τις άλλες κατηγορίες πηγών χρηματοδότησης (τραπεζικός δανεισμός, μετατρέψιμα χρεόγραφα).

ε. Παράγοντες έκδοσης μετατρέψιμων χρεωγράφων

Το επόμενο θέμα που πρέπει να συγκριθεί μεταξύ της ναυτιλίας και των λοιπών κλάδων είναι η άντληση επενδυτικών κεφαλαίων μέσω μετατρέψιμων χρεωγράφων. Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα ε' οι επιχειρήσεις των λοιπών κλάδων (πλην της ναυτιλίας) θεωρούν ότι τα μετατρέψιμα χρεόγραφα είναι ένας ενδιάμεσος τρόπος να εκδώσουν κοινές μετοχές χωρίς να απομειωθεί η αξία της εταιρείας ιδιαίτερα όταν υπάρχει αυξημένος κίνδυνος υποτίμησης των τιμών της. Κυριότερος παράγοντας θεωρείται ότι το μετατρέψιμο ομόλογο είναι ένας φτηνός τρόπος έκδοσης κοινών μετοχών (58,11%), ενώ ακολουθούν σχεδόν ισόβαθμα η πρόσφατη υποτίμηση μετοχών, η δυνατότητα που έχουν τα μετατρέψιμα ομόλογα για αλλαγή σε μετοχές εάν χρειαστεί, η αποφυγή μείωσης των μετοχών βραχυπρόθεσμα, η προσέλκυση νέων επενδυτών που αντιμετωπίζουν μειωμένο κίνδυνο στις επενδύσεις τους και ότι τα convertibles είναι φτηνότερα από τον τραπεζικό δανεισμό.



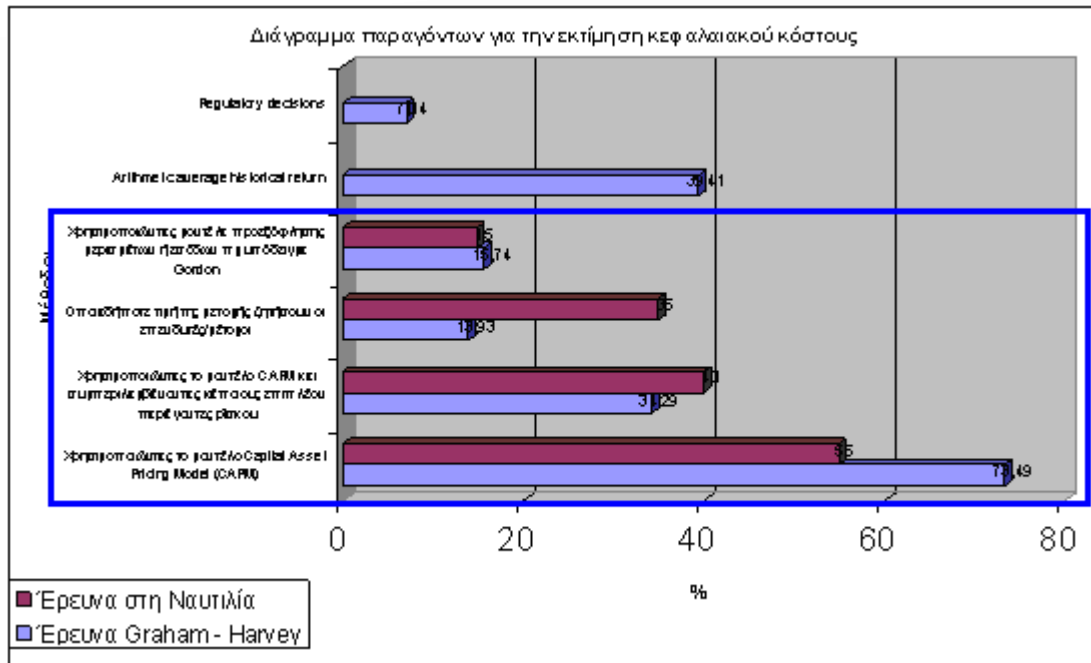
Διάγραμμα ε

Σύμφωνα με τα ανωτέρω οι απαντήσεις που δόθηκαν για το ίδιο θέμα στον κλάδο της ναυτιλίας δεν έχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις. Συγκεκριμένα μεγαλύτερη σύγκλιση μεταξύ των δύο ερευνών εμφανίζεται μεταξύ τριών παραγόντων: οι αξίες των κοινών μετοχών θα ήταν σημαντικά υποτιμημένες σε σχέση με τα convertibles (50% στη ναυτιλία – 50,68% στους Graham Harvey), η δυνατότητα αναγκαστικής μετατροπής ομολόγου εάν χρειαστεί (57,14% - 47,95%) και τα convertibles είναι ο φτηνότερος τρόπος έκδοσης κοινών μετοχών (71,43% - 58,11%). Αντίθετα σημαντική απόκλιση παρουσιάζεται σε 4 παράγοντες: προσέλκυση νέων επενδυτών οι οποίοι ήταν διστακτικοί να επενδύσουν στην εταιρεία και έχουν μειωμένο επενδυτικό κίνδυνο (85,71% στη ναυτιλία – 43,84% στους Graham Harvey), αποφυγή μείωσης των μετοχών βραχυπρόθεσμα (78,57% - 45,83%), τα convertibles φτηνότερα από τον τραπεζικό δανεισμό (78,57% - 41,67%) και τα convertibles αποτελούν κοινή πρακτική χρηματοδότησης στον κλάδο (35,71% - 12,5%).

Σχετικά με τον παράγοντα της προσέλκυσης νέων επενδυτών οι οποίοι ήταν διστακτικοί να επενδύσουν στην εταιρεία, τονίζουμε ότι έχει ιδιαίτερη δημοφιλία στη ναυτιλία αφού τα convertibles μειώνουν τον κίνδυνο μείωσης της αξίας της εταιρείας η οποία επηρεάζεται από το υψηλό volatility της ναυτιλίας, κάτι που δεν ισχύει στους λοιπούς κλάδους. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα μετατρέψιμα χρεόγραφα αποτελούν μια σύνηθες πρακτική σε επιχειρήσεις μεγάλου μεγέθους και κυρίως σε εισηγμένες. Αυτό είναι λογικό αφού οι μεγάλες εταιρείες διαθέτουν την απαραίτητη οργάνωση, υποδομή, εξειδικευμένο και καταρτισμένο ανθρώπινο δυναμικό που να μπορεί να ελέγξει τη λειτουργία αυτού του χρηματοοικονομικού εργαλείου.

Στ. Υπολογισμός κεφαλαιακού κόστους

Ένα πολύ σημαντικό κεφάλαιο που πρέπει να εξεταστεί είναι η σχέση που υπάρχει μεταξύ της ναυτιλίας και των λοιπών κλάδων της οικονομίας σε ό,τι αφορά τον υπολογισμό του κεφαλαιακού κόστους. Όπως παρατηρούμε στο διάγραμμα στ' η δημοφιλέστερη μέθοδος που χρησιμοποιείται στην έρευνα των Graham – Harvey είναι η Capital Asset Pricing Model (CAPM) με ποσοστό 73.5%. Ακολουθούν με χαμηλότερα ποσοστά (μικρότερα του 50%) ο αριθμητικός μέσος όρος της ιστορικότητας της τιμής της μετοχής, ο υπολογισμός της CAPM με επιπλέον παράγοντες κινδύνου, μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων, οι προσδοκίες των επενδυτών κλπ.



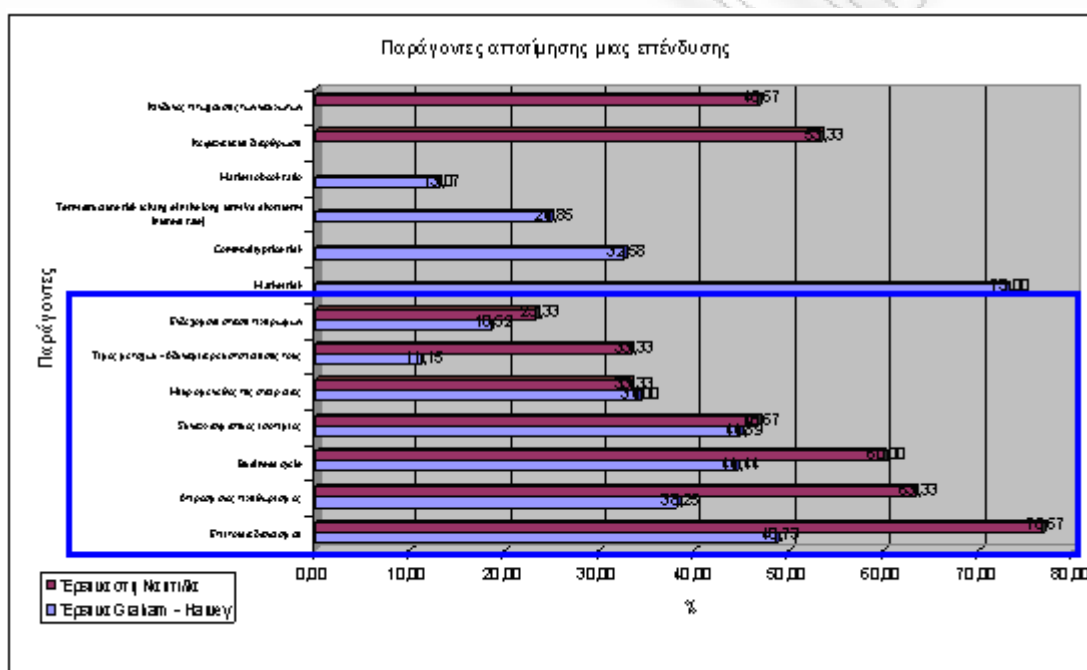
Διάγραμμα ΣΤ

Παρόμοιες είναι και οι απαντήσεις που δόθηκαν στην παρούσα έρευνα για τη ναυτιλία. Δηλαδή η δημοφιλέστερη απάντηση είναι η μέθοδος CAPM η οποία συγκλίνει και στις δύο έρευνες (73,49% στη ναυτιλία – 55% στους Graham Harvey), ενώ αν λάβουμε υπόψη το CAPM και επιπλέον παράγοντες κινδύνου τα αποτελέσματα είναι 40% στη ναυτιλία 34,29% στους Graham – Harvey. Απόκλιση παρουσιάζει ο παράγοντας της τιμής των μετοχών την οποία ζητούν οι επενδυτές (35% - 13,93% αντίστοιχα), ενώ σύγκλιση με χαμηλά ποσοστά παρουσιάζει ο παράγοντας του μαθηματικού μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων (15% - 15,74% αντίστοιχα).

Η μέθοδος CAPM είναι μια από τις πιο αναγνωρισμένες επιστημονικά μεθόδους υπολογισμού του κεφαλαιακού κόστους, με ευρεία εφαρμογή σε μεγάλο μέγεθος επιχειρήσεις. Αποτελεί σημαντικό στοιχείο το γεγονός ότι πολλές ναυτιλιακές εταιρείες μικρού μεγέθους απάντησαν ότι χρησιμοποιούν σημαντικά τη συγκεκριμένη μέθοδο για τον υπολογισμό του κεφαλαιακού τους κόστους. Ωστόσο όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο εάν κάνουμε την παραδοχή ότι ένα σημαντικό μέρος του δείγματος (1/3) δεν απάντησε θετικά στην ερώτηση για τον τρόπο υπολογισμού του κεφαλαιακού κόστους, συμπεραίνουμε ότι: *οι μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις χρησιμοποιούν στη πλειονότητά τους παραδοσιακές μορφές υπολογισμού του κεφαλαιακού κόστους (fixed τιμή μετοχής), ενώ οι μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις χρησιμοποιούν διεθνώς εφαρμοσμένες ακαδημαϊκές τεχνικές (CAPM).* Η ίδια εικόνα επικρατεί και στις χερσαίων κλάδων επιχειρήσεις.

ζ. Παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη στην αποτίμηση των επενδύσεων

Τέλος θα πρέπει να αναλυθεί η σχέση μεταξύ ναυτιλίας και χερσαίων κλάδων στο θέμα της αποτίμησης των επενδύσεων λαμβάνοντας υπόψη συγκεκριμένους παράγοντες κινδύνου. Όπως παρατηρείται στο διάγραμμα ζ' οι χερσαίων κλάδων επιχειρήσεις θεωρούν σημαντικότερο παράγοντα κινδύνου τον κίνδυνο αγοράς. Μια ενδεχόμενη παύση πληρωμών ενός πελάτη ή αποδυνάμωση της ρευστότητας του καταναλωτικού κοινού μπορεί να οδηγήσει σε συσσωρευμένες χρεοκοπίες εταιρειών, πράγμα που επηρεάζει όλη την αγορά. Σε χαμηλότερα επίπεδα ανέρχονται παράγοντες όπως το ύψος των επιτοκίων, η διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών, η φάση των επιχειρηματικών κύκλων, ο απρόσμενος πληθωρισμός, το μέγεθος της εταιρείας κλπ.



Διάγραμμα ζ

Σε σύγκριση με την παρούσα έρευνα στον κλάδο της ναυτιλίας οι παράγοντες δεν διαφοροποιούνται σημαντικά. Για τη ναυτιλία σημαντικότερος παράγοντας θεωρείται η μεταβολή του ύψους των επιτοκίων δανεισμού (76,67%) το οποίο αποκλίνει από την έρευνα των Graham – Harvey (48,73%). Πολύ σημαντικός παράγοντας, αφού από το ύψος των επιτοκίων καθορίζεται ο προϋπολογισμός των δαπανών της εταιρείας για την επένδυση καθώς επίσης και η ευελιξία κινήσεων της εταιρείας για την κάλυψη των λειτουργικών της εξόδων. Επιπλέον σημαντικός παράγοντας θεωρείται η διακύμανση του πληθωρισμού ο οποίος μπορεί να επηρεάσει στοιχεία του λειτουργικού κόστους της επιχείρησης (τιμές καυσίμων). Υπάρχει απόκλιση μεταξύ των δύο ερευνών (63,33% - 38,25%). Το επίπεδο των

επιχειρηματικών κύκλων αποτελεί έναν ακόμη παράγοντα που συνυπολογίζουν σημαντικά οι ναυτιλιακές εταιρείες αφού έχουν διαφορετικό βαθμό επίδρασης στην αποτίμησή τους σε περιόδους απαρχής ανόδου / ύφεσης ή και ενδιάμεσα. Για τον συγκεκριμένο παράγοντα υπάρχει απόκλιση μεταξύ των δύο ερευνών (60% - 44,44%). Απόκλιση υπάρχει στον παράγοντα της αδυναμίας ρευστοποίησης των μετοχών λόγω χαμηλής αξίας τους (33,33% - 11,15%), ωστόσο και στις δύο έρευνες κατατάσσεται στην τελευταία θέση αξιολόγησης. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν 3 παράγοντες σύγκλισης στις δύο έρευνες: οι συναλλαγματικές ισοτιμίες (46,67% - 44,89%), μικρό μέγεθος της εταιρείας (33,33% - 34%) και στην ενδεχόμενη στάση πληρωμών (23,33% - 18,52%). Τόσο το μικρό μέγεθος της εταιρείας όσο και η στάση πληρωμών θεωρείται χαμηλού επιπέδου κίνδυνου από το δείγμα των δύο ερευνών. Πολύ βασικοί παράγοντες στη ναυτιλία θεωρούνται επίσης η κεφαλαιακή διάρθρωση και το ενδεχόμενο στάσης πληρωμών των ναυλωτών.

Συμπεράσματα

Από την έρευνα που πραγματοποιήσαμε προσπαθήσαμε να εξάγουμε βασικά συμπεράσματα για τις τάσεις που επικρατούν στην ελληνική ναυτιλιακή κοινότητα πάνω στο θέμα των διαδικασιών λήψης των επενδυτικών αποφάσεων και αριστοποίησης της αποδοτικότητάς τους. Όπως διαπιστώσαμε, οι βασικές τεχνικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από το οικονομικό επιτελείο μιας ναυτιλιακής εταιρείας είναι οι μέθοδοι της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) και της εσωτερικής απόδοσης επιτοκίου (IRR). Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία η μέθοδος με τη μεγαλύτερη επιστημονική αποδοχή είναι της NPV ενώ σε πρακτικό επίπεδο χρησιμοποιείται η IRR. Στην έρευνά μας και οι δύο μέθοδοι αξιολογούνται ως πολύ σημαντικές και χρησιμοποιούνται εξίσου από τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις για την αγορά πλοίων. Μάλιστα θα μπορούσε να ειπωθεί ότι οι συγκεκριμένες μέθοδοι αποτελούν σημείο κοινής αποδοχής τόσο για τις μεγάλες όσο και για τις μικρομεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις όχι μόνο του ναυτιλιακού κλάδου αλλά και των υπολοίπων κλάδων της οικονομίας.

Θα πρέπει να τονίσουμε ότι πέρα των συγκεκριμένων τεχνικών χρησιμοποιούνται σε σημαντικό βαθμό και άλλες οικονομικές μέθοδοι όπως των multiples συγκρίσιμων εξαγορών άλλων πλοίων, η μέθοδος επανείσπραξης και η μελέτη χρηματοοικονομικών δεικτών αποδοτικότητας. Η χρήση αυτών των μεθόδων

δεν απαιτεί εξειδικευμένη γνώση, αλλά αναλυτική, συνθετική και εμπειρική ικανότητα του ερευνητή να παρατηρήσει – συγκρίνει τους καλύτερους δείκτες και να εκτιμήσει τις μελλοντικές προεξοφλημένες ταμειακές ροές που θα έχει και οι οποίες θα πρέπει να υπερκαλύπτουν τις εκροές της επιχείρησης. Μάλιστα επειδή το δείγμα μας αποτελείται από εταιρείες μικρού και μεσαίου μεγέθους και οι οποίες δεν έχουν οργανωμένο οικονομικό επιτελείο όπως οι μεγάλες επιχειρήσεις, γι' αυτό το λόγο εξηγούνται και τα υψηλά ποσοστά αποδοχής των συγκεκριμένων μεθόδων.

Η ίδια λογική επικρατεί και για την απόφαση εξαγοράς, συγχώνευσης ή συνεργασίας μεταξύ ναυτιλιακών εταιρειών. Γενικότερα τα αποτελέσματα που λάβαμε από όσες επιχειρήσεις υιοθετούν την συγκεκριμένη επενδυτική πολιτική οδηγούν στο συμπέρασμα ότι τα κριτήρια τα οποία εξετάζονται είναι παρόμοια σε όλους τους κλάδους. Αυτά αφορούν την εξέταση της αποδοτικότητας της προς εξαγορά εταιρείας, τον υπολογισμό των προεξοφλημένων ταμειακών ροών που θα προκύψουν από τη σύνθεση των οικονομικών μεγεθών, την αξία της μετοχής της προς εξαγορά εταιρείας σε σχέση με τα κέρδη της καθώς και η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη για τη νέα εταιρεία που θα προκύψει μετά τη συγχώνευση. Πρόκειται δηλαδή για ένα σύνολο τεχνικών που χρησιμοποιούνται και που με την παράλληλη ανάλυση των αποτελεσμάτων τους, μπορεί να ληφθεί η απόφαση για την εξαγορά. Η διαφορά μεταξύ ναυτιλιακών και χερσαίων εταιρειών είναι ότι στις πρώτες έχει σημαντική χρήση η εμπειρική μέθοδος Last Done και τα multiples ομοειδών εταιρειών και συναλλαγών, ενώ καθόλου στις δεύτερες.

Πέρα από την εξακρίβωση των τεχνικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων, πολύ σημαντική ήταν η εκτίμηση του κεφαλαιακού κόστους. Η εκτίμηση του κεφαλαιακού κόστους τόσο στις ναυτιλιακές όσο και στις επιχειρήσεις λοιπών κλάδων γίνεται μέσω της μεθόδου CAPM ή με τον συνδιασμό της μεθόδου CAPM και κάποιων παραγόντων κινδύνου (multibeta CAPM). Οι ανωτέρω μέθοδοι μαζί με το υπόδειγμα ρυθμού αύξησης μερισμάτων (υποδείγμα Gordon) είναι οι περισσότερο αναγνωρισμένες επιστημονικά τεχνικές υπολογισμού του κεφαλαιακού κόστους. Ωστόσο θα πρέπει να κάνουμε έναν διαχωρισμό ανάλογα με το μέγεθος των επιχειρήσεων. Μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις χρησιμοποιούν σε σημαντικό βαθμό τις προαναφερόμενες μεθόδους. Μικρομεσαίου μεγέθους εταιρείες οι οποίες δεν έχουν μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη θεωρούν ως κόστος την αναμενόμενη απόδοση της μετοχής που θα ζητήσουν οι επενδυτές.

Εν συνεχεία παράγοντες κινδύνου οι οποίοι λαμβάνονται σημαντικά υπόψη κατά τη διαδικασία προσαρμογής ταμειακών ροών ή προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση μιας ναυτιλιακής επένδυσης, είναι η μεταβολή των επιτοκίων, ο απρόσμενος πληθωρισμός, ο επιχειρηματικός κύκλος. Οι ίδιοι παράγοντες θεωρούνται σημαντικοί και στη χερσαία βιομηχανία (με μικρότερο βαθμό). Πρόκειται για παράγοντες που επηρεάζουν ιδιαίτερα το κόστος υλοποίησης μιας επένδυσης και του ύψους της υπολειμματικής αξίας των παγίων. Κίνδυνοι όπως πτώχευση των ναυλωτών ή της ίδιας της επιχείρησης, μικρό μέγεθος, αδυναμία ρευστοποίησης μετοχών, μεταβολής συναλλαγματικών ισοτιμιών θεωρούνται λιγότερο σημαντικοί και αυτό επειδή οι CFO δεν θεωρούν ότι η εταιρεία τους θα αντιμετωπίσει τέτοια προβλήματα. Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η ομάδα των εξωτερικών κινδύνων για μια επιχείρηση παίζει σημαντικότερο ρόλο από τους εσωτερικούς της κινδύνους.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν πρόσβαση για τη χρηματοδότησή τους κατά 70-75% από τράπεζες του εξωτερικού και κατά 25%-30% από ελληνικές τράπεζες. Ο δανεισμός από τράπεζες του εξωτερικού και πέραν του νομίσματος του \$ και σε άλλα νομίσματα ενισχύεται ανάλογα από τη διαφορά επιτοκίων χορηγήσεων, από τη διαθεσιμότητα των δανειακών κεφαλαίων αλλά και από την ισορροπία των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Φορολογικές ελαφρύνσεις καθώς και ο παράγοντας της πηγής των κεφαλαίων να είναι κοντά στη χρήση των κεφαλαίων δεν έχει εφαρμογή στη ναυτιλία.

Σχετικά με τις εναλλακτικές μεθόδους άντλησης κεφαλαίων οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις σχεδόν κατά το ήμισυ χρησιμοποιούν τόσο την έκδοση μετατρέψιμων χρεογράφων και δη ομολογιών, όσο και την έκδοση νέων μετοχών. Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων αντιμετωπίζεται από σημαντικό έως πολύ σημαντικό γεγονός επειδή αποτελεί ένα φθηνό τρόπο έμμεσης αύξησης του κοινού μετοχικού κεφαλαίου (σε σχέση με την άμεση έκδοση μετοχών). Επίσης αποτελεί φθηνότερο και με μικρότερο ρίσκο μέσο άντλησης χρημάτων από ότι η άμεση χρηματοδότηση από τις τράπεζες. Επιπλέον με αυτόν τον τρόπο προσελκύονται και συντηρητικοί επενδυτές οι οποίοι δεν θα ήθελαν να διακινδυνεύουν τα χρήματά τους με μια άμεση συμμετοχή σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Από την άλλη πλευρά η άντληση κεφαλαίων με έκδοση νέων μετοχών επηρεάζεται κυρίως από εξωγενείς παράγοντες όπως η αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από τον τραπεζικό δανεισμό (ή άλλων εναλλακτικών πηγών), καθώς και

την σύγκριση των multiples της αξίας άλλων ομοειδών επιχειρήσεων, η προοπτική αύξησης της αξίας της μετοχής τα οποία εάν είναι υψηλά θα δώσουν τη δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών σε υψηλές τιμές. Επίσης ενδογενείς παράγοντες όπως η πολιτική στόχευσης συγκεκριμένης κεφαλαιακής διάρθρωσης ή η διανομή μετοχών σε στελέχη της εταιρείας θεωρούνται επίσης σημαντικοί λόγοι στην απόφαση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Από τα αποτελέσματα συμπεραίνουμε ότι ακολουθείται η θεωρία peckin-order.

Όπως ήταν αναμενόμενο ο τραπεζικός δανεισμός αποτελεί τον κυριότερο τρόπο άντλησης κεφαλαίων τα οποία χρησιμοποιούνται στην υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων των ναυτιλιακών εταιρειών και συγκεκριμένα στην απόκτηση νέων πλοίων ή στην επισκευή των ήδη υπαρχόντων. Όπως αναφέραμε και στην περίπτωση της έκδοσης νέων μετοχών έτσι και η χρήση του τραπεζικού δανεισμού επηρεάζεται από πολιτικές συγκράτησης του ύψους της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε ικανοποιητικά επίπεδα. Πολύ σημαντικός παράγοντας θεωρείται το ύψος των επιτοκίων χορηγήσεων, κάτι που συνδέεται άμεσα και με την κατάσταση της πραγματικής οικονομίας. Σε περίπτωση που δεν επαρκούν οι ταμειακές ροές για την κάλυψη των λειτουργικών εξόδων τότε εξετάζεται το ενδεχόμενο βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού. Γενικότερα όμως για τις ναυτιλιακές εταιρείες δεν θεωρείται κοινή πρακτική η χρηματοδότηση κεφαλαίου κίνησης όπως συμβαίνει στις επιχειρήσεις χερσαίου κλάδου. Τέλος πολύ σημαντικός παράγοντας θεωρείται εάν η έκδοση μετοχών είναι πιο συμφέρουσα μέθοδος από τον τραπεζικό δανεισμό. Από τα αποτελέσματα συμπεραίνουμε ότι ακολουθείται η θεωρία trade-off.

Ένας σημαντικός παράγοντας που εξετάστηκε στην έρευνά μας είναι οι οικονομικές πολιτικές που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις για την υλοποίηση των επενδύσεών τους. Κοινό χαρακτηριστικό τόσο των ναυτιλιακών όσο και των χερσαίων επιχειρήσεων θεωρείται η εφαρμογή τριών κυρίως μεθόδων: της μεθόδου των σεναρίων, όπου αποτελεί κοινή πρακτική τόσο για τις μεγάλες όσο και για τις μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις εξαιτίας της απλής και εμπειρικής εφαρμογής του. Η συγκριτική ανάλυση (benchmarking) επίσης απολαμβάνει μεγάλη δημοφιλία μεταξύ των ναυτιλιακών εταιρειών καθώς λειτουργεί με βάση τη σύγκριση οικονομικών και ποιοτικών τους στοιχείων. Δηλαδή ορίζεται μια εταιρεία πρότυπο και οι υπόλοιπες στοχεύουν στην εξομοίωσή τους σε οικονομικό, λειτουργικό και τεχνικό επίπεδο. Βασικό χαρακτηριστικό για την αποτελεσματική εφαρμογή της είναι η αναλυτική, συνθετική και εμπειρική ικανότητα των στελεχών της επιχείρησης. Η τρίτη βασική

μέθοδος είναι η SWOT ανάλυση, η οποία αποτελεί την πιο αναγνωρισμένη επιστημονικά μέθοδο στρατηγικής για την ιεράρχηση, τον συντονισμό και την λήψη των αποφάσεων για την ομαλή λειτουργία μιας επιχείρησης. Είναι αρκετά διαδεδομένη κυρίως στις μεγάλες οργανωμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις.

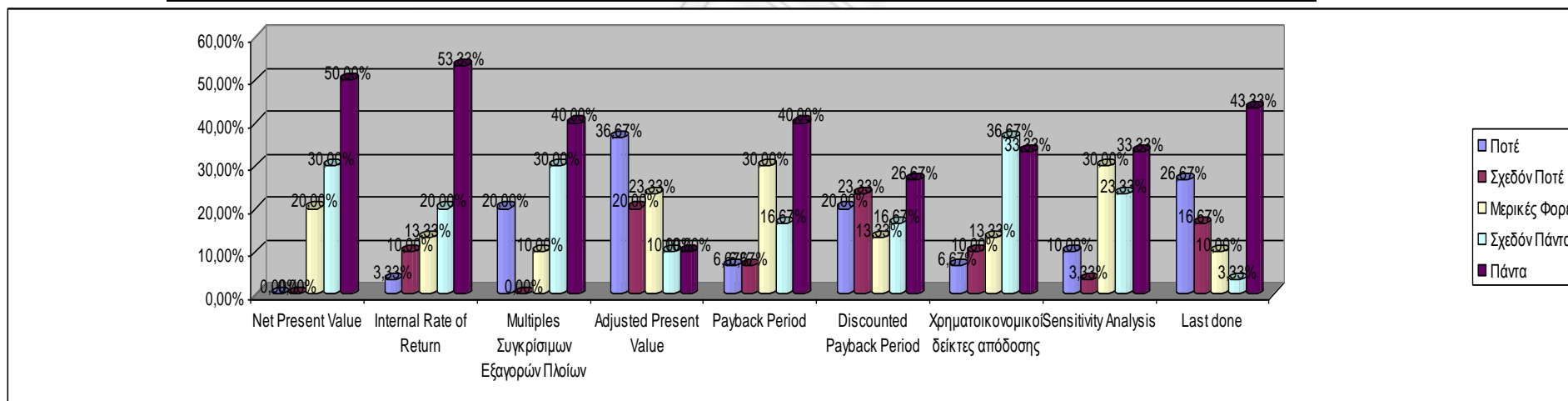
Όπως παρατηρούμε τόσο η μεθοδολογία όσο και οι αρχές που διέπουν την ορθή λειτουργία μιας ναυτιλιακής επιχείρησης κατά τη διαδικασία λήψης των επενδυτικών της αποφάσεων, είναι παρόμοια με αυτή που διέπει το σύνολο λειτουργίας της οικονομίας. Ωστόσο η κύρια διαφορά που σημειώνεται μεταξύ των ναυτιλιακών επιχειρήσεων και των υπολοίπων επιχειρήσεων της οικονομίας, συνίσταται στην αστάθεια και στο απρόβλεπτο λειτουργίας του συγκεκριμένου κλάδου. Οι στόχοι και οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται από τις ναυτιλιακές εταιρείες έχουν μακροπρόθεσμη πνοή πχ ναυπήγηση νέου πλοίου το οποίο θα τεθεί στην παραγωγική δραστηριότητα σε 2-3 έτη από τη στιγμή που θα ληφθεί η απόφαση για την επένδυση ενώ ο πλοιοκτήτης δεν μπορεί να γνωρίζει τις συνθήκες της παγκόσμιας αγοράς που θα επικρατήσουν της στιγμή της εισόδου του πλοίου στην παραγωγική δραστηριότητα (σχέση ζήτησης αγαθών και προσφοράς μεταφορικού έργου – μέγεθος παγκόσμιου στόλου).

Συνεπώς σημαντικός παράγοντας επιτυχίας της επένδυσης είναι η αναλυτική – συνθετική ικανότητα και παρατηρητικότητα της Διοίκησης της εταιρείας, η οποία είναι υπεύθυνη για τις τελικές αποφάσεις. Στις μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις ο βασικός τρόπος άσκησης πολιτικής βασίζεται κυρίως στην εμπειρική γνώση των πλοιοκτητών. Στις μεγάλες επιχειρήσεις οι οποίες διαθέτουν οργανωμένο επιτελείο στελεχών και επενδύουν στο ανθρώπινο δυναμικό τους, έχουν επιπρόσθετα τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν τις πλέον αναγνωρισμένες επιστημονικές μεθόδους.

Παράρτημα ανάλυσης ερωτηματολογίου (πίνακες – διαγράμματα)

Ερώτηση 1: Πόσο συχνά η εταιρεία σας χρησιμοποιεί τις ακόλουθες μεθόδους για την αξιολόγηση εξαγοράς πλοίων;

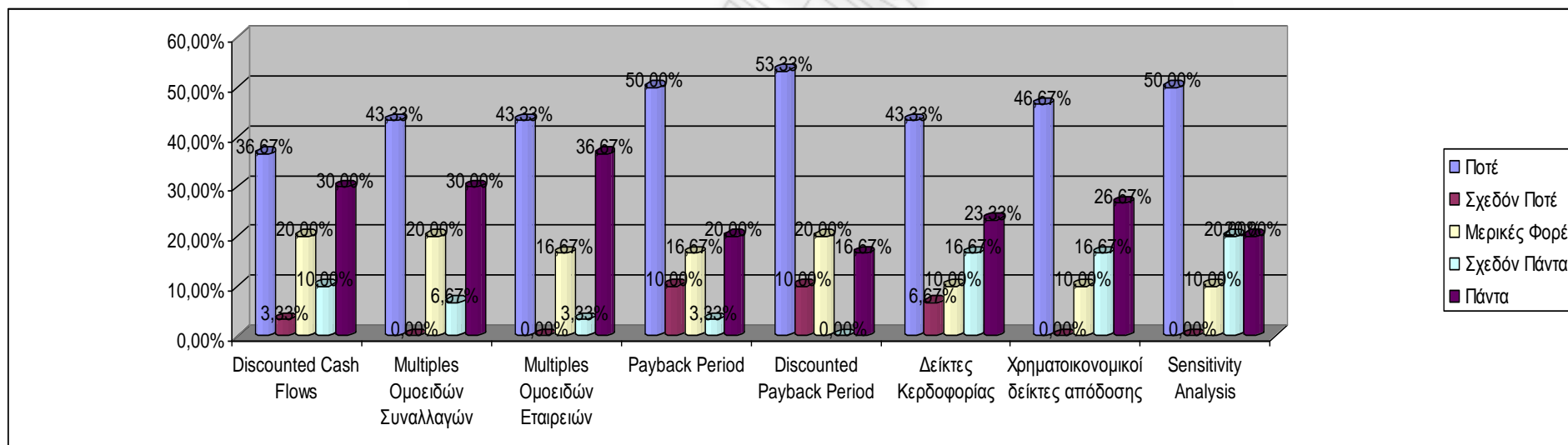
Μέθοδοι αξιολόγησης εξαγοράς πλοίων	Ποτέ	Σχεδόν Ποτέ	Μερικές Φορές	Σχεδόν Πάντα	Πάντα	Σύνολο
Net Present Value	0,00%	0,00%	20,00%	30,00%	50,00%	100,00%
Internal Rate of Return	3,33%	10,00%	13,33%	20,00%	53,33%	100,00%
Multiples Συγκρίσιμων Εξαγορών Πλοίων	20,00%	0,00%	10,00%	30,00%	40,00%	100,00%
Adjusted Present Value	36,67%	20,00%	23,33%	10,00%	10,00%	100,00%
Payback Period	6,67%	6,67%	30,00%	16,67%	40,00%	100,00%
Discounted Payback Period	20,00%	23,33%	13,33%	16,67%	26,67%	100,00%
Χρηματοοικονομικοί δείκτες απόδοσης	6,67%	10,00%	13,33%	36,67%	33,33%	100,00%
Sensitivity Analysis	10,00%	3,33%	30,00%	23,33%	33,33%	100,00%
Last done Άλλη μέθοδος: Breakeven timecharter required for debt service	26,67%	16,67%	10,00%	3,33%	43,33%	100,00%



Ερώτηση 2: Πόσο συχνά η εταιρεία σας χρησιμοποιεί τις ακόλουθες μεθόδους για την αξιολόγηση εξαγοράς ή συγχώνευσης με άλλες ναυτιλιακές εταιρείες;

Μέθοδοι αξιολόγησης εξαγοράς/συγχώνευσης με άλλες ναυτιλιακές εταιρείες	Ποτέ	Σχεδόν Ποτέ	Μερικές Φορές	Σχεδόν Πάντα	Πάντα	Σύνολο
Discounted Cash Flows	36,67%	3,33%	20,00%	10,00%	30,00%	100,00%
Multiples Ομοειδών Συναλλαγών	43,33%	0,00%	20,00%	6,67%	30,00%	100,00%
Multiples Ομοειδών Εταιρειών	43,33%	0,00%	16,67%	3,33%	36,67%	100,00%
Payback Period	50,00%	10,00%	16,67%	3,33%	20,00%	100,00%
Discounted Payback Period	53,33%	10,00%	20,00%	0,00%	16,67%	100,00%
Δείκτες Κερδοφορίας	43,33%	6,67%	10,00%	16,67%	23,33%	100,00%
Χρηματοοικονομικοί δείκτες απόδοσης	46,67%	0,00%	10,00%	16,67%	26,67%	100,00%
Sensitivity Analysis	50,00%	0,00%	10,00%	20,00%	20,00%	100,00%

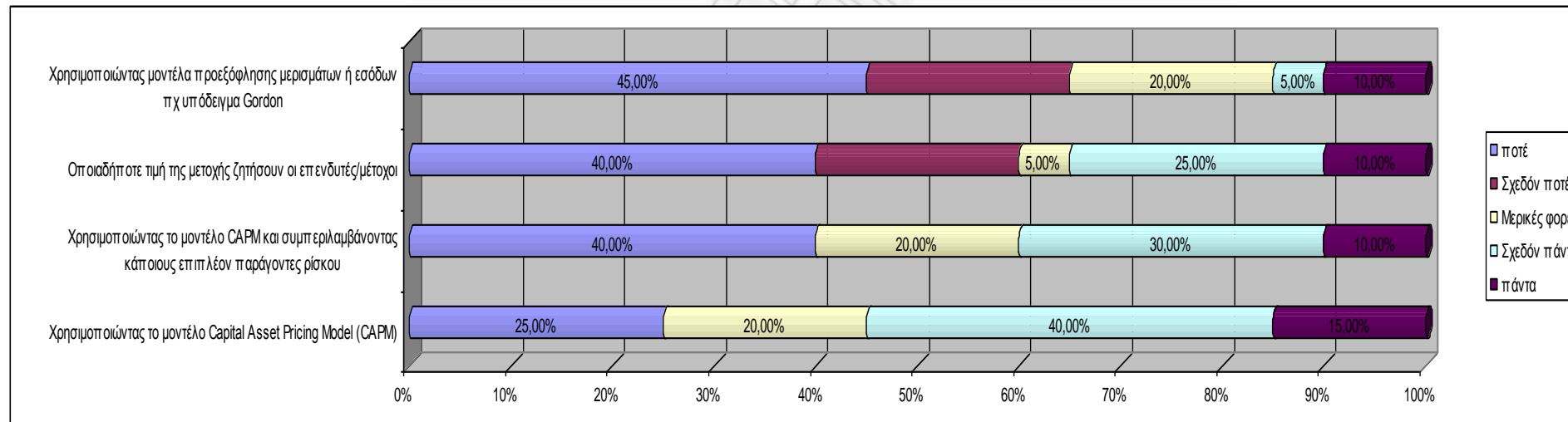
Άλλοι μέθοδοι: Liquidity ratio, Asset test ratio, Leverage ratio



Ερώτηση 3: (βλ. στην ενότητα ανάλυσης του κεφαλαιακού κόστους το αντίστοιχο διάγραμμα

Ερώτηση 4: Πώς υπολογίζετε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για την εταιρεία σας;

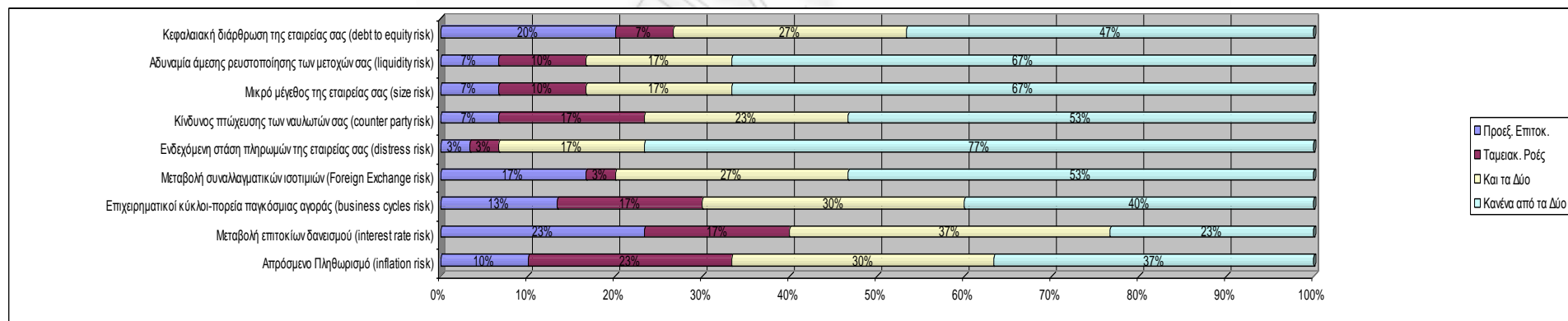
	ποτέ	Σχεδόν ποτέ	Μερικές φορές	Σχεδόν πάντα	πάντα	Σύνολο
Χρησιμοποιώντας το μοντέλο Capital Asset Pricing Model (CAPM)	25,00%	0,00%	20,00%	40,00%	15,00%	100,00%
Χρησιμοποιώντας το μοντέλο CAPM και συμπεριλαμβάνοντας κάποιους επιπλέον παράγοντες ρίσκου	40,00%	0,00%	20,00%	30,00%	10,00%	100,00%
Οποιαδήποτε τιμή της μετοχής ζητήσουν οι επενδυτές/μέτοχοι	40,00%	20,00%	5,00%	25,00%	10,00%	100,00%
Χρησιμοποιώντας μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων ή εσόδων πχ υπόδειγμα Gordon	45,00%	20,00%	20,00%	5,00%	10,00%	100,00%



Ερώτηση 5: Προσαρμόζετε το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) ή τις ταμειακές ροές (cash flows) για τους παρακάτω παράγοντες κινδύνων όταν κάνετε αποτίμηση μιας επένδυσης;

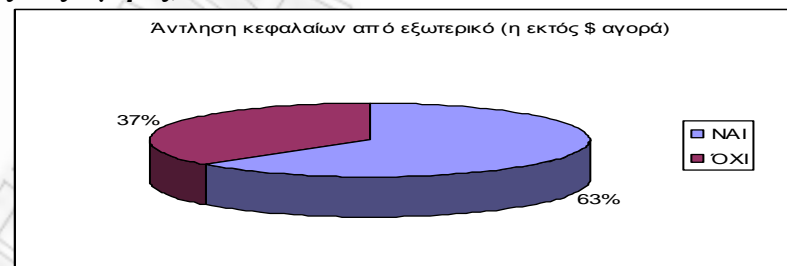
	Προεξ. Επιτοκ.	Ταμειακ. Ροές	Και τα Δύο	Κανένα από τα Δύο	Σύνολο
Απρόσμενο Πληθωρισμό (inflation risk)	10,00%	23,33%	30,00%	36,67%	100,00%
Μεταβολή επιτοκίων δανεισμού (interest rate risk)	23,33%	16,67%	36,67%	23,33%	100,00%
Επιχειρηματικοί κύκλοι-πορεία παγκόσμιας αγοράς (business cycles risk)	13,33%	16,67%	30,00%	40,00%	100,00%
Μεταβολή συναλλαγματικών ισοτιμιών (Foreign Exchange risk)	16,67%	3,33%	26,67%	53,33%	100,00%
Ενδεχόμενη στάση πληρωμών της εταιρείας σας (distress risk)	3,33%	3,33%	16,67%	76,67%	100,00%
Κίνδυνος πτώχευσης των ναυλωτών σας (counter party risk)	6,67%	16,67%	23,33%	53,33%	100,00%
Μικρό μέγεθος της εταιρείας σας (size risk)	6,67%	10,00%	16,67%	66,67%	100,00%
Αδυναμία άμεσης ρευστοποίησης των μετοχών σας (liquidity risk)	6,67%	10,00%	16,67%	66,67%	100,00%
Κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας σας (debt to equity risk)	20,00%	6,67%	26,67%	46,67%	100,00%

Άλλος παράγοντας: περιβαλλοντικός κίνδυνος



Ερώτηση 6: Έχετε εξετάσει το ενδεχόμενο άντλησης δανειακών κεφαλαίων σε ξένες αγορές;

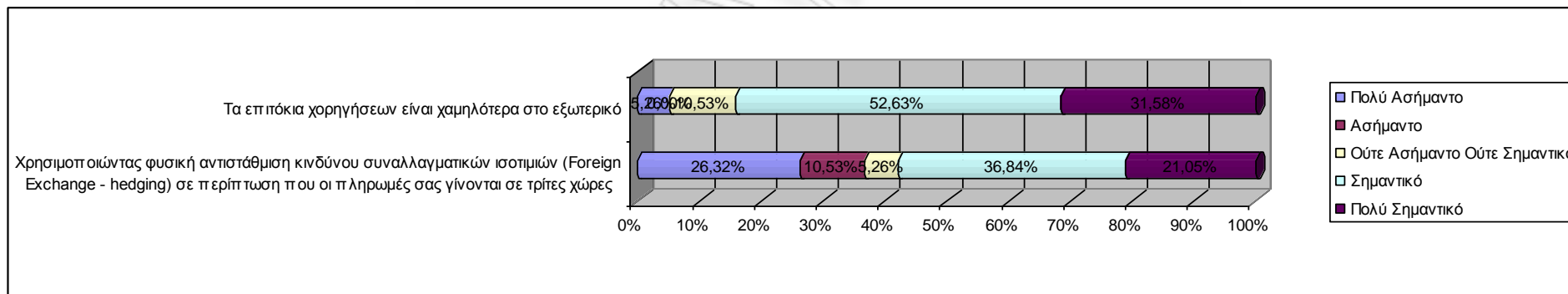
	ΝΑΙ	ΌΧΙ	ΣΥΝΟΛΟ
Άντληση κεφαλαίων από εξωτερικό (η εκτός \$ αγορά)	63,33%	36,67%	100,00%



Ερώτηση 7: Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση της εταιρεία σας για άντληση δανειακών κεφαλαίων στο εξωτερικό;

	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό	Σύνολο
Χρησιμοποιώντας φυσική αντιστάθμιση κινδύνου συναλλαγματικών ισοτιμιών (Foreign Exchange - hedging) σε περίπτωση που οι πληρωμές σας γίνονται σε τρίτες χώρες	26,32%	10,53%	5,26%	36,84%	21,05%	100,00%
Τα επιτόκια χορηγήσεων είναι χαμηλότερα στο εξωτερικό	5,26%	0,00%	10,53%	52,63%	31,58%	100,00%

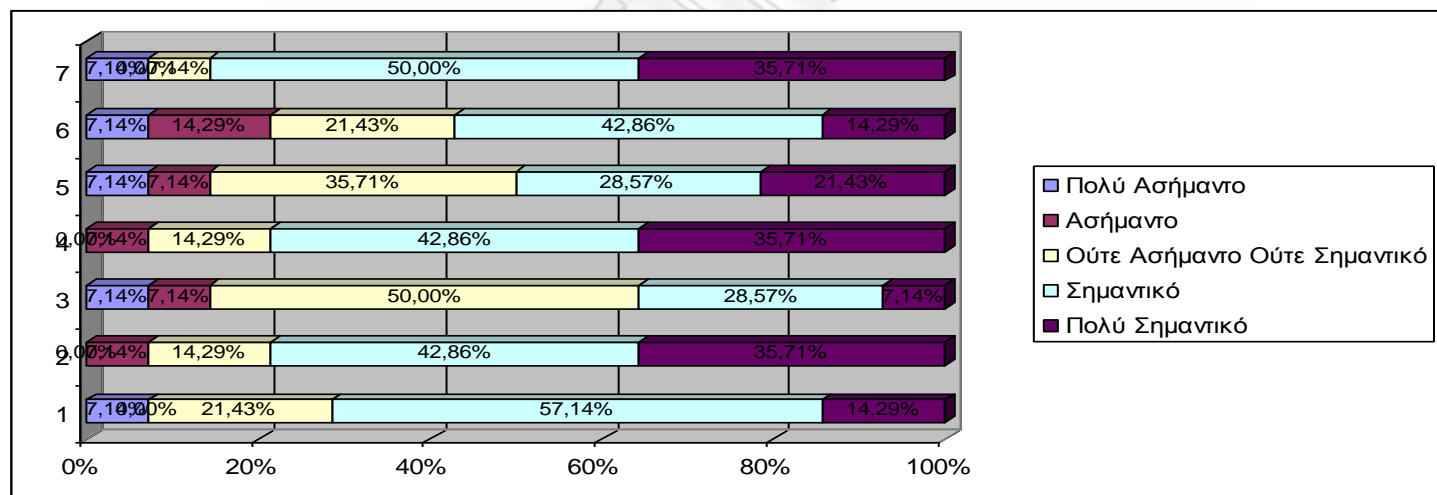
Άλλος παράγοντας: 1) Διαθεσιμότητα δανειακών κεφαλαίων, 2) Limited financing availability



Ερώτηση 8: (βλ. στην ενότητα ανάλυσης των convertibles bonds το αντίστοιχο διάγραμμα)

Ερώτηση 9: Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση της εταιρείας σας για το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου;

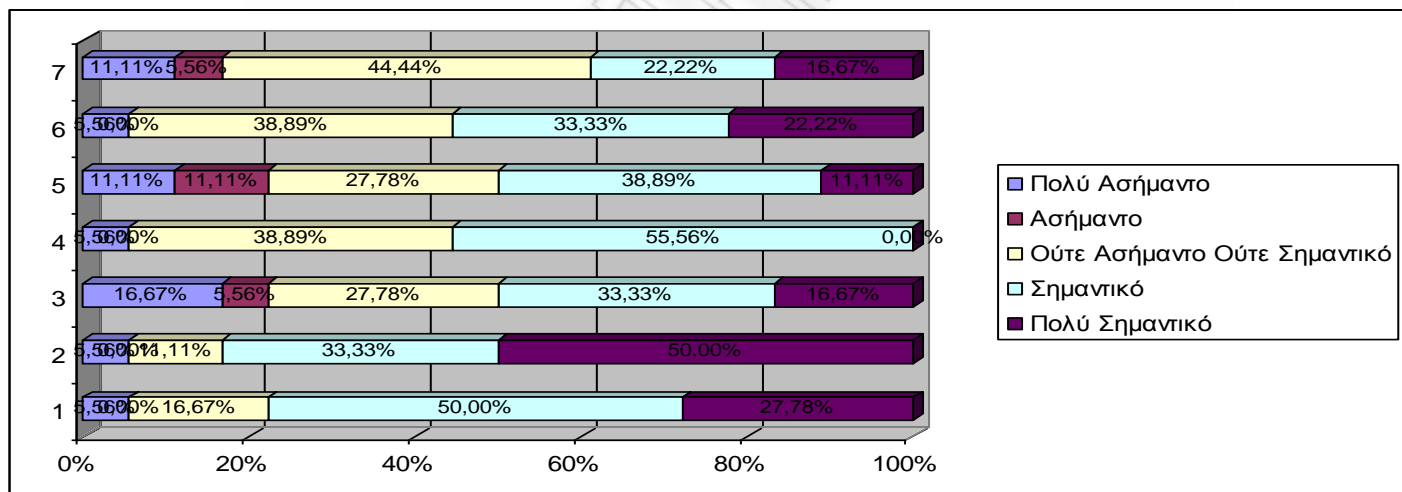
	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό	Σύνολο
1. Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είναι ένας φθηνός τρόπος έκδοσης μετοχών	7,14%	0,00%	21,43%	57,14%	14,29%	100,00%
2. Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είναι φθηνότερος τρόπος χρηματοδότησης από τον τραπεζικό δανεισμό	0,00%	7,14%	14,29%	42,86%	35,71%	100,00%
3. Αποτελεί κοινή πρακτική χρηματοδότησης στον κλάδο σας	7,14%	7,14%	50,00%	28,57%	7,14%	100,00%
4. Αποφυγή dilution των μετοχών σε βραχυπρόθεσμο διάστημα	0,00%	7,14%	14,29%	42,86%	35,71%	100,00%
5. Η τιμή μιας πιθανής έκδοσης μετοχών θα ήταν σημαντικά υποεκτιμημένη	7,14%	7,14%	35,71%	28,57%	21,43%	100,00%
6. Η δυνατότητα αναγκαστικής μετατροπής του ομολόγου σε μετοχές κατά το δοκούν όταν και αν υπάρξει ανάγκη	7,14%	14,29%	21,43%	42,86%	14,29%	100,00%
7. Ως μέσο προσέλκυσης νέων επενδυτών οι οποίοι αντιμετωπίζουν μειωμένο κίνδυνο στις επενδύσεις τους (risk averse) και είναι διστακτικοί να επενδύσουν στην εταιρεία σας	7,14%	0,00%	7,14%	50,00%	35,71%	100,00%



Ερώτηση 10: (βλ. στην ενότητα ανάλυσης της έκδοσης νέων μετοχών το αντίστοιχο διάγραμμα)

Ερώτηση 11: Ποιοι παράγοντες επηρέασαν την απόφαση της εταιρείας σας να εκδώσετε νέες μετοχές;

	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό	Σύνολο
1. Αδυναμία άντλησης τραπεζικού δανεισμού ή πρόσβασης σε άλλη πηγή χρηματοδότησης	5,56%	0,00%	16,67%	50,00%	27,78%	100,00%
2. Δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών σε υψηλή τιμή εξαιτίας των υψηλών multiples ομοειδών εταιρειών (EV/EBITDA, P/NAV)	5,56%	0,00%	11,11%	33,33%	50,00%	100,00%
3. Η έκδοση νέων μετοχών είναι λιγότερο επικίνδυνη πηγή χρηματοδότησης	16,67%	5,56%	27,78%	33,33%	16,67%	100,00%
4. Δυνατότητα έκδοσης μετοχών και στα στελέχη της εταιρείας (stock option)	5,56%	0,00%	38,89%	55,56%	0,00%	100,00%
5. Η έκδοση νέων μετοχών είναι ο φθηνότερος τρόπος χρηματοδότησης	11,11%	11,11%	27,78%	38,89%	11,11%	100,00%
6. Διατήρηση του λόγου ίδια προς ξένα κεφάλαια (debt/equity) σε ένα ορισμένο επίπεδο	5,56%	0,00%	38,89%	33,33%	22,22%	100,00%
7. Η έκδοση νέων μετοχών δίνει καλύτερη εντύπωση της μελλοντικής πορείας της εταιρείας από την έκδοση χρέους	11,11%	5,56%	44,44%	22,22%	16,67%	100,00%

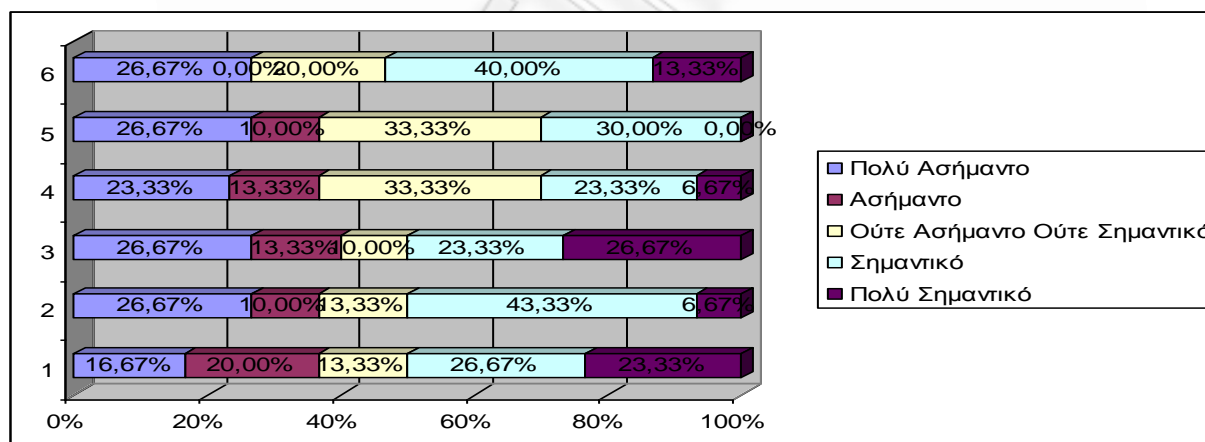


Ερώτηση 12: (βλ. στην ενότητα ανάλυσης του μεγέθους ξένα / ίδια κεφάλαια το αντίστοιχο διάγραμμα)

Ερώτηση 13: Πότε καταφεύγετε σε τραπεζικό δανεισμό;

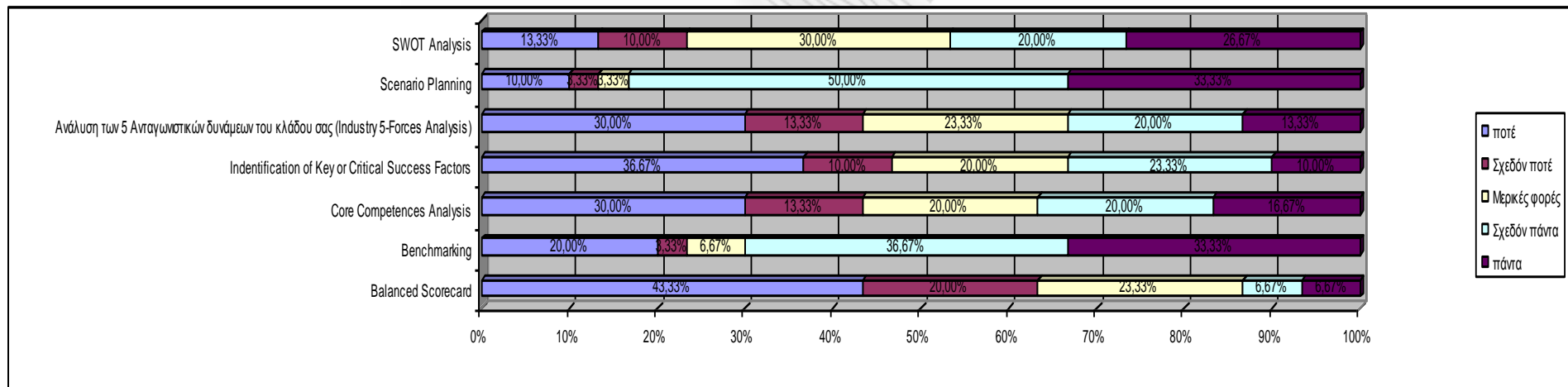
	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό	Σύνολο
1. Όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές δεν επαρκούν για την κάλυψη των λειτουργικών αναγκών	16,67%	20,00%	13,33%	26,67%	23,33%	100,00%
2. Όταν η έκδοση δανείου είναι πιο συμφέρουσα από την έκδοση νέων μετοχών	26,67%	10,00%	13,33%	43,33%	6,67%	100,00%
3. Όταν τα επιτόκια δανεισμού είναι σε χαμηλά επίπεδα	26,67%	13,33%	10,00%	23,33%	26,67%	100,00%
4. Όταν δεν υπάρχει δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών σε υψηλή τιμή εξαιτίας των χαμηλών multiples συγκρίσιμων εταιρειών (EV/EBITDA, P/NAV)*	23,33%	13,33%	33,33%	23,33%	6,67%	100,00%
5. Όταν τα έξοδα διεκπεραίωσης της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ή της εισόδου σε κεφαλαιαγορά είναι υψηλά	26,67%	10,00%	33,33%	30,00%	0,00%	100,00%
6. Όταν η εταιρεία προσπαθεί να επιτύχει συγκεκριμένη αναλογία χρήσης ιδίων κεφαλαίων και τραπεζικού δανεισμού	26,67%	0,00%	20,00%	40,00%	13,33%	100,00%

Άλλος παράγοντας: Asset acquisition, αγορά πλοίου



Ερώτηση 14: Πόσο συχνά χρησιμοποιείτε τα ακόλουθα εργαλεία στρατηγικής;

	ποτέ	Σχεδόν ποτέ	Μερικές φορές	Σχεδόν πάντα	πάντα	Σύνολο
Balanced Scorecard	43,33%	20,00%	23,33%	6,67%	6,67%	100,00%
Benchmarking	20,00%	3,33%	6,67%	36,67%	33,33%	100,00%
Core Competences Analysis	30,00%	13,33%	20,00%	20,00%	16,67%	100,00%
Indentification of Key or Critical Success Factors	36,67%	10,00%	20,00%	23,33%	10,00%	100,00%
Ανάλυση των 5 Ανταγωνιστικών δυνάμεων του κλάδου σας (Industry 5-Forces Analysis)	30,00%	13,33%	23,33%	20,00%	13,33%	100,00%
Scenario Planning	10,00%	3,33%	3,33%	50,00%	33,33%	100,00%
SWOT Analysis	13,33%	10,00%	30,00%	20,00%	26,67%	100,00%
Άλλο εργαλείο: Με εμπειρικό τρόπο						



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ – GREEK VERSION



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΝΑΥΤΙΑΙΑ

Το παρόν ερωτηματολόγιο αποτελεί βασικό εργαλείο για την ακαδημαϊκή έρευνα με θέμα: Τεχνικές-Μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων από ναυτιλιακές εταιρίες, η οποία πραγματοποιείται από το Τμήμα Ναυτιλιακών Σπουδών του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Η έρευνα διεξάγεται υπό την επιστημονική εποπτεία του Καθηγητή Ανδρέα Γ. Μερικά και του Μεταπτυχιακού φοιτητή Γεωργίου Τζωρτζόγλου.

Το ερωτηματολόγιο είναι επιθυμητό να συμπληρωθεί από τον Οικονομικό Διευθυντή της εταιρείας σας. Ο εκτιμώμενος χρόνος για την συμπλήρωση του ερωτηματολογίου είναι 15 λεπτά. Οι απαντήσεις είναι εμπιστευτικές και είναι ανώνυμες. Παρακαλούμε να αποστείλετε τις απαντήσεις σας έως την **21/05/2010** στο e-mail του φοιτητή tzwrtz@yahoo.gr ή στο e-mail του επιστημονικού υπεύθυνου merikas@otenet.gr

1) Πόσο συχνά η εταιρεία σας χρησιμοποιεί τις ακόλουθες μεθόδους για την αξιολόγηση εξαγοράς πλοίων;

	ποτέ	Σχεδόν ποτέ	Μερικές φορές	Σχεδόν πάντα	πάντα
Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value)					
Βαθμός Εσωτερικής Απόδοσης (Internal Rate of Return)					
Multiples Συγκρίσιμων Εξαγορών Πλοίων (Αξία Πλοίου/EBITDA)					
Προσαρμοσμένη Παρούσα Αξία (Adjusted Present Value)					
Περίοδος Επανείσπραξης Επενδύσεων (Payback Period)					
Πρόεξοφλημένη Περίοδος Επανείσπραξης Επένδυσης (Discounted Payback Period)					
Χρηματοοικονομικοί Δείκτες Απόδοσης (ROE,ROA, ect)*					
Ανάλυση Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis)					
Last done					
Άλλη Μέθοδος:					

2) Πόσο συχνά η εταιρεία σας χρησιμοποιεί τις ακόλουθες μεθόδους για την αξιολόγηση εξαγοράς ή συγχώνευσης με άλλες ναυτιλιακές εταιρείες;

	ποτέ	Σχεδόν ποτέ	Μερικές φορές	Σχεδόν πάντα	πάντα
Πρόεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounted Cash Flows)					
Multiples Ομοειδών Συναλλαγών (P/EBITDA)*					
Multiples Ομοειδών Εταιρειών (P/E, EV/EBITDA, P/NAV)*					
Περίοδος Επανείσπραξης Επένδυσης (Payback Period)					
Πρόεξοφλημένη Περίοδος Επανείσπραξης Επένδυσης (Discounted Payback Period)					
Δείκτες Κερδοφορίας (EBITDA margin)*					
Χρηματοοικονομικοί Δείκτες Απόδοσης (ROE,ROA, ect)					
Ανάλυση Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis)					
Άλλη Μέθοδος:					

P: τιμή μετοχής, EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, E: Earnings, NAV: Net Asset Value, ROE: Return on Equity, ROA: Return on Asset

3) Υπολογίζει η εταιρεία σας το κόστος κεφαλαίου της. ΝΑΙ ΌΧΙ (Αν «ΟΧΙ» προχωρήστε στην ερώτησης 5)

4) Πώς υπολογίζετε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων για την εταιρεία σας;

	ποτέ	Σχεδόν ποτέ	Μερικές φορές	Σχεδόν πάντα	πάντα
Χρησιμοποιώντας το μοντέλο Capital Asset Pricing Model (CAPM)					
Χρησιμοποιώντας το μοντέλο Capital Asset Pricing Model (CAPM) και συμπεριλαμβάνοντας κάποιους επιπλέον παράγοντες ρίσκου					
Οποιαδήποτε τιμή της μετοχής ζητήσουν οι επενδυτές/μέτοχοι					
Χρησιμοποιώντας μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων ή εσόδων πχ υπόδειγμα Gordon					
Άλλος τρόπος:					

5) Προσαρμόζετε το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) ή τις ταμειακές ροές (cash flows) για τους παρακάτω παράγοντες κινδύνων όταν κάνετε αποτίμηση μιας επένδυσης;

	Προεξ. Επιτοκ.	Ταμειακ. Ροές	Και τα Δύο	Κανένα από τα Δύο
Απρόσμενο Πληθωρισμό (inflation risk)				
Μεταβολή επιτοκίων δανεισμού (interest rate risk)				
Επιχειρηματικοί κύκλοι-πορεία παγκόσμιας αγοράς (business cycles risk)				
Μεταβολή συναλλαγματικών ισοτιμιών (Foreign Exchange risk)				
Ενδεχόμενη στάση πληρωμών της εταιρείας σας (distress risk)				
Κίνδυνος πτώχευσης των ναυλωτών σας (counter party risk)				
Μικρό μέγεθος της εταιρείας σας (size risk)				
Αδυναμία άμεσης ρευστοποίησης των μετοχών σας (liquidity risk)				
Κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας σας (debt to equity risk)				
Άλλος κίνδυνος:				

6) Έχετε εξετάσει το ενδεχόμενο άντλησης δανειακών κεφαλαίων σε ξένες αγορές; ΝΑΙ ΟΧΙ (Αν «ΟΧΙ» τότε προχωρήστε στην ερώτησης 8)

7) Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση της εταιρεία σας για άντληση δανειακών κεφαλαίων στο εξωτερικό;

	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό
Χρησιμοποιώντας φυσική αντιστάθμιση κινδύνου συναλλαγματικών ισοτιμιών (Foreign Exchange - hedging) σε περίπτωση που οι πληρωμές σας γίνονται σε τρίτες χώρες					
Τα επιτόκια χορηγήσεων είναι χαμηλότερα στο εξωτερικό					
Άλλος παράγοντας:					

8) Έχετε εξετάσει το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου σε μετοχές (Convertible debt); ΝΑΙ ΟΧΙ (Αν «ΟΧΙ» τότε προχωρήστε στην ερώτησης 10)

9) Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφαση της εταιρείας σας για το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου;

	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό
Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είναι ένας φθηνός τρόπος έκδοσης μετοχών					
Το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είναι φθηνότερος τρόπος χρηματοδότησης από τον τραπεζικό δανεισμό					
Αποτελεί κοινή πρακτική χρηματοδότησης στον κλάδο σας					
Αποφυγή dilution των μετοχών σε βραχυπρόθεσμο διάστημα					
Η τιμή μιας πιθανής έκδοσης μετοχών θα ήταν σημαντικά υποεκτιμημένη					
Η δυνατότητα αναγκαστικής μετατροπής του ομολόγου σε μετοχές κατά το δοκούν όταν και αν υπάρξει ανάγκη					
Ως μέσο προσέλκυσης νέων επενδυτών οι οποίοι αντιμετωπίζουν μειωμένο κίνδυνο στις επενδύσεις τους (risk averse) και είναι διστακτικοί να επενδύσουν στην εταιρεία σας					
Άλλος παράγοντας:					

10) Έχετε εξετάσει το ενδεχόμενο έκδοσης νέων μετοχών (Common Stock); ΝΑΙ ΟΧΙ
(Αν «ΟΧΙ» τότε προχωρήστε στην ερώτηση 12)

11) Ποιοι παράγοντες επηρέασαν την απόφαση της εταιρείας σας να εκδώσετε νέες μετοχές;

	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό
Αδυναμία άντλησης τραπεζικού δανεισμού ή πρόσβασης σε άλλη πηγή χρηματοδότησης					
Δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών σε υψηλή τιμή εξαιτίας των υψηλών multiples ομοειδών εταιρειών (EV/EBITDA, P/NAV)					
Η έκδοση νέων μετοχών είναι λιγότερο επικίνδυνη πηγή χρηματοδότησης					
Δυνατότητα έκδοσης μετοχών και στα στελέχη της εταιρείας (stock option)					
Η έκδοση νέων μετοχών είναι ο φθηνότερος τρόπος χρηματοδότησης					
Διατήρηση του λόγου ίδια προς ξένα κεφάλαια (debt/equity) σε ένα ορισμένο επίπεδο					
Η έκδοση νέων μετοχών δίνει καλύτερη εντύπωση της μελλοντικής πορείας της εταιρείας από την έκδοση χρέους					
Άλλος παράγοντας:					

12) Ποια από τις παρακάτω αναλογίες περιγράφει καλύτερα την πολιτική σας για την σχέση Ξένα προς Ίδια κεφάλαια;

Ξένα προς Ίδια κεφάλαια: 1 / 2	
Ξένα προς Ίδια κεφάλαια: 1 / 1	
Ξένα προς Ίδια κεφάλαια: 2 / 1	
Ξένα προς ίδια κεφάλαια: άνω του 2 / 1	

13) Πότε καταφεύγετε σε τραπεζικό δανεισμό;

	Πολύ Ασήμαντο	Ασήμαντο	Ούτε Ασήμαντο Ούτε Σημαντικό	Σημαντικό	Πολύ Σημαντικό
Όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές δεν επαρκούν για την κάλυψη των λειτουργικών αναγκών					
Όταν η έκδοση δανείου είναι πιο συμφέρουσα από την έκδοση νέων μετοχών					
Όταν τα επιτόκια δανεισμού είναι σε χαμηλά επίπεδα					
Όταν δεν υπάρχει δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών σε υψηλή τιμή εξαιτίας των χαμηλών multiples συγκρίσιμων εταιρειών (EV/EBITDA, P/NAV)*					
Όταν τα έξοδα διεκπεραίωσης της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ή της εισόδου σε κεφαλαιαγορά είναι υψηλά					
Όταν η εταιρεία προσπαθεί να επιτύχει συγκεκριμένη αναλογία χρήσης ιδίων κεφαλαίων και τραπεζικού δανεισμού					
Άλλος παράγοντας:					

14) Πόσο συχνά χρησιμοποιείτε τα ακόλουθα εργαλεία στρατηγικής;

	ποτέ	Σχεδόν ποτέ	Μερικές φορές	Σχεδόν πάντα	πάντα
Ισορροπημένη Σκοροκάρτα (Balanced Scorecard)					
Συγκριτική Ανάλυση (Benchmarking)					
Ανάλυση Βασικών Ικανοτήτων (Core Competences Analysis)					
Εύρεση των Κρίσιμων Παραγόντων Επιτυχίας (Identification of Key or Critical Success Factors)					
Ανάλυση των 5 Ανταγωνιστικών δυνάμεων του κλάδου σας (Industry 5-Forces Analysis)					
Προγραμματισμός με χρήση Σεναρίων (Scenario Planning)					
Ανάλυση των δυνατοτήτων και των Αδυναμιών της εταιρείας σας καθώς και των ευκαιριών και των απειλών του κλάδου (SWOT Analysis)					
Άλλο εργαλείο:					

*P: τιμή μετοχής, EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, E: Earnings, NAV: Net Asset Value

15) Παρακαλούμε σημειώστε στο αντίστοιχο κουτάκι ποια κατηγορία περιγράφει καλύτερα την εταιρεία σας;

Έσοδα από ναύλους

< € 25 εκ

€ 25-€ 50 εκ

€ 51-€ 100 εκ

€101-500€

> € 501εκ

Μέγεθος στόλου

< 2 πλοία 2-5 πλοία 6-10 πλοία 10-20 πλοία > 20 πλοία

Τύποι πλοίων

Bulk Carriers Tankers Containers LPG/ LNG Product & Chemical Tankers

Συνολικός αριθμός εργαζομένων (στεριά-θάλασσα)

< 50 51-100 101-500 501-1000 > 1000

Παρακαλώ επιστρέψτε το ερωτηματολόγιο αφού το συμπληρώσετε στα e-mail tzwrtz@yahoo.gr ή merikas@otenet.gr Εάν θέλετε να λάβετε τα αποτελέσματα της έρευνας όταν ολοκληρωθεί παρακαλούμε σημειώστε ΝΑΙ ΟΧΙ

Αν ΝΑΙ Παρακαλώ σημειώστε τα στοιχεία επικοινωνίας σας

Επώνυμο

Όνομα

Επωνυμία Εταιρείας

Email

Σας ευχαριστούμε πολύ για τον χρόνο σας

Ο Επίσημονικός Υπεύθυνος

Ο Ερευνητής

Ανδρέας Γ. Μερίκας

Γεώργιος Σ. Τζωρτζόγλου



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟΥ – ENGLISH VERSION
UNIVERSITY OF PIRAEUS
POSTGRADUATE PROGRAMME IN MARITIME STUDIES

The present questionnaire constitutes a basic tool for the academic research on the subject: **Economical Techniques and methods that are used for the decision-making investment by shipping companies**, which is realized by the Department of Shipping Study of University Piraeus. The research is carried out under the scientific monitoring of Professor Andreas Merikas and the Postgraduate student Georgios Tzortzoglou. The questionnaire it is desirable to be supplemented from the Economic Director of your company. The appreciated time for the completion of questionnaire is 15 min. The answers are confidential and are anonymous. We request you dispatch your answers until the 30/06/2010 in e-mail the student tzwrtz@yahoo.gr or in e-mail the scientific person in charge merikas@otenet.gr

1) How often your company uses the following methods for the evaluation of repurchase of boats?

	never	Almost never	sometimes	Almost always	always
Net Present Value					
Internal Rate of Return					
Multiples of Comparable Repurchases of Boats (Value of ships/EBITDA)					
Adjusted Present Value					
Payback Period					
Discounted Payback Period					
Financial Index of Return (ROE,ROA, ect)*					
Sensitivity Analysis					
Last done					
Other Method:					

2)How often your company uses the following methods for the evaluation of repurchase or fusion with other shipping companies?

	never	Almost never	sometimes	Almost always	always
Discounted Cash Flows					
Multiples of Similar Transactions (P/EBITDA)*					
Multiples of Similar Companies (P/E, EV/EBITDA, P/NAV)*					
Payback Period					
Discounted Payback Period					
Profitability Index (EBITDA margin)*					
Financial Index of Return (ROE,ROA, ect)					
Sensitivity Analysis					
Other Method:					

3) Does your company calculate its cost of capital. YES NO (If “NO” you advance in question 5)

4) How you calculate the cost of proper funds for your company?

	never	Almost never	sometimes	Almost always	always
Using the model Capital Asset Pricing Model (CAPM)					
Using the model Capital Asset Pricing Model (CAPM) and including certain moreover factors of risk					
Any price determine the shareholders					
Using models of discount of dividends or income eg. model Gordon					
Other Method:					

5) Do you adopt the discount interest-rate or the cash flows for the following factors of dangers when you make assessment of investment?

	Disc. Interest rate	Cash flows	Both	None
inflation risk				
interest rate risk				
business cycles risk				
Foreign Exchange risk				
distress risk				
counter party risk				
size risk				
liquidity risk				
debt to equity risk				
Other Method:				

6) Have you examined the possibility of pumping of lending capital in foreigner markets? YES NO (If “NO” then you advance in question 8)

7) Which factors influence the decision of your company on pumping of lending capital in the abroad?

	Very unimportant	Unimportant	neutral	Important	Very Important
Using physical compensation of danger of exchange equivalences (Foreign Exchange - hedging) in the event that your payments becomes in third countries					
The interest-rates of issuings are lower in the abroad					
Other factor:					

8) Have you examined the possibility of publication of convertible compulsory loan in action (Convertible debt)? YES NO (If “NO” then you advance in question 10)

9) Which factors influence the decision of your company on the possibility of publication of convertible compulsory loan?

	Very unimportant	Unimportant	neutral	Important	Very Important
The convertible compulsory loan is a cheap way of stock publication					
The convertible compulsory loan is a cheaper way of financing than the banking lending					
It constitutes common practice of financing in your sector					
Reject of stock dilution in short-term interval					
The price of likely stock publication would be considerably underestimated					
The possibility of obligatory transformation of bonds in stocks					
As means of attracting new investors which faces decreased danger in their investments (risk averse) and is hesitant to invest in your company					
Other factor:					

10) Which factors influence the decision of your company for the issue of new stocks

	Very unimportant	Unimportant	neutral	Important	Very Important
Weakness of pumping of banking lending or access in other source of financing					
Possibility of new stocks publication in high price cause the high multiples of similar companies (EV/EBITDA, P/NAV)					
The new stocks publication is more dangerous source of financing					
Possibility of stock publication and in the executives of company (stock option)					
The new stock publication is the cheapest way of financing					
Maintenance of debt/equity in a certain level					
New stocks publication gives better impression of future course of company from debt publication					
Other factor:					

12) Which of the following proportions it describes better your policy for the relation Foreigner to Proper funds?

debt/equity: 1 / 2	
debt/equity: 1 / 1	
debt/equity: 2 / 1	
debt/equity: at least 2 / 1	

13) When you resort to banking lending?

	Very unimportant	Unimportant	neutral	Important	Very Important
When the functional cash flows do not adequate for the functional needs' cover					
When the loan's issue has more positive effects than issuing new stocks					
When loans' interest are in low levels					
When there is no possible to issue new stocks in high price cause the low multiples of similar companies (EV/EBITDA, P/NAV)*					
When the increase of transaction expenses of participial capital or entry in capital market are high					
When the company tries it achieve a specific proportion of use of proper funds and banking lending					
Other factor:					

14) How often you use the following tools of strategy?

	never	Almost never	sometimes	Almost always	always
Balanced Scorecard					
Benchmarking					
Core Competences Analysis					
Indentification of Key or Critical Success Factors					
Industry 5-Forces Analysis					
Scenario Planning					
SWOT Analysis					
Other method:					

15) Please we request you mark in the correspondent box which category describes better your company?

Freights

<\$25mil.
 \$ 25- 50 mil.
 \$ 51- 100 mil.
 \$101-500
 >\$501mil.

Fleet Size

< 2 ships
 2-5 ships
 6-10 ships
 10-20 ships
 > 20 ships

Ships types

Bulk Carriers		Tankers		Containers		LPG/LNG		Product & Chemical Tankers	
---------------	--	---------	--	------------	--	---------	--	----------------------------	--

Total number of workers (land-sea)

< 50		51-100		101-500		501-1000		> 1000	
------	--	--------	--	---------	--	----------	--	--------	--

Please we request you to return the questionnaire after you complete it in the e-mail tzwtz@yahoo.gr or merikas@otenet.gr

If you want to receive the results of research when we complete it please mark YES NO

If you choose YES mark your communication elements below

Surname	
Name	
Company's name	
Email	

Thank you for your time

The Scientific Person in Charge

The Researcher

Prof. Andreas Merikas

George Tzortzoglou

Βιβλιογραφία – Αρθρογραφία

- Austin Donald, (Ιούνιος 2009) "Μελέτη σκοπιμότητας LPG/LNG πλοίων στη σύγχρονη ναυτιλία" Εθνικό Μετσόβειο Πολυτεχνείο
- Bhandari Shyam, (February 2009) "Discounted Payback Period - Some Extensions" Bradley University, Peoria Illinois
- Creative Industries Research Institute AUT University, "SWOT Analysis"
- European Commission Research Directorate General (December 2007) "Detailed Analyses of Critical Success Factors" Region for Research (R4S)
- Financial Executive Questionnaire, Duke University
- Graham John and Harvey Campbell (2002) "How do CFOs make Capital Budgeting and Capital Structure decisions" Duke University
- Harvard Business School (28th October 1994) "Note on Adjusted Present Value"
- Hawawini G., C. Viallet (2002) "Finance for Executives" South Western New York
- Hsu-His Chang and Wen Chih (2005) "Application of a quantification SWOT analytical method"
- Kaplan Robert and Norton David (1996) "Linking the Balanced Scorecard to Strategy" California Management Review
- Lei Crete, Laboratory of Environmental Informatics. Επιμέλεια Έκδοσης Νίκος Σακκάς, (2002) "Αξιολόγηση Επενδύσεων Μέρος I: Βασική Θεωρία"
- Lipe Gascho Marlys and Salterio E. Steven, (November 1998) "The Balanced Scorecard: Judgemental Effects of Common and Unique Performance Measures" University of Oklahoma - University of Waterloo
- List of countries for Gross Domestic Product - GDP 2009, www.worldbank.com
- Luehrman A. Timothy (May-June 1997) "Using APV: A better tool for Valuing operations" Harvard Business Review
- Martin Stopford, Globalization & the Long Shipping Cycle, November 2009, Clarkson Research
- McNeil Beth (October 2002) "SPEC - Core Competencies" University of Nebraska
- Norreklit Hanne (Denmark 2003) "The Balanced Scorecard: What is the score? A rhetorical analysis of the Balanced Scorecard"
- Office of Procurement and Assistance Management (P.A.M.) January 2005 "Balanced Scorecard"
- Ootjers Sebastian 26th September 2007 "Adjusted Present Value" KPMG, University of Twente
- Ozcan Arslan and Ismael Deha (2007) "SWOT analysis for safer carriage of bulk liquid chemicals in tankers" Journal of Harards Materials
- Papoulakos Dimitrios (2006) "Shipping Finance. Debt or Equity?"
- Pienaar Heila and Penzhorn Cecilia (2000) "Using the Balanced Scorecard to facilitate Strategic Management at an Academic Information Service" University of Pretoria South Africa
- Prahalad C. K. and Hamel Gary (1990) "The Core Competence of the Corporation" Harvard Business Review
- R.M.F. Investment Group Products "Convertible Bonds. An Introduction to the Asset Class" Switzerland
- Research and Policy in Development - ODI "SWOT Analysis"
- Sato Hiroguki (24th April 2002) "Management Strategy of container Liner Shipping in the Age of Globalization" Gwangyang Korea
- Sirbu Mihai, Pikovsky Igor and Shreve Steven (2004) "Perpetual Convertible Bonds" SIAM J. Control
- Subhash C. Jain (1999) "Στρατηγικός Σχεδιασμός Marketing" University of Connecticut, Επιμέλεια μετάφρασης Πολλάλης Ιωάννης, Εκδόσεις Έλλην
- Tenold Stig (June 2009) "Norwegian investment in specialised shipping: an exploration of the formative period 1960-1977" Bergen
- Weston Fred and Brigham Eugene (2002) "Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής" Ελληνική έκδοση, Παπαζήσης
- Γεωργακόπουλος Θ., Λιανός Θ., Μπένος Θ., Τσεκουράς Γ., Χατζηπροκοπίου Μ., Χρήσου Γ., (1998) "Εισαγωγή στην Πολιτική Οικονομία", Πανεπιστήμια ΑΣΣΟΕ - Πειραιώς - Μακεδονίας, Ε Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου

- Γεωργαντόπουλος Ελευθέριος και Βλάχος Γεώργιος (2003) "Ναυτιλιακή Οικονομική" Εκδόσεις J&J Ελλάς Β' Έκδοση
- Γεωργόπουλος Β. Νικόλαος (2002) "Στρατηγικό Management" Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Εκδόσεις Μπένου
- Γουλιέλμος Α. (1998) «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων», Εκδόσεις Σταμούλη
- Εκπαιδευτικό Εγχειρίδιο Δανείων Τράπεζας Probank Μάιος 2003
- Ευθύμογλου Πρόδρομος (1999) "Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης" Τεύχος Α' Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων
- Ευθύμογλου Πρόδρομος (1996) "Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης" Τεύχος Β' Ανάλυση Επενδύσεων, Γ' Έκδοση
- Ευθύμογλου Πρόδρομος (1990) "Επιχειρησιακή Στρατηγική", Πανεπιστήμιο Πειραιώς
- Θεοτοκάς Ιωάννης, "Ναυτιλία και Επιχειρηματικότητα", Πανεπιστήμιο Αιγαίου
- Κελεσιδης Βασίλειος - Τεχνολογικό Πάρκο Θεσσαλονικής "Συγκριτική Αξιολόγηση" Κεφάλαιο 7
- Κοριτσιδου Βασιλική, (Νοέμβριος 2009) "Ανάλυση Ναυτιλιακών Κύκλων - Θεωρητική και Εμπειρική Προσέγγιση"
- Κρυστάλλη Μαρία (Σεπτέμβριος 2009) "Ναυτιλιακή χρηματοδότηση των ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιρειών με τραπεζικό δανεισμό"
- Μπένος Θεοφάνης και Σαραντίδης Στυλιανός (1998) "Αρχές Οικονομικής Επιστήμης" Β' Έκδοση, Εκδόσεις Μπένου
- Οικονόμου Γεώργιος και Γεωργίου Ανδρέας (1999) "Ποσοτική Ανάλυση για τη λήψη αποφάσεων" Τόμος Α'
- Φυλλάδιο στα πλαίσια του μαθήματος Ναυτιλιακές Επενδύσεις και Ανάλυση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου "Discounted Cash Flow Applications" Chapter 2 Quantitive Investment Analysis
- Φυλλάδιο στα πλαίσια του μαθήματος Ναυτιλιακές Επενδύσεις και Ανάλυση Χρηματοοικονομικού Κινδύνου "The Time Value of Money" Chapter 4

Σύνδεσμοι

- ✓ www.google.gr
- ✓ www.naftemporiki.gr
- ✓ www.worldbank.com
- ✓ www.petrofin.gr
- ✓ www.moudreas.com
- ✓ www.feι.org
- ✓ www.duke.edu/~charvey/Research/index.htm