



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΡΙΑΝΟ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟ ΚΑΙ ΣΥΣΤΗΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1984

Καθηγητής Επιχειρήσεων και Κοινωνιοοικονομικός Αποβέσ  
η Περσέμωσ ημς Εμμω, Ομωμωσ ημσθίμωσ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Επιβλέπων Καθηγητής



Πανεπιστήμιο Πειραιώς  
 Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων  
 Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Διοίκηση  
 Επιχειρήσεων Μ.Β.Α.

Διπλωματική Εργασία

*Ναυτιλιακές Επιχειρήσεις και Χρηματιστηριακές Αγορές, η  
 Περίπτωση της Ελληνόκτητης Ναυτιλίας*

Σπυρίδων Κορφιάς

Πτυχιούχος του Τμήματος Ναυτιλιακών Σπουδών του  
 Πανεπιστημίου Πειραιώς

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ	
ΑΡ. ΕΙΣ.	638514 00
COMPL.	40443
ΤΑΞΗ	387.5 ΚΟΡ
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ	

Πειραιάς 2010



00163851

*Αφιερώνεται*

*Στους γονείς μου, που μου προσέφεραν*

*ανιδιοτελώς τόσα πολλά*

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα μελέτη αναλύεται η σχέση που έχει ο ναυτιλιακός κλάδος με τις διεθνείς χρηματαγορές με έμφαση στις ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρίες Ελληνικών συμφερόντων. Στο πρώτο κεφάλαιο εξετάζεται η ιστορική εξέλιξη της παγκόσμιας και της Ελληνόκτητης ναυτιλίας μέχρι σήμερα καθώς και η σχέση τους με τις διεθνείς χρηματαγορές. Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζονται τα πλεονεκτήματα τα οποία απολαμβάνει μια ποντοπόρα ναυτιλιακή εταιρία όταν κάνει εισαγωγή σε ένα χρηματιστήριο, καθώς και τα μειονεκτήματα που έχει μια τέτοια κίνηση με αποτέλεσμα να αποτρέπει πολλές ναυτιλιακές από το να κάνουν αυτό το βήμα. Στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά σε ένα μεγάλο αριθμό των διεθνών χρηματαγορών που έχουν σημασία για τον ναυτιλιακό κλάδο, επίσης γίνεται αναφορά στην πρόσφατη οικονομική κρίση και πως αυτή επηρέασε σε γενικές γραμμές τις χρηματαγορές και την ναυτιλία. Στο τέταρτο κεφάλαιο παρουσιάζεται εκτενώς η εισηγμένη, Ελληνική και μη, ναυτιλία στις χρηματαγορές των Η.Π.Α. και το νομικό πλαίσιο που τις διακατέχει, επειδή όπως θα δούμε στην μελέτη αυτές οι χρηματαγορές είναι με διαφορά οι πιο σημαντικές. Στο πέμπτο κεφάλαιο αναλύονται θεωρητικά ένας αριθμός χρηματοοικονομικών δεικτών οι οποίοι χρησιμοποιούνται στο έκτο κεφάλαιο για το ερευνητικό κομμάτι της μελέτης. Σ' αυτό, το έκτο κεφάλαιο, κάνουμε χρηματοοικονομική ανάλυση των εισηγμένων Ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιριών στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και ερμηνεύουμε τα αποτελέσματα μας.

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
<b>Πίνακας 1:</b> Εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρίες ανά χώρα για τα έτη 1998 και 2006	10
<b>Πίνακας 2:</b> Ελληνικές ναυτιλιακές ποντοπόρες το 2006 εντός χρηματαγορών	11
<b>Πίνακας 3:</b> Έσοδα και Κερδοφορία εισηγμένων Ελληνικών ναυτιλιακών ποντοπόρων κατά το 2005	12
<b>Πίνακας 4:</b> Απόδοση διεθνών χρηματαγορών κατά την περίοδο από τον Μάιο του 2008 μέχρι τον Μάιο του 2009	49
<b>Πίνακας 5:</b> Ναυτιλιακές επιχειρήσεις Ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες σε οργανωμένες κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. με βάση δεδομένα της 9 Μαΐου του 2009	56
<b>Πίνακας 6:</b> Ενοποιημένοι ισολογισμοί, Navios Maritime Holdings	81
<b>Πίνακας 7:</b> Ενοποιημένες δηλώσεις εισοδήματος, Navios Maritime Holdings	82
<b>Πίνακας 8:</b> Ενοποιημένες δηλώσεις ιδίων κεφαλαίων, Navios Maritime Holdings	82
<b>Πίνακας 9:</b> Ενοποιημένες χρηματικών ροών, Navios Maritime Holdings	83
<b>Πίνακας 10:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Excel Maritime Carriers	85
<b>Πίνακας 11:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Tsakos Energy Navigation Limited	91
<b>Πίνακας 12:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Danaos Corporation	96
<b>Πίνακας 13:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Navios Maritime Holdings Inc.	102
<b>Πίνακας 14:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Genco Shipping & Trading Limited	106
<b>Πίνακας 15:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την General Maritime Corporation	111
<b>Πίνακας 16:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Dianna Shipping	116
<b>Πίνακας 17:</b> Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Aegean Marine Petroleum Network	121

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
<b>Διάγραμμα 1:</b> Εξέλιξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου	2
<b>Διάγραμμα 2:</b> Γεγονότα που επηρέασαν την παγκόσμια ναυλαγορά	3
<b>Διάγραμμα 3:</b> Σχέση τονάζ παγκόσμιου στόλου με μέγεθος παγκόσμιου εμπορίου	4
<b>Διάγραμμα 4:</b> Εξέλιξη τονάζ Ελληνόκτητης ναυτιλίας την περίοδο 1988 ως 2006	5
<b>Διάγραμμα 5:</b> Αυξομειώσεις Ελληνόκτητου στόλου σε εκατομμύρια τόνους νεκρού βάρους για την περίοδο 1988 ως 2006	6
<b>Διάγραμμα 6:</b> Ναύλοι πλοίων Πάναμαξ για περιόδους 1991 ως 1995, 2005 ως 2006	23
<b>Διάγραμμα 7:</b> Οι 30 μεγαλύτερες τράπεζες που χρηματοδότησαν την Ελληνική ναυτιλία κατά το 2006	29
<b>Διάγραμμα 8:</b> Ποσοτική εξέλιξη δανείων στην Ελληνική ναυτιλία με βάση τα ίδια των τραπεζικών ιδρυμάτων	30
<b>Διάγραμμα 9:</b> Συγκεντρωτικός δείκτης τελευταίας δεκαετίας για την πορεία της κεφαλαιοποίησης του NYSE	35
<b>Διάγραμμα 10:</b> Σύγκριση συγκεντρωτικού δείκτη NYSE για την τελευταία δεκαετία με τους δείκτες S&P 500 και Dow Jones Industrial Average	35
<b>Διάγραμμα 11:</b> Πορεία σε ποσοστιαίες μονάδες του μεικτού δείκτη NASDAQ για την τελευταία εξαετία	38
<b>Διάγραμμα 12:</b> Εξέλιξη του FTSE All-Share Index κατά την τελευταία δεκαετία	41
<b>Διάγραμμα 13:</b> Εξέλιξη του FTSE ST ALL-SHARE κατά την τελευταία διετία	43
<b>Διάγραμμα 14:</b> Πορεία συνολικής χρηματιστηριακής αξίας NYSE εντός του 2009	50
<b>Διάγραμμα 15:</b> Πορεία συνολικής χρηματιστηριακής αξίας NASDAQ εντός του 2009	51
<b>Διάγραμμα 16:</b> Πορεία Dow Jones Industrial Average για την περίοδο 2008 με 2010	51

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b>	I
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b>	II
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ</b>	1
1.1 Παγκόσμιος Ναυτιλιακός Κλάδος	1
1.2 Ελληνόκτητη Ναυτιλία	5
1.3 Ιστορική Σχέση της Παγκόσμιας Ναυτιλίας με τις Χρηματαγορές	7
1.4 Ελληνόκτητη Ναυτιλία στις Διεθνείς Χρηματαγορές	8
<b>Βιβλιογραφία 1<sup>ο</sup> Κεφαλαίου</b>	13
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ</b>	14
<b>2.1 Πλεονεκτήματα Εισαγωγής</b>	14
2.1.1 Αυξημένες Ανάγκες για Επενδυτικά Κεφάλαια	15
2.1.2 Πιθανή Αδυναμία Τραπεζικού Δανεισμού	15
2.1.3 Πολυμετοχικός Χαρακτήρας	16
2.1.4 Εισροή Εσόδων από Διαχείριση	16
2.1.5 Κύρος από Εισαγωγή Εταιρίας	18
<b>2.2 Μειονεκτήματα Εισαγωγής</b>	19
2.2.1 Χαμηλή Κεφαλαιοποίηση και Ρευστότητα	19
2.2.2 Επικινδυνότητα Κλάδου	20
2.2.3 Χαμηλές Εκτιμήσεις από Χρηματαγορές	21
2.2.4 Βιομηχανία Χαμηλών Αποδόσεων	22
2.2.5 Κίνδυνος Απώλειας Ελέγχου Επιχείρησης	23
2.2.6 Μικρές σε Μέγεθος και Μονοβάπορες Εταιρίες	25
2.2.7 Στήριξη σε Υπεραξίες για Κερδοφορία	26
2.2.8 Έλλειψη Οικειότητας με τις Χρηματαγορές	27
2.2.9 Τραπεζικός Δανεισμός	28

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ</b>	68
<b>5.1 Θεωρητική Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Δεικτών</b>	69
5.1.1 Μικτό και Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	69
5.1.2 Μικτά Αποτελέσματα Χρήσης (Αποτελεσματικότητα Εκμετάλλευσης)	70
5.1.3 Συνολική Αποδοτικότητα	71
5.1.4 Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	71
5.1.5 Δανειακή Επιβάρυνση	72
5.1.6 Τρέχουσα Ταμειακή Ρευστότητα	74
5.1.7 Παγιοποίηση Περιουσίας	75
5.1.8 Κάλυψη Μερισμάτων	76
<b>5.2 Τελικοί Χρηματοοικονομικοί Δείκτες για το Ερευνητικό Μέρος της Μελέτης</b>	78
<b>Βιβλιογραφία 5<sup>ου</sup> Κεφαλαίου</b>	78
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΣΤΟ NYSE</b>	79
<b>6.1 Εταιρικές Χρηματοοικονομικές Αναλύσεις και Προτάσεις για Έρευνα</b>	84
6.1.1 Εταιρία Excel Maritime Carriers Ltd.	85
6.1.2 Εταιρία Tsakos Energy Navigation Limited	91
6.1.3 Εταιρία Danaos Corporation	96
6.1.4 Εταιρία Navios Maritime Holdings Inc.	101
6.1.5 Εταιρία Genco Shipping & Trading Limited	106
6.1.6 Εταιρία General Maritime Corporation	111
6.1.7 Εταιρία Dianna Shipping Inc.	116
6.1.8 Εταιρία Aegean Marine Petroleum Network Inc.	121
<b>6.2 Γενικές Παρατηρήσεις, Συμπεράσματα και Εκτιμήσεις για την Ελληνόκτητη Ναυτιλία στον NYSE</b>	126
<b>ΕΠΙΛΟΓΟΣ</b>	129



ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ	132
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΙΝΑΚΩΝ	134
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	150

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>: ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΟΥ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

## 1.1 Παγκόσμιος Ναυτιλιακός Κλάδος

Με τον γενικό όρο ναυτιλιακός κλάδος χαρακτηρίζεται το σύνολο των πάσης φύσεως συστηματικών ενεργειών που αποσκοπούν στη παροχή υπηρεσιών και που σχετίζονται με τις θαλάσσιες μεταφορές, ικανοποιώντας ανθρωπίνες ανάγκες, έναντι κάποιου ωφελήματος. Στη ναυτιλιακή οικονομία εντάσσεται ένα πλήθος ναυτιλιακών δραστηριοτήτων όπως πλοιοκτησία, εφοπλισμός, ναυτική ασφάλιση, ναυτιλιακή πίστη, ναύλωση, τροφοδοσία πλοίου, ναυπήγηση και επισκευές, εμπορική ναυσιπλοΐα, πρακτόρευση πλοίου, μεσιτεία και ναυλομεσιτεία κ.ά. Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης εμείς εξετάζουμε κυρίως τις ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρίες, δηλαδή τις εταιρίες που αναλαμβάνουν να διακινήσουν φορτία μέσω θαλάσσης για λογαριασμό των διάφορων ναυλωτών στους οποίους ανήκουν αυτά τα φορτία.

Σήμερα δεν μπορεί κανείς να αμφισβητήσει τον σημαντικό ρόλο που διαδραματίζει η ναυτιλία, δεδομένου ότι είναι ο πιο οικονομικός και ο πιο φιλικός προς το περιβάλλον τρόπος στην διακίνηση και στην μεταφορά των αγαθών. Κατά συνέπεια, η ναυτιλία θα είναι απαραίτητη για την μεταφορά των αγαθών της μεγάλης πλειοψηφίας του παγκόσμιου εμπορίου, ακόμα και στο απώτερο μέλλον. Στην παρούσα περίοδο το ναυτιλιακό εμπόριο βρίσκεται σε μια ιδιαίτερη φάση εξέλιξης, με συνεχείς πολιτικές και οικονομικές αλλαγές αλλά και προκλήσεις στο διεθνές επίπεδο. Συνεπώς, αναμένουμε να δούμε πως αυτό το ρευστό κλίμα θα επηρεάσει τον ναυτιλιακό κλάδο και με την παρούσα μελέτη προσπαθούμε να αναλύσουμε την πορεία του μέχρι τώρα και να κάνουμε κάποιες εμπειριστατωμένες προβλέψεις για το άμεσο μέλλον. Ο βασικός παράγοντας που μπορεί να επηρεάσει τις μελλοντικές προοπτικές της ναυτιλιακής αγοράς είναι βεβαίως το ισοζύγιο προσφοράς και ζήτησης της παγκόσμιας ναυτιλίας.

Οι διακυμάνσεις της παγκόσμιας οικονομίας συνδέονται άμεσα και κατά κύριο λόγο με τους οικονομικούς κύκλους της ναυτιλίας. Αυτό μπορούμε να το διακρίνουμε από τον τρόπο που επηρεάζεται ο ναυτιλιακός κλάδος κάθε φορά που η οικονομία βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης ή ύφεσης. Παρά την μεγάλη εξάρτηση όμως από την παγκόσμια

οικονομία, όταν μελετάμε την σχέση χρηματιστηρίου και ναυτιλίας παρατηρούμε ότι αυτή άργησε πολύ να αναπτυχθεί. Το παραπάνω γεγονός δεν αφορά μόνο τις Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες αλλά ήταν πραγματικότητα σε παγκόσμιο επίπεδο και οφείλεται σε μια σειρά από παράγοντες οι οποίοι μεταξύ άλλων, εξετάζονται σε αυτή την έρευνα, τόσο από την πλευρά των ιδιαιτεροτήτων της Ελληνικής ναυτιλίας, η οποία μας ενδιαφέρει άμεσα, όσο και από την πλευρά της ναυτιλίας γενικότερα. Η αναζήτηση των κατάλληλων χρηματοδοτικών εργαλείων για μια επιχείρηση, με την έννοια της αποτελεσματικότητας, δεν είναι εύκολη υπόθεση. Αυτό ισχύει για οποιονδήποτε κλάδο και είναι αληθές πολύ περισσότερο όταν η εξασφάλιση χρήματος αναζητείται χρηματιστηριακά, μέσω δηλαδή μιας αγοράς που παρόλα τα προτερήματα της το κύριο χαρακτηριστικό της είναι η διαμόρφωση τιμών ως προϊόν λειτουργίας του νόμου της προσφοράς και της ζήτησης.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί βλέπουμε, με έτος βάσης το 1950, την εξέλιξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου συγκρινόμενου με το παγκόσμιο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, ως και το έτος 2005.

**Διάγραμμα 1:** Εξέλιξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου



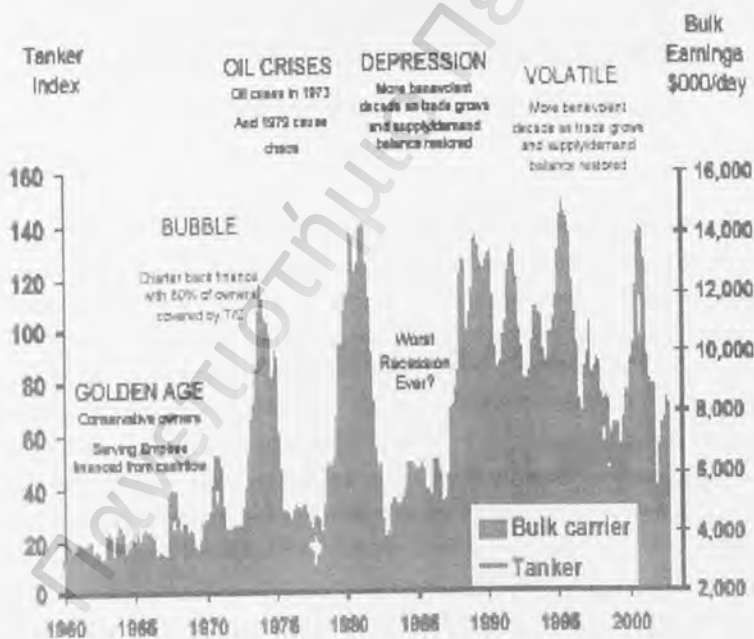
Πηγή: Clarkson

Βλέπουμε εδώ ότι ενώ το παγκόσμιο ακαθάριστο εγχώριο προϊόν αυξανόταν κάθε χρόνο κατά μέσο όρο 3,6%, το θαλάσσιο εμπόριο αυξανόταν και αυτό μαζί του αλλά με περισσότερες διακυμάνσεις και με φανερά μεγαλύτερο ρυθμό (κατά μέσο όρο 4,3%). Το αποτέλεσμα είναι ότι από το έτος βάσης το παγκόσμιο Α.Ε.Π. είναι 8 φορές

μεγαλύτερο αλλά το θαλάσσιο εμπόριο είναι σε όγκο μεταφερομένων προϊόντων 13 φορές μεγαλύτερο. Αυτό έχει άμεσο αντίκτυπο στην σχέση του ναυτιλιακού τομέα με τις διάφορες χρηματιστηριακές αγορές γιατί σε βάθος χρόνου η συνολική χρηματιστηριακή αξία των χρεογράφων των ναυτιλιακών εταιριών αυξάνεται με ρυθμό μεγαλύτερο από τις αντίστοιχες εισηγμένες επιχειρήσεις άλλων κλάδων.

Αυτή η περίοδος των 50 χρόνων που μελετάμε χαρακτηρίζεται, τόσο στην γενική οικονομία όσο και στο ναυτιλιακό κλάδο, από την εναλλαγή περιόδων ανάκαμψης και περιόδων κρίσης, κάποιες από τις οποίες μελετάμε ξεχωριστά σε άλλα σημεία της παρούσας έρευνας. Από τα δύο διαγράμματα που ακολουθούν βλέπουμε στο πρώτο πώς επηρεάστηκε ο παγκόσμιος στόλος και η ναυλαγορά από διάφορα γεγονότα και οικονομικούς κύκλους.

**Διάγραμμα 2:** Γεγονότα που επηρέασαν την παγκόσμια ναυλαγορά

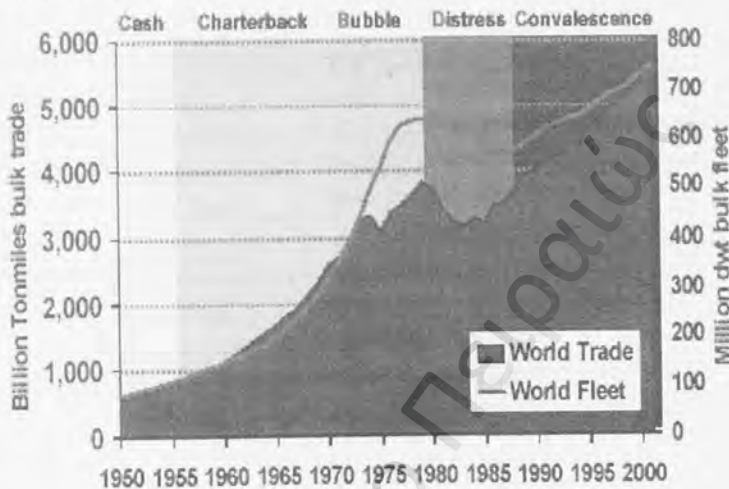


Πηγή: Clarkson

Στο δεύτερο διάγραμμα βλέπουμε την σχέση του τόνάζ του παγκοσμίου στόλου με το παγκόσμιο εμπόριο. Οι τιμές των μετοχών για κάθε εισηγμένη ναυτιλιακή επιχείρηση

πάντα διαμορφώνονταν, άμεσα ή έμμεσα, από την πραγματική οικονομία και ακολουθούσαν σε γενικές γραμμές τις διακυμάνσεις που φαίνονται εδώ.

Διάγραμμα 3: Σχέση τονάζ παγκόσμιου στόλου με μέγεθος παγκόσμιου εμπορίου



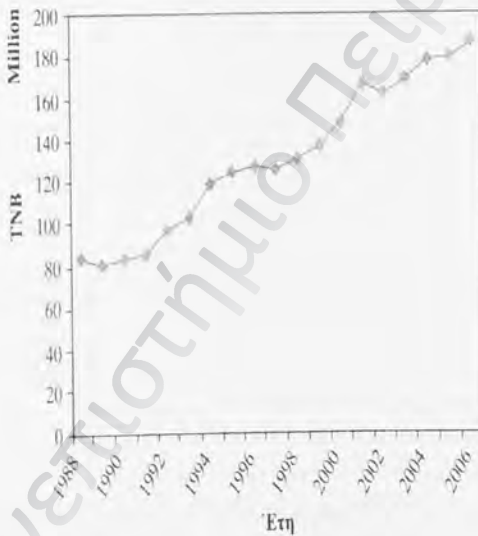
Πηγή: Clarkson

Αξίζει εδώ να παρατηρήσουμε στο δεύτερο διάγραμμα ότι ο παγκόσμιος στόλος για μια μεγάλη περίοδο είναι μεγαλύτερος σε τονάζ από το παγκόσμιο εμπόριο. Αυτό έχει άμεσο αντίκτυπο στην ναυλαγορά και την αξία των πλοίων γιατί όσο περισσότερη προσφορά υπάρχει για διακίνηση φορτίου σε σχέση με την ζήτηση, τόσο μικρότερους ναύλους θα έχουμε καθώς και απαξίωση των πλοίων. Το παραπάνω με την σειρά του θα επηρεάζει όπως είναι φυσικό την πορεία του ναυτιλιακού κλάδου στα χρηματιστήρια και έτσι θα συνεχίζεται ο κύκλος μέχρι να υπάρξει ανάκαμψη, είτε επειδή μειώθηκε η προσφορά φορτίου, είτε επειδή αυξήθηκε η ζήτηση για μεταφορά. Στο συγκεκριμένο διάγραμμα βέβαια μιλάμε για ένα γενικό μέσο όρο, δεν σημαίνει ότι σε κάθε χώρα ή σε κάθε ναυτιλιακή εταιρία ίσχυαν ακριβώς τα ίδια δεδομένα, ούτε ότι από το 1975 μέχρι το 2000 είχαμε συνεχή κρίση, απλά υπήρχαν σημαντικές κάμψεις στην αγορά τις περιόδους που η προσφορά ήταν πολύ μεγαλύτερη.

## 1.2 Ελληνόκτητη Ναυτιλία

Παρόλο που σχεδόν πάντα η Ελληνόκτητη ναυτιλία κατείχε την πρώτη θέση στον κλάδο, την περίοδο από το 1988 μέχρι και σήμερα που γράφεται αυτή η έρευνα, η συνολική ανάπτυξη της Ελληνόκτητης ναυτιλίας είναι παραπάνω από εντυπωσιακή. Συγκεκριμένα όπως βλέπουμε στο ποιο κάτω διάγραμμα από το 1988 έως το 2006 η Ελληνόκτητη ναυτιλία αυξήθηκε από περίπου 85 εκατομμύρια ωφέλιμου φορτίου σε 190 εκατομμύρια τόνους υπερδιπλασιάζοντας έτσι μέσα σε 18 χρόνια την συνολική της μεταφορική ικανότητα.

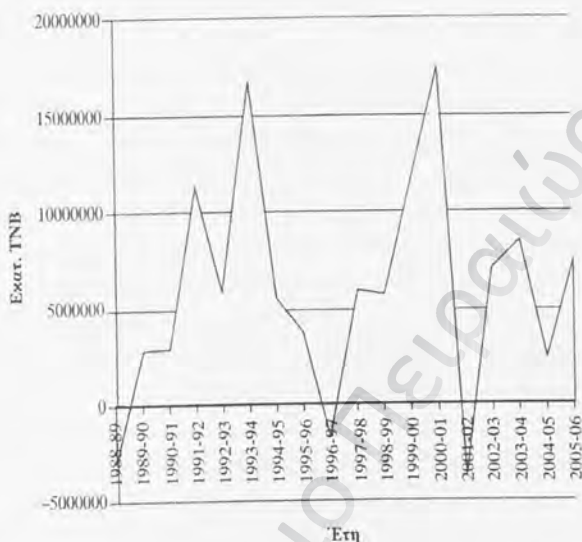
Διάγραμμα 4: Εξέλιξη τονάζ Ελληνόκτητης ναυτιλίας την περίοδο 1988 ως 2006



Πηγή: Στοιχεία από Ελληνική επιτροπή ναυτιλιακής συνεργασίας Λονδίνου, 2006

Λόγο βέβαια των φαινομένων που παρατηρούνται με τους έντονους ναυτιλιακούς οικονομικούς κύκλους, που εξαρτώνται άμεσα από τον αντιστοίχους κύκλους της γενικότερης οικονομίας, ξέρουμε ότι η ανάπτυξη δεν ήταν πάντοτε ομαλή. Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε στο επόμενο διάγραμμα είχαμε μεγάλες συνολικές αυξήσεις στον Ελληνόκτητο στόλο τις περιόδους 1993-1994, 2000-2001 αλλά και σε μικρότερο βαθμό τις περιόδους 1991-1992, 1999-2000, 2002-2003, 2005-2006.

**Διάγραμμα 5:** Αυξομειώσεις Ελληνόκτητου στόλου σε εκατομμύρια τόνους νεκρού βάρους για την περίοδο 1988 ως 2006



Πηγή: Στοιχεία από Ελληνική επιτροπή ναυτιλιακής συνεργασίας Λονδίνου, 2006

Πριν από την κρίση του 2008 και με την θεαματική απόδοση της ναυτιλιακής βιομηχανίας που συνεχιζόταν επί σειρά ετών, οι πλοιοκτήτες αναρωτιόντουσαν αν θα έπρεπε να επεκταθούν, να εδραιώσουν την θέση τους με συνεργασίες και συγχωνεύσεις ή να ρευστοποιήσουν και να φύγουν από την αγορά (λόγω φόβου ότι θα περάσουμε σε περίοδο ύφεσης). Όπως αποδείχτηκε τελικά με την κρίση του 2008 που επηρέασε άμεσα την ναυτιλία, και όπως αναφέρουμε σε πολλά άλλα σημεία της παρούσας έρευνας, αυτοί που βγήκαν περισσότερο κερδισμένοι στην κρίση ήταν όσοι πρόλαβαν και ρευστοποιήσαν ή όσοι έκαναν συντηρητικές εκτιμήσεις και προσεκτικές κινήσεις. Από την άλλη πλευρά όμως, παρόλο που είναι ευρέως αποδεκτό ότι η γενικότερη οικονομική ανάπτυξη συμβαδίζει με την ανάπτυξη της βιομηχανίας, υπάρχουν ενδείξεις ότι σε βάθος χρόνου αυτές οι δύο μεταβλητές, δηλαδή η γενική οικονομία και η ναυτιλία, ακολουθούν ένα λίγο διαφορετικό μονοπάτι (όπως είδαμε και στον πρώτο πίνακα αυτού του κεφαλαίου).

### 1.3 Ιστορική Σχέση της Παγκόσμιας Ναυτιλίας με τις Χρηματαγορές

Πριν από το 1982 το κυριότερο χρηματιστηριακό κέντρο για την παγκόσμια Ναυτιλία ήταν αναμφισβήτητα το Λονδίνο. Πρέπει να σημειωθεί ότι αυτή την περίοδο οι εισηγμένες ναυτιλιακές στην παγκόσμια χρηματιστηριακή αγορά ήταν πολύ λίγες και δεν είχε ιδιαίτερη αξία τότε η ξεχωριστή μελέτη τους. Μετά από αυτή την περίοδο, την υπόλοιπη δεκαετία του 80, πρώτο χρηματιστήριο σε αριθμό εισηγμένων ναυτιλιακών ήταν και πάλι το Λονδίνο, μαζί όμως με το Όσλο και ακολουθώντας αυτά τα δύο, τρίτο ήταν το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) το οποίο κέρδιζε διαρκώς έδαφος. Σταδιακά, ενώ ο αριθμός των ναυτιλιακών εταιριών στις χρηματιστηριακές λίστες αυξανόταν, το χρηματιστήριο του Λονδίνου έχασε κάπως την σημασία και τον ρόλο που έπαιζε στην ναυτιλία και την δεκαετία του 90 το Όσλο πήρε την πρωτιά με το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης να είναι πλέον δεύτερο. Επίσης παράλληλα αυτή την εποχή εμφανίστηκαν και άλλες αγορές όπως αυτή της Στοκχόλμης και οι χρηματιστηριακές αγορές της άπω ανατολής, (Σιγκαπούρη, Χόνγκ Κόνγκ, Μπανγκόκ και Ταιβάν) οι οποίες άρχισαν να προσελκύουν τις διάφορες ναυτιλιακές εταιρίες, αν και όχι τόσο τις Ελληνικές. Στο τέλος της δεκαετίας του 90 και τις αρχές του 21<sup>ου</sup> αιώνα το χρηματιστήριο του Όσλου έχασε και αυτό με την σειρά του την σημασία του για την εισηγμένη ναυτιλία και αντικαταστάθηκε κυρίως από το NYSE. Πρόσφατα το κλήμα επιφυλακτικότητας για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις από τις αγορές κεφαλαίου είχε αντιστραφεί πλήρως, οι επενδυτές έκανα λόγο για ανακάλυψη των προτερημάτων αγοράς μετοχών από ναυτιλιακές επιχειρήσεις και αυτό είχε σαν αποτέλεσμα, μαζί με αρκετούς άλλους λόγους που θα αναλύσουμε, πολλές ναυτιλιακές να κάνουν εισαγωγή αυξάνοντας σημαντικά την παρουσία της ναυτιλίας στα διεθνή χρηματιστήρια. Από το 2007 και μετά την κυριαρχία του NYSE για την ναυτιλία ανέλαβαν μαζί και άλλα χρηματιστήρια κυρίως με βάση τις Η.Π.Α., συγκεκριμένα το NASDAQ και το AMEX (το οποίο εξαγοράστηκε το 2008 από το NYSE), με της αγορές της άπω ανατολής να κινούνται σε χαμηλότερα επίπεδα αλλά να συνεχίζουν να κερδίζουν σταθερά έδαφος. Με την διεθνή οικονομική κρίση του 2008 και το βαθύ αντίκτυπο που είχε στην εισηγμένη και μη παγκόσμια ναυτιλία με ακυρώσεις σε εκατοντάδες παραγγελίες πλοίων, δέσιμο και καταστροφή άλλων πλοίων για scrap, πτώχευση εταιριών, το αποτέλεσμα ήταν το κύμα των ναυτιλιακών IPOs (Initial Public Offerings) να σταματήσει και να μην έχουμε πρόσφατα μεγάλο αριθμό νέων εισηγμένων. Την σημερινή εποχή, οι κυρίαρχες χρηματιστηριακές αγορές για την Ελληνική και την διεθνή ναυτιλία παραμένουν οι Αμερικάνικες με τα χρηματιστήρια του Όσλο και του Λονδίνου να βρίσκονται σε δεύτερη μοίρα. Το χρηματιστήριο του Λονδίνου συνέχισε και τα



τελευταία χρόνια να ακολουθεί φθίνουσα πορεία σε αριθμό εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών, κυρίως εξαιτίας μεταφοράς των μετοχών στα χέρια λίγων ιδιοκτητών και διαρκών συγχωνεύσεων και εξαγορών.

#### 1.4 Ελληνόκτητη Ναυτιλία στις Διεθνείς Χρηματαγορές

Οι λόγοι για τους οποίους η ναυτιλιακή βιομηχανία όπως και κάθε βιομηχανία πρέπει να καταφύγει σε εξεύρεση κεφαλαίων για την διαρκή της ανάπτυξη, είναι πάνω κάτω γνωστοί. Μια ισχυρή ναυτιλία όμως δεν μπορεί να βασίζεται μόνο στην εθνική οικονομία και το τραπεζικό σύστημα του κράτους από το οποίο προέρχεται ειδικά αν αυτό είναι συγκριτικά μικρό. Η Ελληνόκτητη ναυτιλία μπορεί να προέρχεται από μια μικρή συγκριτικά με άλλα κράτη οικονομία αλλά βρίσκεται και βρίσκεται αυτή την στιγμή στην πρώτη θέση παγκόσμια. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι ανέκαθεν η ναυτιλία μας λειτουργούσε σε ένα διεθνοποιημένο περιβάλλον σαν μια καθαρά πολυεθνική βιομηχανία εκτός Ελλάδος και με έναν πολύ μεγάλο βαθμό ανεξαρτησίας. Προσφέραμε τις υπηρεσίες του στόλου μας παίζοντας τον ρόλο των «φορτηγών» και «ταξί» της παγκόσμιας θάλασσας και έτσι αντλούσαμε κέρδη από μη εγχώριες οικονομίες οι οποίες ήταν πολύ μεγαλύτερες από την Ελληνική με αυξημένες ανάγκες για υπηρεσίες.

Είναι προφανές ότι μια βιομηχανία τόσο ισχυρή δεν θα μπορούσε να βασιστεί μόνο στο Ελληνικό τραπεζικό σύστημα ούτε τώρα αλλά ακόμα λιγότερο και στο παρελθόν, δηλαδή την εποχή προτού η Ελλάδα περάσει στην νομισματική ζώνη του Ευρώ. Το ποσοστό που οι Ελληνικές τράπεζες κάλυπταν τότε της διαρκώς αυξανόμενες ανάγκες της ναυτιλίας μας ανερχόταν περίπου στο 4% με 5% των συνολικών δανείων σε δολάρια. Μάλιστα υπήρχε περίοδος στην οποία τα συνολικά δάνεια προς την Ελληνική ναυτιλία από ξένες πηγές ισοδυναμούσαν με δύο φορές τον προϋπολογισμό της Ελληνικής οικονομίας. Οι Ελληνόκτητες ναυτιλιακές εταιρίες πάντοτε βασίζονταν σε κεφάλαια ξένων τραπεζών για την ανάπτυξή τους και όπως όλα δείχνουν αυτό θα συνεχιστεί και στο μέλλον.

Παρόλα αυτά όμως ιστορικά οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες δεν έκαναν συχνά προσφυγή στις χρηματιστηριακές αγορές για την συγκέντρωση κεφαλαίων. Το φαινόμενο αυτό δεν περιορίζεται στην Ελληνόκτητη ναυτιλία, παρόμοια συμπεριφορά παρατηρείται και από την πλειοψηφία των εταιριών του ναυτιλιακού τομέα που έχουν

σαν βάση άλλες χώρες είτε αυτές οι χώρες έχουν ισχυρή ναυτιλιακή παράδοση όπως η Ελλάδα είτε όχι. Κάτω από το 1% του παγκόσμιου αριθμού των ναυτιλιακών εταιριών βρίσκονται αυτή την στιγμή σε κάποια λίστα χρηματιστηρίου αξιών, το ποσοστό αυτό όμως είναι φανερά πιο αυξημένο όταν μιλάμε για ναυτιλιακές εταιρίες της ποντοπόρου ναυτιλίας. Με δεδομένα του 2008 ξέρουμε ότι συνολικά 180 ναυτιλιακές εταιρίες που δραστηριοποιούντουσαν στην φορτηγό ναυτιλία, μεταξύ των οποίων και 28 Ελληνικών συμφερόντων, ήταν εισηγμένες σε 37 χρηματιστήρια σε όλο τον κόσμο, με την μεγάλη τους πλειοψηφία να βρίσκεται σε χρηματιστήρια των Ηνωμένων Πολιτειών. Τα δεδομένα αυτά μπορεί να άλλαξαν ελαφρά μετά από την κρίση του 2008 και να αποχώρισαν κάποιες εταιρίες, αλλά οι αναλογίες που παρουσιάζουμε κυμαίνονται στα ίδια επίπεδα και σήμερα. Οι Ελληνικές επιχειρήσεις φορτηγού ναυτιλίας που είναι εισηγμένες σε αυτά τα διεθνή χρηματιστήρια αντιπροσωπεύουν περίπου το 10% του συνολικού Ελληνόκτητου στόλου. Εξ αυτών ούτε μια ποντοπόρα δεν ήταν ούτε είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών, παρά το γεγονός ότι ο Ελληνικός εφοπλισμός αποτελεί σχεδόν το 10% σε αριθμό πλοίων και το 17,9% σε χωρητικότητα του παγκόσμιου εμπορικού στόλου.

Το 1998 σε 29 παγκόσμια χρηματιστήρια βρισκότουσαν συνολικά 245 ναυτιλιακές εταιρίες. Το 2006 αυτός ο αριθμός μειώθηκε κατά 32% και έπεσε στις 202. Είναι σημαντικό εδώ να παρατηρήσουμε ότι οι αυξομειώσεις του αριθμού των ναυτιλιακών εταιριών σε παγκόσμιο επίπεδο, μπορεί να μην αντιπροσωπεύουν απαραίτητα και τις αυξομειώσεις στην παγκόσμια δυνατότητα μεταφοράς φορτίου. Αυτό συμβαίνει γιατί με την πάροδο των χρόνων αυξάνεται το μέγεθος των πλοίων και επίσης μεμονωμένες ναυτιλιακές εταιρίες αυξάνονται σημαντικά σε μέγεθος, ενώ μπορεί ναυτιλιακές εταιρίες που εξαφανίζονται στην πραγματικότητα να συγχωνεύονται με άλλες ή να εξαγοράζονται. Επομένως υπάρχει η πιθανότητα σε μια χρονική περίοδο να παρατηρούμε μείωση του αριθμού των ναυτιλιακών επιχειρήσεων αλλά οι συνολικοί διαθέσιμοι DWT (Dead Weight Tones) στην πραγματικότητα να μένουν σταθεροί ή να αυξάνονται. Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε στην πρώτη στήλη ξεχωριστά για τα έτη 1998 ως και 2006, ανά χώρα, πόσες εταιρίες ήταν εισηγμένες στα παγκόσμια χρηματιστήρια και στην δεύτερη στήλη τι ποσοστό από το σύνολο των εταιριών έχουν αυτές οι χώρες.

**Πίνακας 1:** Εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρίες ανά χώρα για τα έτη 1998 και 2006

Πηγή: περιοδική έκδοση Trade Winds 1998 και 2006 (ποσοστά στρογγυλοποιημένα)

Πόλη ή Χώρα Χρηματιστήριο	Αριθμός Ναυτιλιακών Εταιρειών 1998 (17/04/98) %		Αριθμός Ναυτιλιακών Εταιρειών 2006 (17/11/06)	
Αυστραλία	—	—	2	1.0%
Βέλγιο	—	—	3	1.5
Γαλλία	5	2	1	0.5
Γερμανία	4	2	6	3.0
Δανία	15	6	6	3.0
Ελλάς	4	2	5	2.5
Ηνωμένο Βασίλειο	14	6	6	3.0
ΗΠΑ	31	13	41	20.0
Ιαπωνία	25	10	18	9.0
Ινδία	7	3	9	4.5
Ινδονησία	—	—	2	1.0
Ιταλία	—	—	2	1.0
Καναδάς	—	—	1	0.5
Κίνα	—	—	2	1.0
Λετονία	—	—	1	0.5
Μαλαισία	6	2	9	4.5
Ν. Αφρική	—	—	1	0.5
Ν. Κορέα	6	2	7	3.5
Νορβηγία	51	21	28	14.0
Ολλανδία	4	2	3	1.5
Ρωσία	7	3	—	—
Σιγκαπούρη	16	7	14	7.0
Σουηδία	12	5	5	2.5
Ταϊβάν	6	2	8	4.0
Ταϊλάνδη	5	2	4	2.0
Φίλιππίνες	4	2	2	1.0
Φινλανδία	5	2	5	2.5
Χιλή	—	—	1	0.5
Χονγκ Κονγκ	14	6	10	5.0
12 Χώρες με 3 εταιρείες ή λιγότερες	4	2	—	—
Σύνολο	245	100%	202	100

Όπως βλέπουμε στον πιο πάνω πίνακα, το έτος 2006 από τις κατ' εκτίμηση 30.000 εταιρίες που είναι εισηγμένες παγκόσμια σε αυτά τα 29 χρηματιστήρια μόνο 202 εταιρίες είναι ναυτιλιακές στην φύση τους, δηλαδή ποσοστό 0,67%. Από αυτές πέντε, που όλες ανήκουν στην Ελληνόκτητη ναυτιλία, είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών και είναι οι εξής: Απτικής, Ανεκ, Μπλου Σταρ, ΝΕΛ, Μινωικές Γραμμές, καμιά όμως από αυτές δεν είναι ποντοπόρος εταιρία.

Εδώ πρέπει να διευκρινίσουμε ότι τα δεδομένα που παρουσιάσαμε περιλαμβάνουν και ναυτιλιακές εταιρίες Ελληνικών συμφερόντων οι οποίες δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθήνας αλλά αντίθετα είναι εισηγμένες σε διάφορες ξένες χρηματιστηριακές αγορές. Αυτές οι εταιρίες δεν παρουσιάστηκαν ξεχωριστά από τις ανταγωνίστριες τους που είναι ξένων συμφερόντων και βρίσκονται στις ίδιες χρηματαγορές. Για να παρουσιάσουμε μερικές από αυτές τις εταιρίες ξεχωριστά δίνουμε των παρακάτω πίνακα ο οποίος αναφέρει 16 Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες που βρίσκονταν, μεταξύ άλλων, στα χρηματιστήρια του Λονδίνου και της Νέας Υόρκης την περίοδο 2006. Ο πίνακας αυτός δείχνει στην πρώτη στήλη το χρηματιστήριο της εταιρίας, στην δεύτερη στήλη την εταιρία και στην Τρίτη στήλη δεδομένα όπως κεφάλαιο, αριθμό πλοίων και τύπους πλοίων που έχουν υπό την ιδιοκτησία τους.

**Πίνακας 2:** Ελληνικές ναυτιλιακές ποντοπόρες το 2006 εντός χρηματαγορών

Πηγή: Ναυτεμπορική, Ναυτιλία 2006. (OTC: Over The Counter).

Πόλη ή Χώρα Χρηματιστηρίου	Όνομα Ελληνικής Ναυτιλιακής Εταιρείας	Εκστ. \$ Από ΧΑ Έτος Πλοία (αα.)
Nasdaq	1. Aries Maritime <sup>(1)</sup>	170,5\$ 2005 14 (9 Δ/Ξ, 5 Ε/Κ)
NYSE	2. Diana Shipping <sup>(1)</sup> (Συμείων Παλιός)	241,9\$ 2005 12 πλοία (1.064.686 τνβ)
Nasdaq	3. Dry ships <sup>(1)</sup> (Γιώργος Οικονόμου)	269,1\$ 2005 27 πλοία
OTC BB	4. Euroseas (Αριστέλης Πίττας)	2005 8 πλοία
NYSE	5. Excel maritime <sup>(1)</sup>	2005 17 πλ.
Nasdaq (2005)	6. Freeseas (Γιώργος & Ευστάθιος Γουρδομιγιάλης & Ιονάς Βαφουράκης)	2005 17 πλοία
Nasdaq (2005)	7. Genco Shipping	2005 24 Δ/Ξ
NYSE	8. General maritime (Υψηλής Κεφαλαιοποίησης)	115\$ 2005 17 πλ.
LSE	9. Goldenport Holdings (Πάρις Δράγης)	2005 41 πλο.
Nasdaq	10. Navios Maritime <sup>(1)</sup> (Αγγελική Φράγγου) (Εξαγορά της από την International Shipping Enterprises)	234\$ 2005 2 πλ.
Nasdaq	11. Omega Navigation <sup>(1)</sup>	220,9\$
Nasdaq	12. Quintana Maritime <sup>(1)</sup> (Σταμάτης Μόλαρης) (Εξαγορά Μετροσταρ)	116,0\$ 2005 17 LPG
Nasdaq	13. Stealthgas <sup>(1)</sup> (Όμιλος Βαφεία-Χάρις Βαφειάς)	2005 27 Δ/Ξ
Nasdaq	14. Top Tankers <sup>(1)</sup> (Ε. Πιστιόλης)	2005 35 Δ/Ξ
NYSE	15. Tsakos Energy Navigation TEN <sup>(1)</sup>	1,018.4\$
Σύνολο		1,140 \$ (17/11/06)
NYSE	16. Danaos <sup>(1)</sup>	(* ) 5,525 \$ στο Νάσντακ την 17/11/06.
AMEX	Star Mar. Acq. Corp.	281 \$m

Αρκετές από αυτές τις εταιρίες μπήκαν για πρώτη φορά στις ξένες χρηματιστηριακές αγορές το 2005. Παρακάτω βλέπουμε και για τις 16 ναυτιλιακές τα έσοδα και τις κερδοφορίες που παρουσίασαν για το έτος 2005, (προφανώς αυτά παρουσιάστηκαν σαν δεδομένα εντός του 2006).

**Πίνακας 3:** Έσοδα και Κερδοφορία εισηγμένων Ελληνικών ναυτιλιακών ποντοπόρων κατά το 2005

Πηγή: Ναυτεμπορική, Ναυτιλία 2006

Εταιρεία	Έσοδα 2005 εκ. \$	Κέρδη 2005 (εκ.\$)	Κέρδη στα έσοδα	Κέρδη ανά πλοίο
1. Aries Maritime (Nasdaq)	75,9	14,8	19,5%	1,057,143\$ (14 πλοία)
2. Diana Shipping (Συμειών Παλιός)	103,1	65,0	63,0%	6,770,833 (9,6 πλοία) 1064686 τνβ
3. Dry ships (Γιώργος Ουζονάμου)	228,9	111,4	48,7%	1,803,704 (27 πλοία) 2,32 € τνβ
4. Euroseas (Αριστείδης Πίττας) OTC BB	42,13	25,2	59,7%	3,146,250 (8 πλοία)
5. Excel maritime (NYSE)	118,6	67,8	57,2%	3,988,235 (17)
6. Freeseas (Γιώργος & Ευστάθιος Γουρδομυζάλης & Ιωνάς Βα- ρουχάκης) (Nasdaq)	10,3	0,1	0,1%	33,333 (3 πλοία) (Συνχώ- νευση με Trinity Partners Acquisition)
7. Genco Shipping (Nasdaq)	116,9	54,5	46,2%	3,205,882 (17 πλοία) 839000 TNB
8. General maritime (Θεωρείται Υψηλής Κεφαλαιοποίησης)	430,7	212,4	49,3%	4,248,000 (50 πλ.) Πωλή- σεις 26 πλ. 693 εκ. \$ 24 Πλ. 2005
9. Goldenport Holdings (Πάρις Δράγνης)	85,0	45,0	52,9%	2,647,059\$ 17 πλ.
10. Navios Maritime (Αγγλική Φράγκου) Εξαγορά της από την International Shipping Enterprises)	235,0	53,5	22,8%	1,304,878 41 πλ.
11. Omega Navigation (Νάονταξ)				
12. Quintana Maritime (Σταμάτης Μόλαρης) (Εξαγορά Μετρο- σπα)		5,5		550,000\$ Εξαγορά 17 πλ. 735\$ εκ. 10 πλοία είχε 916072 τνβ
13. Stealthgas (Ομίλος Βαφειά- Χάης Βαφειάς) Νάονταξ	29,3	12,2	41,6%	451,852\$ 27 LPGs
14. Top Tankers (Ε. Πισιόλης) Νάονταξ	244,2	68,7	28,1%	2,543,704\$ 27 πλοία 2,6 εκ. τνβ
15. Tsakos Energy Navigation TEN	248,05	161,8	65,2%	1,863,143\$ 35 Tankers Αγορά 9 ΔΕ Από Western Petroleum SA 530 m. \$
16. Δαναός				30 πλοία

## Βιβλιογραφία 1<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

1. «Ναυτιλιακή Οικονομική», Ελ. Γεωργαντόπουλος & Γ.Π. Βλάχος, 2003, Τζέι & Τζέι Ελλάς
2. «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων», Α.Μ. Γουλιέλμος, 2007, Αθ. Σταμούλης
3. «Ναυτιλία και Χρηματιστήριο», Συλλογικό έργο, Τμήμα ναυτιλίας και επιχειρηματικών υπηρεσιών πανεπιστημίου Αιγαίου, 2009, Σακκούλα
4. <http://www.britishmarine.co.uk/pdf/Marine%20Sector%20Report%20Greece%20May%202009.pdf>
5. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
6. <http://www.investopedia.com/>
7. <http://www.ship.gr/>
8. <http://shipping.capitallink.com/>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>: ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΕ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ

Η εισαγωγή ή όχι μιας ναυτιλιακής εταιρίας (public ή private) είναι ένα δίλημμα το οποίο συζητείται εκτεταμένα σε πολλά ναυτιλιακά συνέδρια και αναμφίβολα βρίσκεται στο μυαλό ενός μεγάλου αριθμού ναυτιλιακών επιχειρηματιών, ακόμα και αυτών που έχουν σήμερα σταθερή θέση κατά της εισαγωγής. Όπως φαίνεται η επικρατούσα τάση είναι οι εισηγημένες εταιρίες να αυξάνονται σταδιακά, αν και είναι σίγουρο ότι οι δύο μορφές ναυτιλιακών επιχειρήσεων θα συνεχίσουν να συνυπάρχουν για πολύ καιρό ακόμα. Μπορεί η οικονομική κρίση του 2008 να ανέκοψε προσωρινά την εισαγωγή και τα σχέδια πολλών ναυτιλιακών επιχειρηματιών στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, αλλά όλα δείχνουν ότι αν ανακάμψει πλήρως η διεθνής οικονομία, και κατ' επέκταση η παγκόσμια ναυτιλία, τότε θα ξαναρχίσουν σταδιακά οι εισαγωγές. Έχουν δημιουργηθεί όμως και άλλα διλλήματα από την εισαγωγή των ναυτιλιακών εταιριών τα οποία τα αναφέρουμε αναλυτικότερα πιο κάτω. Ένα πολύ κλασικό παράδειγμα από αυτά τα διλλήματα αποτελεί η επιλογή χρηματοδότησεως μεταξύ των χρηματαγορών (με εισαγωγή μετοχών ή έκδοση ομολογιών) και του κλασικού τραπεζικού δανεισμού ή και με ένα συνδυασμό των δύο. Παραδοσιακά ξέρουμε ότι ο ναυτιλιακός κλάδος, περιλαμβανομένου και του Ελληνόκτητου, βασιζόταν πολύ στον τραπεζικό δανεισμό (με τον οποίο μια εταιρία δημιουργεί υποχρέωση προς τις τράπεζες), ενώ η άντληση κεφαλαίων από τα διάφορα διεθνή χρηματιστήρια (με την οποία μια εταιρία δημιουργεί υποχρέωση προς το επενδυτικό κοινό) είναι μια στρατηγική που είναι λιγότερο διαδεδομένη μέχρι και σήμερα. Σε αυτό το κεφάλαιο θα αναφερθούμε αναλυτικά στα υπέρ και τα κατά της εισαγωγής ναυτιλιακών επιχειρήσεων σε χρηματιστηριακές αγορές

### 2.1 Πλεονεκτήματα Εισαγωγής

Παρακάτω αναλύουμε τους λόγους που οι ναυτιλιακές εταιρίες επιλέγουν να κάνουν εισαγωγή σε μια από της χρηματιστηριακές αγορές για την άντληση των κεφαλαίων που χρειάζονται για την ανάπτυξη τους.

## 2.1.1 Αυξημένες Ανάγκες για Επενδυτικά Κεφάλαια

Ο κυριότερος λόγος που μια ναυτιλιακή εταιρία μπορεί να αποφασίσει να μπει σε μια χρηματιστηριακή αγορά είναι οι αυξημένες ανάγκες που έχει ο κλάδος για επενδυτικά κεφάλαια. Όταν ο ναυτιλιακός οικονομικός κύκλος είναι σε καλό επίπεδο και παρουσιάζονται ευκαιρίες, μια ναυτιλιακή επιχείρηση είναι πολύ πιθανό να μην έχει από μόνη της την ρευστότητα να αγοράσει για παράδειγμα επιπλέον πλοία και να εκμεταλλευτεί τα κέρδη που προσφέρει η ναυλαγορά. Με την εισαγωγή όμως στο χρηματιστήριο, και την διάθεση χρεογράφων σε υποψήφιους μετόχους που θέλουν να επενδύσουν στον κλάδο, η εταιρία μπορεί με μια κίνηση να αυξήσει σημαντικά το μετοχικό της κεφάλαιο και να χρησιμοποιήσει αυτό το κεφάλαιο για να αυξήσει το πάγιο ενεργητικό της και να τοποθετηθεί καλύτερα στην ακμάζουσα αγορά. Τα πλοία είναι από τα πιο ακριβά πάγια ενεργητικά στοιχεία που μπορεί να έχει μια επιχείρηση. Τα κεφάλαια που απαιτούνται είναι τεράστια για τέτοιου είδους αυξήσεις του ενεργητικού (κτήση νέων πλοίων) και πολλές φορές οι επιχειρήσεις για να τα συγκεντρώσουν χρησιμοποιούν ταυτόχρονα ένα συνδυασμό μεθόδων, μαζί με την άντληση κεφαλαίων μέσω χρηματιστηρίου, όπως τραπεζικό δανεισμό και πώληση παλαιότερων στοιχείων. Από τα διεθνή χρηματιστήρια όμως συγκεκριμένα, με σωστό timing, τα κεφάλαια μπορούν να αντληθούν φθηνότερα από ότι με κάθε άλλου είδους χρηματοδότηση και οι πηγές άντλησης κεφαλαίου σε αυτές τις αγορές είναι φαινομενικά ανεξάντλητες.

## 2.1.2 Πιθανή Αδυναμία Τραπεζικού Δανεισμού

Η Ελληνική ναυτιλία έχει βοηθηθεί πολύ από τον τραπεζικό δανεισμό, από Ελληνικές τράπεζες και μη, αυτό όμως δεν ισχύει σε όλες τις εποχές και δεν ισχύει για κάθε ναυτιλιακή εταιρία. Γενικά το αν θα καταφέρει μια Ελληνική ναυτιλιακή να πάρει δάνειο με συμφέροντες όρους εξαρτάτε άμεσα από την κατάσταση της αγοράς και από τις διασυνδέσεις που έχει με τις τράπεζες. Οι Έλληνες πλοιοκτήτες είναι γνωστοί για τις επαφές που έχουν στον τραπεζικό κλάδο και συνήθως μπορούν να απευθυνθούν εκεί. Αλλά αν για κάποιο λόγο μια εταιρία δεν έχει τις κατάλληλες διασυνδέσεις, ή αν για την συγκεκριμένη περίοδο δεν μπορεί να πάρει εύκολα το δανειακό κεφάλαιο που χρειάζεται, ή αν γενικότερα υπάρχει κάποια αιτία που την εμποδίζει να διαπραγματευτεί συμφέροντες όρους με τις τράπεζες, τότε η εισαγωγή σε ένα χρηματιστήριο είναι μια



εναλλακτική επιλογή. Βέβαια αν ο λόγος που δεν μπορούν να καταφύγουν οι ναυτιλιακές σε τραπεζικό δανεισμό είναι το άσχημο οικονομικό κλίμα τότε πιθανότατα η εισαγωγή σε χρηματιστηριακή αγορά, και η άντληση κεφαλαίων από εκεί, θα είναι εξίσου επίπονη. Το πλεονέκτημα με τις χρηματιστηριακές αγορές όμως είναι ότι αν η εισαγωγή σε αυτές γίνει με επιτυχία τότε σε περίπτωση που θελήσει να αποκτήσει επιπλέον κεφάλαια στο μέλλον η ναυτιλιακή θα μπορεί να το κάνει μέσω της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και έκδοσης μετοχών, πράγμα που είναι περισσότερο στον έλεγχο της από την αναζήτηση για τραπεζικό δάνειο.

### 2.1.3 Πολυμετοχικός Χαρακτήρας

Ένας λόγος που έχουν οι ναυτιλιακές εταιρίες να εισαχθούν σε μια χρηματιστηριακή αγορά είναι το ότι κάποιες από αυτές έχουν πολυμετοχικό χαρακτήρα. Αυτό μπορεί να μην το συναντάμε συχνά στην Ελληνική ναυτιλία αλλά υπάρχουν εξαιρέσεις στον κανόνα. Όταν μια εταιρία έχει εξελιχθεί σε τέτοιο επίπεδο στο οποίο έχει αποκτήσει διοικητικό συμβούλιο με ικανοποιητικό αριθμό μελών και έχουν μπει αρκετοί επενδυτές σε αυτήν για να συμμετάσχουν, τότε το επόμενο λογικό βήμα είναι να τοποθετηθεί στην λίστα ενός χρηματιστηρίου. Αν εισαχθεί η εταιρία, εκτός του οφέλους από την προσέλκυση νέου κεφαλαίου, θα αλλάξει η νομική της υπόσταση και η εταιρική της μορφή, βοηθώντας έτσι την καλύτερη συνολική λειτουργία της και την δουλειά και συνεργασία των κύριων μετόχων που υπήρχαν ήδη σε αυτήν. Επίσης οι μέτοχοι θα μπορούν πλέον να αποφασίζουν για την διανομή ή μη μερισμάτων, ανάλογα με τις πολιτικές της εταιρίας όπως αυτές έχουν διαμορφωθεί καθώς και από το ποσοστό της συμμετοχής τους.

### 2.1.4 Εισροή Εσόδων από Διαχείριση

Ένας άλλος λόγος που πολλές ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν για να κάνουν εισοδο σε χρηματιστήρια είναι εάν το αντικείμενο των δραστηριοτήτων τους συνίσταται κυρίως από την εισροή εσόδων από την διαχείριση. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρίες δεν βασίζονται π.χ. σε υπεραξίες που μπορεί να έχουν τα πλοία τους και αγοραπωλησίες αυτών, αλλά αντίθετα βασίζονται στην διαχείριση των πλοίων αυτή καθαυτή για την

αποκόμιση κερδών. Από την άλλη πλευρά το να βασίζεται μια εταιρία σε υπεραξίες δεν αποτελεί απαραίτητα απαγορευτικό στοιχείο για την εισαγωγή της. Μπορεί κάλλιστα οι ιδρυτικοί μέτοχοι να θέλουν να ρευστοποιήσουν μέρος της υπεραξίας της εταιρίας. Για να μείνει όμως σε βάθος χρόνου μια εταιρία σε ένα χρηματιστήριο και να εξελιχτεί ομαλά, θα πρέπει να διατηρεί την εμπιστοσύνη των μετόχων και να αλλάξει τις οικονομικές της πολιτικές ώστε αυτές να βασίζονται στην συλλογική διαχείριση και επίσης να υπάρχει κερδοφορία σε ικανοποιητικά επίπεδα.

Αν μια εταιρία ανήκει στην ναυτιλία γραμμών, δηλαδή δραστηριοποιείται κυρίως στον τομέα των ναυλοσυμφώνων μεγάλης διάρκειας, και έχει μια σταθερή βάση πελατών και σταθερό φορτίο να εξυπηρετεί (π.χ. διαχείριση πετρελαιοφόρων), τότε το πιθανότερο είναι ότι τα κύρια κέρδη της προέρχονται από την εξυπηρέτηση αυτών των πελατών και από την διακίνηση φορτίου. Τέτοιες εταιρίες τις συμφέρει περισσότερο από άλλες του ναυπλιακού χώρου να εισαχθούν σε χρηματιστηριακή αγορά γιατί μπορούν να εκμεταλλευτούν τον συγκριτικά σταθερό χαρακτήρα της πηγής των εσόδων τους, για την συγκέντρωση κεφαλαίων προς επένδυση και ανάπτυξη. Αντίθετα αν μια εταιρία είναι μορφής τράμπ, δηλαδή δεν έχει σταθερή βάση πελατών και σταθερά δρομολόγια αλλά προσαρμόζεται διαρκώς και αναζητά πελάτες και one time ναυλοσύμφωνα, τότε είναι πιο πιθανό να βασίζεται πολλές φορές σε υπεραξίες πλοίων. Η τράμπ ναυτιλία (η οποία ονομάζεται αλλιώς και ελεύθερη, spot ναυτιλία), μπορεί να προσαρμόζεται ευκολότερα από την ναυτιλία γραμμών σε μια ενδεχόμενη βελτίωση της ναυλαγοράς επειδή δεν έχει μακροχρόνια συμβόλαια και μπορεί να αυξάνει και να προσαρμόσει ανά πάσα στιγμή τους ναύλους της. Δυστυχώς όμως αντίθετα με ένα μακροχρόνιο ναυλοσύμφωνο μια εταιρία τράμπ σε περίοδο ύφεσης θα πρέπει αντίστοιχα να μειώσει άμεσα τους ναύλους της. Αυτός ο απρόβλεπτος παράγοντας της τράμπ ναυτιλίας έχει σαν αποτέλεσμα να την κάνει πολύ πιο επιρρεπή, σε σχέση με την ναυτιλία γραμμών, στο να αποκομίζει κέρδη από υπεραξίες παρά από διαχείριση. Επομένως είναι πολύ πιο πιθανό μια εταιρία της τράμπ ναυτιλίας να αντιμετωπίζεται σαν επικίνδυνη από τον χρηματιστηριακό κλάδο και να μην έχει τις ίδιες ευκαιρίες μέσα σε αυτόν. Πρέπει να αναφέρουμε τέλος ότι η ναυτιλία γραμμών αποτελείται συνήθως από εταιρίες μεγαλύτερες σε μέγεθος και αριθμό πλοίων, αυτό είναι ένα επιπλέον στοιχείο που προσδίδει σε αυτές έναν επαγγελματισμό και μια σταθερότητα που μπορούν να εκτιμήσουν οι επενδυτές.

Μια επιχείρηση που δραστηριοποιείται στον τομέα της ναυτιλίας μπορεί επίσης να θέλει να μπει σε ένα χρηματιστήριο για να έχει έτσι μονιμότερη παρουσία στην ναυλαγορά. Όταν μια επιχείρηση κάνει εισαγωγή και αποκτήσει επιπλέον μετόχους και

ενδιαφερόμενα μέρη είναι πολύ πιο δύσκολο να εξαλειφθεί από την αγορά, ασχέτως αν με την πάροδο του χρόνου αλλάξει μορφή λόγω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Αν η διοίκηση μιας εταιρίας αποφασίσει να κάνει το βήμα στις χρηματιστηριακές αγορές τότε αυτό μπορεί να είναι μια ένδειξη ότι υπάρχουν βλέψεις για αναζήτηση νέων συνεργασιών, προσέλκυση νέων επενδυτών και γενικότερα καλύτερη εδραίωση στον κλάδο που δραστηριοποιείται. Για την ναυτιλία συγκεκριμένα, μια εταιρία που είναι εισηγμένη θεωρείται συνήθως ότι έχει πιο μακροχρόνιο στρατηγικό σχεδιασμό από τις μέσες Ελληνικές ναυτιλιακές και δεν αντιμετωπίζει τα ίδια ρίσκα ούτε έχει ακριβώς τις ίδιες πολιτικές με αυτές.

### 2.1.5 Κύρος από Εισαγωγή Εταιρίας

Μια άλλη αιτία που οι ναυτιλιακές εταιρίες μπορεί να θελήσουν να κάνουν εισαγωγή είναι για λόγους που συνδέονται με το κύρος τους. Μια εταιρία που έχει βρεθεί στην λίστα ενός αξιόλογου χρηματιστηρίου όπως το NYSE σημαίνει ότι πέρασε από τον απαραίτητο έλεγχο, είχε τα απαιτούμενα χαρακτηριστικά και συμφώνησε στην σταθερή δημοσίευση στοιχείων και παρακολούθηση με βάση τους κανόνες της αγοράς και τα διεθνείς πρότυπα. Η εποπτεία αυτή και οι κανόνες των χρηματιστηρίων αυξάνουν την εταιρική διαφάνεια αλλά και την αντιλαμβανόμενη από τον κόσμο αξιοπιστία, γιατί ένας εξωτερικός παράγοντας θα θεωρήσει την εισηγμένη εταιρία αποτελεσματικότερη από της υπόλοιπες της αγοράς. Αν όχι τίποτα άλλο, για μια εταιρία, η εισαγωγή της αποτελεί ένδειξη της προσήλωσης της στην πρόοδο και την ανάπτυξη με ξεκάθαρους στρατηγικούς στόχους και επιχειρησιακό σχεδιασμό. Το παραπάνω μπορεί να έχει καθαρά ψυχολογική βάση, όμως έχει πρακτικά αποτελέσματα επειδή πραγματικά αν μια εταιρία φαίνεται ότι έχει όραμα, υψηλό κύρος και αξιοπιστία, τότε έχει την δυνατότητα να προσελκύσει καλύτερους και σταθερότερους πελάτες, καλύτερες επιχειρηματικές ευκαιρίες, ποιοτικότερο προσωπικό και φυσικά περισσότερους ενδιαφερόμενους μετόχους.

## 2.2 Μειονεκτήματα Εισαγωγής

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, όπως και οποιαδήποτε επιχείρηση, εισέρχονται συνήθως σε μια χρηματιστηριακή αγορά με την λεγόμενη αρχική δημόσια προσφορά (Initial Public Offering) ή αλλιώς Flotation για ορισμένες αγορές. Αυτή η ορολογία σημαίνει την καταχώρηση (listing) σε ένα αναγνωρισμένο ανταλλακτήριο μετοχών έτσι ώστε, μέσω της προσφοράς των χρεογράφων στο εύρυ επενδυτικό κοινό, να καταφέρει η επιχείρηση να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο και να χρησιμοποιήσει τους επιπλέον πόρους για επενδύσεις και ανάπτυξη. Τα πλεονεκτήματα που έχει αυτή η μορφή συγκέντρωσης κεφαλαίων είναι πολλά και τα αναφέρουμε εκτενώς στην παρούσα μελέτη. Δηλαδή ουσιαστικά, όταν εισέλθει μια εταιρία στο χρηματιστήριο και προσφέρει στην πρωτογενή αγορά τα χρεόγραφα της, αυξάνει με μια κίνηση το κεφάλαιο της χωρίς να έχει άμεσες υποχρεώσεις, (φυσικά στο μέλλον είναι προφανές ότι θα έχει μια σειρά υποχρεώσεων προς τους μετόχους που περιλαμβάνουν και την διανομή μερισμάτων). Το κρίσιμο ερώτημα είναι για ποιόν λόγο, παρά τα προφανή πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης μέσω των χρηματιστηριακών αγορών, δεν παρατηρούμε να υπάρχει μεγάλη προσφυγή των Ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών και γενικότερα των ναυτιλιακών εταιριών του κόσμου σε αυτές τις αγορές. Παρακάτω θα αναφέρουμε μια σειρά από λόγους για την εξήγηση αυτού του φαινομένου, δηλαδή την μικρή προσφυγή ιστορικά των ναυτιλιακών εταιριών στις χρηματιστηριακές αγορές.

### 2.2.1 Χαμηλή Κεφαλαιοποίηση και Ρευστότητα

Μια σοβαρή αιτία, που ουσιαστικά προέρχεται από την σύγκριση της ναυτιλιακής κοινότητας με άλλους κλάδους, ήταν και είναι ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες κατά μέσο όρο αποτελούν εταιρίες που έχουν μικρή κεφαλαιοποίηση (σύνολο καθαρού ενεργητικού) και χαμηλή ρευστότητα. Μπορεί να υπάρχουν ορισμένοι πολυεθνικοί οργανισμοί, όπως η A.P. Moller-Maersk, με δεκάδες χιλιάδες υπαλλήλους και τεράστιο αριθμό σκαφών, που ενδεχόμενος κινούνται παράλληλα και σε άλλους κλάδους εκτός ναυτιλίας, αλλά αυτές οι επιχειρήσεις δεν αποτελούν τον κανόνα. Αν εξετάσουμε από κοντά μια ναυτιλία όπως την Ελληνική, θα δούμε ότι η πιο συνηθισμένη ναυτιλιακή επιχείρηση που συναντιέται έχει μικρό αριθμό πλοίων, (πολλές φορές ακόμα και ένα ως πέντε), και μικρό αριθμό προσωπικού, (μόνο τον απολύτως απαραίτητο για την επάνδρωση των πλοίων και βασικό προσωπικό γραφείου στην ξηρά). Τέτοιες εταιρίες προφανώς δεν

μπορούν να εισέλθουν αποτελεσματικά στο χρηματιστήριο. Ακόμα όμως και οι εταιρίες που έχουν την «κρίσιμη μάζα» για να μπορέσουν να εισαχθούν, έχουν γενικά μικρή κεφαλαιοποίηση και ρευστότητα συγκριτικά με εταιρίες άλλων βιομηχανικών κλάδων που κινούνται στις ίδιες αγορές και είναι πολύ μεγαλύτερες σε μέγεθος. Παραδειγματικά αναφέρουμε ότι το 1997, η μέση κεφαλαιοποίηση (κατά μέσο όρο του αριθμού των ναυτιλιακών εταιριών) ήταν περίπου 2 δισεκατομμύρια δολάρια (Stokes, 1997 σελ. 182), με κορυφαίες την Κάρνιβαλ (8,5 δις. δολάρια), την Nippon Yusen (6,7 δις. δολάρια), την P&O (4,5 δις. δολάρια) και την Mitsui (3,8 δις. δολάρια). Αν συγκρίνουμε αυτά τα δεδομένα με την κεφαλαιοποίηση της Sell που ήταν 128 δις δολάρια την ίδια περίοδο, βλέπουμε πόσο σημαντική είναι η διαφορά. Κατά μέσο όρο, η μέση κεφαλαιοποίηση το 1997, εκτός της ναυτιλίας ήταν ίση με περίπου 42 δις δολάρια, δηλαδή ήταν 21 φορές μεγαλύτερη από αυτή του ναυτιλιακού τομέα. Ο παραπάνω λόγος όχι μόνο εμποδίζει τις περισσότερες εταιρίες αυτού του είδους να κάνουν το βήμα στην χρηματιστηριακή αγορά, αλλά ακόμα και εταιρίες που τα καταφέρνουν αντιμετωπίζονται από τους επενδυτές με καχυποψία, γιατί μια εταιρία μικρής κεφαλαιοποίησης και ρευστότητας είναι πιο επικίνδυνη μακροχρόνια, όσον αφορά την πορεία των μετοχών της, από έναν κολοσσό όπως η Sell ή όπως μια μεγάλη τράπεζα.

## 2.2.2 Επικινδυνότητα Κλάδου

Μια δεύτερη σοβαρή αιτία για το γεγονός ότι δεν παρατηρούμε περισσότερες ναυτιλιακές στα παγκόσμια χρηματιστήρια, είναι ότι ο συγκεκριμένος κλάδος θεωρείται κλάδος επικίνδυνος και απρόβλεπτος από την φύση του. Αυτός ο φόβος έχει κάποια βάση γιατί οι οικονομικοί κύκλοι που περνάει η ναυτιλία, με τις διακυμάνσεις στην προσφορά και την ζήτηση χωρητικότητας φορτίου και τις τιμές των ναύλων, είναι πολύ έντονοι και επηρεάζονται πολύ εύκολα και άμεσα από το γενικότερο κλίμα της οικονομίας. Όταν η γενική οικονομία προχωράει σε περίοδο ύφεσης ο ναυτιλιακός κλάδος είναι πάντα ένας από τους πρώτους κλάδους που επηρεάζονται, γεγονός που αποδείχτηκε πρόσφατα από την οικονομική κρίση του 2008 και τις τεράστιες ζημιές που υπέστη η ναυτιλία τόσο στην Ελλάδα όσο και διεθνώς. Αντίστοιχα βέβαια αξίζει να αναφέρουμε ότι όταν η οικονομία βρίσκεται σε ανάπτυξη και το κλίμα είναι έφορο, έχει παρατηρηθεί ξανά και ξανά ότι οι τιμές των ναύλων και κατ' επέκταση τα κέρδη των ναυτιλιακών εταιριών μπορούν να φτάσουν σε επίπεδα αδιανόητα για άλλους κλάδους (συγκρινόμενα όσον αφορά την αναλογία κεφαλαίου και απόδοσης). Ένας ορθολογικός επενδυτής πιθανόν να αποφύγει να αγοράσει αξιόγραφο μιας ναυτιλιακής εταιρίας,

## 2.2.4 Βιομηχανία Χαμηλών Αποδόσεων

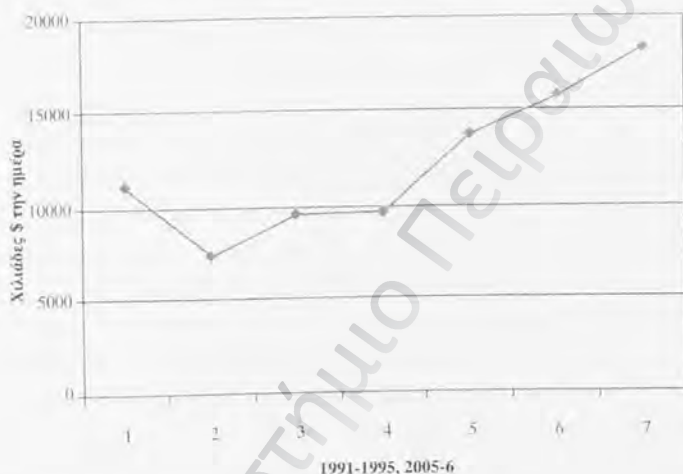
Ένας επίσης σημαντικός λόγος είναι ότι στην αγορά πολλοί επενδυτές ακόμη και όταν μελετάνε αντικειμενικά τις ναυτιλιακές εταιρίες, και δεν συμμερίζονται την πεποίθηση ότι είναι ένας επικίνδυνος κλάδος, τείνουν να την θεωρούν μια βιομηχανία χαμηλών αποδόσεων. Η παραπάνω αντίληψη δεν αντικατοπτρίζει πλήρως την πραγματικότητα αλλά ούτε και είναι εντελώς εσφαλμένη. Πρέπει να αναφέρουμε ότι η απόδοση για έναν επενδυτή μπορεί να μην είναι απαραίτητα συγκρίσιμη με τα κέρδη του ίδιου του πλοιοκτήτη. Αυτό εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως η κατάσταση της πραγματικής οικονομίας και του ναυτιλιακού κλάδου, καθώς και την διαμόρφωση των μερισμάτων των μετοχών.

Παρόλο που όπως γνωρίζουμε κατά περιόδους παρατηρούνται μεγάλα υπερκέρδη στην ναυτιλία, ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς, αυτά δεν είναι διατηρήσιμα συνήθως για πολύ καιρό. Έτσι η συνολική απόδοση κεφαλαίου σε μια μεγάλη χρονική περίοδο μπορεί να δίνει στο τέλος ένα πιο εξισορροπημένο, ή ακόμα και αρνητικό αποτέλεσμα αν μέσα σε αυτήν την περίοδο ο ναυτιλιακός οικονομικός κύκλος είχε περάσει και από το στάδιο της ύφεσης. Αυτό το φαινόμενο παρατηρείτε πιο συχνά στις μεγαλύτερου μεγέθους ναυτιλιακές εταιρίες που έχουν την αντοχή να παραμείνουν σε βάθος χρόνου στην αγορά με την μορφή που είναι. Οι μικρότερες (π.χ. ένα ως πέντε πλοία) όταν έχουν υπερκέρδη μπορεί να αυξήσουν σε σύντομο χρονικό διάστημα τον στόλο τους και να αλλάξουν εταιρική μορφή ή αντίστοιχα όταν έχουν ζημιές να εξαλειφθούν άμεσα από την αγορά με χρεοκοπία, εξαγορά κ.τ.λ.. Επομένως, με δεδομένο το παραπάνω, ένας επενδυτής ο οποίος θέλει να δημιουργήσει χαρτοφυλάκιο με αξιόγραφα, τα οποία σκοπεύει να κρατήσει για πολύ καιρό και να μην τα πουλήσει στην δευτερογενή αγορά, είναι πιο πιθανό να προτιμήσει μετοχές από άλλους κλάδους που έχουν λιγότερη πιθανότητα για υπερκέρδη, αλλά σε βάθος χρόνου παρουσιάζουν ιστορικά μεγαλύτερη ή έστω σταθερότερη συνολική απόδοση.

Παραδειγματικά αναφέρουμε ότι στις εταιρίες που ακολουθούν οι αποδόσεις στο κεφάλαιο για το 1995 είχαν ως εξής: Benor Tankers Ltd (product tankers) 3,3%, Frontline AB (OBO's) 4,3%, Nordstrom & Thulin AB (tankers & dry bulk) -0,2%, OMI Corp. (Tankers) -2,7%, Overseas Ship Holding Group Inc. 1,5%. Χαμηλές συγκριτικά αποδόσεις είχαμε στην περίοδο 1992-1994 με εξαίρεση το 1991 και με εξαίρεση την Nordstrom που παρουσίασε μέγιστο 10%. Οι χαμηλές αποδόσεις που παρουσιάστηκαν αυτήν την περίοδο, (και κατ' επέκταση η μειωμένη προτίμηση από το επενδυτικό κοινό

για μετοχές εισηγμένων ναυτιλιακών), συνδέεται άμεσα με την κατάσταση της ναυλαγοράς που όπως μπορούμε να δούμε στο παρακάτω διάγραμμα ήταν ειδικά την περίοδο 1992-1994 σε χαμηλά επίπεδα. Αν συγκρίνουμε αυτήν την περίοδο με την περίοδο 2005-2006 (ή ακόμα και με τα δεδομένα που παρουσιάσαμε για το 1995) θα δούμε ότι έχουμε στην δεύτερη περίπτωση μεγαλύτερες συγκριτικά αποδόσεις και αυτό οφείλεται στο λόγο ότι υπήρχε μεγαλύτερη ζήτηση για φορτίο και επικρατούσαν μεγαλύτεροι ημερήσιοι ναύλοι.

**Διάγραμμα 6:** Ναύλοι πλοίων Πάναμαξ για περιόδους 1991 ως 1995, 2005 ως 2006



Πηγή: Stokes, 1997

Την περίοδο Σεπτέμβριος 2005 ως Μάρτιος 2006 ο ημερήσιος ναύλος ήταν, για συγκεκριμένη μεταφορικής δυνατότητας πλοία, 15.928 δολάρια την ημέρα και την περίοδο Μάρτιος 2006 ως Σεπτέμβριος 2006 ήταν, για της ίδιας μεταφορικής δυνατότητας πλοία, 18.573 δολάρια την ημέρα (Κυριακάκη Καθημερινή, 2006).

### 2.2.5 Κίνδυνος Απώλειας Ελέγχου Επιχείρησης

Είναι γνωστό ότι σε ένα χρηματιστήριο μια εισηγμένη εταιρία έχει μια σοβαρή πιθανότητα κάποια στιγμή στο μέλλον εφόσον παραμείνει στην αγορά, μετά από

αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και άλλες κινήσεις, να χάσει την σύνδεση της με αυτούς που την δημιούργησαν. Πραγματικά αυτό, στο εξωτερικό τουλάχιστον, το θεωρούν τόσο οι ακαδημαϊκοί όσο και η επιχειρηματικοί κύκλοι σαν την φυσική πορεία και εξέλιξη μιας υγιούς επιχείρησης, αλλά στην Ελλάδα δεν υπάρχει σαν έννοια στην στρατηγική και νοοτροπία των επιχειρηματιών ο διαχωρισμός της διοίκησης από την ιδιοκτησία. Άλλος ένας βασικός λόγος λοιπόν για την μη εισαγωγή Ελληνικών ναυτιλιακών, είναι ο φόβος ότι μπορεί μια εταιρία, άσχετα με το αν είναι ναυτιλιακή ή όχι, να γίνει ευάλωτη μέσω π.χ. μιας επιθετικής εξαγοράς. Ειδικά για τις Ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις, οι οποίες συνήθως είναι άρρηκτα συνδεδεμένες με τα αρχικά άτομα που τις ίδρυσαν, παρατηρούμε ότι οι ιδρυτές δεν θέλουν σε καμία περίπτωση να αποχωριστούν την εξουσία και δυνατότητα για αποφάσεις που έχουν πάνω στον οργανισμό που αυτοί έφτιαξαν και διοικούν.

Τα χρηματιστήρια αξιών είναι κέντρα αποτίμησης επενδύσεων, όπου πραγματοποιούνται συνεχώς νέες επενδυτικές αποφάσεις και παλαιότερες επενδυτικές κινήσεις μπορούν ενδεχόμενος να ανακληθούν. Επίσης είναι κέντρα μεταφοράς ιδιοκτησιών, όπου αμετάκλητες επενδυτικές κινήσεις γίνονται ρευστές και μετακλήτες. Αυτό το γεγονός προσθέτει γενικό κίνδυνο, όταν ο επιχειρηματίας που διέπραξε μια λάθος επένδυση, προσφέρει αυτή την επένδυση για πώληση στο χρηματιστήριο. Επίσης μέσα στα χρηματιστήρια αξιών, η επενδυτική βάση αυξάνεται και αυτό αυξάνει με την σειρά του την πιθανότητα να διαχωριστεί η ιδιοκτησία από την ιστορική διοίκηση. Απώλεια του ελέγχου και της δυνατότητας αποφάσεων συμβαίνει συνήθως σε μια τοποθέτηση ή κεφαλαιουχική αύξηση, όταν εξαγοραστεί η πλειοψηφία των μετοχών μιας εταιρίας από έναν τρίτο εκτός της ιστορικής διοίκησης. Αλλά ακόμα και αν αυτός ο τρίτος δεν έχει περισσότερο από το 50%, (σημείο στο οποίο δεν μπορεί πλέον να τον ανηκρούσει καμείς με εξαγορά μετοχών), και έχει αποκτήσει ένα μικρότερο αλλά υπολογίσιμο ποσοστό μετοχών, μπορεί να έχει αυξημένο λόγο όσον αφορά την διαχείριση της εταιρίας. Το παραπάνω δεδομένο δεν αρέσει στους Έλληνες πλοιοκτήτες, οι οποίοι στην πλειοψηφία τους είτε είναι άτομα είτε λειτουργούν σαν μεγάλη οικογενειακή επιχείρηση, θεωρούν τους εαυτούς τους άρρηκτα συνδεδεμένους με τον οργανισμό που διοικούν και δεν θέλουν να κινδυνέψουν να τον χάσουν. Αντίθετα λόγο τις προσωπικής τους ταυτοποίησης με την εταιρία τους θέλουν, άσχετα με το πόσο μικρός ή μεγάλος είναι ο στόλος τους, να διατηρούν την ελευθερία τους στην επιχειρηματική λήψη αποφάσεων χωρίς να έχουν να αντιμετωπίσουν περιορισμούς που ενδεχόμενος τίθενται από την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο αξιών και τους υποθετικούς εξωτερικούς μετόχους.



Είναι εμφανές ότι οι Έλληνες πλοιοκτήτες δεν έχουν εντελώς άδικο για αυτή την νοοτροπία τους. Η ταχύτητα και η ευελιξία των αποφάσεων είναι αντιστρόφως ανάλογη από τον αριθμό των ατόμων που λαμβάνουν αυτές τις αποφάσεις και η εισαγωγή σε μια οργανωμένη αγορά προσθέτει πολλούς νέους ενδιαφερόμενους για την επιχείρηση καθώς και κανονισμούς, και εποπτικές αρχές. Αξίζει όμως να σημειώσουμε εδώ ότι υψηλής κλίμακας ναυπλιακές επενδύσεις μπορεί να αποδειχτούν ιδιαίτερα δύσκολες στην βάση μιας ιδιωτικής οικογενειακής περιουσίας. Αυτό ισχύει ακόμα και με δεδομένο ότι τραπεζική χρηματοδότηση και εταιρικά δάνεια, αποτελούν μια πιθανή σχετική λύση στο πρόβλημα και έχουν βοηθήσει στο παρελθόν την δημιουργία ναυπλιακών αυτοκρατοριών με καθαρά ιδιωτική βάση ιδιοκτησίας. Η επιτυχία όμως ενός πλοιοκτήτη δεν εξαρτάται πάντα τόσο από την φύση της διοίκησης της εταιρίας του, όσο από την κατάσταση της ναυλαγοράς.

#### 2.2.6 Μικρές σε Μέγεθος και Μονοβάπορες Εταιρίες

Όπως γνωρίζουμε στην Ελληνική ποντοπόρο ναυτιλία, όταν μελετήσουμε τον κλάδο ανά εταιρία, βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο μια μεμονωμένη επιχείρηση είναι μικρού ή μεσαίου μεγέθους και είναι συνήθως στην φύση της προσωπική ή οικογενειακή. Το έτος 1994 από τις 944 ναυπλιακές εταιρίες το 81% αυτών κατείχε από ένα έως πέντε πλοία. Μόνο 25 εταιρίες είχαν 21 πλοία και άνω και αυτές αποτελούσαν το 3% του συνόλου. Το 2005 οι εταιρίες οι οποίες διαθέτουν 21 πλοία και άνω ανέβηκαν στις 33. Σήμερα οι ναυπλιακές εταιρίες που διαθέτουν από 21 πλοία και πάνω είναι περισσότερες, παρά το γεγονός τις κρίσης του 2008, αλλά και πάλι είναι λίγες σχετικά με το σύνολο των ναυπλιακών που είναι Ελληνικών συμφερόντων. Όταν μια εταιρία έχει μικρό αριθμό παγίων στοιχείων, ακόμα και αν αυτά είναι μεγάλης αξίας (στην συγκεκριμένη περίπτωση πλοία), είναι πολύ δύσκολο να κάνει εισαγωγή σε μια χρηματιστηριακή αγορά για πολλούς λόγους, περιλαμβανομένου του ότι οι μέτοχοι θα την θεωρήσουν ανίσχυρη και δεν θα της δείξουν προτίμηση.

Εδώ πρέπει να κάνουμε διάκριση μεταξύ των ναυπλιακών εταιριών που απλά έχουν μικρό αριθμό πλοίων και των μονοβάπορων θυγατρικών εταιριών που ανήκουν ουσιαστικά σε έναν κεντρικό διαχειριστή. Οι μονοβάπορες εταιρίες είναι συνηθισμένο φαινόμενο στην Ελληνική ναυτιλία και δημιουργούνται γιατί με αυτές οι πλοιοκτήτες μπορούν να διαμοιράσουν τον κίνδυνο έτσι ώστε σε περίπτωση που συμβεί κάτι σε ένα πλοίο, όπως κάποιο πρόστιμο από διαρροή φορτίου στην θάλασσα, να είναι πολύ πιο

εύκολο να κρατήσουν την οικονομική ζημιά από το να επηρεάσει το σύνολο της περιουσίας τους. Το μόνο που έχουν να κάνουν οι πλοιοκτήτες αν συμβεί κάτι σε ένα από τα πλοία εταιρίες τους είναι να κηρύξουν πτώχευση για την συγκεκριμένη μονοβάτορη εταιρία, χωρίς να υπάρξουν απαιτήσεις για το σύνολο των υπόλοιπων πλοίων και της περιουσίας τους. Επίσης με αυτές τις εταιρίες του ενός πλοίου οι πλοιοκτήτες είναι πολύ πιο εύκολο να αποκρύψουν στοιχεία που αφορούν έσοδα, έξοδα, επιχειρηματικά σχέδια και άλλα. Για τα διεθνή χρηματιστήρια όμως είναι προφανές ότι ούτε αυτές οι εταιρίες μπορούν να εισαχθούν, για τους ίδιους λόγους με τις μικρές ναυτιλιακές και για επιπρόσθετους λόγους διαφάνειας. Αν ο εφοπλιστής επιθυμεί να κάνει είσοδο σε μια χρηματιστηριακή αγορά συνήθως είναι αναγκασμένος να εγκαταλείψει τα πλεονεκτήματα των μονοβάτορων εταιριών και να διατηρήσει την κυριότητα των πλοίων του κάτω από μια κοινή εταιρία (holding company), αυτό όμως δεν είναι όλοι οι Έλληνες εφοπλιστές διατεθειμένοι να το κάνουν.

## 2.2.7 Στήριξη σε Υπεραξίες για Κερδοφορία

Ένας λιγότερο εμφανής λόγος που μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να αποφύγει την είσοδο της σε μια οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, είναι ότι αυτή η επιχείρηση μπορεί περισσότερο να βασίζεται στις υπεραξίες από αγοραπωλησίες πάγιου κεφαλαίου (δηλαδή πλοίων), παρά από τα ίδια τα έσοδα διαχείρισης για να αποκομίσει κέρδος. Όταν λέμε υπεραξίες, εννοούμε για παράδειγμα ότι μια επιχείρηση μπορεί να αγοράζει ένα ή περισσότερα σκάφη, με το σκεπτικό ότι θα τα χρησιμοποιήσει για ένα μικρό χρονικό διάστημα και θα τα πουλήσει στο άμεσο μέλλον όταν η αξία τους έχει αυξηθεί. Αυτό με βάση τις προβλέψεις που έκανε η επιχείρηση βέβαια, γιατί υπάρχει πάντα η πιθανότητα να περάσει ο ναυτιλιακός κύκλος σε ύφεση και να υπάρξουν υπέρμετρες ζημιές. Όμως μια ναυτιλιακή εταιρία πράγματι, κάνοντας πετυχημένες προβλέψεις για την ενδεχόμενη πορεία της ναυλαγοράς και της ζήτησης για πλοία, μπορεί να δημιουργήσει κέρδος έτσι, αλλά δεν μπορεί να εισαχθεί σε οργανωμένη αγορά. Τα δυνητικά κέρδη μπορεί να είναι μεγαλύτερα στην προκειμένη περίπτωση, αλλά ο κίνδυνος είναι πολύ υψηλότερος από τον ήδη υψηλό κίνδυνο που έχει η ναυτιλία έτσι και αλλιώς. Μια μέση οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά δεν θα δεχόταν να διακινήσει μετοχές μιας εταιρίας που αυξομειώνει τα πάγια στοιχεία της σε τόσο σύντομα χρονικά διαστήματα, παίρνοντας διαρκώς αυξημένο ρίσκο. Αντίστοιχα, ένας πλοιοκτήτης που βασίζεται πολύ σε αυτές τις υπεραξίες για να αποκομίσει το τελικό του κέρδος, δεν θα ήθελε να ελέγχεται από εξωτερικούς παράγοντες που θα

δυσχέριαναν τις γρήγορες και με απρόβλεπτα αποτελέσματα αποφάσεις του. Γενικά όμως μια ναυτιλιακή, όσο μεγαλύτερη είναι σε μέγεθος και αριθμό πλοίων, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα αυτή η εταιρία να βασίζεται σε υπεραξίες για την αποκόμιση κερδών.

## 2.2.8 Έλλειψη Οικειότητας με τις Χρηματαγορές

Άλλο ένα φαινόμενο που μπορεί να γίνει εμπόδιο στη εισαγωγή των Ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών σε διεθνείς και μη χρηματιστηριακές αγορές, είναι η έλλειψη τεχνογνωσίας. Όταν λέμε έλλειψη τεχνογνωσίας εννοούμε την μη επαρκή εκπαίδευση και γνώση των πλοιοκτητών, και γενικότερα των ατόμων στα υψηλότερα κλιμάκια διοίκησης των Ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, σε θέματα όπως χρηματοοικονομικό μάνατζμεντ, εξειδικευμένα διεθνή λογιστικά πρότυπα, μετοχικά μερίσματα, χρηματοοικονομικά παράγωγα, τα νομικά πλαίσια των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κ.τ.λ. Για να μπορέσει μια εταιρία να εισαχθεί και να επωφεληθεί από τα διεθνή χρηματιστήρια θέματα όπως τα παραπάνω, είναι απαραίτητο να τα γνωρίζει αυτός που λαμβάνει αποφάσεις για την εταιρία, είτε είναι ο ιδιοκτήτης της, είτε είναι επαγγελματίας μάνατζερ. Δυστυχώς τα Ελληνικά δεδομένα μας έχουν δείξει ότι δεν υπάρχει επαρκή γνώση της χρηματοοικονομικής επιστήμης στην ναυτιλία μας και αυτό οφείλεται σε τρεις κυρίως λόγους. Πρώτον, εφόσον δεν υπάρχει διαχωρισμός ιδιοκτησίας και διαχείρισης, ο ίδιος ο πλοιοκτήτης ή ο στενός του (πιθανός οικογενειακός) κύκλος είναι αυτοί που πρέπει να ασχοληθούν εκτενώς με το θέμα και έτσι δεν προσλαμβάνουν διευθυντικά στελέχη που να είναι επαγγελματίες στον χώρο. Δεύτερον, στην Ελληνική ναυτιλία, ακόμα και όταν υπάρχουν άτομα υψηλά στην ιεραρχία μιας ναυτιλιακής που να μην ανήκουν στον στενό κύκλο του πλοιοκτήτη, αυτά τα άτομα συνήθως είχαν προηγούμενη καριέρα στην θάλασσα σαν καπετάνιοι ή ανώτεροι αξιωματικοί πλοίων και όπως είναι φυσικό δεν έχουν τις βάσεις να εργαστούν πάνω σε ένα εξειδικευμένο χρηματοοικονομικό αντικείμενο. Τρίτον, μια επιχείρηση, όσο μεγαλύτερη είναι, τόσο περισσότερη γνώση έχει συνήθως γύρω από τα ειδικευμένα θέματα των διεθνών αγορών. Η Ελληνική ναυτιλία έχει κατά μέσο όρο επιχειρήσεις με λίγο προσωπικό, αυτό πέραν της μειωμένης γνώσης περί χρηματαγορών αποτελεί από μόνο του αιτία για την μη απόφαση προς εισαγωγή. Η άγνοια για τις χρηματιστηριακές αγορές και γενικά το άγνωστο, είναι φυσιολογικό να προκαλεί τον φόβο σε αυτής της γενιάς τους επιχειρηματίες και τα στελέχη.

Βέβαια πρέπει να αναφέρουμε ότι επειδή η πλειοψηφία είναι έτσι όπως την περιγράψαμε, δεν σημαίνει ότι και το σύνολο της Ελληνικής ναυτιλίας ακολουθεί το ίδιο παράδειγμα. Υπάρχουν πολλές Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες που σταδιακά προσέλαβαν επαγγελματίες στελέχη εκτός του ναυτιλιακού χώρου και έκαναν το βήμα να εισαχθούν στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές όπως η Tsakos Energy Navigation και πολλές άλλες. Παρόλο που στην παρούσα χρονική περίοδο μπορεί να έχουμε μια πιο ανεπαρκή γνώση στα χρηματοοικονομικά και στα θέματα των διεθνών αγορών (σε σχέση τουλάχιστον με ναυτιλιακές του εξωτερικού), εξακολουθούμε να διατηρούμε τον κυρίαρχο στόλο παγκοσμίως. Η Ελληνική ναυτιλία είχε πάντα το αίσθημα της προσαρμογής και για αυτόν το λόγο το πιο πιθανό είναι μελλοντικά, εφόσον η χρηματιστηριακές αγορές προσφέρουν τις κατάλληλες συνθήκες, να δούμε περισσότερες Ελληνικές ναυτιλιακές στις διεθνείς αγορές.

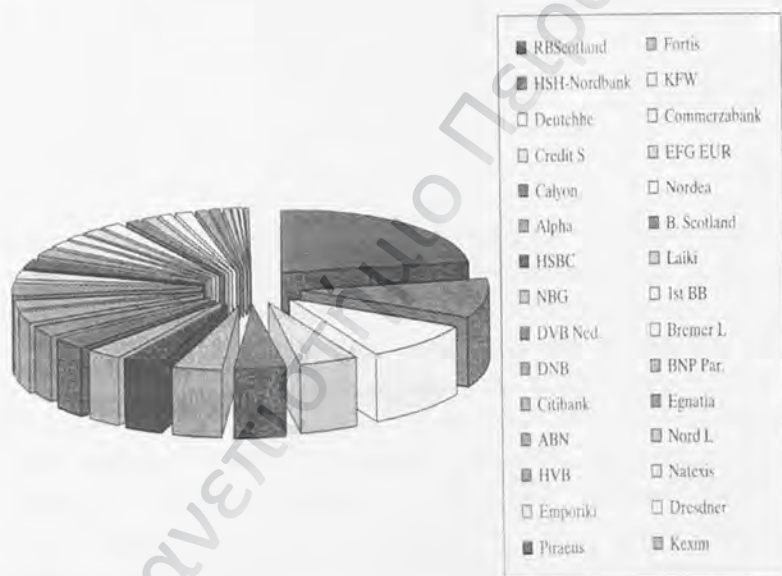
## 2.2.9 Τραπεζικός Δανεισμός

Τέλος ένας λόγος που μια Ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να μην προτιμήσει να εισαχθεί σε μια χρηματιστηριακή αγορά είναι ότι πιθανός να μπορεί να επιδιώξει τραπεζικό δανεισμό με πολύ ευνοϊκούς όρους, επομένως δεν έχει ουσιαστικό κίνητρο αφού βρίσκει ήδη εύκολα κεφάλαια. Ιστορικά η ναυτιλία δεν ήταν η πρώτη προτίμηση των τραπεζών αλλά υπάρχουν λόγοι για τους οποίους οι τράπεζες, με την μεγάλη τους ρευστότητα, βοήθησαν πολλές φορές στο παρελθόν τους Έλληνες πλοιοκτήτες σε μεγάλο βαθμό παρέχοντας δάνεια με συμφέροντα επιτόκια, δεδομένων των συνολικών ποσών και του ρίσκου που εμπεριεχόταν. Η ύπαρξη ποικιλόμορφων κρατικών επιδοτήσεων για την ναυπηγική βιομηχανία ενίσχυσε το παραπάνω φαινόμενο, τουλάχιστον όσον αφορά τον δανεισμό από Ελληνικές τράπεζες. Το 2005 συνολικά 40 τράπεζες, 14 Ελληνικές και 26 ξένες, παρείχαν δάνεια ύψους 36 δισεκατομμυρίων ευρώ στην Ελληνόκτητη ναυτιλία. Μάλιστα τότε πολλές νέες ξένες τράπεζες εγκαταστάθηκαν στον Πειραιά για πρώτη φορά. Ειδικότερα σε περιόδους που οι ναύλοι υπερβήκανε κάθε προηγούμενο, με την εντυπωσιακή είσοδο στο διεθνές εμπόριο της Κίνας και της Ινδίας των 2 δισεκατομμυρίων ατόμων, παρατηρήθηκε ότι οι τράπεζες θέλανε να συμμετάσχουν στα υπερκέρδη αυτής της βιομηχανίας και ανταγωνιζόντουσαν μεταξύ τους για το πια δανειοδοτήσει τις περισσότερες υποσχόμενες ναυτιλιακές εταιρίες. Επίσης πέραν των δυνητικών υπερκερδών η Ελληνόκτητη ναυτιλία είχε πάντοτε μια ιδιαίτερη σύνδεση με τον τραπεζικό δανεισμό λόγω των στενών δεσμών εφοπλιστή/πλοιοκτήτη και τραπεζίτη, αλλά και λόγω του

θεσμού εταιρία και πλοίο. Με τα δεδομένα αυτά, όταν μια ναυτιλιακή εταιρία κινείται σε περίοδο με καλούς ναύλους και είναι αρκετά τυχερή ώστε να την θεωρούν οι τράπεζες οικονομικά βιώσιμη και με μέλλον, ή αν έχει τουλάχιστον τις κατάλληλες διασυνδέσεις, τότε θα έχει πρόσβαση σε επιπλέον κεφάλαια και θα έχει λιγότερους λόγους να προσπαθήσει να απευθυνθεί σε μια χρηματιστηριακή αγορά.

Στο παρακάτω διάγραμμα βλέπουμε τις 30 μεγαλύτερες τράπεζες που χρηματοδοτούσαν την Ελληνική ναυτιλία το 2006, καθώς και ένα κυκλικό διάγραμμα με σύγκριση των συνολικών δανείων που διέθεσαν αυτή την χρονιά.

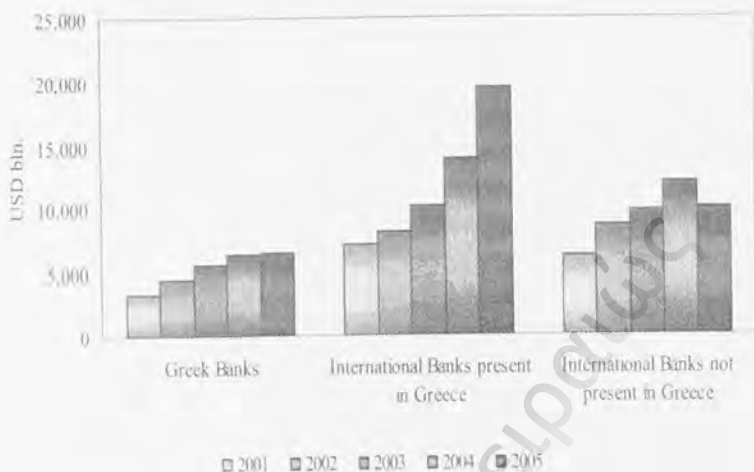
**Διάγραμμα 7:** Οι 30 μεγαλύτερες τράπεζες που χρηματοδότησαν την Ελληνική ναυτιλία κατά το 2006



Πηγή: Ναυτεμπορική, 2006

Στην συνέχεια βλέπουμε για την περίοδο ως και το 2005 την ποσοτική εξέλιξη των δανείων που παρείχαν αυτές οι τράπεζες στην Ελληνική ναυτιλία σε δισεκατομμύρια δολάρια. Η σύνθεση των τραπεζών χωρίζεται σε αυτό το διάγραμμα σε Ελληνικές και ξένες και μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι υπήρχε διαρκώς αυξημένο ενδιαφέρον των ξένων τραπεζών με την πάροδο του χρόνου.

**Διάγραμμα 8:** Ποσοτική εξέλιξη δανείων στην Ελληνική ναυτιλία με βάση τα είδη των τραπεζικών ιδρυμάτων



Πηγή: Clarkson

Μετά την πρόσφατη οικονομική κρίση τα δάνεια μειώθηκαν κατά πολύ και η παραπάνω σύνθεση άλλαξε, αλλά αυτές οι τράπεζες σε γενικές γραμμές παραμένουν και τώρα οι κύριοι δανειοδότες της Ελληνικής ναυτιλίας. Πρέπει να αναφέρουμε, ότι όταν η γενικότερη οικονομία και ο κλάδος περάσει σε περίοδο κρίσης, δεν έχει πολύ σημασία αν κινούμαστε σε χρηματιστηριακές αγορές ή σε τράπεζες, γιατί και στις δύο περιπτώσεις θα έχουμε ζημιές. Στην κρίση που είχαμε στον ναυτιλιακό κλάδο την περίοδο 1981-1987, δύο ναυτιλιακές τράπεζες είχαν τότε πτωχεύσει μαζί με εκατό ναυτιλιακές εταιρίες που είχαν βάση τον Πειραιά. Το να προτιμήσει κάποιος τον τραπεζικό δανεισμό από μια χρηματιστηριακή αγορά, δεν του προσφέρει κάποια ιδιαίτερη προστασία από την γενική πορεία του κλάδου του και της οικονομίας.

### Βιβλιογραφία 2<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

1. «Ναυτιλιακή Οικονομική», Ελ. Γεωργαντόπουλος & Γ.Π. Βλάχος, 2003, Τζέι & Τζέι Ελλάς
2. «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων», Α.Μ. Γουλιέλμος, 2007, Αθ.

Σταμούλης

3. «Ναυτιλία και Χρηματιστήριο», Συλλογικό έργο, Τμήμα ναυτιλίας και επιχειρηματικών υπηρεσιών πανεπιστημίου Αιγαίου, 2009, Σακκούλα
4. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
5. <http://www.investopedia.com/>
6. <http://www.eurocapital.gr/>
7. <http://www.capital.gr/>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>: ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΚΡΙΣΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Οι ναυτιλιακές εταιρίες από την φύση τους είναι εταιρίες διεθνείς, δεν περιορίζονται και δεν εξαρτώνται από τα εθνικά όρια και την εγχώρια οικονομία. Έτσι λοιπόν, λόγω ακριβώς αυτού του πολυεθνικού τους χαρακτήρα, όπως ακριβώς μπορούν να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους σε όλες τις χώρες που συνδέονται με θάλασσα, έτσι μπορούν και να αντλήσουν κεφάλαια από όλες τις παγκόσμιες αγορές, εγχώριες και μη. Είτε μια ναυτιλιακή επιλέξει τραπεζικό δανεισμό, είτε εισαγωγή σε ένα από τα χρηματιστήρια, είτε άλλον τρόπο όπως εταιρικά δάνεια, μπορεί να απευθυνθεί σε μια πληθώρα από πιθανούς δανειοδότες και επενδυτές και είναι στο συμφέρον της να προσπαθεί να εντοπίσει που θα βρει τους καλύτερους όρους για τα κεφάλαια που θέλει να αποκομίσει.

Τα χρηματιστήρια ως οργανωμένες αγορές διακρίνονται για τον τρόπο οργάνωσης των συναλλαγών ο οποίος προσδιορίζεται είτε από τον τόπο στον οποίο λαμβάνουν χώρα (π.χ. χρηματιστήριο Dubai), είτε από το αντικείμενο τους (χρηματιστήριο παραγωγών), είτε από συνδυασμό των δύο στοιχείων (χρηματιστήριο παραγωγών Λονδίνου). Η ταύτιση χρηματιστηρίου και οργανωμένης αγοράς δεν είναι απόλυτη, γιατί όπως μπορεί ένα χρηματιστήριο να αποτελεί από μόνο του μια οργανωμένη αγορά σε ένα συγκεκριμένο τόπο, είναι εξίσου πιθανό ένα χρηματιστήριο να περικλείει στους κόλπους του περισσότερες από μια αγορές και να συναλλάσσεται χωρίς να έχει συγκεκριμένη τοποθεσία για βάση ή συγκεκριμένης εθνικότητας συναλλασσόμενους. Τα παραπάνω μπορούμε εύκολα να τα παρατηρήσουμε σε περιπτώσεις όπως αυτή του NASDAQ που επιτρέπει να γίνονται οι συναλλαγές διαδικτυακά και επίσης στην περίπτωση του NYSE, που μαζί με το NASDAQ περιλαμβάνουν πολλών διαφορετικών εθνικοτήτων εταιρίες εκτός από Αμερικάνικες (και έχουν επίσης εξαγοράσει πολλά μικρότερα χρηματιστήρια ανά τον κόσμο). Εκτός από αυτά όμως, άλλο ένα στοιχείο που περιπλέκει την μορφή και των ρόλο των διεθνών αγορών είναι η βαθμιαία εισαγωγή των αποκαλούμενων εναλλακτικών συστημάτων διαπραγμάτευσης (Alternative Trading Systems), τα οποία ουσιαστικά αποτελούν μικρότερες και πιο ευέλικτες χρηματιστηριακές αγορές και μέσω των οποίων οι εταιρίες μπορούν να έχουν εναλλακτικούς τρόπους για την απόκτηση ρευστότητας, πέραν της κλασσικής μορφής χρηματαγοράς και του τραπεζικού δανεισμού. Τα ATS αποτελούν το πλέον σύγχρονο στάδιο μετεξέλιξης των αγορών από παραδοσιακά τοπικού χαρακτήρα χρηματιστήρια



σε άλλα χρηματιστήρια συναλλαγών που μοιάζουν πολύ στην λειτουργία τους με τον κολοσσό NASDAQ, με την διαφορά ότι διέπονται συνήθως από οργανωτικούς κανόνες λιγότερο δεσμευτικού χαρακτήρα. Προς το παρόν, μπορεί αυτά τα εναλλακτικά συστήματα διαπραγμάτευσης να μην έχουν ιδιαίτερη σχέση με τον τομέα των ναυτιλιακών εταιριών, αλλά υπάρχει περίπτωση, αν επαναληφθεί το μοτίβο που είχαμε δει στο παρελθόν με τον μεγάλο αριθμό ναυτιλιακών που είχαν δείξει ενδιαφέρον για τις διεθνείς χρηματαγορές, να δούμε κάποιες εταιρίες να στρέφονται σε αυτά τα συστήματα.

Για τις Ελληνικές ναυτιλιακές που έκαναν εισαγωγή μέχρι τώρα σε χρηματιστήρια παρατηρούμε ότι, δεδομένου ότι έχουν ελευθερία επιλογής, προτιμούν να μπουν σε χρηματιστήρια του εξωτερικού όπως το NYSE αντί για το χρηματιστήριο Αθηνών. Αυτό οφείλεται σε διάφορους λόγους. Πρώτον το ρυθμιστικό πλαίσιο και οι κανονισμοί των χρηματιστηρίων του εξωτερικού είναι πολλές φορές πιο ξεκάθαροι στην εφαρμογή τους και συμφέρουν συγκριτικά με το Ελληνικό ρυθμιστικό πλαίσιο, το οποίο αλλάζει συνέχεια, (π.χ. πολλά χρηματιστήρια του εξωτερικού δεν διακρίνουν τις ναυτιλιακές από άλλες εταιρίες κατά την εισαγωγή τους). Δεύτερον συγκριτικά με την Ελλάδα υπάρχουν χρηματιστήρια στο εξωτερικό που έχουν πολύ μεγαλύτερο εύρος, βάθος και ρευστότητα πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς. Τρίτον τα μεγάλα χρηματιστήρια του εξωτερικού έχουν ειδικευμένους αναλυτές και επίσης έχουν αρκετά πιο εκτενέστερη εμπειρία στην διαχείριση ναυτιλιακών εταιριών μέσα στις αγορές τους. Από την πλευρά μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, η εισαγωγή σε ένα τέτοιο ξένο χρηματιστήριο είναι προφανές ότι θα της δώσει μεγαλύτερη σιγουριά, καθώς και κύρος και αξιοπιστία, συγκριτικά με το χρηματιστήριο Αθηνών του οποίου η σχέση με τις ποντοπόρες ναυτιλιακές παρά τις προσπάθειες βρίσκεται ακόμα σε πειραματικό στάδιο.

Παρακάτω αναλύουμε μια σειρά από διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές με βάση την σημασία τους για την Ελληνική και διεθνή ναυτιλία. Επιλέξαμε να αναλύσουμε εκτενέστερα πρώτα τα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. (στα οποία θα εμβαθύνουμε περισσότερο σε άλλο κεφάλαιο), το χρηματιστήριο του Λονδίνου και το χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης επειδή αυτά έχουν μεγάλη σημασία για την ναυτιλία και δίνουν ένα αντιπροσωπευτικό δείγμα από τις διεθνείς χρηματαγορές. Στην συνέχεια για να είναι πλήρης αυτή η μελέτη αναλύσαμε σε μικρότερο βαθμό χρηματιστήρια όπως του Χονγκ Κόνγκ και της Ταϊβάν τα οποία παίζουν έναν φανερά μικρότερο αλλά υπαρκτό ρόλο στον ναυτιλιακό κλάδο (τον Ελληνικό τουλάχιστον). Στο τελευταίο κομμάτι αυτού του κεφαλαίου αναφερόμαστε επίσης στην πρόσφατη οικονομική κρίση και το αντίκτυπο της στις διεθνείς χρηματαγορές και την παγκόσμια ναυτιλία.

### 3.1 Διεθνή Χρηματιστήρια

#### 3.1.1 Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης

Το NYSE (New York Stock Exchange) είναι μια χρηματιστηριακή αγορά που βρίσκεται στην Νέα Υόρκη των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής (στην περιοχή που είναι γνωστή ως Wall Street). Αυτή την στιγμή το NYSE αποτελεί την μεγαλύτερη κεφαλαιαγορά στον κόσμο με ένα σύνολο 2773 εισηγμένων εταιριών. Χαρακτηριστικό είναι ότι τον Οκτώβριο του 2008 η συνδυασμένη κεφαλαιοποίηση όλων των εγχώριων εταιριών έφτανε τα 10,1 τρισεκατομμύρια δολάρια. Εκτός όμως από τις εγχώριες εταιρίες υπάρχουν εκατοντάδες εισηγμένες οι οποίες έχουν την βάση τους εκτός των Ηνωμένων Πολιτειών και ανεβάζουν σε μεγάλο βαθμό την συνολική κεφαλαιοποίηση του NYSE. Την επίβλεψη του χρηματιστηρίου NYSE έχει η εταιρία NYSE Euronext η οποία έχει Ευρωπαϊκή και Αμερικανική βάση. Η NYSE Euronext δημιουργήθηκε το 2007 με την συγχώνευση του NYSE με το Euronext, ένα ανταλλακτήριο μετοχών το οποίο λειτουργούσε πλήρως εντός του διαδικτύου για την πραγματοποίηση συναλλαγών. Επίσης μέσα στον Οκτώβριο του 2008 το NYSE ολοκλήρωσε την εξαγορά του American Stock Exchange (πιο γνωστού σαν AMEX), το οποίο ήταν μια ιστορική χρηματιστηριακή αγορά με βάση επίσης την Νέα Υόρκη, για 260 εκατομμύρια δολάρια σε μετοχικό κεφάλαιο. Το NYSE Euronext αποφάσισε την περαιτέρω συγχώνευση του AMEX με μια μικρότερη ευρωπαϊκή αγορά το Alternex και ο οργανισμός που δημιουργήθηκε, και βρίσκεται πλήρως υπό την αιγίδα του NYSE, ονομάστηκε πρώτα NYSE Alternext U.S. και στην συνέχεια NYSE Amex Equities.

Όπως όλες οι χρηματιστηριακές αγορές παγκόσμια, το NYSE πλήγηκε και αυτό από την οικονομική κρίση του 2008. Στα παρακάτω διαγράμματα βλέπουμε στο πρώτο τον συγκεντρωτικό δείκτη δεκαετίας του NYSE μόνο του (αρχική θέση 31/12/1999) και στο δεύτερο διάγραμμα τις ποσοστιαίες μεταβολές του συνολικού Δίκτη δεκαετίας του NYSE (αρχική θέση 27/5/2000), συγκρινόμενο με δύο όμοιους δείκτες χρηματιστηριακών αγορών. Παρόλο που ο δείκτης του NYSE είναι ιστορικά ο υψηλότερος και ο μοναδικός των τριών που κατάφερε προσωρινά να ξεπεράσει κατά 50% την αρχική του θέση, βλέπουμε ότι στην περίοδο της κρίσης έχασε ένα μεγάλο μέρος της αξίας του και μόνο πρόσφατα κατάφερε να ξαναφτάσει την θέση που είχε το 2005 η οποία είναι ιστορικά πιο ομαλή.

**Διάγραμμα 9:** Συγκεντρωτικός δείκτης τελευταίας δεκαετίας για την πορεία της κεφαλαιοποίησης του NYSE



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

**Διάγραμμα 10:** Σύγκριση συγκεντρωτικού δείκτη NYSE για την τελευταία δεκαετία με τους δείκτες S&P 500 και Dow Jones Industrial Average.



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

Στο NYSE οι εισηγμένες εταιρίες χωρίζονται σε γενικές βιομηχανίες και βιομηχανικούς κλάδους και υποκλάδους. Οι καθαρά ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρίες, τις οποίες και μελετάμε, κατατάσσονται στην βιομηχανία Industrials, στον υπερκλάδο εντός αυτής Industrial Goods and Services, στον κλάδο Industrial Transportation και στον υποκλάδο εντός αυτού Marine Transportation. Αξίζει να σημειώσουμε ότι στον χώρο της ναυτιλίας εκτός από την μεταφορά φορτίων όπου και μελετάμε περιλαμβάνονται και άλλες κατηγορίες όπως διαχείριση λιμένων, ναυπηγία, βιομηχανία σκαφών αναψυχής, επιβατηγός ναυτιλία κ.τ.λ. Εταιρίες του ναυτιλιακού χώρου που δεν δραστηριοποιούνται στην ναυτιλία μεταφοράς φορτίων αλλά σε έναν από αυτούς τους τομείς περιλαμβάνονται μέσα στα listings του NYSE σε άλλους υποκλάδους όπως Shipbuilding, Transportation Services και Recreational Product and Services.

Το NYSE (NYSE-Euronext) έχει διατηρήσει την ελευθερία επιλογής σχετικά με την εισαγωγή νέων επιχειρήσεων καθώς και τον εποπτικό έλεγχο των εταιριών που είναι ήδη εισηγμένες στις λίστες του. Για αυτό τον λόγο έχει την δυνατότητα ανά πάσα στιγμή σε περίπτωση που αυτό κριθεί σκόπιμο από την διοίκηση του, να αρνηθεί την εισαγωγή μετοχών μιας εταιρίας, ακόμα και αν αυτή πληροί τους τυπικούς όρους εισαγωγής της. Δεν έχουν καθιερωθεί ιδικοί κανόνες για την εισαγωγή ναυπλιακών επιχειρήσεων, ούτε από αυτό το χρηματιστήριο ούτε από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α., αλλά ισχύουν τα ίδια δεδομένα που όπως και για τις υπόλοιπες επιχειρήσεις από οποιονδήποτε κλάδο. Επίσης το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης έχει την δυνατότητα να ζητήσει επιπλέον στοιχεία από τις ενδιαφερόμενες εταιρίες ή να ζητήσει την συνεργασία με εξωτερικούς ελεγκτές (πέρα από τον έλεγχο και τους κανόνες που επιβάλλει έτσι η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α.). Σε περίπτωση που μια εισηγμένη εταιρία για κάποιο λόγο δημιουργήσει αρνητική εντύπωση, (π.χ. λόγω του τρόπου που χειρίζεται τα λογιστικά και επιχειρησιακά της θέματα), ή αν υπάρχει υποψία για εσκεμμένη παραβίαση των κανονισμών του χρηματιστηρίου και γενικότερα των νόμων εταιρικού και μη δικαίου, τότε μπορεί να εφαρμόσει σε αυτήν το NYSE σκληρότερη χρηματιστηριακή πολιτική και να δυσχεράνει σημαντικά την θέση της. Επίσης στην περίπτωση που μια εταιρία χρεοκοπήσει, τότε σύμφωνα με τους υπάρχοντες κανονισμούς, δεν μπορεί πλέον να συναλλάσσεται στον NYSE, (το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση του NASDAQ). Αξίζει να σημειώσουμε εδώ ότι πολλές φορές ένας εξωτερικός έλεγχος ή μια αντικειμενική εκτίμηση των ήδη υπαρχόντων στοιχείων, δίνει αποτελέσματα πολύ διαφορετικά από τον έλεγχο και ανάλυση που έχει κάνει μια εταιρία η ίδια για τον εαυτό της. Έτσι πολλές επιχειρήσεις μπορεί να βρεθούν προ δυσάρεστης εκπλήξεως και για τις Ελληνικές ναυπλιακές εταιρίες αυτό μπορεί να αποτελεί όπως αναφέρουμε και αλλού, σημαντικό ανατρεπτικό παράγοντα.

### 3.1.2 NASDAQ

Ο χρηματιστηριακός οργανισμός NASDAQ έχει όπως ο NYSE βάση στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, το πλήρες όνομα του είναι National Association of Securities and Dealers Automated Quotation. Μια σημαντική διαφορά που έχει ο NASDAQ από τον NYSE και άλλα χρηματιστήρια «κλασικής μορφής» είναι στον τρόπο που λειτουργεί. Παρόλο που υπάρχουν διαχειριστικά γραφεία ο οργανισμός δεν έχει το νομικό του σώμα σε κάποιο κτίριο, οι συναλλαγές δεν γίνονται σε ένα συγκεκριμένο μέρος αλλά γίνονται καθαρά μέσο διαδικτύου μεταξύ ενδιαφερομένων, (market makers), χωρίς να

υπάρχουν ενδιάμεσοι dealers. Οι συναλλαγές και η ρύθμιση τους επίσης δεν ελέγχονται μόνο σε μια περιοχή, αλλά παρακολουθούνται από ένα αριθμό διαχειριστικών κόμβων ανά τον κόσμο. Αυτή την στιγμή ο NASDAQ αποτελεί την μεγαλύτερη «screen-based», δηλαδή ηλεκτρονικά βασισμένων συναλλαγών, χρηματιστηριακή αγορά στις Η.Π.Α. με παραπάνω από 3.700 εταιρίες εισηγμένες σε αυτήν. Παρόλο που δεν φτάνει σε συνολική μική κεφαλαιοποίηση τον NYSE, ο NASDAQ έχει τον μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών ανά δευτερόλεπτο στον κόσμο.

Το γκρουπ γνωστό ως NASDAQ-OMX έχει τον έλεγχο αυτής της αγοράς και έχει τα επιχειρησιακά γραφεία του στην Νέα Υόρκη, (σχηματίστηκε μετά την εξαγορά του Νορβηγικού οργανισμού συναλλαγών OMX). Επίσης το NASDAQ-OMX έχει υπό τον έλεγχο του οχτώ άλλους χρηματιστηριακούς οργανισμούς εντός της Ευρώπης και το ένα τρίτο του Χρηματιστηρίου του Ντουμπάι. Από το 2008, ένας από αυτούς τους ευρωπαϊκούς χρηματιστηριακούς οργανισμούς που ανήκουν στο NASDAQ OMX group, είναι και το χρηματιστήριο της Κοπεγχάγης (Copenhagen Stock Exchange) το οποίο έχει ιδιαίτερη σημασία για τον κόσμο της ναυτιλίας, γιατί σε αυτό ανήκουν οργανισμοί όπως το A.P. Moller-Maersk Group (πολυεθνική που διαχειρίζεται την μεγαλύτερη σε μέγεθος ναυτιλιακή εταιρία γραμμών σε παγκόσμιο επίπεδο). Αν και το NASDAQ θεωρείται χρηματιστηριακή αγορά που συναλλάσσει σε μεγαλύτερο βαθμό με βιομηχανίες τεχνολογίας και ηλεκτρονικών, υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός ναυτιλιακών εταιριών, Ελληνικών και μη, που κινούνται σε αυτή την αγορά ελκυσόμενες μεταξύ άλλων από το καθαρά διαδικτυακό σύστημα ανταλλαγών που προσφέρει. Οι ποντοπόρες ναυτιλιακές εταιρίες, τις οποίες και μελετάμε, στις λίστες του NASDAQ βρίσκονται στην κατηγορία Transportation και την υποκατηγορία της Transportation-Ship. Υπάρχουν όμως και εδώ διάφορες εταιρίες της γενικότερης ναυτιλιακής βιομηχανίας, που μπορεί να συμπεριλαμβάνονται σε διαφορετική κατηγορία ή υποκατηγορία όπως π.χ. Transportation-Services.

Στις διαφορές όσον αφορά την εισαγωγή και τον έλεγχο των εταιριών, ο NASDAQ δεν είναι διαφορετικός από τις υπόλοιπες πιο συνηθισμένες χρηματιστηριακές αγορές. Όπως και με άλλες αγορές, στο NASDAQ οι εταιρίες που επιθυμούν να εισάγουν τις μετοχές τους και να συναλλαχθούν πρέπει να τηρούν κάποια πρότυπα, (π.χ. ελάχιστη ρευστότητα), τα οποία ανακοινώνονται από το NASDAQ-OMX και πρέπει να δώσουν για έλεγχο έναν αριθμό οικονομικών στοιχείων. Τα παραπάνω είναι επιπλέον του ελέγχου και των κανόνων που επιβάλει έτσι και αλλιώς η επιτροπή κεφαλαιαγοράς και οι σχετικοί νόμοι των Η.Π.Α. για όλες της εταιρίες ανεξαρτήτως κλάδου. Σε περίπτωση μη συμμόρφωσης με τα πρότυπα εισαγωγής, μπορεί να μην έχει πρόσβαση στην

αγορά μια εταιρία ακόμα και αν παρουσιάζει καλή οικονομική κατάσταση (με βάση τα δικά της στοιχεία τουλάχιστον). Επίσης σε περίπτωση χρεοκοπίας μιας εταιρίας αυτή δεν μπορεί πλέον να συναλλαχθεί εντός του NASDAQ. Είναι λογικό ότι εφόσον η αγορά ελέγχεται από έναν κεντρικό οργανισμό ο οποίος έχει κερδοσκοπικό χαρακτήρα τότε προσπαθεί να προσελκύσει στις λίστες της όσο περισσότερες εταιρίες μπορεί για να έχει όγκο συναλλαγών. Ο ανταγωνισμός του NASDAQ με τον επίσης κερδοσκοπικής μορφής NYSE για τον παραπάνω λόγο είναι πολύ έντονος, παρόλο το γεγονός ότι με το μοντέρνο χρηματιστηριακό σύστημα εταιρίες μπορούν εύκολα να συναλλάσσονται σε παραπάνω από μια αγορές. Αυτός ο ανταγωνισμός έχει επεκταθεί και στην προσέλκυση επιχειρήσεων του ναυτιλιακού τομέα.

Όπως όλες οι χρηματιστηριακές αγορές το NASDAQ πλήγηκε και αυτός από την οικονομική κρίση του 2008. Παρακάτω βλέπουμε την πορεία σε ποσοστιαίες μονάδες του μεικτού δείκτη NASDAQ από 1/1/2004 μέχρι σήμερα. Μόνο πρόσφατα κατάφερε ο δείκτης να επαναφερθεί στα επίπεδα που είχε πριν το 2006, αλλά όπως συμβαίνει με τις περισσότερες χρηματιστηριακές αγορές δεν μπορεί να πλησιάσει ακόμα τις μέγιστες τιμές που είχε να επιδείξει πριν από την κρίση.

**Διάγραμμα 11:** Πορεία σε ποσοστιαίες μονάδες του μεικτού δείκτη NASDAQ για την τελευταία εξαετία



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

### 3.1.3 Χρηματιστήριο του Λονδίνου

Το χρηματιστήριο του Λονδίνου, (London Stock Exchange - LSE), Βρίσκεται στην Paternoster πλατεία, στην πόλη του Λονδίνου, στο Ηνωμένο Βασίλειο. Είναι ένα από

τα μεγαλύτερα χρηματιστήρια στον κόσμο και περιλαμβάνει έναν μεγάλο αριθμό ξένων εισηγμένων επιχειρήσεων στις λίστες του, εκτός από εταιρίες με βάση την Αγγλία. Την στιγμή που γράφεται αυτή η διπλωματική εργασία το σύνολο των εισηγμένων σε αυτή την χρηματιστηριακή αγορά ανέρχεται σε 3.233. Στο παρελθόν είχαν γίνει προσπάθειες για την εξαγορά του χρηματιστηρίου του Λονδίνου, (δηλαδή εξαγορά του διαχειριστικού οργανισμού του), από άλλους τραπεζικούς και χρηματιστηριακούς οργανισμούς όπως η πολυεθνική τράπεζα Macquarie και ο NASDAQ. Επίσης το ίδιο το LSE είχε κάνει προσπάθειες να αποκτήσει μετοχικό κεφάλαιο μικρότερων χρηματιστηριακών αγορών όπως στην περίπτωση του κύριου Ιταλικού χρηματιστηρίου Borsa Italiana, το οποίο είναι πιο γνωστό ως χρηματιστήριο του Μιλάνου και με το οποίο τελικά συγχωνεύτηκε τον Οκτώβριο του 2007. Η παραπάνω εξαγορά έχει ιδιαίτερη σημασία για τον κόσμο της ναυτιλίας, επειδή υπήρχαν εισηγμένες ναυτιλιακές στο Μιλάνο με ιστορία σε αυτό πολλών χρόνων. Σήμερα, όπως ακριβώς συνέβη και με την εξαγορά του AMEX από το NYSE, όλες οι ναυτιλιακές που ήταν εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Μιλάνου πλέον είναι υπό την επίβλεψη του LSE. Το 2007 ο NASDAQ ο οποίος είχε φτάσει αρκετά κοντά σε επιθετική εξαγορά, έχοντας αποκτήσει περίπου το 31 % του συνόλου των μετοχών του LSE, λόγω απόρριψης της πρότασης του για την αγορά επιπλέον μετοχικού κεφαλαίου, εγκατέλειψε την προσπάθεια του και πούλησε την πλειοψηφία των μετοχών που κατείχε (28 %) στο χρηματιστήριο Borse Dubai.

Το LSE Κατατάσσει τις εισηγμένες εταιρίες στις λίστες του ανάλογα με την δραστηριότητα τους. Υπάρχουν τέσσερις κατηγορίες αγορών. Πρώτον η κύρια αγορά που περιλαμβάνει την πλειοψηφία των εταιριών, εγχώριων και μη. Δεύτερον η Alternative Investment Market (AIM) που αποτελεί αγορά στην οποία εντάσσονται συνήθως μικρότερες εταιρίες που έχουν κεφαλαιουχικό μέγεθος και οικονομικά δεδομένα τα οποία τους απαγορεύουν την εισαγωγή στην κύρια αγορά, (κυρίως νέες και αναπτυσσόμενες εταιρίες). Τρίτον η Professional Securities Market στην οποία κινούνται κάποιες κατηγορίες χρεογράφων, (listed debt και depositary). Τέταρτον η Specialist Fund Market στην οποία κινούνται παράγωγα και άλλα εξειδικευμένα αξιόγραφα.

Οι ναυτιλιακές εταιρίες τις ποντοπόρου ναυτιλίας που υπάρχουν μέσα στο Χρηματιστήριο του Λονδίνου, κατατάσσονται στην κύρια αγορά και ανήκουν στον κλάδο των θαλάσσιων μεταφορών. Για να εισαχθεί μια εταιρία της ποντοπόρου ναυτιλίας στο LSE πρέπει να εκπληρώνει τα κριτήρια εισαγωγής που ισχύουν για όλες τις εταιρίες ανεξαρτήτως της δραστηριότητάς τους. Συγκεκριμένα, υπάρχουν κανονισμοί που θέτει το United Kingdoms Listing Authority και πριν μια εταιρία κάνει

αίτηση για εισαγωγή της, πρέπει να έχει παρουσιάσει επαρκή στοιχεία που να δείχνουν ότι τους πληρεί. Στους κανονισμούς, οι οποίοι είναι αρκετά όμοιοι με αυτούς των χρηματιστηριακών οργανισμών που περιγράψαμε νωρίτερα, περιλαμβάνονται 3 χρόνια ύπαρξης λογιστικών καταστάσεων, ελάχιστο επιτρεπτό ποσοστό διασποράς μετοχών, ελάχιστη επιτρεπτή κεφαλαιοποίηση-χρηματιστηριακή αξία. Επιπλέον, για να ξεκινήσουν να διαπραγματεύονται οι μετοχές μιας εταιρίας, πρέπει να υποβάλει την αίτηση εισαγωγής στο χρηματιστήριο του Λονδίνου. Τυπικά μια νέα εταιρία που κάνει αίτηση εισαγωγής πρέπει να θεωρείται καλή επένδυση για να μπορέσει να διαμορφώσει ικανοποιητικές αρχικές τιμές ανά μετοχή με την εισαγωγή της, όπως συμβαίνει στα περισσότερα χρηματιστήρια. Αν όμως η επενδυτική κοινότητα για κάποιον λόγο δεν δείξει προτίμηση στην αιτούμενη εταιρία, τότε κινδυνεύει ακόμα και η αρχική εισαγωγή της σε αυτήν την αγορά γιατί δεν θα αποκτήσει ικανοποιητική χρηματιστηριακή αξία και δεν θα καλύπτει τους κανονισμούς.

Όσον αφορά τον ρόλο που έχει το χρηματιστήριο του Λονδίνου στην διεθνή ναυτιλία, είναι γνωστό ότι έχει χάσει τις δύο τελευταίες δεκαετίες ένα μεγάλο μέρος της σημασίας του και έχει αντικατασταθεί κυρίως από τις αμερικάνικες χρηματαγορές. Οι νέες ναυτιλιακές εταιρίες που σκόπευαν να εισαχθούν σε χρηματιστήρια σταμάτησαν να το θεωρούν πρώτη επιλογή και οι ήδη υπάρχουσες εταιρίες πέρασαν από πολλές φάσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, με αποτέλεσμα ο συνολικός αριθμός εισηγμένων ναυτιλιακών να μειωθεί αισθητά. Για την Ελληνική ναυτιλία συγκεκριμένα, σε σχέση με τις 22 Ελληνικές ναυτιλιακές για παράδειγμα που ήταν εισηγμένες στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., μόλις τέσσερις ήταν την ίδια περίοδο εισηγμένες στο χρηματιστήριο του Λονδίνου. Ακόμη όμως και αυτή η μικρή προτίμηση της ναυτιλιακής κοινότητας στο χρηματιστήριο του Λονδίνου παρουσιάζει ένα ενδιαφέρον γιατί η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς στην Μεγάλη Βρετανία, όπως και στην Ελλάδα, διέπεται στα βασικά της σημεία από το νομοθετικό πλαίσιο οργάνωσης και λειτουργίας των κεφαλαιαγορών που ισχύει σε όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής ένωσης. Μπορεί αυτό το πλαίσιο να μην ισχύει για μερικά εναλλακτικά και πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης όπως το AIM του Λονδίνου, και μπορεί επίσης να αποτελεί απλώς ένα γενικό κανόνα εναρμόνισης, αλλά είναι σε μεγάλο βαθμό ομογενοποιημένο και μπορούμε να εξάγουμε χρήσιμα συμπεράσματα από το γεγονός ότι αυτές οι ελάχιστες ναυτιλιακές εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Λονδίνο το προτιμούν από πολλά αλλά Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια όπως το ΧΑΑ, παρόλο το γεγονός ότι έχουν όμοιους βασικούς κανονισμούς. Το πιθανότερο είναι ότι οι λόγοι επιλογής του LSE έχουν να κάνουν με την εκτενέστερη εμπειρία που έχει αυτή η αγορά στις ναυτιλιακές, καθώς και το μεγαλύτερο βάθος και εύρος της συγκριτικά με άλλες μικρότερες Ευρωπαϊκές αγορές.



Όπως όλα τα χρηματιστήρια σε παγκόσμιο επίπεδο, έτσι και το χρηματιστήριο του Λονδίνου πλήγηκε από την κρίση του 2008. Στο παρακάτω διάγραμμα βλέπουμε από το 2000 μέχρι σήμερα την πορεία του FTSE All-Share Index που απεικονίζει την συνδυασμένη χρηματοοικονομική αξία των μετοχών 800 εταιριών που είναι εισηγμένες στο LSE.

**Διάγραμμα 12:** Εξέλιξη του FTSE All-Share Index κατά την τελευταία δεκαετία



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

### 3.1.4 Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης

Το Χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης (Singapore Exchange - SGX) στην σημερινή του μορφή δημιουργήθηκε τον Δεκέμβριο του 1999 μετά από την συγχώνευση δυο ισχυρών χρηματιστηριακών αγορών που δρούσαν με βάση την Σιγκαπούρη, το Stock Exchange of Singapore (SES) και το Singapore International Monetary Exchange (SIMEX). Η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά στις αρχές του 2008 είχε 762 εισηγμένες εταιρίες με συνολική κεφαλαιοποίηση 539 δισεκατομμύρια δολάρια, αλλά τον Ιανουάριο του 2009 μετά από την οικονομική κρίση το σύνολο της κεφαλαιοποίησης έπεσε στα 385 δισεκατομμύρια δολάρια. Αυτή την στιγμή υπάρχουν περισσότερες από 770 εισηγμένες επιχειρήσεις από τις οποίες περισσότερες από 300 έχουν βάση εκτός της χώρας. Σε αυτές περιλαμβάνονται και επιχειρήσεις του ναυτιλιακού τομέα. Η εποπτεύουσα αρχή του χρηματιστηρίου της Σιγκαπούρης είναι η νομισματική αρχή της Σιγκαπούρης. Σύμφωνα με μια έκθεση της ανεξάρτητης αρχής FTSE, (η οποία έχει αναλάβει πλέον και την παρακολούθηση της πορείας των χρηματιστηριακών δεικτών αυτής της αγοράς), η συνολική λειτουργία του

χρηματιστηρίου και η εποπτεία από την νομισματική αρχή δεν βρίσκεται σε τόσο ικανοποιητικά επίπεδα. Η Σιγκαπούρη έχει ένδειξη Restricted για το χρηματοπιστωτικό και χρηματιστηριακό της σύστημα, ενώ χώρες η οποίες έχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία και αποτελεσματικότητα έχουν την ένδειξη Pass.

Οποιοσδήποτε εκδότης μετοχών μπορεί να κάνει αίτηση για την εισαγωγή του στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης. Η εισαγωγή μπορεί να είναι είτε πρωτογενής μορφής είτε να προορίζεται για την δευτερογενή αγορά. Η διοίκηση του χρηματιστηρίου, όπως και με την περίπτωση του NYSE, έχει διατηρήσει το δικαίωμα της απόλυτης ελευθερίας σχετικά με την αποδοχή ή όχι μιας αίτησης για εισαγωγή. Υπάρχει παράδειγμα περίπτωση για μια εταιρία να απορριφθεί η αίτηση της ακόμα και αν πληρεί τους τυπικούς όρους εισαγωγής, ή επίσης να επιβληθούν σε μια εταιρία επιπλέον όροι εισαγωγής προκειμένου να εισαχθεί στο χρηματιστήριο. Η διοίκηση του χρηματιστηρίου της εταιρίας, λαμβάνει υπόψη της για την εφαρμογή ή όχι των παραπάνω μέτρων έναν αριθμό παραγόντων όπως τα απόλυτα οικονομικά στοιχεία τα οποία προκύπτουν από τα λογιστικά δεδομένα της επιχείρησης που υπέβαλε αίτηση εισαγωγής. Επίσης λαμβάνονται υπόψη και ποιοτικοί συντελεστές όπως φήμη της εν λόγω επιχείρησης, ακεραιότητα των διοικητικών στελεχών και ο βαθμός συνεργασίας με την διοίκηση του χρηματιστηρίου. Το μέγεθος της επιχείρησης τέλος, καθώς και ο κλάδος που κινείται παίζουν έναν αρκετά σημαντικό ρόλο για τους κανονισμούς εισαγωγής που θα έχει να αντιμετωπίσει. Χαρακτηριστικό είναι ότι ναυτιλιακές επιχειρήσεις που έχουν αποκτήσει πρόσβαση ή που έχουν κάνει αίτηση σε αυτή την αγορά, είχαν να ανταπεξέλθουν σε πολύ διαφορετικά κριτήρια εισαγωγής από εταιρίες άλλων κλάδων, π.χ. όσον αφορά την επιτρεπόμενη διασπορά του ποσοστού του μετοχικού κεφαλαίου.

Η συνολική απόδοση των μετοχών στο χρηματιστήριο της Σιγκαπούρης συνήθως μετριόταν με την βοήθεια του δείκτη Strait Times αλλά το 2008 σταμάτησε να χρησιμοποιείται αυτός ο δείκτης και η διοίκηση του χρηματιστηρίου εφάρμοσε κάποιους νεότερους περιλαμβανομένων μιας οικογένειας δεικτών που εισήγαγε η ανεξάρτητη αρχή FTSE. Παρακάτω βλέπουμε την πορεία ενός κύριου δείκτη του FTSE ST ALL-SHARE (FSTAS.SI), ο οποίος δείχνει την συνολική κεφαλαιοποίηση ενός μεγάλου αριθμού εισηγμένων εταιριών σε αυτή την αγορά, από τις αρχές του 2008 μέχρι το τέλος του 2009. Όπως και με τις άλλες αγορές είναι εμφανές το αποτέλεσμα που είχε και εδώ η οικονομική κρίση του 2008 καθώς και η σταδιακή ανάκαμψη σε πιο φυσιολογικά επίπεδα.

Διάγραμμα 13: Εξέλιξη του FTSE ST ALL-SHARE κατά την τελευταία δεετία



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

### 3.1.5 Χρηματιστήριο του Όσλου

Το χρηματιστήριο του Όσλου (Oslo stock exchange) είναι η κύρια αγορά για την πλειοψηφία των Νορβηγικών εισηγμένων εταιριών αλλά επίσης προσελκύει πολλές ξένες πολυεθνικές εταιρίες, περιλαμβανομένων και Ελληνικών επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται σε τομείς όπως αυτούς της ναυτιλίας και του πετρελαίου. Συνολικά αυτή η χρηματιστηριακή αγορά έχει 219 εταιρίες εισηγμένες και η συνολική κεφαλαιοποίηση τους ξεπερνάει τα 1,5 τρισεκατομμύρια δολάρια. Από το 1988 και μετά το χρηματιστήριο του Όσλου εισήγαγε ένα ηλεκτρονικό σύστημα συναλλαγών το οποίο σταδιακά αντικατάστησε πλήρως την κλασική μέθοδο (trading floor). Όσον αφορά το ιδιοκτησιακό καθεστώς του χρηματιστηρίου αυτού, μέχρι πρόσφατα διατηρούσε την αυτονομία του, αλλά το 2001 πρόσφερε (σαν εισηγμένη εταιρία) έναν μεγάλο αριθμό μετοχών στο επενδυτικό κοινό με αποτέλεσμα τώρα το 18% αυτών των μετοχών να είναι υπό την ιδιοκτησία της DnB NOR (τραπεζικής φύσεως Νορβηγική πολυεθνική) και το 10% να ελέγχεται από την πανσκανδιναβική χρηματιστηριακή αγορά OMX. Οι υπόλοιπες μετοχές ελέγχονται κυρίως από διάφορους ξένους επενδυτές.

### 3.1.6 Χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης

Το χρηματιστήριο της Ταϊλάνδης (Thailand stock exchange), αποτελεί κρατική ιδιοκτησία και είναι το εθνικό χρηματιστήριο της χώρας, βρίσκεται στην Μπανγκόκ και έχει, σύμφωνα με στοιχεία του 2008, 523 εισηγμένες εταιρίες συνολικά. Η

κεφαλαιοποίηση αυτών των εταιριών ξεπερνάει τα 180 δισεκατομμύρια δολάρια. Το νομικό πλαίσιο που κινείται το χρηματιστήριο καθορίζεται από την κυβέρνηση με βάση την νομοθεσία που ισχύει από το 1974, χωρίς να υπάρχουν σημαντικές αλλαγές στην δομή της (Act for the Securities Exchange of Thailand). Από το 1991 το συγκεκριμένο χρηματιστήριο ακολούθησε και αυτό το παράδειγμα άλλων παγκόσμιων αγορών και υιοθέτησε ένα αυτόματο διαδικτυακό σύστημα για την διεκπεραίωση των συναλλαγών.

### 3.1.7 Χρηματιστήριο της Ταιβάν

Το χρηματιστήριο της Ταιβάν (Taiwan stock exchange), το οποίο έχει την βάση του στον πύργο Ταϊπέι 101 είναι μια χρηματιστηριακή αγορά υπό έμμεσο εθνικό έλεγχο. Αυτής της αγοράς η λειτουργία ελέγχεται από μια κρατική επιτροπή ιδικά σχεδιασμένη για να ασκεί ρυθμιστικούς χειρισμούς όταν αυτό κριθεί σκόπιμο (Financial Supervisory Commission). Η ίδια η επιτροπή λαμβάνει εντολές κυρίως από το Executive Yuan, δηλαδή το εκτελεστικό κυβερνητικό όργανο του κομμουνιστικού κόμματος της Κίνας. Με στοιχεία του 2007 η συγκεκριμένη χρηματιστηριακή αγορά έχει 703 εισηγμένες εταιρίες και συνολική κεφαλαιοποίηση περισσότερο από 650 δισεκατομμύρια δολάρια.

### 3.1.8 Χρηματιστήριο της Σαγκάης

Το χρηματιστήριο της Σαγκάης (Shanghai stock exchange), είναι ένα από τα τρία χρηματιστήρια που λειτουργούν ανεξάρτητα μεταξύ τους εντός της Κίνας, τα άλλα δύο είναι το χρηματιστήριο Shenzhen και το χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ. Αντίθετα με την περίπτωση του Χόνγκ Κόνγκ, το χρηματιστήριο της Σαγκάης δεν είναι ακόμα εντελώς ανοιχτό σε ξένους επενδυτές, λόγω του ότι είναι περισσότερο ελεγχόμενο από την κομμουνιστική κυβέρνηση της Κίνας. Με βάση στοιχεία του 2008 πριν την οικονομική κρίση η συγκεκριμένη χρηματαγορά είχε 860 εισηγμένες εταιρίες οι οποίες ξεπερνούσαν σε συνολική κεφαλαιοποίηση τα 3,5 τρισεκατομμύρια δολάρια. Το χρηματιστήριο της Σαγκάης όμως είχε ιδιαίτερα μεγάλες απώλειες από την οικονομική κρίση, με αποτέλεσμα να χάσει μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα περισσότερο από το 65% της χρηματιστηριακής του κεφαλαιοποίησης. Ο έλεγχος από την κυβέρνηση ασκείται στην χρηματαγορά μέσω της Financial Supervisory Commission ακριβώς όπως

και στην περίπτωση του χρηματιστηρίου της Ταιβάν. Η νομική μορφή της αγοράς σαν πρόσωπο δικαίου είναι μη κερδοσκοπικός οργανισμός.

### 3.1.9 Χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ

Το χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ (Hong Kong stock exchange), το οποίο έχει την βάση του στην ομώνυμη Κινέζικη πόλη είναι το τρίτο μεγαλύτερο χρηματιστήριο της Ασίας σε κεφαλαιοποίηση. Με στοιχεία του 2008 είχε, πριν από την οικονομική κρίση, 1241 εισηγμένες εταιρίες με συνδυασμένη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση 2,7 τρισεκατομμύρια δολάρια. Ο οργανισμός που διαχειρίζεται αυτό το χρηματιστήριο ονομάζεται Hong Kong Exchanges and Clearing και είναι δημοσίου δικαίου. Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό που κάνει το χρηματιστήριο του Χόνγκ Κόνγκ να ξεχωρίζει από πολλές άλλες διεθνείς αγορές, είναι ότι οι μετοχές που διακινούνται σε αυτό είναι πολύ συνηθισμένο φαινόμενο να μην έχουν τρέχουσα αξία μεγαλύτερη από τέσσερα δολάρια. Μια μετοχή που διακινείτε σε αυτή την αγορά θεωρείτε συνήθως κατώτερης αξίας μετοχή (penny stock) μόνο αν η τρέχουσα αξία της είναι λιγότερο από μισό δολάριο. Στην περίπτωση των ναυτιλιακών εταιριών, είναι σχετικά σπάνιο η μετοχή μιας τέτοιας εταιρίας να φτάνει σε αξίες κάτω των τεσσάρων δολαρίων, αλλά ένας μεγάλος αριθμός των εισηγμένων ναυτιλιακών σε αυτό το χρηματιστήριο είχαν τέτοιες χαμηλές τρέχουσες τιμές στις μετοχές τους.

### 3.1.10 Εθνικό Χρηματιστήριο της Ινδίας

Το εθνικό χρηματιστήριο της Ινδίας (National stock exchange of India), είναι με μικρή διαφορά η δεύτερη μεγαλύτερη χρηματαγορά της Ινδίας, λαμβάνοντας ως βάση την χρηματιστηριακή της κεφαλαιοποίηση και έχει την έδρα της στο Μουμπάι (πρώτη είναι η Bombay Stock Exchange). Συνολικά αυτή η αγορά είχε στις αρχές του 2008 συνολική κεφαλαιοποίηση 1,46 τρισεκατομμύρια δολάρια, αλλά όπως όλες οι διεθνείς αγορές δέχτηκε σημαντικό πλήγμα κατά την διάρκεια του 2008. Το NSE ελέγχεται από μία ένωση οικονομικών ιδρυμάτων, τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών και άλλων γενικής φύσεως επιχειρήσεων οι οποίες έχουν την έδρα τους κυρίως στην Ινδία. Υπάρχουν τουλάχιστον δύο μεγάλοι ξένοι επενδυτές που έχουν σημαντικό ρόλο στην πορεία του

NSE, αυτοί είναι η εταιρία Goldman Sachs και το NYSE Euronext. Ο έλεγχος και οι ρύθμιση του χρηματιστηρίου γίνεται με βάση το νομικό πλαίσιο το οποίο προβλέπει ότι όλοι οι επενδυτές από κοινού, είτε προέρχονται από την Ινδία είτε όχι, συμμετέχουν στις αποφάσεις.

### 3.1.11 Χρηματιστήριο Αθηνών

Οι ναυτιλιακές εταιρίες οι οποίες είναι εισηγμένες στην Ελλάδα είναι λίγες σε αριθμό και είναι στην πλειοψηφία τους ακτοπλοϊκές. Αυτό αρχικά συνέβη γιατί ιστορικά οι ελληνικές ναυτιλιακές επιχειρήσεις δεν πίστευαν, δικαιολογημένα, ότι θα μπορούσαν να αντλήσουν ικανά κεφάλαια από την Ελληνική επενδυτική κοινότητα. Τώρα πλέον που η Ελληνική οικονομία είναι αρκετά ανεπτυγμένη το πρόβλημα έγκειται στο ότι υπάρχουν περιορισμοί στο νομοθετικό πλαίσιο οι οποίοι ήταν απαγορευτικοί για τις ποντοπόρες ναυτιλιακές επιχειρήσεις και έτσι συνεχίζουν αυτές να μην προχωράνε σε εισαγωγή στο ΧΑΑ. Οι Ελληνικές χρηματιστηριακές αγορές και οι Έλληνες νομοθέτες είχαν πάντα την πεποίθηση ότι οι εταιρίες της ποντοπόρου ναυτιλίας είναι επιθυμητό μεν να εισαχθούν στο χρηματιστήριο, όμως είναι πολύ επικίνδυνες για να τις αφήσει κανείς χωρίς αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο και περιορισμούς. Τέτοιοι περιορισμοί περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων ελάχιστο αριθμό πλοίων, Ελληνική ή Ευρωπαϊκή σημαία, παρακολούθηση αποκλειστικά από συγκεκριμένους διεθνείς νηογνώμονες, επιτρεπόμενο όριο ύψους δανεισμού κ.τ.λ. Η προσέγγιση αυτή του νόμου είναι χαρακτηριστική του σταδίου εξέλιξης της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς στο παρελθόν, σε μια εποχή που το χρηματιστήριο ήταν νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου με κανονιστηκές αρμοδιότητες και ο νομοθέτης διεκδικούσε για τον εαυτό του το αλάθητο να ρυθμίζει το σύνολο των τεκταινομένων στην χρηματιστηριακή αγορά. Η αντιμετώπιση της ποντοπόρου ναυτιλίας ξεχωρίζει ιδιαίτερα για την ακραία υπερρύθμιση που της έχουν επιφυλάξει μέχρι τώρα τα διάφορα νομικά πλαίσια.

Αξίζει πάντως να σημειώσουμε ότι η Ελληνική κυβέρνηση είχε κάνει στο παρελθόν, και συνεχίζει να κάνει, προσπάθεια για την προσέλκυση ποντοπόρων ναυτιλιακών εταιριών. Το σχετικό νομοθετικό πλαίσιο έχει αλλάξει πολλές φορές και γίνεται διαρκώς πιο ευέλικτο, μετά τον νόμο 2843/2000 για παράδειγμα υπήρχε η πεποίθηση ότι ο δρόμος ήταν πλέον ανοικτός για την εισαγωγή των ποντοπόρων στο ΧΑΑ, αλλά στην πράξη αποδείχθηκε ότι χρειαζόντουσαν ριζικότερες αλλαγές.

Ο νόμος 2843 πιο αναλυτικά, έθεσε βάσεις για την εισαγωγή των εταιριών επενδύσεων της ποντοπόρου ναυτιλίας (Ε.Ε.Π.Ν.) στο χρηματιστήριο Αθηνών και επιχείρησε να οργανώσει τη σύσταση και λειτουργία των ναυτιλιακών εταιριών, οι οποίες επιθυμούσαν να εισαγάγουν τις μετοχές τους για διαπραγμάτευση σε αυτό, με τρόπο που θα ελαχιστοποιούσε τον κίνδυνο να απωλέσουν οι επενδυτές τα χρήματά τους. Δυστυχώς ο νόμος απέτυχε στο να προσελκύσει έστω και μια ποντοπόρο εταιρία. Αυτό συνέβη γιατί παρόλο που είχε προβλεφθεί και είχαν εξαλειφθεί αρκετοί από τους περιορισμούς που αναφέραμε. Στην πραγματικότητα ο νόμος ρύθμιζε, εκτός από θέματα σχετικά με την εισαγωγή των μετοχών των εταιριών αυτών σε οργανωμένη αγορά, τη νομική μορφή που έπρεπε να υιοθετήσουν οι εταιρίες, τον τρόπο επένδυσης του ενεργητικού τους, καθώς και τις υποχρεωτικές ασφάλειες που όφειλαν να διαθέτουν. Από αυτά βγαίνει το συμπέρασμα ότι ο νόμος, προκειμένου να επιτρέψει την εισαγωγή μετοχών Ε.Ε.Π.Ν. στο χρηματιστήριο Αθηνών ώστε να μπορέσουν να αντλήσουν από αυτό κεφάλαια, (περιορισμένα συγκριτικά με το εξωτερικό), διεκδικούσε το δικαίωμα να ρυθμίζει με τρόπο επιτακτικό την οργάνωση και την λειτουργία των εταιριών αυτών. Για οποιαδήποτε ανώνυμη εταιρία είναι φανερό ότι ένα τόσο αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο θα ήταν επαχθές και θα περιόριζε κατά πολύ την δυνατότητα να ελιχθεί. Αυτό ισχύει ακόμα περισσότερο για τις Ελληνικές εταιρίες της ποντοπόρου ναυτιλίας οι οποίες λειτουργούσαν πάντα σε ένα αρρυθμιστο πλαίσιο και βασιζόντουσαν στην ευελξία και την προσαρμοστικότητα τους για να λαμβάνουν επιχειρηματικές αποφάσεις. Για αυτούς τους λόγους το 2005 δημιουργήθηκε νεότερο θεσμικό πλαίσιο.

Το νομικό πλαίσιο που ήταν σε ισχύ πλέον από το 2005, στόχευε στην δυνατότητα εισαγωγής στο ΧΑΑ των ποντοπόρων ναυτιλιακών, χωρίς να έχουν τους περισσότερους περιορισμούς που περιγράψαμε και ειδικότερα αποσκοπούσε στην εξομίσωση των προϋποθέσεων εισαγωγής τους, καθώς και την εφαρμογή χρηματοοικονομικών κριτηρίων, όπως αυτά εφαρμόζονται σε άλλα χρηματιστήρια του εξωτερικού. Επίσης, μεταξύ άλλων, οι νέοι νόμοι περιλάμβαναν πρόβλεψη για δυνατότητα εισαγωγής αλλοδαπών ναυτιλιακών εταιριών συμμετοχών (holding) ή και υπεράκτιων (offshore). Τα αποτελέσματα των προσπαθειών τώρα που γράφεται αυτή η έρευνα εξακολουθούν να μην είναι ικανοποιητικά. Ο κανονισμός του ΧΑΑ τροποποιήθηκε εκ νέου στις 22-7-2008 και επέφερε νέες αλλαγές ως προς τις προϋποθέσεις εισαγωγής των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Τώρα πλέον αρκετοί κύριοι παράγοντες που απέτρεπαν την εισαγωγή των εταιριών της ποντοπόρου ναυτιλίας στο χρηματιστήριο Αθηνών και συγκεκριμένα οι ιδιαιτερότητες στην οργάνωση των ναυτιλιακών εταιριών, το περιοριστικό νομικό πλαίσιο, και η ανωριμότητα της

Ελληνικής κεφαλαιαγοράς (έλλειψη ρευστότητας, έλλειψη εξοικείωσης επενδυτών) έχουν αντιστραφεί κάπως. Οι προοπτικές για εισαγωγή ποντοπόρων εταιριών στο ΧΑΑ δεν είναι ακόμα θετικές, είναι πολύ πιθανόν στο προσεχές μέλλον να χρειαστούν επιπλέον ρυθμίσεις προκειμένου να κινήσουν το ενδιαφέρον των εφοπλιστών, αλλά τουλάχιστον δεν είναι αρνητικές, και είναι πιθανόν σε περίπτωση που βελτιωθεί το γενικότερο οικονομικό κλίμα να έχουμε τις πρώτες εισαγωγές.

Πρέπει πάντως να αναγνωρίσουμε ότι ο σκεπτικισμός που επιδεικνύουν οι Έλληνες νομοθέτες έναντι των εταιριών τις ποντοπόρου ναυτιλίας δεν είναι εντελώς αβάσιμος. Οι Έλληνες πλοιοκτήτες είναι φημισμένοι για την επίπεδη οργάνωση των επιχειρήσεων τους και πολλές φορές για την παντελή έλλειψη της οργάνωσης αυτής. Το γεγονός αυτό όμως τους επέτρεπε συνήθως να λαμβάνουν αποφάσεις χωρίς σημαντικούς γραφειοκρατικούς περιορισμούς και χρονοβόρες διαδικασίες. Οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες, είχαν μεν το πλεονέκτημα της ταχύτητας, αλλά δεν είχαν τους μηχανισμούς ασφαλείας που συναντιούνται σε πολυμετοχικές επιχειρήσεις για τη διασφάλιση των συμφερόντων των μετόχων μειοψηφίας. Είναι προφανές ότι αν μια εταιρία δεν ακολουθεί ούτε τους στοιχειώδεις κανόνες που αφορούν τα λογιστικά της βιβλία και την νομική της υπόσταση τότε μια αγορά που σέβεται τον εαυτό της υπό κανονικές συνθήκες δεν θα την δεχτεί. Ακόμα όμως και αν μια ναυτιλιακή εταιρία αποφασίσει να ακολουθήσει τους κανόνες της αγοράς, με σκοπό να εισαχθεί, το πιθανότερο είναι ότι θα επιλέξει ένα από τα χρηματιστήρια του εξωτερικού.

### **3.2 Οικονομική και Ναυτιλιακή Κρίση**

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε πως εξελίχθηκαν συγκεντρωτικά ανά χώρα βάσης, μέσα σε ένα χρόνο από τον Μάιο του 2008 μέχρι και τον Μάιο του 2009, οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές, αποτυπώνοντας τα αποτελέσματα της οικονομικής κρίσης σε αυτές.



**Πίνακας 4:** Απόδοση διεθνών χρηματαγορών κατά την περίοδο από τον Μάιο του 2008 μέχρι τον Μάιο του 2009

Πηγή: Bespoke Investment Group, World Stock Market Performance 2009

Country	YTD % Chg	% From 52-Wk High	Country	YTD % Chg	% From 52-Wk High
Peru	77.92	-31.94	Croatia	8.11	-54.81
Russia	53.33	-61.22	Luxembourg	8.01	-58.09
India	48.25	-18.26	Netherlands	6.62	-47.14
China	47.01	-26.30	Czech Republic	6.62	-46.57
Taiwan	44.96	-28.51	Bulgaria	6.25	-70.61
Ukraine	44.30	-55.38	Poland	5.21	-37.71
Argentina	43.24	-31.47	Japan	4.86	-36.37
Indonesia	39.15	-25.05	South Africa	4.13	-32.76
Israel	39.04	-24.96	Italy	3.75	-39.79
Brazil	37.34	-30.18	Germany	3.11	-31.42
Sri Lanka	35.43	-22.16	New Zealand	2.77	-23.73
Norway	29.21	-44.47	Australia	2.55	-35.84
Egypt	28.64	-42.73	Dubai UAE	1.80	-71.56
Chile	28.50	-1.94	France	1.77	-36.31
Singapore	28.32	-30.55	Spain	1.59	-34.43
Vietnam	27.02	-30.36	Jamaica	1.50	-28.60
South Korea	27.01	-24.43	Britain	1.08	-29.71
Saudi Arabia	26.24	-38.41	Morocco	1.04	-24.07
Venezuela	26.16	-1.10	United States	0.96	-36.67
Greece	26.15	-47.10	Lebanon	0.04	-44.38
Turkey	25.32	-22.79	Oman	-0.01	-55.28
Thailand	23.67	-37.23	Kuwait	-0.47	-50.56
Philippines	23.32	-20.46	Switzerland	-0.65	-29.37
Denmark	23.05	-35.13	Mauritius	-0.89	-39.00
Hungary	22.39	-35.17	Qatar	-2.87	-47.07
Colombia	22.01	-8.66	Serbia	-4.42	-64.13
Hong Kong	21.94	-31.74	Malta	-6.18	-30.64
Portugal	20.74	-30.82	Lithuania	-6.25	-61.69
Pakistan	20.51	-50.43	Slovakia	-8.13	-28.93
Sweden	19.15	-23.89	Bangladesh	-8.52	-20.29
Austria	17.49	-53.91	Bahrain	-9.59	-44.03
Ireland	17.20	-57.49	Ecuador	-11.20	-14.46
Tunisia	16.81	-1.98	Botswana	-13.57	-29.75
Malaysia	16.74	-21.39	Latvia	-14.48	-56.30
Canada	12.62	-33.22	Kenya	-18.90	-47.86
Slovenia	12.00	-52.50	Nigeria	-19.00	-59.38
Estonia	11.49	-49.31	Ghana	-23.74	-27.02
Abu Dhabi (UAE)	9.46	-49.29	Iceland	-27.85	-94.86
Mexico	9.39	-23.99	Bermuda	-31.55	-53.52
Romania	9.13	-60.16	Puerto Rico	-36.12	-64.67
Belgium	8.91	-45.92	Costa Rica	-39.94	-51.32
Finland	8.90	-41.73			
			G7 Countries		BRIC Countries

Στην αριστερή στήλη βλέπουμε το όνομα της χώρας στην οποία έχουν βάση οι χρηματιστηριακές αγορές που μελετάμε (μπορεί φυσικά να είναι περισσότερες από μια). Στην μεσαία στήλη βλέπουμε την ποσοστιαία μεταβολή της συνολικής

χρηματιστηριακής αξίας της αγοράς από την αρχή του 2009. Τέλος στην δεξιά στήλη βλέπουμε την ποσοστιαία μεταβολή της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας συγκριτικά με το υψηλότερο σημείο που είχε βρεθεί η αγορά μέσα στην περίοδο που εξετάζουμε. Το υψηλότερο σημείο προφανώς ήταν πριν από την κατάρρευση της αγοράς και μπορούμε να δούμε ότι ακόμα και στα μέσα του 2009, οι αγορές δεν είχαν καταφέρει να επανέλθουν. Όπως φαίνεται και στο κεφάλαιο αυτής της έρευνας, στο οποίο μελετάμε κάποιες από τις μεγαλύτερες διεθνείς αγορές ξεχωριστά, μόνο προς τα τέλη του 2009 κατάφεραν οι διάφοροι δείκτες που παρακολουθούν αυτές τις αγορές να επανέλθουν σε ιστορικά κάπως πιο φυσιολογικά επίπεδα.

Για τις χρηματιστηριακές αγορές των Η.Π.Α. οι οποίες μας ενδιαφέρουν περισσότερο όσον αφορά την εισηγμένη Ελληνική ναυτιλία, αναθέτουμε παρακάτω 2 διαγράμματα που απεικονίζουν την πορεία των NYSE (πρώτο διάγραμμα) και NASDAQ (δευτερο διάγραμμα), σε συνολική χρηματιστηριακή αξία. Αυτά τα διαγράμματα απεικονίζουν την πορεία των χρηματιστηρίων μόνο κατά την διάρκεια του 2009. Παρατηρούμε ότι μετά από το ελάχιστο σημείο που είχαν φτάσει οι αγορές τον Μάρτιο, άρχισαν σταδιακά να επανακτούν την χαμένη τους κεφαλαιοποίηση και να ανακάμπτουν σε πιο φυσιολογικά επίπεδα. Όλα δείχνουν ότι οι αγορές, τόσο των Η.Π.Α. όσο και οι υπόλοιπες, θα συνεχίσουν να κερδίζουν έδαφος αλλά απέχουν ακόμα πολύ δρόμο από το να φτάσουν το υψηλότερο σημείο τους πριν από την κατάρρευση της αγοράς.

Διάγραμμα 14: Πορεία συνολικής χρηματιστηριακής αξίας NYSE εντός του 2009



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

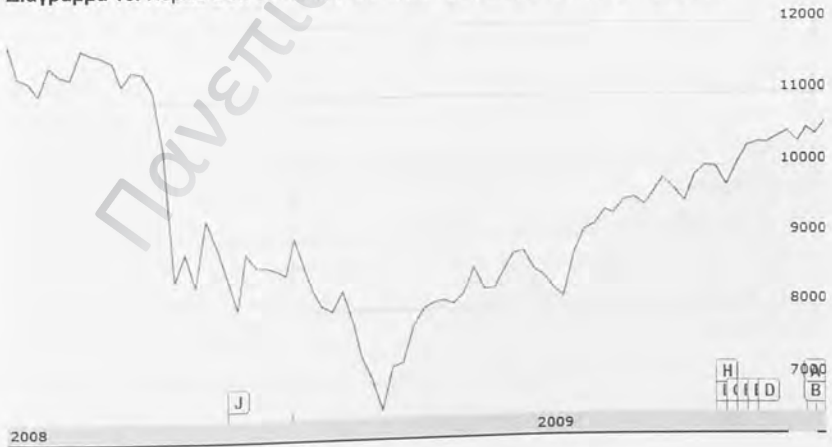
**Διάγραμμα 15:** Πορεία συνολικής χρηματιστηριακής αξίας NASDAQ εντός του 2009



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

Η σταδιακή ανάκαμψη των αγορών μπορεί να φανεί και από τον δείκτη Dow Jones Industrial Average τον οποίο έχουμε αναρτήσει παρακάτω για την περίοδο 2008 με 2010. Ο Dow Jones αποτελεί έναν από τους περισσότερο ερευνητικά μελετημένους χρηματιστηριακούς δείκτες στο κόσμο και επίσης, αν και αρχικά προοριζόταν να απεικονίζει μόνο το σύνολο της εισηγμένης βιομηχανίας στις Η.Π.Α., έχει αποδειχτεί ότι απεικονίζει σε μεγάλο βαθμό το σύνολο της διεθνούς «ψυχολογίας των αγορών» και πως αυτή επηρεάζεται από κρίσιμα γεγονότα οικονομικής ή άλλης φύσεως.

**Διάγραμμα 16:** Πορεία Dow Jones Industrial Average για την περίοδο 2008 με 2010



Πηγή: Dow Jones Indexes

Όπως είπαμε πριν από την κρίση υπήρχε ευημερία στην ναυλαγορά και είχαμε αυξημένες παραγγελίες πλοίων, διαρκής μετακίνηση φορτίου, και συνεχόμενες εισαγωγές ναυτιλιακών εταιριών στις διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές. Το κλίμα ήταν ευνοϊκό και αισιόδοξο και η πλειοψηφία των επιχειρηματιών που δραστηριοποιούντουσαν στην ναυτιλία έκαναν επενδύσεις και σχέδια για το μέλλον, χωρίς αυτοί να πιστεύουν ότι μια ενδεχόμενη ύφεση της αγοράς θα μπορούσε να είναι τόσο ισχυρή όσο τελικά αποδείχτηκε. Τελικά όταν έφτασε η οικονομική κρίση του 2008, τα πραγματικά αίτια της οποίας είχαν αρχίσει να δρουν στην οικονομία από πολύ πιο νωρίς, άρχισαν να καταρρέουν οι αγορές και το αποτέλεσμα ήταν η παγκόσμια ναυτιλία λόγω της άμεσης σύνδεσης που έχει με το ευρύτερο οικονομικό κλήμα να πληγεί άμεσα και ολέθρια. Με την μείωση του εμπορίου πλέον υπήρχε υπερπροσφορά και μείωση ναύλων, αρκετές ναυτιλιακές χρεοκόπησαν, οι παραγγελίες για κατασκευή νέων πλοίων μειώθηκαν, πολλές από τις ήδη υπάρχουσες παραγγελίες που είχαν γίνει πριν από την κρίση ακυρώθηκαν, ένας αριθμός πλοίων δέθηκε λόγω του ότι τα σταθερά τους κόστη ήταν μεγαλύτερα από τα έσοδα τους, ένας μεγάλος αριθμός πλοίων δόθηκε για παλιοσιδέρα (scrap) και φυσικά όσες ναυτιλιακές εταιρίες σχεδίαζαν την εισαγωγή τους σε χρηματιστηριακές αγορές ανέστειλαν τα σχέδια τους μέχρι να αποκατασταθεί η εμπιστοσύνη στην αγορά.

Για όσες ναυτιλιακές ήταν ήδη εισηγμένες, αυτές είχαν να αντιμετωπίσουν το πρόσθετο πρόβλημα ότι εκτός από την κατάρρευση της ναυλαγοράς, οι μετοχές τους έχασαν πολύ γρήγορα την αξία τους. Αυτές οι εταιρίες δεν μπορούσαν να αντλήσουν πλέον κεφάλαια από τις χρηματιστηριακές αγορές και έπρεπε επίσης να χειριστούν και τα προβλήματα που δημιουργούσε η μειωμένη εμπιστοσύνη των επενδυτών, τα οποία επηρέαζαν τις λειτουργίες αυτών των εταιριών στην πραγματική οικονομία. Η σταδιακή ανάκαμψη της παγκόσμια οικονομίας, την οποία μπορούμε να διακρίνουμε από τους δείκτες που παραθέσαμε παραπάνω, έχει άμεσο αντίκτυπο στην ναυτιλία γιατί θα οδηγήσει στην σταδιακή βελτίωση της ναυλαγοράς και στην ελάχιστη έστω αύξηση του αριθμού των ναυπηγήσεων. Αν η ναυτιλία επανέρθει σε ένα πιο φυσιολογικό επίπεδο αποδοτικότητας και κερδοφορίας και εφόσον επανακτηθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών για τις αγορές, όλα δείχνουν ότι θα συνεχίσουν οι εισαγωγές Ελληνικών και μη ναυτιλιακών εταιριών στα διεθνή χρηματιστήρια. Όπως συμβαίνει όμως και με τις χρηματαγορές σαν σύνολο, είναι σίγουρο ότι για πολύ καιρό δεν πρόκειται να πλησιάσουμε τις αποδόσεις και κερδοφορίες που υπήρχαν πριν από την κρίση.

### Βιβλιογραφία 3<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

1. «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», J. Fred Weston & Eugene F. Brigham, 1986, Παπαζήση
2. «Ναυτιλιακή Οικονομική», Ελ. Γεωργαντόπουλος & Γ.Π. Βλάχος, 2003, Τζέι & Τζέι Ελλάς
3. [http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615\\_economic\\_crisis\\_baily\\_elliott/0615\\_economic\\_crisis\\_baily\\_elliott.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615_economic_crisis_baily_elliott/0615_economic_crisis_baily_elliott.pdf)
4. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
5. <http://www.investopedia.com/>
6. <http://www.wikinvest.com/>
7. <http://www.eurocapital.gr/>
8. <http://www.capital.gr/>
9. <http://www.nyse.com/>
10. <http://www.nasdaq.com/>
11. <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
12. <http://www.ase.gr/>
13. <http://www.gge.gr/home/index.html>
14. <http://www.hsa.gr/>
15. <http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/home>
16. <http://www.twse.com.tw/en/>
17. <http://www.hkex.com.hk/index.htm>
18. <http://www.nseindia.com/>
19. [http://www.sse.com.cn/sseportal/en\\_us/ps/home.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/home.shtml)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>: ΕΙΣΗΓΜΕΝΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑ ΣΤΙΣ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΕΣ ΤΩΝ Η.Π.Α. ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Όπως έχουμε αναφέρει το παγκόσμιο κέντρο για την εισηγμένη Ελληνική ναυτιλία, είναι ουσιαστικά οι δύο μεγαλύτερες χρηματαγορές των Η.Π.Α. δηλαδή το NYSE και το NASDAQ. Σε αυτό το κεφάλαιο θα εμβαθύνουμε σε αυτές τις αγορές και θα δώσουμε στοιχεία για την πορεία των Ελληνικών εταιριών σε αυτές, καθώς και το νομικό πλαίσιο, τους οργανισμούς και τους ελεγκτικούς μηχανισμούς που υπάρχουν.

### 4.1 Εισαγωγή στις Χρηματαγορές

Στις χρηματιστηριακές αγορές της Αμερικής οι περισσότερες εταιρίες εισάγονται με την κλασική μέθοδο της αρχικής δημόσιας προσφοράς, (Initial Public Offering ή αλλιώς IPO). Αυτό σημαίνει απλά ότι μια ενδιαφερόμενη για εισαγωγή εταιρία, η οποία είναι πλήρως λειτουργική, διαθέτει στην αγορά για πρώτη φορά τα χρεόγραφα της ώστε να προσελκύσει υποψήφιους επενδυτές να τα αγοράσουν και να συμμετάσχουν στα ίδια κεφάλαια της εταιρίας. Η επιτυχία μιας δημόσιας εγγραφής δεν είναι εγγυημένη και το σημαντικό είναι να εισαχθεί την κατάλληλη χρονική στιγμή, ώστε να προσελκύσει όσο περισσότερους μπορεί αρχικούς ενδιαφερόμενους επενδυτές. Όσο μεγαλύτερη είναι η κερδοφορία ενός κλάδου, τόσο μεγαλύτερος είναι ο ενθουσιασμός των επενδυτών για νέες δημόσιες εγγραφές, επομένως η κατάλληλη χρονική περίοδο για εισαγωγή μιας ναυτιλιακής εταιρίας είναι όταν η ναυλαγορά βρίσκεται σε καλά επίπεδα και υπάρχει κερδοφορία. Αντίστοιχα όταν η ναυλαγορά ή η γενικότερη οικονομία περνάει περίοδο ύφεσης, υπάρχουν λιγότερες ευκαιρίες για κερδοφορία και επομένως, όπως είναι λογικό, έχουμε λιγότερες εγγραφές, γεγονός που παρατηρήσαμε στα τέλη του 2008 και τις αρχές του 2009. Αυτά φυσικά για την αρχική δημόσια προσφορά δεν ισχύουν μόνο στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. αλλά ισχύουν σε σχεδόν όλες τις σημαντικές χρηματαγορές. Πολλές Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες, κυρίως ξηρού φορτίου, εκμεταλλεύτηκαν τις ιστορικά υψηλές τιμές ναύλων και της υψηλής αποτιμήσεις των παγίων τους που είχαν διαμορφωθεί την περίοδο 2005 ως μέσα του 2008 και έκαναν επιτυχημένες δημόσιες εγγραφές, τόσο στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α., όσο και σε χρηματιστήρια όπως της Σιγκαπούρης, του Λονδίνου, της Κοπεγχάγης και του Όσλο συγκεντρώνοντας κεφάλαια πολλών δισεκατομμυρίων δολαρίων.

Ένα ιδιαίτερο στοιχείο που συναντάμε πολύ πιο συχνά στις χρηματιστηριακές αγορές των Η.Π.Α. είναι ότι ορισμένες εταιρίες, αντί να εισαχθούν με αρχική δημόσια προσφορά, εισάγονται ως εταιρίες ειδικού σκοπού εξαγορών (special purpose acquisition companies), όπως έκαναν η Navios Maritime Holdings, η Trinity Partners Acquisition Companies Freeseas, η Star Maritime Acquisition Corporation, η Oceanaut Inc και η Seanergy Maritime. Αυτές οι εταιρίες όταν δημιουργούνται είναι γνωστές αλλιώς και σαν επιχειρήσεις λευκής επιταγής (Blank Check Companies) και εισάγονται χωρίς να έχουν καμία περιουσία ή δραστηριότητα. Με τα κεφάλαια που συγκεντρώνουν οι SPAC με την έκδοση δικών τους νέων μετοχών αναλαμβάνουν την υποχρέωση, εντός ενός ορισμένου χρονικού διαστήματος το οποίο είναι συνήθως 18 μήνες, να εξαγοράσουν κάποια υπάρχουσα επιχείρηση με την οποία θα συγχωνευθούν (Business Combination) και έτσι θα ενεργοποιηθούν επιχειρηματικά. Μέχρι να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση, τα κεφάλαια τα οποία συγκεντρώνονται από την εισαγωγή στην χρηματιστηριακή αγορά, μένουν δεσμευμένα (in trust) στην εποπτεία του αναδόχου. Για να απελευθερωθούν αυτά τα κεφάλαια, θα πρέπει να έχει γίνει η συμφωνία εξαγοράς κάποιας επιχείρησης και να εγκριθεί αυτή από την πλειοψηφία των μετόχων. Στους μετόχους που έχουν δικαίωμα γνώμης για μια πιθανή συμφωνία εξαγοράς περιλαμβάνονται προφανώς και οι νεότεροι μέτοχοι, δηλαδή οι επενδυτές που ενεγράφησαν για να αγοράσουν νέες μετοχές της εταιρίας. Αν τελικά το Business Combination δεν επιτευχθεί εκπρόθεσμα τότε τα χρήματα επιστρέφονται στους επενδυτές.

#### 4.2 Μέθοδοι Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης Εισηγμένων Εταιριών

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες με βάση τους οποίους οι αναλυτές στις χρηματαγορές των Η.Π.Α. εκτιμούν την αξία των μετοχών, είναι οι ίδιοι δείκτες που χρησιμοποιούνται διεθνώς, δηλαδή τιμή μετοχής προς κέρδος (price/earnings ή αλλιώς P/E), αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (return on equity ή αλλιώς ROE), μερισματική απόδοση μετοχής (μέρισμα προς χρηματιστηριακή τιμή ή αλλιώς dividend yield), λόγος μακροχρόνιων υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια (long term debt to equity), τιμή προς λογιστική αξία ανά μετοχή (price to book value ή αλλιώς P/BV) και περιθώριο καθαρού κέρδους (net profit margin). Είναι πολύ σημαντικό να διευκρινίσουμε εδώ, ότι οι παραπάνω δείκτες επικεντρώνονται περισσότερο στην εκτίμηση της χρηματοοικονομικής αξίας των μετοχών της επιχείρησης παρά στην συνολική επιχείρηση αυτή κάθε αυτή. Από τους παραπάνω δείκτες μπορούμε να βγάλουμε

βέβαια πολύ σημαντικά συμπεράσματα για την πορεία της επιχείρησης που μελετάμε, αλλά είναι λογικό οι επενδυτές και οι διεθνείς χρηματοοικονομικοί οργανισμοί συνήθως να ενδιαφέρονται σε μεγαλύτερο βαθμό για την εισηγμένη κεφαλαιοποίηση της. Έτσι, παρόλο που με την χρήση των δεικτών μπορούμε συνήθως να εντοπίσουμε ενδεχόμενη υπερτίμηση ή υποτίμηση, η εξέλιξη των αξιών των μετοχών μιας εταιρίας υπάρχει περίπτωση για διάφορους λόγους να μην αντιπροσωπεύει απόλυτα την εταιρία αυτή στην πραγματική οικονομία.

#### 4.3 Ελληνικές Ναυτιλιακές Εταιρίες Εισηγμένες στις Η.Π.Α.

Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις, με αποκλειστική ή σημαντική συμμετοχή Ελληνικών συμφερόντων που ήταν το 2008 εισηγμένες στις οργανωμένες κεφαλαιαγορές των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, ήταν 23 και μπορούμε να τις δούμε στον παρακάτω πίνακα.

**Πίνακας 5:** Ναυτιλιακές επιχειρήσεις Ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες σε οργανωμένες κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. με βάση δεδομένα της 9 Μαΐου του 2009

Πηγή: «Ναυτιλία και Χρηματιστήριο», Συλλογικό έργο, Τμήμα ναυτιλίας και επιχειρηματικών υπηρεσιών πανεπιστημίου Αιγαίου, 2009

	Name	Listing	Symbol	Vessels
1	ARIES MARITIME TRANSPORT LIMITED	NASDAQ	RAMS	Tankers/Containerships
2	CAPITAL PRODUCT PARTNERS LP	NASDAQ	CPLP	Tankers (Product)
3	DANAOS CORPORATION	NYSE	DAC	Containerships
4	DIANA SHIPPING	NYSE	DSX	Dry Bulk Carriers
5	DRYSHIPS INC	NASDAQ	DRYS	Dry Bulk Carriers
6	EAGLE BULK SHIPPING INC	NASDAQ	EGLE	Dry Bulk Carriers
7	ENERGY INFRASTRUCTURE ACQUISITION CORPORATION	AMEX	EII	Blank Check Company
8	EUROSEAS LTD	NASDAQ	ESEA	Dry Bulk Carriers/Containerships
9	EXCEL MARITIME CARRIERS LTD.	NYSE	EXM	Dry Bulk Carriers
10	FRESEAS	NASDAQ	FREE	Dry Bulk Carriers
11	GENCO SHIPPING & TRADING LIMITED	NYSE	GNK	Dry Bulk Carriers
12	GENERAL MARITIME CORP.	NYSE	GMR	Tankers
13	NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC	NASDAQ	NM	Dry Bulk Carriers
14	NAVIOS MARITIME PARTNERS LP	NYSE	NMM	Dry Bulk Carriers
15	OCEANAUT INC	AMEX	OKN	Blank Check Company
16	OCEANFREIGHT INC.	NASDAQ	OCNF	Dry Bulk Carriers/Tankers
17	OMEGA NAVIGATION ENTERPRISES INC.	NASDAQ	ONAV	Tankers
18	PARAGON SHIPPING INC	NASDAQ	PRGN	Dry Bulk Carriers
19	SEANERGY MARITIME CORP	AMEX	SRG	Blank Check Company
20	STAR BULK CARRIERS CORP	NASDAQ	SBLK	Dry Bulk Carriers
21	STEALTHGAS INC	NASDAQ	GASS	LPG carriers
22	TOP SHIP'S INC	NASDAQ	TOPS	Tankers/ Dry Bulk Carriers
23	TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD.	NYSE	TNP	Tankers (Crude Oil/Product)



Παρόλο που ο παραπάνω αριθμός των εταιριών ενδεχόμενος να μην φαίνεται μεγάλος, το μέγεθος του το καταλαβαίνουμε από την σύγκριση με τα χρηματιστήρια των Αθηνών και του Λονδίνου. Στο χρηματιστήριο Αθηνών εξακολουθεί να μην είναι καμμία ποντοπόρα ναυτιλιακή εταιρία, παρά μόνο 5 ακτοπλοϊκές. Στο χρηματιστήριο του Λονδίνου αντίστοιχα, που υποτίθεται ότι αποτελεί το παγκόσμιο κέντρο της ναυτιλίας, είναι εισηγμένες μόνο 4 Ελληνικές ποντοπόρες και στην κύρια και στην εναλλακτική (AIM) αγορά.

Πριν την οικονομική κρίση από τις Ελληνικών συμφερόντων ναυτιλιακές επιχειρήσεις που ήταν εισηγμένες στις χρηματοοικονομικές αγορές των Η.Π.Α. οι 6 βρίσκονταν στο NYSE, οι 14 στο NASDAQ και 3 ήταν σε πορεία για να εισαχθούν στο AMEX. Μετά όμως από την οικονομική κρίση στα τέλη του 2008 καθώς και μετά την εξαγορά του AMEX από το NYSE, τα παραπάνω δεδομένα άλλαξαν κάπως καθώς κάποιες εταιρίες έφυγαν, κάποιες έκαναν παράλληλη εγγραφή σε παραπάνω από μια αγορές και οι ναυτιλιακές που θα εισαγότουσαν στο AMEX, τώρα πλέον είναι υπό την επίβλεψη των εποπτικών αρχών του NYSE, χωρίς να έχουν ακόμα εισαχθεί και να διαπραγματεύονται πλήρως.

Οι αλλαγές που έγιναν πάντως δεν επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις αναλογίες που ισχύουν και σήμερα. Το NASDAQ εξακολουθεί να έχει στις λίστες του περισσότερες Ελληνικές ναυτιλιακές από το NYSE, ενώ οι χρηματαγορές των Η.Π.Α., σαν σύνολο, εξακολουθούν με διαφορά να έχουν τις περισσότερες εισηγμένες επιχειρήσεις αυτής της κατηγορίας. Από τις 53 συνολικά ναυτιλιακές εταιρίες που ήταν εισηγμένες στα χρηματιστήρια του NYSE και στο NASDAQ 33 ήταν ξένων συμφερόντων και 20 Ελληνικών συμφερόντων. Δηλαδή πάνω από το 37% των ναυτιλιακών είναι Ελληνικές, ποσοστό το οποίο είναι σημαντικά υψηλότερο από την αναλογία που έχουν τα πλοία μας στην παγκόσμια ναυτιλία με ποσοστό 17%. Αυτό αποτελεί πιθανή ένδειξη ότι σταδιακά ξεπερνάμε σαν ναυτιλία την ερασιτεχνική σχέση που είχαμε ως τώρα με τις διεθνής χρηματιστηριακές αγορές και έχουμε αρχίσει να προσαρμοζόμαστε και να υπερέχουμε και σε αυτόν τον τομέα, παρά τις όποιες ασυμβατότητες με την δομή και κουλτούρα των ξένων επιχειρήσεων.

Από της εισηγμένες Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες, οι κεφαλαιοποιήσεις την εποχή πριν από την κρίση του 2008 κυμαινόντουσαν στο ανώτερο άκρο στα 3,7 δισεκατομμύρια δολάρια (Dryships Inc) και στο κατώτερο άκρο 116,6 εκατομμύρια δολάρια (Top Ships Inc). Οι υπόλοιπες μη Ελληνικές εταιρίες που είναι εισηγμένες σε αυτές τις χρηματιστηριακές αγορές είναι κυρίως εταιρίες που έχουν συσταθεί στα

Marshall Islands, στην Βερμούδα, στην Λιβερία και σε περιοχές των Η.Π.Α. όπως η πολιτεία Delaware.

Από το σύνολο των εισηγμένων ναυτιλιακών οι περισσότερες είναι Ανώνυμες στην νομική τους φύση (Corporations) αλλά υπάρχουν και ορισμένες ετερόρρυθμες εταιρίες (Master Limited Partnerships). Αυτές οι ετερόρρυθμες εταιρίες στην ιστορία των κεφαλαιαγορών των Η.Π.Α. εμφανίστηκαν σχετικά πιο πρόσφατα ως μέθοδοι για την εισαγωγή των εταιριών στο χρηματιστηριακό σύστημα. Στις MLP δεν υπάρχουν μετοχές (shares) αλλά μερίδια (units), το μέρος που αναλογεί στους μετέχοντες (unitholders) σε αυτές εξασφαλίζεται με διαφορετικό τρόπο από τις ανώνυμες εταιρίες. Το άλλο και σημαντικότερο στοιχείο, που κάνει τις MLP να ξεχωρίζουν από τις υπόλοιπες εισηγμένες επιχειρήσεις, είναι ότι υπάρχει ένας ομόρρυθμος εταίρος (General Partner), ο οποίος έχει τη διοίκηση και διαχείριση της επιχείρησης ακόμα και αν αυτός έχει μικρό ποσοστό συμμετοχής στα ίδια κεφάλαια, ενώ επίσης υπάρχουν οι ετερόρρυθμοι εταίροι (limited partners) που στην ουσία είναι επενδυτές.

Όλες οι ναυτιλιακές εισηγμένες εταιρίες είναι εταιρίες συμμετοχών (Holding Companies), οι οποίες κατέχουν τα πλοία που διαχειρίζονται μέσω θυγατρικών εταιριών που ανήκουν συνήθως κατά 100% σε αυτές. Οι τύποι πλοίων που συναντώνται στις εταιρίες προέρχονται από όλες τις πιθανές κατηγορίες, όμως αν μελετήσουμε μια εταιρία ξεχωριστά τότε συνήθως ο στόλος που διαχειρίζεται αυτή είναι ομοιογενής. Υπάρχουν εισηγμένες εταιρίες που διαχειρίζονται δεξαμενόπλοια (Tankers), πλοία ξηρού φορτίου (Bulk Carriers), πλοία εμπορευματοκιβωτίων (Container Ships), πλοία μεταφοράς υγραερίων (LPG και LNG) και επίσης υπάρχει και ένας αριθμός ναυτιλιακών που έχει μικτό στόλο από δεξαμενόπλοια και πλοία ξηρού φορτίου, αλλά αυτές είναι πολύ λιγότερες. Η ομοιογένεια που έχει τις περισσότερες φορές στον στόλο της μια εισηγμένη ναυτιλιακή εταιρία σε αυτές της αγορές, οφείλεται στο γεγονός ότι η μορφή, ο κίνδυνος και ο εταιρικός χαρακτήρας της, γίνεται ευκολότερα αντιληπτός από τους επενδυτές και είναι πολύ πιο απλό να μελετηθεί από τους αναλυτές και τους ελεγκτικούς μηχανισμούς των χρηματιστηρίων. Πρέπει να αναφέρουμε ότι υπάρχει και η θεωρία πως ένας διαφοροποιημένος στόλος ενδεχομένως θα έδινε μεγαλύτερη ασφάλεια στους επενδυτές και σταθερότερα έσοδα και αξίες σε περιόδους μεγάλης πτώσεως της ναυτιλιακής αγοράς. Ως τώρα όμως έχει κυριαρχήσει η άποψη ότι τα πλεονεκτήματα της απλότητας και εύκολης ταυτοποίησης είναι περισσότερα, καθώς επίσης και ότι αν έχουμε μειωμένους ναύλους σε ένα τύπο φορτίου αυτό από μόνο του μπορεί να επηρεάσει δυσανάλογα το σύνολο της μετοχικής αξίας μιας υποθετικής εταιρίας με ανομοιογενή στόλο. Για τους ίδιους περίπου λόγους,

δηλαδή απλότητα και μεγαλύτερη αντιλαμβανόμενη ασφάλεια, οι επενδυτές συνήθως προτιμούν ναυτιλιακές επιχειρήσεις με πλοία χρονοναυλωμένα παρά με πλοία της ελεύθερης spot ναυτιλίας (ή αλλιώς τραμπ), γιατί στην δεύτερη περίπτωση παρόλο που έχουμε περισσότερα δυνητικά κέρδη, έχουμε φανερά μεγαλύτερες διακυμάνσεις.

Οι αυξανόμενες εισαγωγές των Ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων μέσα σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές όπως αυτές των Η.Π.Α., αποτελούν τα τελευταία χρόνια μια ακόμη απόδειξη για την αύξηση των μεγεθών και για την ποιοτική βελτίωση της ήδη ισχυρής Ελληνικής ναυτιλίας. Παρόλο που οι εισηγμένες ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι ακόμα μια μικρή μειοψηφία σε σχέση με το σύνολο των Ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, αυτές λόγω του μεγέθους τους και της ποιότητάς τους, αλλά και της μεγάλης τους έκθεσης στη δημοσιότητα, έχουν αρχίσει να κλονίζουν τις παραδοσιακές αντιλήψεις που ίσχυαν ως τώρα για την διοίκηση και την διαχείριση ακόμα και των μη εισηγμένων εταιριών. Οι βελτιώσεις της Ελληνικής ναυτιλίας αφορούν τόσο σε επίπεδο αριθμού και ηλικίας των πλοίων, όσο και σε επίπεδο διαχείρισης, εταιρικής οργάνωσης και διαφάνειας και σηματοδοτούν μια σταδιακή αλλαγή στις αντιλήψεις των επιχειρηματιών και στο σύνολο της μορφής και του χαρακτήρα της κλασικής Ελληνικής ναυτιλιακής επιχείρησης. Βέβαια, είναι προφανές ότι η οικονομική κρίση είχε σαν αποτέλεσμα να σταματήσει τον τελευταίο ενάμιση χρόνο αυτό το ευνοϊκό κλίμα που περιγράψαμε και να δημιουργήσει αμφιβολίες για το πότε θα ξαναρχίσει αυτός ο κλάδος να εξελίσσεται.

Σε κάθε περίπτωση πάντως από την ιστορία και την οργάνωση των κεφαλαιαγορών όπως αυτές των Η.Π.Α. θα μπορούσαν να αντληθούν χρήσιμα συμπεράσματα και για την Ελληνική χρηματιστηριακή κεφαλαιαγορά. Η οργάνωση και η λειτουργία του SEC, δηλαδή της επιτροπής κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. που ασκεί έλεγχο με βάση νόμους όπως του Securities Act 1933, μπορεί αναμφίβολα να προσφέρει ιδέες για την αντίστοιχη Ελληνική επιτροπή. Οι Έλληνες νομοθέτες είχαν κάνει σημαντικές, αλλά χωρίς σοβαρά αποτελέσματα ως τώρα, προσπάθειες να αντιγράψουν κάποια καλά στοιχεία από αυτά που είναι σε λειτουργία στις Η.Π.Α. (για να επιτύχουν την εισαγωγή ποντοπόρων ναυτιλιακών στο Χ.Α.Α.). Ένα επιπλέον στοιχείο που θα μπορούσαμε ενδεχομένως να δανειστούμε, είναι ο τρόπος έκδοσης νέων κανονισμών, ο οποίος στις Η.Π.Α. γίνεται μετά από δημόσια διαβούλευση. Με αυτό το τρόπο αναμφίβολα συμβάλουμε στην έκδοση κανονισμών που ανταποκρίνονται περισσότερο στις ανάγκες τις αγοράς, αντίθετα από την μέθοδο που εφαρμόζαμε ως τώρα σύμφωνα με την οποία ψηφίζεται ένας ρυθμιστικός νόμος και στην συνέχεια περιμένουμε να δούμε στην πράξη αν θα λειτουργήσει ή όχι. Πέραν των παραπάνω η πληροφόρηση, η διαφάνεια

και η ρύθμιση των ιδιωτικών φορέων που ασχολούνται με τις κεφαλαιαγορές αποτελούν όλα κρίσιμα ζητήματα και η περίπτωση των Η.Π.Α., οι οποίες έχουν τις πιο ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές παγκοσμίως, μπορεί να δώσει παραδείγματα προς μίμηση ή προς αποφυγή. Τέλος, πρέπει να επισημάνουμε ότι και στις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α., οι σημαντικές μεταρρυθμίσεις έγιναν μετά από κρίσεις και σκάνδαλα, όπως η κρίση του 1929 που οδήγησε στην ψήφιση των Securities Act 1933 και Securities Exchange Act 1934 ή τα διάσημα λογιστικά σκάνδαλα της Enron, που μαζί με άλλες παρόμοιες παρεκτροπές του ιδιωτικού τομέα οδήγησαν στην ψήφιση του Sarbanes Oxley Act 2002. Παρακάτω θα αναφερθούμε πιο αναλυτικά σε αυτό το νομικό πλαίσιο και στο SEC.

#### **4.4 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (SEC) και Γενικό Νομοθετικό Πλαίσιο**

Παρακάτω θα κάνουμε μια σύντομη ανάλυση της οργάνωσης και του νομοθετικού πλαισίου που ισχύουν στις κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. για να δώσουμε μια εικόνα για τους κανόνες και τα θεσμικά όργανα τα οποία αυτές οι επιχειρήσεις έχουν να αντιμετωπίσουν, πέρα από τους εσωτερικούς κανονισμούς του NYSE. Συγκεκριμένα θα μιλήσουμε για την επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. και τους πιο σημαντικούς από τους νόμους που πλαισιώνουν τις χρηματαγορές των Η.Π.Α. σήμερα. Οι κανονισμοί που αναγράφονται κάτω, έχουν γενική ισχύ τόσο για το NYSE, όσο και για το NASDAQ και τις μικρότερες αμερικάνικες χρηματαγορές, επίσης έχουν ισχύ για όλα τα ήδη εταιριών ανεξάρτητα από το αν είναι ναυτιλιακές ή όχι. Αναφέρουμε εδώ ότι, ούτε προβλέπεται στην γενικότερη νομοθεσία, ούτε έχουν καθιερωθεί ιδικοί κανόνες από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. για την εισαγωγή ναυτιλιακών επιχειρήσεων (όπως είχε συμβεί στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών), αλλά ισχύουν για αυτές τα ίδια δεδομένα όπως και για επιχειρήσεις οποιουδήποτε κλάδου.

##### **4.4.1 Securities and Exchange Commission**

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. (Securities and Exchange Commission ή εν συντομία SEC) αποτελεί μια ανεξάρτητη ομοσπονδιακή αρχή που σκοπό έχει την

ρύθμιση των κεφαλαιαγορών και την προστασία των επενδυτών. Δηλαδή ουσιαστικά η επιτροπή πρέπει να επιβλέπει ώστε να διατηρείτε η δίκαιη, ομαλή και αποτελεσματική λειτουργία των κεφαλαιαγορών και επίσης πρέπει να διευκολύνει την συγκέντρωση κεφαλαίων.

Η SEC ιδρύθηκε εξαιτίας των γεγονότων που οδήγησαν στην οικονομική κρίση του 1929. Μέχρι τότε επικρατούσε η άποψη ότι η αγορά πρέπει να είναι εντελώς ελεύθερη στην λειτουργία της, αλλά με την κατάρρευση της κεφαλαιαγοράς και την κατάρρευση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού προς τα χρηματιστήρια το Κογκρέσο των Ηνωμένων Πολιτειών αναγκάστηκε να προβεί σε μέτρα για την αντιμετώπιση της κατάστασης. Συγκεκριμένα άρχισε ακροαματικές διαδικασίες (hearings) που περιείχαν διερεύνηση των γεγονότων τα οποία οδήγησαν στην κρίση και προτάσεις για νέα νομοθετικά ή άλλα μέτρα. Ως αποτέλεσμα αυτής της διαδικασίας ψηφίστηκε (στην κορύφωση της οικονομικής ύφεσης) ο νόμος για τους χρηματοοικονομικούς τίτλους του 1933 (Securities Act 1933) και ο νόμος περί χρηματιστηρίων του 1934 (Securities Exchange Act of 1934) ο οποίος ίδρυσε και τον SEC. Αυτοί οι δύο νόμοι αποτελούν το βασικό νομοθετικό πλαίσιο των Η.Π.Α. για τις κεφαλαιαγορές.

Οι βασικές φιλοσοφίες των νόμων αυτών, οι οποίοι εκφράζουν και την φιλοσοφία κάθε ρύθμισης κεφαλαιαγοράς είναι οι ακόλουθες. Πρώτον, κάθε εταιρία που απευθύνεται στο κοινό για να διαθέσει χρηματοοικονομικούς τίτλους (μετοχές, ομολογίες κ.τ.λ.) και έτσι να συγκεντρώσει κεφάλαια, πρέπει να είναι ειλικρινής στο κοινό ως προς την οικονομική κατάσταση της, τις επιχειρηματικές της δραστηριότητες και τους κινδύνους που ενυπάρχουν στην επένδυση στους τίτλους αυτούς. Δεύτερον, όσοι ασχολούνται με τις αγοραπωλησίες τίτλων, δηλαδή μεσίτες, διαπραγματευτές και χρηματιστήρια, πρέπει να μεταχειρίζονται τους επενδυτές με εντιμότητα και δικαιοσύνη (fairness) δίνοντας προτεραιότητα στο συμφέρον των επενδυτών.

#### 4.4.2 Σύνθεση, Αρμοδιότητες και Κανονιστική Δράση SEC

Το Securities and Exchange Commission συγκροτείται από πέντε επιτρόπους (Commissioners) οι οποίοι διορίζονται από τον πρόεδρο των Η.Π.Α. και εγκρίνονται από την σύγκλητο (Senate). Για λόγους αντικειμενικότητας και ανεξαρτησίας δεν επιτρέπεται πάνω από τρεις επίτροποι του SEC να ανήκουν στο ίδιο πολιτικό κόμμα. Οι αρμοδιότητες του SEC περιλαμβάνουν την ερμηνεία των ομοσπονδιακών νόμων

που αφορούν χρηματοοικονομικούς τίτλους, την έκδοση κανονισμών και την εποπτεία των χρηματιστηρίων. Ακόμη το SEC εποπτεύει τις χρηματιστηριακές εταιρίες, τους μεσίτες, τους επενδυτικούς συμβούλους, τις εταιρίες αξιολόγησης (rating agencies) καθώς και τις λογιστικές και ελεγκτικές εταιρίες. Στις αρμοδιότητες του SEC εμπίπτει και ο συντονισμός μεταξύ ομοσπονδιακών κανονισμών και πολιτειακών κανονισμών όπως και ο συντονισμός με ξένους κανονισμούς. Οι κανονισμοί τους οποίους εκδίδει το ίδιο το SEC εμπεριέχουν λεπτομέρειες για την εφαρμογή των νόμων που αφορούν τους χρηματοοικονομικούς τίτλους, συχνά δε αυτοί οι νόμοι θέτουν μόνο γενικές αρχές και στόχους, οι οποίοι πρέπει να υλοποιηθούν με λεπτομερέστερους κανονισμούς.

Ένας από τους πρόσφατους κανονισμούς που εκδόθηκαν από το SEC (ισχύει από 4/3/2008) και ενδιαφέρει τις Ελληνικές ναυτιλιακές που είναι εισηγμένες στις Η.Π.Α. είναι ο κανονισμός που αφορά την αποδοχή των διεθνών λογιστικών προτύπων από αλλοδαπές εταιρίες. Συγκεκριμένα προκειμένου να εισαχθεί μια μη Αμερικάνικη επιχείρηση σε χρηματιστήρια των Η.Π.Α. μέχρι πρότινος ήταν αναγκασμένη να εναρμονίσει (να κάνει δηλαδή reconcile) τις λογιστικές τις καταστάσεις με τις γενικές λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται στις Η.Π.Α. (General Accepted Accounting Principles used in the United States ή αλλιώς US GAAP), έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να συγκρίνουν τα οικονομικά μεγέθη των εισηγμένων εταιριών. Το παραπάνω όμως προκαλούσε κόστος και καθυστέρηση για την εισαγωγή των αλλοδαπών εταιριών στα Αμερικάνικα χρηματιστήρια, όπως και στην έκδοση των περιοδικών οικονομικών καταστάσεων (εξαμήνου ή τριμήνου), γιατί υπάρχουν πολλές ιδιαιτερότητες και ασυμβατότητες με την νομοθεσία των Η.Π.Α. και τις διάφορες μη Αμερικάνικες εταιρίες. Με το νέο κανονισμό, εφόσον συμμορφώνονται με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα (International Accounting Standards ή International Financial Reporting Standards), οι αλλοδαπές εταιρίες μπορούν πλέον να εισάγονται στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. αρκεί να έχουν εγκριθεί από το International Accounting Standards Board (IASB). Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα δεν είναι μακριά από την φιλοσοφία των προτύπων των Η.Π.Α. αλλά οι πολυεθνικές εταιρίες τα προτιμούν για να έχουν ομοιομορφία οικονομικών καταστάσεων σε όλο το φάσμα τους είτε αναφερόμαστε για παραρτήματα τους στις Η.Π.Α. είτε αναφερόμαστε σε άλλες χώρες. Επίσης τα προτιμούν γιατί σε παγκόσμιο επίπεδο χρησιμοποιούνται πολύ περισσότερο και υπάρχει μεγαλύτερη γνώση και διαρκώς αυξανόμενο ειδικευμένο προσωπικό πάνω σε αυτά. Από την πλευρά τους, οι διάφορες χρηματιστηριακές αγορές έχουν συμφέρον από την επικράτηση των διεθνών προτύπων, γιατί θα είναι πιο δύσκολο για τις εισηγμένες εταιρίες να εκμεταλλευτούν με ποικίλους τρόπους τις πιθανές διαφορές μεταξύ νομικών πλαισίων. Τα παραπάνω έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις ναυτιλιακές

εταιρίες και τον πολυεθνικό τους χαρακτήρα, πρώτον γιατί πρέπει να προσαρμοστούν και αυτές στην ομοιομορφία των κανονισμών και προτύπων που επιβάλλεται σταδιακά, τόσο στα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. όσο και σε όλο τον κόσμο, και δεύτερον επειδή η σταδιακή επικράτηση των διεθνών λογιστικών προτύπων είναι άλλη μια ένδειξη ότι στην νέα εποχή μια λειτουργική εταιρία θα οφείλει να ανακοινώνει τα οικονομικά της αποτελέσματα με σκοπό την ορθή και πλήρη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού, χωρίς να μπορεί αυτή να βασίζεται σε πιθανές ιδιαιτερότητες και ασυμβατότητες μεταξύ λογιστικών πλαισίων για να υποκρύπτει πληροφορίες.

#### 4.5 Το Νομοθετικό Πλαίσιο για την Κεφαλαιαγορά

Όπως αναφέραμε δύο βασικά νομοθετήματα που ρυθμίζουν την κεφαλαιαγορά και τα χρηματιστήρια των Η.Π.Α. είναι ο νόμος για τους χρηματοοικονομικούς τίτλους του 1933 (Securities Act of 1933) και ο νόμος για τα χρηματιστήρια του 1934 (Securities Exchange Act of 1934). Αυτοί οι δύο μαζί με τον πολύ πιο πρόσφατο νόμο Sarbanes-Oxley του 2002 (Sarbanes Oxley Act) έχουν και το μεγαλύτερο ενδιαφέρον για τις εισηγμένες εταιρίες ή για όσες επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια από την κεφαλαιαγορά των Η.Π.Α.

Φυσικά υπάρχουν και διάφοροι άλλοι νόμοι που ρυθμίζουν διάφορα επί μέρους θέματα όπως ο νόμος για τα τραστ (Trust Indenture Act of 1939) που αφορά ομολογίες και άλλα ομόλογα, δηλαδή δανειακού τύπου τίτλους, και ρυθμίζει την συμφωνία μεταξύ του εκδότη των ομολόγων και του ομολογιούχου (bond holder). Άλλο ένα παράδειγμα είναι ο νόμος για τις επενδυτικές εταιρίες (Investment Company Act of 1940) που ρυθμίζει την οργάνωση και λειτουργία των εταιριών και των αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία επενδύουν σε χρηματοοικονομικούς τίτλους και τους διαπραγματεύονται (διαθέτοντας πιθανώς δικά τους μερίδια ή τίτλους στο επενδυτικό κοινό). Ένα τελευταίο παράδειγμα ρυθμιστικού νόμου που θα δώσουμε, είναι ο νόμος για τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους (Investment Advisors Act of 1940) ο οποίος καθορίζει το νομικό πλαίσιο που κινούνται και τις υποχρεώσεις αυτών των επαγγελματιών.

#### 4.5.1 Securities Act 1933

Ο νόμος για τους χρηματοοικονομικούς τίτλους του 1933 απαιτεί για την προστασία του επενδυτικού κοινού και την λεπτομερή πληροφόρηση σχετικά με τα στοιχεία των εταιριών. Αυτό επιτυγχάνεται αρχικά με την διαδικασία εισαγωγής στην χρηματιστηριακή αγορά (Registration) στην οποία οι εταιρικές πληροφορίες περιέχονται στην δήλωση εισαγωγής (Registration Statement) και το ενημερωτικό δελτίο (Prospectus). Αυτή η διαδικασία είναι παρόμοια σε όλα τα οργανωμένα διεθνή χρηματιστήρια και κατά την διάρκεια της το SEC μπορεί να ζητήσει επιπλέον στοιχεία εκτός των προβλεπόμενων από μια ενδιαφερόμενη εταιρία. Στην συνέχεια, εφόσον περνώντας από αυτό το στάδιο εγκριθεί μια εταιρία, τότε αρχίζουν οι δημόσιες παρουσιάσεις της (Road Show) σε μικρότερες ή σε μεγαλύτερες ομάδες επενδυτών και διαχειριστών κεφαλαίων. Από το επενδυτικό ενδιαφέρον που θα επιδείξουν οι παραπάνω παράγοντες ακολουθεί η τιμολόγηση των μετοχών και από αυτό στην συνέχεια προσδιορίζεται η ονομαστική αρχική τιμή των μετοχών, καθώς και ο αριθμός που πρέπει να εκδοθεί στο κοινό για να επιτευχθεί η προσδοκώμενη συγκέντρωση κεφαλαίου.

Από πλευρά πληροφόρησης του κοινού που είναι ένας από τους βασικότερους σκοπούς του νόμου του 1933, το ενημερωτικό δελτίο πρέπει να περιέχει αναλυτικές πληροφορίες σχετικά με τον σκοπό εκδόσεως των νέων τίτλων, την εταιρία, το αντικείμενο της, την περιουσία της, τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα, τους παράγοντες κινδύνου που αφορούν την ίδια την εταιρία αλλά και τον επιχειρηματικό κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείτε, την κατανομή μετοχών, την μερισματική πολιτική της εταιρίας, στοιχεία της διοίκησης όπως π.χ. μέλη του διοικητικού συμβουλίου, τον επικεφαλής της διοικήσεως (διευθύνοντα σύμβουλο ή γενικό διευθυντή), τον επικεφαλής στις οικονομικές υπηρεσίες (CFO), τυχόν άλλα ανώτερα διοικητικά στελέχη, τους βασικούς μετόχους της εταιρίας και τέλος τα οικονομικά στοιχεία της εταιρίας βεβαιωμένα από ανεξάρτητους ελεγκτές (Audited Financial Statements).

Για την διευκόλυνση των εταιριών που εκδίδουν τους τίτλους και των επενδυτών στις αγορές των Η.Π.Α. το SEC έχει αναπτύξει ορισμένους σταθερούς τύπους εντύπων (Forms) που πρέπει να συμπληρώνονται και να καταχωρούνται (filed) από τις εταιρίες. Αυτές οι φόρμες δεν συμπληρώνονται μόνο κατά την διάρκεια της εισαγωγής αλλά πρέπει προφανώς να συμπληρώνονται και μετά σε σταθερά χρονικά διαστήματα, έτσι ώστε να ενημερώνει μια επιχείρηση για την πορεία της τους επενδυτές. Στην



περίπτωση του χρηματιστηρίου NYSE οι φόρμες είναι διαθέσιμες μέσω της κεντρικής ιστοσελίδας του χρηματιστηρίου σε οποιονδήποτε ενδιαφερόμενο για όλες τις εισηγμένες εταιρίες στο χρηματιστήριο δωρεάν. Στην περίπτωση του NASDAQ, οι φόρμες είναι επίσης διαθέσιμες μέσω του διαδικτύου, αλλά απαιτείται συνδρομή από τους ενδιαφερόμενους και δεν υπάρχει ελεύθερη πρόσβαση από την κεντρική ιστοσελίδα του χρηματιστηρίου.

#### 4.5.2 Securities Exchange Act 1934

Το SEC ιδρύθηκε από αυτόν το νόμο ο οποίος καθιέρωσε την εποπτεία των αγορών και επέβαλε ετήσιες και περιοδικές αναφορές (Annual and Periodic Reports) όλων των εισηγμένων εταιριών. Επίσης ρύθμισε τις δημόσιες προσφορές (Tender Offers), καθιέρωσε μητρώο χρηματιστηρίων, ενώσεων, μεσιτών και απαγόρευσε έναν μεγάλο αριθμό επιχειρηματικών ενεργειών που θεωρούνταν δόλιες. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι ότι απαγόρευσε το Insider Trading, δηλαδή την προσφορά ή πώληση μετοχών από διοικητικά στελέχη μιας εταιρίας (ή και τρίτους) που έχουν εσωτερική πληροφόρηση για τα επιχειρηματικά σχέδια ή τις εξελίξεις μίας επιχείρησης, ενώ αυτά δεν είναι ακόμη γνωστά στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Ακόμη ο νόμος του 1934 ρύθμισε τον έλεγχο της πληροφόρησης που δίδεται στους μετόχους, με την μορφή δήλωσης, για να ψηφίσουν σε μια τακτική ή έκτακτη γενική συνέλευση. Η δήλωση αυτή υποβάλλεται στο SEC εκ των προτέρων για να ελεγχθεί η συμμόρφωση της προς τους κανόνες πληροφόρησης και να επιβεβαιωθεί ότι περιέχει επαρκής και κατανοητές πληροφορίες για θέματα που προτείνει το Δ.Σ. να ψηφιστούν, όπως για παράδειγμα εξαγορές, συγχωνεύσεις αλλαγές στην δομή της διοίκησης, σημαντικές αλλαγές στους κανόνες εσωτερικής διακυβέρνησης, consolidations και γενικά οτιδήποτε ένας μέτοχος είναι απαραίτητο να γνωρίζει για μπορεί να αντιληφθεί τα δρώμενα της εταιρίας στην οποία επένδυσε. Ο μέτοχος, έχοντας αυτές τις πληροφορίες, μπορεί να μετάσχει και να ψηφίσει στη γενική συνέλευση αν θέλει μέσω πληρεξούσιου (proxy) χωρίς να απαιτείται η προσωπική του παρουσία.

### 4.5.3 Sarbanes Oxley Act 2002

Ο πλήρης τίτλος αυτού του νόμου είναι "Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act 2002". Ο σύντομος και πιο συνηθισμένος τίτλος είναι "Sarbanes and Oxley Act 2002" και συχνά αναφέρεται απλώς ως SOX. Οι αιτίες που οδήγησαν στην ψήφιση αυτού του νόμου ήταν μια σειρά σκανδάλων, όπως στην περίπτωση των εταιριών Enron, Tyco, Peregrine και WorldCom. Τα σκάνδαλα αυτά, που συνήθως άρχιζαν με δημιουργική λογιστική από την πλευρά των εταιριών για να επιτύχουν εικονική αύξηση της εταιρικής αξίας, περιλαμβάνουν σημαντικές παραλήψεις διοικητικών συμβουλίων ή επιτροπών οικονομικού ελέγχου (audit committees) να ελέγξουν τα οικονομικά στοιχεία των εταιριών και επίσης περιλαμβάνουν την έλλειψη προσόντων των μελών τους για να προβούν σε αυτούς τους ελέγχους. Ακόμη διαπιστώθηκε ότι συχνά υπήρχε σύγκρουση συμφερόντων των ελεγκτών, διότι οι ίδιες οι ελεγκτικές εταιρίες ενεργούσαν συγχρόνως και ως οικονομικοί σύμβουλοι με πολύ υψηλές αμοιβές.

Το Sarbanes and Oxley Act ίδρυσε το "Εποπτικό Συμβούλιο Λογιστικών Στοιχείων Εισηγμένων Εταιριών" (Public Company Accounting Oversight Board ή εν συντομία PCAOB) το οποίο είναι μια ανεξάρτητη αρχή για την εποπτεία των ελεγκτικών εταιριών (Auditors). Επίσης ο νόμος ρυθμίζει τις προϋποθέσεις αναγνώρισης των ελεγκτικών εταιριών, θέματα συγκρούσεως συμφερόντων, απαγόρευση διάφορων παράλληλων δραστηριοτήτων και υποβολή αναφορών από αυτές τις ελεγκτικές εταιρίες. Ο νόμος αυτός ρυθμίζει σε σημαντικό βαθμό και τις σχέσεις εξωτερικών ελεγκτών με τις επιτροπές ελέγχου (audit committees) των εταιριών και προσδιορίζει την ευθύνη των διοικητικών στελεχών (officers) της εταιρίας. Τέλος ο νόμος Sarbanes Oxley Act αυξάνει τις απαιτήσεις ενημέρωσης του κοινού για τις οικονομικές συναλλαγές της εταιρίας, προσδιορίζει ποιες είναι οι περιπτώσεις συγκρούσεως συμφερόντων των αναλυτών και καθορίζει ειδικότερα τα ποινικά αδικήματα σε σχέση με τις αγορές κεφαλαίων (π.χ. χειραγώγηση, καταστροφή ή αλλοίωση οικονομικών στοιχείων).

Αμφισβητούμενο παραμένει ακόμα το ζήτημα ποια ήταν η οικονομική επιβάρυνση των εισηγμένων εταιριών για την συμμόρφωση τους με τα μέτρα που προβλέπει το Sarbanes and Oxley Act και αν δικαιολογείτε αυτός ο νόμος από το αντίστοιχο όφελος. Η οικονομική επιβάρυνση των εταιριών που είναι εισηγμένες σε οργανωμένες χρηματαγορές των Η.Π.Α. είχε σαν αποτέλεσμα κατά πολλούς την αύξηση του αριθμού των εισαγόμενων εταιριών σε άλλες αγορές και μάλιστα στην Εναλλακτική Επενδυτική

Αγορά της Αγγλίας (Alternative Investment Market), την οποία περιγράφουμε στο κομμάτι αυτής της έρευνας που αναφέρεται στο χρηματιστήριο του Λονδίνου και της οποίας η άνθηση (καθώς και η άνθηση στις ιδιωτικές τοποθετήσεις) συνέπεσε με τη λήψη των μέτρων του Sarbanes and Oxley Act στις Η.Π.Α.

### Βιβλιογραφία 4<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

1. «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», J. Fred Weston & Eugene F. Brigham, 1986, Παπαζήση
2. «Χρηματοδότηση Ναυπλιακών Επιχειρήσεων», Α.Μ. Γουλιέλμος, 2007, Αθ. Σταμούλης
3. «Ναυτιλία και Χρηματιστήριο», Συλλογικό έργο, Τμήμα ναυτιλίας και επιχειρηματικών υπηρεσιών πανεπιστημίου Αιγαίου, 2009, Σακκούλα
4. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
5. <http://www.investopedia.com/>
6. <http://www.nyse.com/>
7. <http://www.nasdaq.com/>
8. <http://amershipfinancepartners.com/spac.htm>
9. <http://www.tradewinds.no/>
10. <http://www.hsa.gr/>
11. <http://www.soxlaw.com/>
12. <http://www.sec.gov/>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

Σε αυτό το κεφάλαιο θα δώσουμε μια σειρά από δείκτες, τους οποίους θα περιγράψουμε αναλυτικά πως ερμηνεύονται, έτσι ώστε να τους χρησιμοποιήσουμε στο τελευταίο κεφάλαιο αυτής της έρευνας για την χρηματοοικονομική ανάλυση του δείγματος των ναυτιλιακών επιχειρήσεων που έχουμε πάρει.

Είναι εξαιρετικά σημαντικό να αναφέρουμε ότι ορισμένοι από τους δείκτες τους οποίους έχουμε αναρτήσει παρακάτω, και τους οποίους θα πάρουμε για την μελέτη των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών, βασίζονται σε ακαδημαϊκούς ορισμούς και θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο πολλές επιχειρήσεις, ναυτιλιακές και μη, δεν το έχουν σε χρήση. Τα μεγέθη των αριθμητών και παρονομαστών που θα πάρουμε βασίζονται στον υπολογισμό που έχουν κάνει οι ίδιες οι επιχειρήσεις υπό την καθοδήγηση του γενικού νομικού πλαισίου και των κανόνων των χρηματιστηριακών αγορών, όπου αυτοί υπάρχουν, με ότι διαφορές έχουν μεταξύ τους από αγορά σε αγορά. Για παράδειγμα, στους αναρτημένους ισολογισμούς μιας ναυτιλιακής εισηγμένης στον NYSE μπορεί τα καθαρά κέρδη να υπολογίζονται με διαφορετικό τρόπο από ότι τα υπολογίζει μια άλλη ναυτιλιακή επιχείρηση που είναι εισηγμένη στο ίδιο χρηματιστήριο. Αυτό αυτόματα έχει ως αποτέλεσμα, οι δείκτες ιδιωφελής αποδοτικότητας που θα υπολογίσουμε με αυτά τα δεδομένα, να βγάλουν ένα τελικό αποτέλεσμα το οποίο στην πραγματικότητα δεν είναι άμεσα συγκρίσιμο μεταξύ των δύο ναυτιλιακών, παρόλο που εκ πρώτης όψεως έτσι φαίνεται. Δυστυχώς, η μελέτη όλων των εταιριών με ένα παγκόσμιο ενοποιημένο πρότυπο είναι εξαιρετικά δύσκολη και πέραν αυτής της έρευνας. Αυτός ήταν και ένας από τους λόγους για τον οποίο οι ναυτιλιακές εταιρίες, που πήραμε σαν δείγμα για την έρευνα μας, προερχόντουσαν όλες από μια μόνο χρηματιστηριακή αγορά, αυτή του NYSE, ώστε να είναι μεταξύ τους συγκρίσιμα τα στοιχεία των δεικτών. Παρακάτω δίνουμε τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που θα χρησιμοποιήσουμε και μια γενική περιγραφή των ορισμών τους έτσι ώστε να μπορούμε να κατανοήσουμε την σημασία τους.

## 5.1 Θεωρητική Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Δεικτών

### 5.1.1 Μικτό και Καθαρό Περιθώριο Κέρδους

Η συνολική αποδοτικότητα μπορεί να αναλυθεί και σε περιθώριο κέρδους, η ανάλυσή της σε αυτή την μορφή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη γιατί υποδεικνύει έναν ενδεχόμενο τρόπο βελτίωσης της. Ο δείκτης του μικτού περιθωρίου κέρδους, (Gross Profit Margin Ratio), εκφράζει τα συνολικά κέρδη που πραγματοποιεί μια επιχείρηση ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεων της, δηλαδή: Συνολικά Κέρδη / Καθαρές Πωλήσεις. Στην περίπτωση των ποντοπόρων ναυτιλιακών εταιριών όταν λέμε πωλήσεις εννοούμε προφανώς τις υπηρεσίες που προσφέρουν, δηλαδή την θαλάσσια μεταφορά φορτίου.

Το περιθώριο κέρδους μπορεί να βελτιωθεί με την αύξηση των τιμών πώλησης των προϊόντων ή υπηρεσιών της επιχείρησης, την αύξηση του αριθμού των πωλουμένων ή παρεχομένων υπηρεσιών, την μείωση του κόστους ή με συνδυασμό των τριών αυτών παραγόντων. Στην περίπτωση των ποντοπόρων ναυτιλιακών εταιριών τα παραπάνω μπορεί να μεταφράζονται σε αύξηση της τιμής των ναύλων, μείωση του κόστους μεταφοράς φορτίου ή αύξηση της δυνατότητας μιας ναυτιλιακής να μεταφέρει φορτίο, (π.χ. με την αγορά νέων πλοίων). Αντίστοιχα μια μείωση μπορεί να οφείλεται σε μια πληθώρα λόγων όπως μείωση των ναύλων, αύξηση της τιμής των καυσίμων, στο γεγονός ότι έχουν πουληθεί κάποια πλοία ή είναι ανένεργα και δεμένα σε λιμάνι λόγω χαμηλής ζήτησης ή έχουν δοθεί για scrap (καταστροφή και μετατροπή σε πρώτες ύλες).

Από την άλλη πλευρά ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους (net profit margin ratio), εκφράζει το καθαρό κέρδος που πραγματοποιεί μια επιχείρηση ως ποσοστό των καθαρών πωλήσεων της, δηλαδή ο δείκτης μας είναι: Καθαρά Κέρδη / Καθαρές πωλήσεις.

Εξετάζοντας τους παραπάνω δύο δείκτες μπορούμε με την μεταξύ τους σύγκριση να αποκτήσουμε μια αρκετά καλή εικόνα των λειτουργιών μιας επιχείρησης. Αν για παράδειγμα το μικτό περιθώριο κέρδους παραμένει αμετάβλητο για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, αλλά παράλληλα το καθαρό περιθώριο κέρδους μειώνεται στην ίδια περίοδο, τότε γνωρίζουμε ότι η αιτία είναι η μεγαλύτερη αύξηση των εξόδων που δεν

συμπεριλαμβάνονται στο κόστος πωληθέντων (με ρυθμό δηλαδή μεγαλύτερο της αύξησης των πωλήσεων). Κάτι τέτοιο σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί για παράδειγμα να οφείλεται σε ξαφνική αύξηση των μη λειτουργικών εξόδων της από πρόστιμα ή από δαπάνες που έχει σχετικές με μια χρηματιστηριακή αγορά στην οποία διακινεί μετοχές της. Αντίθετα, αν το μικτό περιθώριο κέρδους μειώνεται, τότε γνωρίζουμε ότι το συνολικό κόστος παραγωγής έχει αυξηθεί περισσότερο από τις πωλήσεις.

### 5.1.2 Μικτά Αποτελέσματα Χρήσης (Αποτελεσματικότητα Εκμετάλλευσης)

Από την πλευρά της αποτελεσματικότητας της επιχείρησης ένας δείκτης που μας χρησιμεύει για την μελέτη της είναι ο δείκτης μικτών αποτελεσμάτων χρήσεως ο οποίος υπολογίζεται ως: Πωλήσεις / Κόστος Πωληθέντων. Δηλαδή για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις έσοδα από παροχή υπηρεσιών προς κόστος των υπηρεσιών. Αυτά χοντρικά μεταφράζονται σε έσοδα από την μεταφορά φορτίου και εκπλήρωση των ναυλοσυμφώνων προς τα οργανικά κόστη λειτουργίας που έχει η ναυτιλιακή επιχείρηση κατά την λειτουργία της. Ο παραπάνω δείκτης λοιπόν, μας παρουσιάζει την γενική αποτελεσματικότητα της εκμετάλλευσης που έχουμε για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο.

Ο δείκτης αυτός, της σχέσης μεταξύ οργανικών εσόδων και του αντίστοιχου οργανικού κόστους που έχει η επιχείρηση, μας φανερώνει τα μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης της περιόδου. Δηλαδή μας παρουσιάζει τα αποτελέσματα που διαμορφώνονται από την βασική οργανική δραστηριότητα της επιχειρηματικής μονάδας, χωρίς να παρεμβάλλονται στην διαμόρφωση τους τυχόν ανόργανα έσοδα και έξοδα. Η χρησιμότητα του δείκτη έγκειται πρωτίστως στο γεγονός ότι είναι πιθανόν μια επιχείρηση να παρουσιάζει πολύ θετικά αποτελέσματα, (κέρδη στα μικτά αποτελέσματα χρήσεως), αλλά στα καθαρά αποτελέσματα χρήσεως να παρουσιάζει ζημιές. Επομένως ο δείκτης αποτελεί χρήσιμο στοιχείο ανάλυσης και εξέτασης των λειτουργικών δεδομένων, σε συνδυασμό με τα δεδομένα της κεφαλαιουχικής της διάρθρωσης, ώστε να διαφανούν οι προοπτικές που υπάρχουν στο μέλλον για την επιχείρηση και να ληφθούν ενδεχομένως μέτρα που θα αποβλέπουν στην βελτίωση της βιωσιμότητας της επιχειρηματικής μονάδας.

### 5.1.3 Συνολική Αποδοτικότητα

Αποδοτικότητα ονομάζουμε την ικανότητα που έχει μια επιχείρηση να πραγματοποιεί κέρδη. Η συνολική αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, (overall rate of return), μπορεί να υπολογισθεί με τον χρηματοοικονομικό δείκτη: Συνολικά Κέρδη / Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού. Συνολικά κέρδη είναι το σύνολο των οργανικών κερδών μαζί με τους χρεωστικούς τόκους και τα λοιπά έξοδα ξένης χρηματοδότησης στο τέλος χρήσης κάθε έτους, ενώ το σύνολο του καθαρού ενεργητικού είναι αυτό που παρουσιάζεται στο τέλος χρήσης του έτους.

Αν στο ενεργητικό μιας επιχείρησης περιλαμβάνονται και εξωεπιχειρηματικές δραστηριότητες, (πολλές ναυπλιακές εταιρίες έχουν τέτοιου είδους δραστηριότητες), τότε αυτές αφαιρούνται από τον υπολογισμό του συνόλου του καθαρού ενεργητικού, ενώ αντίστοιχα η πρόσδοδος που προκύπτει από αυτές αφαιρείται από τα συνολικά κέρδη. Αυτό είναι απαραίτητο, προκειμένου ο δείκτης που καταρτίζεται να ανταποκρίνεται πλήρως στην έννοια της αποδοτικότητας η οποία αποδίδεται αποκλειστικά στο είδος της επιχειρηματικής δράσης της εταιρίας και ως εκ' τούτου στην ικανότητα της εταιρίας να πραγματοποιεί κέρδη.

### 5.1.4 Ιδιωφελής Αποδοτικότητα

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης ή αλλιώς ιδιωφελής αποδοτικότητα (return on equity) υπολογίζεται με τον ακόλουθο δείκτη: Καθαρά Κέρδη / Ιδία Κεφάλαια.

Ως καθαρά κέρδη λαμβάνουμε τα καθαρά κέρδη που εμφανίζονται στον λογαριασμό αποτελέσματα χρήσεως της επιχείρησης πριν από κάθε κράτηση για το σχηματισμό αποθεματικών, πληρωμή μερισμάτων (όταν προφανώς μελετάμε εισηγμένη ναυτιλιακή επιχείρηση) και διαφόρων φόρων.

Ορισμένοι συγγραφείς ως καθαρά κέρδη προτείνουν τα καθαρά κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων και των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών. Στην περίπτωση αυτή προτείνεται από τα ίδια κεφάλαια να αφαιρείται το προνομιούχο

μετοχικό κεφάλαιο. Το παραπάνω είναι χρήσιμο και ενδιαφέρει τον κοινό μέτοχο γιατί από την σκοπιά του πράγματι είναι σημαντικά τα κέρδη μετά φόρων και μερισμάτων προνομιούχων μετοχών. Όταν όμως υπολογίζουμε τον δείκτη από την πλευρά μιας επιχείρησης, τότε οι φόροι και τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών είναι μέρος της ικανότητας αυτής της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη και επομένως δεν είναι λογικό να αφαιρούνται από τα καθαρά κέρδη για τον υπολογισμό τους.

Τέλος, όταν λέμε ίδια κεφάλαια εννοούμε το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και τα κέρδη της προηγούμενης χρήσεως (αφού αφαιρέσουμε το τμήμα των κερδών που διανεμήθηκε) που υπάρχουν στην αρχή της χρήσεως, καθώς και του μετοχικού κεφαλαίου των αποθεματικών και των κερδών που υπάρχουν στο τέλος της χρήσεως. Τα ίδια κεφάλαια μπορούν ενδεχόμενος να εκφραστούν και σε τρέχουσες αξίες.

#### 5.1.5 Δανειακή Επιβάρυνση

Σε μια επιχείρηση ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης μπορεί να ορισθεί ως η σχέση μεταξύ των ξένων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια αυτής της επιχείρησης (debt to equity ratio). Δηλαδή: Ξένα Κεφάλαια / Ίδια Κεφάλαια.

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού του βαθμού δανειακής επιβάρυνσης είναι να εκφράσουμε τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια ως ποσοστό των απασχοληθέντων κεφαλαίων της επιχείρησης (long term capitalization ratio). Δηλαδή: Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια / Απασχοληθέντα Κεφάλαια.

Οι προηγούμενοι δύο δείκτες υπολογιστήκαν με λογιστικές αξίες. Κάποιες φορές έχει πρακτική χρησιμότητα να τους υπολογίζουμε με την χρησιμοποίηση τρεχουσών αξιών. Αν βέβαια λάβουμε τις τρέχουσες αξίες τελικά πρέπει να έχουμε πάντα υπόψη ότι σε περίπτωση που η χρηματιστηριακή αγορά έχει πτωτική πορεία τότε οι αυτές θα δίνουν διαστρεβλωμένα αποτελέσματα και δεν θα μπορούν να παρουσιάσουν την πραγματική κατάσταση της επιχείρησης. Για τους παραπάνω δύο δείκτες είναι σημαντικό να παρατηρήσουμε επίσης ότι σε πολλές έρευνες αναλυτών υπάρχει περίπτωση να προσθέτουν στα ξένα κεφάλαια και το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, αυτό το κάνουν γιατί το μετοχικό κεφάλαιο ανεξάρτητα από την πραγματοποίηση ή όχι κερδών συνεπάγεται με σταθερές επιβαρύνσεις στην λειτουργία της επιχείρησης. Επίσης τέλος ορισμένοι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι στα ξένα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για



τον υπολογισμό των παραπάνω δεικτών πρέπει να συγκαταλέγουμε μαζί και την παρούσα αξία των μισθωμάτων, σε περίπτωση επιχειρήσεων που έχουν αποκτήσει τη χρήση περιουσιακών στοιχείων με χρηματοδοτική μίσθωση. Αυτό έχει κάποια εφαρμογή σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις γιατί στο ναυτιλιακό δίκαιο υπάρχουν πολλές μορφές ναυλοσύμφωνων που μοιάζουν με χρηματοδοτική μίσθωση και εταιριών που δραστηριοποιούνται πάνω σε αυτό, αλλά όπως είδη αναφέραμε ο υπολογισμός αυτών των δεικτών, με την μεθοδολογία που περιγράψουμε, είναι περισσότερο ένα γενικό πρότυπο και όχι ο κανόνας. Μια μεμονωμένη Ελληνική ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί να θεωρεί ότι αυτή η ανάλυση ανήκει στην ακαδημαϊκή σφαίρα άσχετα αν είναι στο συμφέρον της να εμβαθύνει.

Όσον αφορά το ανεκτό όριο δανειακής επιβάρυνσης αυτό διαφέρει ανάλογα με την φύση, τη σταθερότητα του κύκλου εργασιών, την αποδοτικότητα της επιχείρησης και τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες. Για τον κλάδο της ναυτιλίας θα περιμέναμε επειδή δεν έχει σταθερό κύκλο εργασιών, και εξαρτάται πάρα πολύ από τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες, να μην μπορούσε να προσελκύσει μεγάλα δανειακά κεφάλαια. Αυτό όμως δεν συμβαίνει στην πράξη, τόσο στην Ελληνική ναυτιλία όσο και διεθνώς, παρόλο που ο κλάδος θεωρείται μη σταθερός συνήθως προσελκύει μεγάλα ξένα κεφάλαια. Αυτό συμβαίνει μεταξύ άλλων εξαιτίας των υπερκερδών που μπορεί να παρουσιάσει δυνητικά ο ναυτιλιακός κλάδος και εξαιτίας των αυξημένων αναγκών που έχει από την φύση του και δεν μπορούν να καλυφθούν αυτές εύκολα από μεμονωμένους επιχειρηματίες. Εξάλλου οι αυξημένες ανάγκες της ναυτιλίας για επενδυτικά κεφάλαια, είναι ένας από τους λόγους που την οδήγησαν στο χρηματιστήριο ασχέτως αν συγκριτικά η τραπεζική και οι υπόλοιπες μορφές χρηματοδότησης υπερτερούν ιστορικά στην δανειοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Από την σκοπιά των δανειστών της επιχείρησης, οι παραπάνω δείκτες όσο χαμηλότεροι τόσο ικανοποιητικότεροι είναι. Αλλά ένας χαμηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης μπορεί να σημαίνει ότι η επιχείρηση που μελετάμε δεν εκμεταλλεύεται επαρκώς την δυνατότητα επικερδούς χρησιμοποίησης φθηνών ξένων κεφαλαίων. Αν για παράδειγμα σε μια ναυτιλιακή εταιρία έχουμε επί σειρά ετών χαμηλούς δείκτες δανειακής επιβάρυνσης, ενώ έχουμε ταυτόχρονα σε αυτά τα έτη μια άνθηση του ναυτιλιακού εμπορίου, τότε ξέρουμε ότι η επιχείρηση θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει πρόσθετα επενδυτικά κεφάλαια για την ανάπτυξη της αλλά δεν το εκμεταλλεύτηκε και έμεινε στάσιμη, ενώ ανταγωνιστές της που πήραν το ρίσκο της παραπάνω δανειακής επιβάρυνσης βελτίωσαν την θέση τους. Φαινόμενα όπως το παραπάνω μπορεί να

επιφέρουν την δυσaréσκεια των μετόχων, όμως είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι δεν μπορείς να ξέρεις εκ' των προτέρων σε καμία βιομηχανία και κυρίως σε έναν κλάδο όπως η ναυτιλία, αν μια άνηση του οικονομικού κύκλου θα συνεχίσει ή αν έχει φτάσει στο μέγιστο και πρόκειται να περάσει σε ύφεση.

### 5.1.6 Τρέχουσα Ταμειακή Ρευστότητα

Η ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της μπορεί να εκφραστεί με το δείκτη της τρέχουσας ρευστότητας (current ratio), δηλαδή: Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις. Αυτός ο δείκτης, πρέπει να εκλαμβάνεται ως μια γενική προσέγγιση της ρευστότητας μιας επιχείρησης, επειδή δε λαμβάνει υπόψη τη ρευστότητα των επιμέρους συστατικών του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Μια επιχείρηση της οποίας το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται κυρίως από μετρητά και απαιτήσεις, έχει γενικά μεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με μια επιχείρηση της οποίας το κυκλοφορούν ενεργητικό αποτελείται κυρίως από αποθέματα. Μια αυστηρότερη παραλλαγή του παραπάνω δείκτη είναι ο δείκτης της άμεσης ρευστότητας, στον οποίο τα αποθέματα, ως λιγότερο ευχερώς ρευστοποιήσιμο στοιχείο, δε συνυπολογίζονται στον αριθμητή, δηλαδή: Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (quick ή αλλιώς acid test ratio). Αυτή η παραλλαγή δεν ενδιαφέρει ιδιαίτερα τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις γιατί τα αποθέματα συνήθως είναι πολύ μικρά σε σχέση με τα υπόλοιπα στοιχεία και ο δείκτης δεν διαφέρει πάρα πολύ από αυτόν της τρέχουσας ρευστότητας.

Οι δείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται ευρύτατα εξαιτίας του ενδιαφέροντος που παρουσιάζουν για κάθε βραχυχρόνιο πιστωτή της επιχείρησης. Πρέπει όμως να τονισθεί ότι οι δείκτες αυτοί μπορεί να μεταβληθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα, αφού ο υπολογισμός τους βασίζεται σε στοιχεία βραχείας διάρκειας (κυκλοφορούν ενεργητικό και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Ακόμη, οι δείκτες μπορεί να εμφανίζουν τη ρευστότητα μιας επιχείρησης καλύτερη σε σχέση με την πραγματική της κατάσταση, επειδή οι ισολογισμοί καταρτίζονται συνήθως όταν η δραστηριότητα των επιχειρήσεων είναι μειωμένη, γεγονός που σημαίνει χαμηλές βραχυπρόθεσμες επενδύσεις και άρα υψηλά υπόλοιπα μετρητών. Τέλος, οι δείκτες παρέχουν μια στατική εικόνα της ρευστότητας, αφού δε λαμβάνουν υπόψη τη σύνθεση και την ποιότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τις λήξεις των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και την κυκλοφοριακή ταχύτητα των κυκλοφορούντων στοιχείων κατά κατηγορία.

### 5.1.7 Παγιοποίηση Περιουσίας

Σε μια εταιρία ο βαθμός παγιοποίησης της περιουσίας της μπορεί να υπολογισθεί με τον δείκτη: Πάγιο Ενεργητικό / Κυκλοφορούν Ενεργητικό. Αυτός ο δείκτης μας δείχνει το μέγεθος κατά το οποίο το πάγιο ενεργητικό διαφέρει από το κυκλοφορούν.

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού του βαθμού παγιοποίησης είναι επίσης να εκφράσουμε το πάγιο ενεργητικό ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού της επιχείρησης. Συγκεκριμένα: Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού.

Αν ο δείκτης Πάγιο Ενεργητικό / Κυκλοφορούν Ενεργητικό είναι μεγαλύτερος της μονάδας ή ο δείκτης Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού μεγαλύτερος του 0.5 τότε η εταιρία που μελετάμε χαρακτηρίζεται ως εντάσεως πάγιας περιουσίας (capital intensive).

Για τις ναυτιλιακές εταιρίες το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι ουσιαστικά, ρευστά διαθέσιμα, συν αποθέματα, συν βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις. Αυτά σε σχέση με το πάγιο ενεργητικό είναι πάρα πολύ μικρά έως ασήμαντα, επομένως ο δείκτης Πάγιο Ενεργητικό / Κυκλοφορούν Ενεργητικό, ενώ έχει έννοια και χρησιμεύει σε άλλες μορφές επιχειρήσεων, όπως βιομηχανικές ή εμπορικές, στις ναυτιλιακές εταιρίες δεν έχει ιδιαίτερη χρησιμότητα γιατί ξέρουμε ότι εξορισμού αυτές είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας. Αντίθετα ο δείκτης Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού παρόλο που δείχνει και αυτός παγιοποίηση περιουσίας έχει περισσότερη αξία σε ναυτιλιακές επιχειρήσεις γιατί τα πάγιο ενεργητικό επί του συνόλου του ενεργητικού μας παρουσιάζει εμφανέστερα το ποσοστό παγιοποίησης μιας ναυτιλιακής εταιρίας (που ξέρουμε είδη έτσι και αλλιώς ότι είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας).

Το ύψος του παγίου ενεργητικού, από χρηματοδοτική άποψη, καθορίζει τις ανάγκες της επιχείρησης για χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας με ίδια κεφάλαια. Από τη γενικότερη άποψη των συνθηκών εκμετάλλευσης, η αναλογία του παγίου προς το συνολικό ενεργητικό καθορίζει τη διάρθρωση και την ελαστικότητα του κόστους και κατά συνέπεια την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης. Όταν μια εταιρία είναι εταιρία εντάσεως πάγιας περιουσίας αυτή συνήθως χαρακτηρίζεται από υψηλές σταθερές δαπάνες. Πράγματι για τις ναυτιλιακές επιχειρήσεις οι οποίες είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας βλέπουμε ότι έχουν υψηλές αποσβέσεις, τόκους μακροπρόθεσμων δανείων καθώς και άλλα έξοδα τα οποία οφείλονται στα πολύ ακριβά πάγια τους

στοιχεία, δηλαδή τα πλοία. Τα σταθερά έξοδα σε ένα πλοίο, ακόμα και αν αφαιρέσουμε τα καθαρά χρηματοοικονομικής φύσης έξοδα και πάρουμε μόνο τα λειτουργικά, αυτά είναι τεράστια. Ενδεικτικά αναφέρουμε τα κόστη συντήρησης και τα κόστη βασικού πληρώματος και προσωπικού γραφείου, ακόμα και αν ένα πλοίο δεν μετακινεί φορτίο την δεδομένη στιγμή αυτά τα έξοδα παραμένουν. Εφόσον λοιπόν στον τομέα που μελετάμε το κόστος είναι ανελαστικό και έχουμε υψηλό σημείο κύκλου εργασιών είναι λογικό οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις να επιδιώκουν την πληθοπαγωγή, έστω και σε βάρος της τιμής πώλησης.

Αν μελετήσουμε τους παραπάνω χρηματοοικονομικούς δείκτες από την άποψη της χρηματοδότησης τότε στο πάγιο ενεργητικό θα πρέπει να προστεθούν και όλες οι τυχόν μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης, (όπως π.χ. μετοχικό κεφάλαιο σε άλλες ναυτιλιακές εταιρίες), γιατί αυτές αποτελούν πάγια δέσμευση κεφαλαίων. Αν όμως η έρευνα γίνεται από την πλευρά των συνθηκών εκμετάλλευσης, τότε οι μακροχρόνιες τοποθετήσεις εκτός της επιχείρησης δεν θα πρέπει να συμπεριληφθούν στο πάγιο ενεργητικό γιατί δεν επιδρούν στο κόστος και δεν έχουν καμία ουσιαστική σχέση με την στενή έννοια της εκμετάλλευσης.

Για τον καταρτισμό των παραπάνω δεικτών, καθώς και για τους υπόλοιπους δείκτες χρηματοοικονομικής διάρθρωσης, το πάγιο ενεργητικό θα πρέπει λογικά να υπολογίζεται πάντα μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων του. Στην περίπτωση όμως της έρευνας συνθηκών εκμετάλλευσης δεν πρέπει να αφαιρούνται οι αποσβέσεις γιατί η ετήσια μείωση των παγίων ενεργητικών στοιχείων, εξαιτίας των αποσβέσεων, είναι δυνατό να μεταβάλει το χαρακτηρισμό μιας επιχείρησης από εντάσεως πάγιας περιουσίας σε κυκλοφοριακής εντάσεως. Στην προκειμένη περίπτωση όμως η επιχείρηση θα συνεχίσει να έχει τις συνέπειες του υψηλού βαθμού παγιοποίησης της περιουσίας, δηλαδή σταθερό ύψος αποσβέσεων, καταβολή τόκων για τυχόν μακροπρόθεσμα δάνεια και άλλα.

### 5.1.8 Κάλυψη Μερισμάτων

Οι δείκτες κάλυψης (coverage ratios) δείχνουν ουσιαστικά πόσες φορές μπορεί να γίνει μια πληρωμή με την χρησιμοποίηση των διαθέσιμων μίας επιχείρησης. Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων συγκεκριμένα (dividend coverage ratio) δίνει τον αριθμό των φορών κατά τον οποίο τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης υπερβαίνουν τα μερίσματα.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμός των φορών τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει μερίσματα, δηλαδή να πληρώνει στους κατόχους των μετοχών ένα ποσοστό επί των κερδών όπως αυτό καθορίζεται από την διοίκηση της επιχείρησης. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται με τον ακόλουθο τρόπο: Καθαρά Κέρδη / Μερίσματα.

Είναι προφανές ότι οι μέτοχοι θέλουν αυτός ο δείκτης να είναι όσο μεγαλύτερος γίνεται για να υπάρχει εξασφάλιση ότι θα λάβουν ανάλογα με τον αριθμό μετοχών που διαθέτουν το κεφάλαιο που τους αντιστοιχεί είτε αυτοί διαθέτουν προνομιούχες μετοχές είτε όχι. Ένας καλός δείκτης κάλυψης μερισμάτων δείχνει ότι η επιχείρηση θα μπορεί να συνεχίσει να πληρώνει αυτές τις υποχρεώσεις της και στο μέλλον. Ένας κακός δείκτης κάλυψης μερισμάτων μπορεί να είναι ένδειξη ότι η επιχείρηση δυσκολεύεται να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις αυτές και πιθανόν να λάβει στο μέλλον μέτρα όπως μείωση των μερισμάτων. Φυσικά τέτοιες ενδείξεις λόγω της ψυχολογίας των επενδυτών έχουν σαν αποτέλεσμα να μειώνουν στο παρόν την αξία των μετοχών και να συμβάλουν στο πρόβλημα.

Αντίς να πάρουμε μόνο τον παραπάνω δείκτη θα μπορούσαμε ενδεχομένως να γενικεύσουμε την έρευνα μας και να πάρουμε και έναν δείκτη όπως αυτόν που δείχνει την κάλυψη τόκων και γενικών χρηματοπιστωτικών εξόδων (Συνολικά Κέρδη / Γενικά Χρηματοπιστωτικά Έξοδα) ή οποιαδήποτε άλλη παραλλαγή του. Στην συγκεκριμένη περίπτωση όμως, εφόσον επικεντρωνόμαστε σε ναυτιλιακές εταιρίες εισηγμένες σε χρηματιστηριακές αγορές είναι προφανές ότι, από όλα τα χρηματοπιστωτικά έξοδα, τα μερίσματα είναι αυτά που παρουσιάζουν το μεγαλύτερο ενδιαφέρον και αποτελούν έτσι και αλλιώς πολλές φορές ένα μεγάλο ποσοστό από τα χρηματοπιστωτικά έξοδα.

Αξιζει να σημειώσουμε εδώ ότι δεν υπάρχει ενιαία πολιτική από τις εισηγμένες επιχειρήσεις για τα ποσοστά μερισμάτων που θα πρέπει να δίνουν στους μετόχους. Αυτό εξαρτάτε τόσο από τον κλάδο, την μορφή, και την διοίκηση της επιχείρησης όσο και από την σχέση της με τους μετόχους, την δύναμη των μετόχων και το γενικότερο οικονομικό κλίμα. Επίσης όταν μια επιχείρηση δίνει λίγα ή και καθόλου μερίσματα στους μετόχους αυτό δεν εκλαμβάνεται πάντα σαν κάτι αρνητικό αλλά αντίθετα μπορεί να πιστεύουν οι μέτοχοι ότι η επιχείρηση κρατάει τα κεφάλαια επειδή υπάρχουν ευκαιρίες στην αγορά για επένδυση και εξέλιξη. Επομένως η έρευνα μας σε ορισμένες περιπτώσεις περιπλέκεται γιατί αν πάρουμε για παράδειγμα μια ναυτιλιακή εταιρία η οποία δεν δίνει μερίσματα στους μετόχους έχουμε έναν δείκτη κάλυψης μερισμάτων που τείνει στο άπειρο και δεν μας δίνει από μόνος του καμία ουσιαστική πληροφορία.

## 5.2 Τελικοί Χρηματοοικονομικοί Δείκτες για το Ερευνητικό Μέρος της Μελέτης

Σε πολλές από τις κατηγορίες των χρηματοοικονομικών δεικτών αναφέραμε και δείκτες τους οποίους δεν θα χρησιμοποιήσουμε στην παρούσα μελέτη αλλά τους προσθέσαμε σαν γενικό θεωρητικό υπόβαθρο. Οι οχτώ συνολικά δείκτες τους οποίους θα λάβουμε υπόψη για την αξιολόγηση του δείγματος εταιριών μας είναι οι εξής: i) Μικτό Περιθώριο Κέρδους = Συνολικά Κέρδη / Καθαρές Πωλήσεις, ii) Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = Καθαρά Κέρδη / Καθαρές Πωλήσεις, iii) Συνολική Αποδοτικότητα = Συνολικά Κέρδη / Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού, iv) Ιδιωφελής Αποδοτικότητα = Καθαρά Κέρδη / Ίδια Κεφάλαια, v) Δανειακή Επιβάρυνση = Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια / Απασχοληθέντα Κεφάλαια, vi) Τρέχουσα Ταμειακή Ρευστότητα = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, vii) Παγιοποίηση Περιουσίας = Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού, ix) Κάλυψη Μερισμάτων = Καθαρά Κέρδη / Μερισματα.

### Βιβλιογραφία 5<sup>ου</sup> Κεφαλαίου

1. «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός», Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2003, Interbooks
2. «Γενική και Αναλυτική Λογιστική Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων (κατά το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο)», Νικόλαος Γ. Προτοψάλτης, 1999, Αθ. Σταμούλης
3. «Financial Statements (Form, Analysis and Interpretation)», Steward Yarwook McMyllen, 1979, Richard D. Irwin Inc.
4. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
5. <http://www.investopedia.com/>
6. <http://www.wikinest.com/>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΣΤΟ NYSE

Μέχρι τώρα στην μελέτη μας αναφερθήκαμε στην σχέση της ναυτιλίας και του χρηματιστηρίου σε επίπεδο Ελληνόκτητης ναυτιλίας αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Επίσης αναφερθήκαμε γενικά στην οικονομική κρίση και στις επιπτώσεις της στον παγκόσμιο ναυτιλιακό κλάδο. Στην συνέχεια κάνοντας χρηματοοικονομική ανάλυση ανακοινωθέντων στοιχείων Ελληνικών εισηγμένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων, θα μελετήσουμε συγκεκριμένα πώς αυτές οι εταιρίες κινήθηκαν πριν και κατά την διάρκεια της οικονομικής κρίσης. Επίσης θα κάνουμε εκτιμήσεις για την μελλοντική τους πορεία με βάση την ανάλυση μας.

Η χρηματοοικονομική μελέτη και η ερμηνεία δεικτών που θα ακολουθήσει στο τελευταίο κομμάτι αυτής της διπλωματικής έρευνας, έχει βασιστεί στο σύνολο σχεδόν των Ελληνικών ναυτιλιακών εταιριών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Επιλέξαμε τις χρηματοοικονομικές αγορές των Η.Π.Α. για να κάνουμε την χρηματοοικονομική μελέτη γιατί σε αυτές είναι συγκεντρωμένη η πλειοψηφία των εισηγμένων Ελληνόκτητων ναυτιλιακών εταιριών και επιλέξαμε συγκεκριμένα το χρηματιστήριο του NYSE επειδή πρώτον είναι το μεγαλύτερο χρηματιστήριο σε εισηγμένη κεφαλαιοποίηση στις Η.Π.Α. (και στον κόσμο γενικότερα) και δεύτερον λειτουργεί ακόμα σαν μια κλασσικής μορφής χρηματαγορά, αντίθετα με το δεύτερο σε κατάταξη NASDAQ που δεν έχει συγκεκριμένη βάση συναλλαγών. Βέβαια είναι προφανές ότι κάποιες από τις εισηγμένες εταιρίες που μελετάμε είναι ταυτόχρονα εισηγμένες και στο NASDAQ (όπως για παράδειγμα η Navios Maritime Holdings) καθώς επίσης και σε άλλες χρηματιστηριακές αγορές, Αμερικάνικες και μη.

Για να εξαγάγουμε τα οικονομικά στοιχεία που ήταν απαραίτητα ώστε να φτιάξουμε τους πίνακες με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες χρησιμοποιήσαμε τις φόρμες στοιχείων όπως αυτές ανακοινώθηκαν από τις εταιρίες του δείγματός μας και αναρτήθηκαν στους καταλόγους του NYSE για την περίοδο 1-1-2005 έως 30-9-2009. Οι πιο γνωστές από αυτές τις φόρμες εντύπων οι οποίες χρησιμοποιούνται από τις εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρίες για την ανακοίνωση των στοιχείων τους είναι οι ακόλουθες: Πρώτον η F1 η οποία είναι φόρμα καταχώρισης δηλώσεως για χρηματοοικονομικούς τίτλους ορισμένων αλλοδαπών ιδιωτών εκδοτών (Registration statement for securities of

certain foreign private issuers). Δεύτερον η S4 που χρησιμεύει στην καταχώριση χρηματοοικονομικών τίτλων που εκδίδονται σε περιπτώσεις ενοποιημένων επιχειρησιακών συναλλαγών (Registration of securities issued in business combination transactions). Τρίτον η φόρμα Schedule 13D η οποία είναι αναφορά άμεσης ή έμμεσης απόκτησης 5% και άνω μιας κατηγορίας μετοχών (Schedule filed to report acquisition of beneficial ownership of 5% or more of a class of equity securities). Τέταρτον η 20F η οποία αποτελεί έκθεση αλλοδαπών εκδοτών σύμφωνα με τα άρθρα 13 η 15d του Securities Act (Annual and transition report of foreign private issuers pursuant to sections 13 or 15d of the Securities Act). Οι εταιρίες του NYSE τις οποίες μελετάμε στην παρούσα έρευνα είναι όλες εισηγμένες Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες και είναι οι περισσότερες υποχρεωμένες να συμπληρώνουν τις ετήσιες και quarterly δηλώσεις των οικονομικών στοιχείων τους με βάση την 20F μορφή εντύπων. Γι' αυτό το λόγο χρησιμοποιήθηκαν κυρίως αυτές οι φόρμες για να μελετήσουμε τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων και την πορεία τους. Επιπλέον φόρμες τις οποίες χρησιμοποιήσαμε κατά περίπτωση για την εξαγωγή οικονομικών στοιχείων και δεν έχουμε αναφέρει πιο πάνω είναι οι φόρμες 6K και 10Q (αναφορές τριμήνου και εννιαμήνου) και οι φόρμες 10K (annual reports σαν τις 20F).

Στις σελίδες που θα ακολουθήσουν, για την καλύτερη κατανόηση των ενοποιημένων στοιχείων που δηλώνουν οι εισηγμένες εταιρίες, έχουμε αναρτήσει ένα μικρό κομμάτι μιας φόρμας 20F στο οποίο μπορούμε να διακρίνουμε σε ξεχωριστά κομμάτια ορισμένα από τα οικονομικά στοιχεία που έχει ανακοινώσει στο παρελθόν η ναυτιλιακή εταιρία Navios Maritime Holdings. Πρέπει να αναφέρουμε ότι τα συνολικά Annual Reports, που περιλαμβάνουν την πλήρη ανάλυση μιας εταιρίας εντός μιας χρονικής περιόδου, μπορεί να αναφέρουν σε ορισμένες περιπτώσεις κρίσιμα δεδομένα πέραν των οικονομικών στοιχείων. Δεδομένα σαν αυτά, θα μπορούσαν ενδεχομένως να χρησιμεύσουν στην εμβάθυνση της ανάλυσης των εταιριών που έχουμε πάρει σαν δείγμα σε αυτή την μελέτη. Αλλά μια τέτοια εμβάθυνση σε κάθε μια εταιρία ξεχωριστά, δεν κρίθηκε συνετή για αυτή την έρευνα, δεδομένου ότι ένα annual report που καλύπτει την περίοδο ενός χρόνου μπορεί να ξεπερνάει τις 200 σελίδες αναλόγως με το μέγεθος της εταιρίας.



Πίνακας 6: Ενοποιημένοι ισολογισμοί, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(Expressed in thousands of U.S. Dollars — except per share data)

	Notes	December 31, 2008	December 31, 2007
<b>ASSETS</b>			
Current assets:			
Cash and cash equivalents	4, 13	\$ 133,624	\$ 427,567
Restricted cash	2, 13	17,858	83,697
Accounts receivable, net	6	109,780	104,968
Short term derivative asset	13	214,156	184,038
Short term backlog asset	9	44	2,454
Due from affiliate companies	17	1,677	4,458
Prepaid expenses and other current assets	7	28,270	41,063
Total current assets:		<u>605,409</u>	<u>949,245</u>
Deposit for vessels acquisitions	8	464,096	208,254
Vessels, port terminal and other fixed assets, net	8, 24	737,064	425,591
Long term derivative assets	13	36,697	90
Deferred financing costs, net		13,449	13,017
Deferred dry dock and special survey costs, net		4,873	3,153
Investments in leased assets		18,998	58,756
Investments in affiliates	10, 17	5,605	1,079
Investments in available for sale securities	10, 24	22,358	—
Other long term assets		9,535	—
Long term backlog asset	9	—	44
Customer relationships	9	33,716	—
Trade names	9	89,953	83,393
Port terminal operating rights	9	31,310	29,179
Favorable lease terms	9	192,899	229,393
Goodwill	3	147,632	79,810
Total non-current assets:		<u>1,748,215</u>	<u>1,122,759</u>
Total assets:		<u>\$ 2,253,624</u>	<u>\$ 1,971,004</u>
<b>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY</b>			
Current liabilities:		\$ 72,520	\$ 106,665
Accounts payable	2	9,096	—
Dividends payable	11	34,468	37,926
Accrued expenses	8	11,319	31,056
Deferred income	13	128,952	256,961
Short term derivative liability	2, 22	—	3,663
Deferred tax liability	12	15,177	14,220
Current portion of long term debt		<u>271,532</u>	<u>450,491</u>
Total current liabilities:		<u>499,344</u>	<u>804,356</u>
Senior notes, net of discount	12	574,194	301,680
Long term debt, net of current portion	9	76,684	96,217
Unfavorable lease terms	8, 14	47,827	638
Long term liabilities and deferred income	2, 22	26,573	53,807
Deferred tax liability	13	23,691	818
Long term derivative liability		<u>1,047,313</u>	<u>751,309</u>
Total non-current liabilities:		<u>1,315,845</u>	<u>1,201,800</u>
Total liabilities:	23	<u>128,959</u>	<u>—</u>
Minority interest	15	—	—
Commitments and contingencies		—	—
Stockholders' equity		—	—
Preferred stock — \$0.0001 par value, authorized 1,000,000 shares, None issued		—	—
Common stock — \$0.0001 par value, authorized 250,000,000 shares, issued and outstanding 100,488,784 and 106,412,429 as of December 31, 2008 and 2007, respectively		10	11
Additional paid-in capital		494,719	536,306
		<u>504,729</u>	<u>547,317</u>
		<u>\$ 2,253,624</u>	<u>\$ 1,971,004</u>

Source: Navios Maritime Holdings Inc., 20 F April 14, 2009

Prepared by Molyneux & Partners Research SA

	(22,578)	(19,939)
Accumulated other comprehensive loss	333,669	252,826
Retained earnings	605,826	769,264
Total stockholders' equity	<u>\$ 2,253,624</u>	<u>\$ 1,971,004</u>
Total liabilities and stockholders' equity		

See notes to consolidated financial statements.  
F-5

Πίνακας 7: Ενοποιημένες δηλώσεις εισοδήματος, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME  
(Expressed in thousands of U.S. Dollars — except per share data)

	Note	Year Ended December 31, 2007	Year Ended December 31, 2007	Year Ended December 31, 2006
Revenue	20	\$ 1,246,062	\$ 758,420	\$ 205,375
Gain on forward freight agreements	13	16,244	26,379	19,786
Time charter, voyage and logistic business expenses		(1,066,239)	(557,573)	(84,225)
Direct vessel expenses		(26,621)	(27,892)	(19,863)
General and administrative expenses		(40,001)	(23,058)	(15,057)
Depreciation and amortization	8,9	(57,062)	(31,900)	(37,129)
Provision for losses on accounts receivable	6	2,185	3,507	—
Interest income from investments in finance lease		7,753	10,819	3,832
Interest income	12	(49,128)	(51,089)	(47,429)
Interest expense and finance cost, net	19	27,817	167,511	1,819
Gain on sale of assets/partial sale of subsidiary		948	—	(472)
Other income		(12,584)	(2,046)	—
Other expense		—	—	—
Income before equity in net earnings of affiliated companies and joint venture		46,700	273,523	20,395
Equity in net earnings of affiliated companies and joint venture	10,17	17,431	1,929	674
Income before taxes and minority interest		\$ 64,137	\$ 275,452	\$ 21,069
Income taxes	2,23	\$ 26,114	\$ (4,423)	\$ —
Income before minority interest	23	\$ 120,250	\$ 271,001	\$ 21,069
Minority interest		(1,723)	—	—
Net income		\$ 118,527	\$ 271,001	\$ 21,069
Less:			(4,195)	—
Incremental fair value of securities offered to induce warrants exercise		—	—	—
Income available to common shareholders		\$ 118,527	\$ 266,806	\$ 21,069
Earnings per share, basic		\$ 1.14	\$ 2.87	\$ 0.38
Weighted average number of shares, basic	21	104,345,083	92,820,943	54,894,402
Earnings per share, diluted		\$ 1.10	\$ 2.68	\$ 0.38
Weighted average number of shares, diluted	21	107,344,748	99,429,533	55,529,688

See notes to consolidated financial statements.  
F-4

Πίνακας 8: Ενοποιημένες δηλώσεις ιδίων κεφαλαίων, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF STOCKHOLDERS' EQUITY  
(Expressed in thousands of U.S. Dollars — except per share data)

	Number of Common Shares	Common Stock	Additional Paid-in Capital	Retained Earnings	Accumulated Other Comprehensive Income (Loss)	Total Stockholders' Equity
Balance December 31, 2005	44,239,318	\$ 4	\$ 205,593	\$ 21,069	\$ —	\$ 207,758
Net income	—	—	—	—	(13,987)	(13,987)
Other comprehensive income (loss)	—	—	—	—	4,171	4,171
Change in fair value of financial instruments	—	—	—	—	—	—
Reclassification to earnings	—	—	—	—	—	—
Total comprehensive income	—	—	—	—	—	—
Issuance of common stock in connection with the acquisition of vessels (Note 8)	1,161,535	—	5,134	—	—	5,134
Issuance of common stock (Note 13)	16,687,273	2	63,451	(15,382)	—	(15,382)
Dividends declared/paid	—	6	276,178	848	(9,816)	274,216
Balance December 31, 2006	62,088,127	\$ 6	\$ 276,178	\$ 271,001	\$ —	\$ 271,001
Net income	—	—	—	—	(19,939)	(19,939)
Other comprehensive income (loss)	—	—	—	—	9,816	9,816
Change in fair value of financial instruments	—	—	—	—	—	—
Reclassification to earnings	—	—	—	—	—	—
Total comprehensive income	—	—	—	—	—	—
Issuance of common stock in connection with the construction of two vessels (Note 8)	1,397,624	—	20,000	—	—	20,000
Issuance of common stock (Note 13)	42,779,414	3	239,562	—	—	239,567
Dividends declared/paid	147,264	—	566	—	—	566
Stock based compensation expenses (Note 14)	—	—	—	(26,023)	—	(26,023)
Dividends declared/paid	—	—	—	252,826	(19,939)	769,204
Balance December 31, 2007	106,412,429	\$ 11	\$ 536,596	\$ 118,527	\$ —	\$ 118,527
Net income	—	—	—	—	(22,578)	(22,578)
Other comprehensive income (loss)	—	—	—	—	19,939	19,939
Unrealized holding losses on investments in available for sale securities (Note 24)	—	—	—	—	—	—
Reclassification to earnings	—	—	—	—	—	—
Total comprehensive income	—	—	—	—	—	—
Issuance of common stock (Note 13)	1,351,368	—	6,756	—	—	(51,033)
Reclassification of treasury shares (Note 13)	(7,534,870)	(1)	(51,032)	—	—	2,689
Stock based compensation expenses (Note 14)	239,857	—	2,689	—	—	(37,664)
Dividends declared/paid	—	—	—	(37,684)	—	—
Balance December 31, 2008	100,488,784	\$ 10	\$ 494,719	\$ 333,669	\$ (22,578)	\$ 805,320

See notes to consolidated financial statements.  
F-6

Πίνακας 9: Ενοποιημένες χρηματικών ροών, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS  
(Expressed in thousands of U.S. Dollars)

	Year Ended December 31, 2006	Year Ended December 31, 2007	Year Ended December 31, 2008
<b>OPERATING ACTIVITIES:</b>			
Net income	\$ 118,527	\$ 271,001	\$ 21,069
Adjustments to reconcile net income to net cash (used in) provided by operating activities:			
Depreciation and amortization	8,9	57,062	37,129
Amortization and write-off of deferred financing cost		2,077	1,856
Amortization of deferred dry dock costs		1,933	1,087
Provision for losses on accounts receivable	6	2,668	—
Unrealized (gain) loss on FFA derivatives	13	8,220	(12,232)
Unrealized loss on warrants	13	5,282	—
Unrealized (gain) on foreign exchange contracts	13	1,874	1,279
Unrealized (gain) loss on interest rate swaps	14	2,664	566
Share based compensation	19	(27,817)	(167,511)
Gains on sale of assets/partial sale of subsidiary	2, 22	(56,113)	4,451
Deferred taxes			
Earnings in affiliates and joint ventures, net of dividends received	10,17	(4,517)	(1,251)
Minority interest	23	1,723	—
Changes in operating assets and liabilities:			
(Increase) decrease in restricted cash		68,839	(67,473)
(Increase) decrease in accounts receivable		2,473	(76,016)
(Increase) decrease in prepaid expenses and other current assets		18,704	(29,811)
(Increase) decrease in due from affiliates		2,781	(4,455)
Increase (decrease) in accounts payable		(42,154)	59,946
Increase (decrease) in accrued expenses		(10,584)	20,088
Increase (decrease) in deferred voyage revenue		(19,737)	26,398
Decrease in long term liability		13,627	(341)
Increase (decrease) in derivative accounts		(167,297)	70,419
Payments for dry dock and special survey costs		(3,653)	(2,426)
Net cash (used in) provided by operating activities:		128,076	58,432
<b>INVESTING ACTIVITIES:</b>			
Acquisition of subsidiary, net of cash acquired	3	(107,569)	(145,436)
Deposits in escrow in connection with acquisition of subsidiary	3	(2,500)	—
Proceeds from sale of assets	19	70,088	353,300
Receipts from finance lease		4,843	9,049
Deposits for vessel acquisitions	8	(197,853)	(188,254)
Acquisition of vessels	8	(118,814)	(44,510)
Purchase of property and equipment	8	(100,832)	(600)
Net cash used in investing activities:		(452,637)	(111,463)
<b>FINANCING ACTIVITIES:</b>			
Proceeds from long term loan	12	314,827	141,914
Proceeds from senior notes, net of discount	12	—	—
Repayment of long term debt and payment of principal	12	(52,563)	(135,945)
Debt issuance costs		(2,310)	(3,228)
Issuance of common stock	18	6,749	239,567
Dividends paid		(28,588)	(26,023)
Acquisition of treasury stock	18	(51,033)	—
Net cash provided by financing activities:		157,082	216,285
Increase (decrease) in cash and cash equivalent:		(293,943)	327,999

Prepared by Management\* (Unaudited Figures)

Source: Navios Maritime Holdings Inc. 20-F, April 13, 2009

Cash and cash equivalent, beginning of year/period	427,607	99,658	37,737
Cash and cash equivalent, end of year/period	\$ 133,624	\$ 427,597	\$ 99,658
<b>SUPPLEMENTAL DISCLOSURES OF CASH FLOW INFORMATION</b>			
Cash paid for interest	\$ 48,570	\$ 46,423	\$ 38,917
Cash paid for income taxes	\$ 2,553	\$ —	\$ —

## 6.1 Εταιρικές Χρηματοοικονομικές Αναλύσεις και Προτάσεις για Έρευνα

Στην συνέχεια κάνουμε χρηματοοικονομική ανάλυση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων Ελληνικών συμφερόντων που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο του NYSE, με βάση χρηματοοικονομικούς δείκτες τους οποίους αναλύσαμε και των οποίων τα μεγέθη αναφέρονται στις λογιστικές καταστάσεις τέλους έτους ή τέλους περιόδου που δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις (όπως στο πιο πάνω παράδειγμα). Συγκεκριμένα για κάθε επιχείρηση ξεχωριστά θα κάνουμε πρώτα μια σύντομη περιγραφή της, θα αναθέσουμε τον πίνακα με τους χρηματοοικονομικούς της δείκτες, θα κάνουμε ερμηνεία των δεικτών και τέλος θα γράψουμε τις παρατηρήσεις και τα συμπεράσματα μας για την πορεία της. Η περίοδος την οποία θα μελετήσουμε αρχίζει από 1-1-2005 και τελειώνει 30-9-2009. Ο λόγος για τον οποίο το έτος 2009 μελετάμε εννεάμηνο αντί για το πλήρες έτος είναι ότι την στιγμή που γραφόταν αυτή η έρευνα δεν είχαν αναρτηθεί ακόμα οι ετήσιες καταστάσεις από τις επιχειρήσεις του δείγματος μας. Στο τέλος των εταιρικών αναλύσεων, δεδομένου ότι σαν δείγμα μας έχουμε πάρει το σύνολο σχεδόν των Ελληνόκτητων εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών στο NYSE μπορούμε να εξάγουμε ασφαλή παρατηρήσεις και συμπεράσματα για την πορεία της ναυτιλίας μας σε αυτή την χρηματογορά και για το πώς αντιμετώπισε την οικονομική κρίση.

Πρέπει πάντως να αναφέρουμε σε αυτό το σημείο ότι για να γίνει σωστή ανάλυση των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών (π.χ. ως προς τις σχέσεις ίδια προς ξένα κεφάλαια) πρέπει να γνωρίζουμε πόση ήταν η αξία των εταιριών πριν την εισαγωγή και ποιοι ήταν οι μέτοχοι. Για παράδειγμα μια ναυτιλιακή επιχείρηση μπορεί από μικρή οικογενειακής μορφής να γίνει μεγάλη πολυμετοχικής μορφής. Αν δεν γνωρίζουμε την πραγματική της αξία πριν την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο δεν θα μπορούμε να κρίνουμε εκ' του ασφαλούς για το κατά πόσο αυτή η εταιρία ωφελήθηκε πραγματικά από την εισαγωγή της. Τέτοια δεδομένα για τις εταιρίες βέβαια δεν είναι εύκολα διαθέσιμα και για αυτό τον λόγο αποτελούν περιορισμό στην παρούσα μελέτη.

Αναφέρουμε ότι μια πρόταση για περαιτέρω έρευνα, που θα μπορούσε ενδεχομένως να γίνει από την ακαδημαϊκή κοινότητα ή τον επιχειρηματικό κόσμο και να αποβεί χρήσιμη, θα ήταν η μελέτη και χρηματοοικονομική ανάλυση ναυτιλιακών επιχειρήσεων Ελληνικών συμφερόντων, ασχέτως με το αν είναι εισηγμένες ή όχι, για τρία έτη πριν και τρία έτη μετά από την κρίση που υπήρχε στον ναυτιλιακό κλάδο την περίοδο 1981 ως 1987 προς εξαγωγή σχετικών συμπερασμάτων για την παρούσα κρίση. Επίσης μια έρευνα που θα μπορούσε να αποβεί εξαιρετικά χρήσιμη θα ήταν η μελέτη των

αποτελεσμάτων της κρίσης του 2008 μακροπρόθεσμα στον ναυτιλιακό κλάδο. Αυτή την στιγμή που γράφετε η παρούσα μελέτη κάνουμε κάποιες προβλέψεις για την μελλοντική πορεία του κλάδου οι οποίες δεν γνωρίζουμε αν θα επαληθευτούν. Όταν στο μέλλον δημοσιευτούν τα οικονομικά στοιχεία εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών για την περίοδο 2010 με 2014 για παράδειγμα, μια παρόμοια χρηματοοικονομική ανάλυση θα μας επέτρεπε να βγάλουμε συμπεράσματα για το αν η παρούσες προβλέψεις ήταν ορθές και το πιο σημαντικό θα μας βοηθούσε να δούμε την μακροχρόνια αντίδραση του κλάδου στους κλυδωνισμούς της παγκόσμιας οικονομίας και πως αυτός αναμένουμε να αντιδράσει ξανά σε μια πιθανή μελλοντική κρίση.

### 6.1.1 Εταιρία Excel Maritime Carriers Ltd.



Η εταιρία Excel Maritime Carriers Ltd. είναι ένας παγκόσμιος μεταφορέας ξυρών φορτίων, περιλαμβανομένων σιδήρου, κάρβουνου και σιτηρών. Με δεδομένα του 2009 έχει υπό την ιδιοκτησία της 47 πλοία διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της στο NYSE είναι το EXM.

#### Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

**Πίνακας 10:** Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Excel Maritime Carriers

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης					
<b>Μικτό Περιθώριο Κέρδους</b>	75882 /	44001 /	92062 /	50229 /	258397 /
	118604 =	124109 =	177507 =	696060 =	570365 =
	0,639	0,354	0,518	0,072	0,453*
<b>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</b>	68070 /	31529 /	84506 /	(33589) /	257882 /
	118082 =	124109 =	177507 =	696060	570365 =
	0,576	0,254	0,476		0,452*
<b>Συνολική</b>	75882 /	44001 /	92062 /	50229 /	258397 /

Αποδοτικότητα	561025 = 0,135	549351 = 0,08	824396 = 0,111	3332953 = 0,015	3228357 = 0,08*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	68070 / 287989 = 0,236	31529 / 320161 = 0,098	84506 / 399821 = 0,211	(33589) / 1007287	257882 / 1418922 = 0,181*
Δανειακή Επιβάρυνση	215926 / 561025 = 0,384	185471 / 549351 = 0,337	368585 / 824396 = 0,447	2010763 / 3332953 = 0,603	1555745 / 3228357 = 0,481
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	70547 / 57110 = 1,235	95788 / 43719 = 2,19	252734 / 55990 = 4,513	127050 / 314903 = 0,4	160534 / 253690 = 0,632
Παγιοποίηση Περιουσίας	466192 / 561025 = 0,83	438401 / 549351 = 0,798	528630 / 824396 = 0,641	2895337 / 3332953 = 0,868	2808488 / 3228357 = 0,869
Κάλυψη Μερισμάτων	68070 / 0	31529 / 0	84506 / 23939 = 3,53	(33589) / 22201	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Μικτό Περιθώριο Κέρδους = 302423 / 506907 = 0,596, Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = 276153 / 506907 = 0,544, Συνολική Αποδοτικότητα = 276153 / 3316809 = 0,083, Ιδιωφελής Αποδοτικότητα = 276080 / 1053398 = 0,262.

### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Excel Maritime Carriers Ltd. μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

#### Ι. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης παρουσιάζει μια απότομη μείωση της αποδοτικότητας μεταξύ των ετών 2005 με 2006. Όμως αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι το 2005 έχουν συμπεριληφθεί κέρδη (26795 \$) από πωλήσεις πλοίων. Εάν αφαιρεθούν αυτά τα κέρδη ο δείκτης του 2006 προσδιορίζεται στο 0,413.

Γενικά ο δείκτης, αφού ληφθεί υπ' όψιν η παραπάνω παρατήρηση για τα έτη 2005 με 2006, παρουσιάζει μια μικρή αύξηση του μικτού περιθωρίου κέρδους από το 2005 ως το 2007, αλλά παρουσιάζεται μια υπερβολικά μεγάλη μείωση το έτος 2008. Την μείωση του έτους 2008 ελάχιστα την αποδίδουμε στην επελθούσα παγκόσμια οικονομική κρίση (αφού την Ναυτιλία άρχισε να την επηρεάζει προς το τέλος του δευτέρου εξαμήνου του 2008). Σχετικά την αποδίδουμε στην πολύ μεγάλη αύξηση των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων (+445%) για το ίδιο έτος, αλλά ο κύριος και καθοριστικός παράγοντας είναι η απομείωση της αξίας πλοίων κατά 335404 \$ που έχει συμπεριληφθεί στα κόστη της χρήσης του έτους 2008. Τα αποτελέσματα του δείκτη για το εννεάμηνο του 2009 είναι συγκρίσιμα μόνο με τα αποτελέσματα του αντίστοιχου εννεαμήνου του 2008 που δείχνουν μια μικρή μείωση του μικτού περιθωρίου κέρδους για το έτος 2009.

Σε γενικές γραμμές και αφού ληφθεί υπ' όψιν η απομείωση της αξίας των πλοίων που αναφέρεται παραπάνω για το έτος 2008, η οικονομική κρίση δεν φαίνεται να επηρεάζει πολύ σημαντικά την πορεία του δείκτη έναντι του 2008 και αυτό παρά τον τετραπλασιασμό και πλέον του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας κατά το έτος 2008 έναντι του 2007. Διευκρινίζουμε εδώ ότι όταν αναφερόμαστε σε πωλήσεις μέσα στο πλαίσιο ναυτιλιακών επιχειρήσεων εννοούμε συνήθως την παροχή υπηρεσιών από την μεταφορά φορτίου δια θαλάσσης. Επομένως στις αναλύσεις αυτού του κεφαλαίου τόσο στο καθαρό και στο μικτό περιθώριο κέρδους, όσο και αλλού, χρησιμοποιούμε τον όρο πωλήσεις υπό αυτή την έννοια. Όταν στις πωλήσεις συμπεριλαμβάνονται και εισροές από πωλήσεις πλοίων, αυτές δεν είναι μέρος της λειτουργίας μιας τυπικής ναυτιλιακής επιχείρησης.

## II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης, αφού ληφθούν υπ' όψιν οι παρατηρήσεις για κέρδος από πωλήσεις πλοίων και για απομείωση της αξίας των πλοίων, δείχνει μια αξιοσημείωτη σταθερότητα. Ουσιαστικά φαίνεται ότι η οικονομική κρίση ελάχιστα επηρέασε τον δείκτη τουλάχιστον μέχρι και το εννεάμηνο του 2009.

### III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Η σχέση του δείκτη για το 2005 και το 2008 αφού λάβουμε υπ' όψιν μας τα κέρδη 26795 \$ του 2005 από πωλήσεις πλοίων και την απομείωση της αξίας πλοίων της εταιρίας κατά 335404 \$ για το 2008, διαμορφώνεται σε 0,087 το 2005 και 0,115 το 2008. Με βάση τις παραπάνω τακτοποιήσεις φαίνεται ότι ο δείκτης της συνολικής αποδοτικότητας δείχνει μια αύξηση στο διάστημα 2005 έως 2008 σχεδόν 32% αλλά στο εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται μια μείωση περίπου 30% έναντι του 2008 πράγμα που οφείλεται στην παγκόσμια οικονομική κρίση.

### IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Εφαρμόζοντας την ίδια τακτοποίηση στα αποτελέσματα εκμετάλλευσης και χρήσης για τα έτη 2005 και 2008, ώστε η πορεία των δεικτών να είναι συγκρίσιμη χωρίς έκτακτα περιστατικά, οι δείκτες διαμορφώνονται για το 2005 σε 0,143 και για το 2008 σε 0,299. Με βάση τις παραπάνω τακτοποιήσεις παρατηρούμε ότι ο δείκτης της ιδιωφελούς αποδοτικότητας παρουσιάζει μια μικρή τάση βελτίωσης για την σειρά των ετών 2005 ως 2008, εκτός του έτους 2006 που παρουσιάζει μια μικρή κάμψη. Για το εννεάμηνο του 2009 ο δείκτης δείχνει να επηρεάζεται ελαφρά αρνητικά σε ποσοστό 12,3% και αυτό είναι αποτέλεσμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

### V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας σε σχέση με τα απασχοληθέντα κατά έτος κεφάλαια παρουσιάζει από το έτος 2007 μια αυξητική τάση που την παρατηρούμε σε μεγαλύτερο βαθμό το 2008 λόγω χρηματοδότησης της κτήσης νέων πλοίων. Αυτή η τάση σταματάει το εννεάμηνο του 2009 λόγω μεγάλης αύξησης των ιδίων κεφαλαίων.



## VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης μέχρι το 2007 παρουσιάζεται πολύ θετικός αλλά το έτος 2008 έχει μια υπερβολική επιδείνωση που θα επέφερε στην εταιρία μεγάλες δυσκολίες για την κάλυψη των τρεχόντων υποχρεώσεων της. Το εννέαμηνο του 2009 παρουσιάζεται μια σχετική βελτίωση αλλά και πάλι η εταιρία δείχνει να έχει πρόβλημα ταμειακής ρευστότητας.

## VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Η πορεία αυτού του δείκτη δείχνει εκτός του έτους 2007 να βρίσκεται μέσα στα όρια της παγιοποίησης που επιβάλλεται για τις Ναυτιλιακές επιχειρήσεις. Όμως το έτος 2008 η εταιρία υλοποίησε ένα πολύ φιλόδοξο επιχειρησιακό σχέδιο και πολλαπλασίασε το πάγιο ενεργητικό της (κτήση πλοίων) κατά 547%, δηλαδή από αξία 528630 \$ το έτος 2007, έφτασε σε αξία 2895337 \$ το έτος 2008. Η αύξηση της παγιοποίησης χρηματοδοτήθηκε περίπου κατά 80% από σύναψη μακροπρόθεσμου δανεισμού και το υπόλοιπο από ίδια κεφάλαια. Όμως το εννέαμηνο του 2009 η εταιρία μείωσε τον δανεισμό κατά 455018 \$ από ίδια κεφάλαια και έτσι επήλθε μια σχετική καλή ισορροπία μεταξύ ιδίων και ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων.

## IX. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Η εταιρία όπως παρατηρούμε δεν χορήγησε μερίσματα τα έτη 2005 και 2006 αλλά χορήγησε αντίθετα τα έτη 2007 και 2008. Αυτό έγινε παρά το αρνητικό αποτέλεσμα κατά το έτος 2008. Η παραπάνω στρατηγική όσον αφορά τα μερίσματα μπορεί να έχει διάφορες εξηγήσεις όπως για παράδειγμα μια προσπάθεια για διατήρηση των κύριων μετόχων της εταιρίας πάνω στην διαφανόμενη κρίση.

## Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Οι δείκτες της εταιρίας δείχνουν μια σχετικά καλή εικόνα, ακόμα και αυτοί που αναφέρονται στο εννεάμηνο του 2009 στο οποίο η παγκόσμια οικονομική κρίση έπληξε και τις ναυτιλιακές εταιρίες.
- 2) Παρά την επελθούσα οικονομική κρίση και παρά την υπερβολικά φιλόδοξη κτήση πάγιων στοιχείων το έτος 2008, σε βαθμό που κατατάσσει την συγκεκριμένη εταιρία πρώτη από τις εξεταζόμενες εταιρίες σε πάγιο εξοπλισμό, η εταιρία δείχνει ότι ανταπεξέρχεται ικανοποιητικά στους κλυδωνισμούς τόσο της οικονομικής κρίσης όσο και της τόσο σημαντικής αύξησης του οικονομικού της μεγέθους.
- 3) Θα πρέπει να επισημάνουμε το γεγονός ότι τόσο το έτος 2008 όσο και το εννεάμηνο του 2009 υπήρξε σημαντική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, στοιχείο που σημαίνει ότι οι μέτοχοι διατηρούν σημαντικά περιθώρια σε στιγμές ανάγκης ώστε να χρηματοδοτήσουν την εταιρία.
- 4) Το μόνο στοιχείο που είναι αρνητικό στην καθημερινότητα της εταιρίας είναι το στοιχείο της τρέχουσας ταμειακής ρευστότητας, όμως θεωρούμε το στοιχείο αυτό δευτερεύον και ότι σύντομα είναι πολύ πιθανό να βελτιωθεί.

## Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Με βάση τα παραπάνω εκτιμούμε ότι εάν η οικονομική κρίση ξεπεραστεί (ήδη υπάρχουν στοιχεία για ανάκαμψη της παραγωγής και κατ' επέκταση των αγορών με βάση τους διεθνείς οικονομικούς αναλυτές) τότε η εταιρία δεν θα αντιμετωπίσει καθοριστικά προβλήματα στην πορεία της και θα επιτύχει στους στόχους της.

Εκτιμούμε ότι η διατήρηση των δεικτών του περιθωρίου κέρδους και της αποδοτικότητας σε ανεκτά επίπεδα το εννιάμηνο του 2009, έναντι του 2008, μάλλον οφείλεται σε προσυμφωνημένα ναυλοσύμφωνα που είχε υπογράψει η εταιρία για την περίοδο του 2009, έτος που ορατά έπληξε την οικονομική κρίση και την ναυτιλία.

### 6.1.2 Εταιρία Tsakos Energy Navigation Limited



Η Tsakos Energy Navigation είναι ένας διεθνής μεταφορέας ακατέργαστου πετρελαίου και παραγώγων καθώς και σε μικρότερο ποσοστό, υγροποιημένων αερίων. Το σύνολο των πλοίων της εταιρίας, τα οποία είναι κυρίως τάνκερς διαφόρων μεγεθών, ανέρχονται σε 46. Το σύμβολό της στο NYSE είναι το TNP.

#### Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Tsakos Energy Navigation Limited

Πηγή: Ίδια επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
<b>Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης</b>					
<b>Μικτό Περιθώριο Κέρδους</b>	154765 / 295623 = 0,523	205246 / 427654 = 0,479	249702 / 500617 = 0,498	278838 / 623040 = 0,447	80660 / 346694 = 0,232
<b>Καθαρό Περιθώριο Κέρδους</b>	161755 / 295623 = 0,547	196404 / 427654 = 0,459	183171 / 500617 = 0,365	202931 / 623040 = 0,325	45336 / 346694 = 0,13*
<b>Συνολική Αποδοτικότητα</b>	154765 / 1089174 = 0,142	205246 / 1969875 = 0,104	249702 / 2362776 = 0,105	278838 / 2602317 = 0,107	80660 / 2613107 = 0,03*
<b>Ίδιωφελής Αποδοτικότητα</b>	161755 / 607186 = 0,266	196404 / 755273 = 0,260	183171 / 854540 = 0,214	202931 / 910658 = 0,222	45336 / 924765 = 0,049*
<b>Δανειακή</b>	390470 /	1113170 /	1348971 /	1502171 /	1473345 /

Επιβάρυνση	1089174 = 0,358	1969875 = 0,565	2362776 = 0,570	2602317 = 0,577	2613107 = 0,56
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	191734 / 91518 = 2,095	222493 / 101430 = 2,193	276053 / 159265 = 1,73	370781 / 189488 = 1,956	334678 / 214997 = 1,556
Παγιοποίηση Περιουσίας	861790 / 1089174 = 0,791	1719889 / 1969875 = 0,873	2069922 / 2362776 = 0,876	2209204 / 2602317 = 0,848	2256908 / 2613107 = 0,863
Κάλυψη Μερισμάτων	161755 / 38555 = 4,19	196404 / 22495 = 8,73	183171 / 60159 = 3,04	202931 / 67595 = 3	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $175317 / 466987 = 0,375$ , Ίδιωφελής Αποδοτικότητα =  $175317 / 915115 = 0,191$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $221311 / 2602317 = 0,11$ .

### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Tsakos Energy Navigation Limited μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

#### Ι. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης παρουσιάζει από το έτος 2005 ως και το έτος 2008 μια συνολική μείωση της τάξης του 14,5% με μικρές αυξομειώσεις από έτος σε έτος. Η μείωση όμως εκπιμούμε ότι είναι απόρροια των διαρθρωτικών προβλημάτων που, όπως είναι φυσικό, ανακύπτουν λόγω του μεγάλου βαθμού αύξησης, κυρίως από το έτος 2006, του πάγιου ενεργητικού και κατ' επέκταση του συνολικού ενεργητικού της εταιρίας (αύξηση 99,5% πάγιου ενεργητικού το έτος 2006 έναντι του έτους 2005).

Το εννεάμηνο όμως του 2009 παρατηρούμε μια μείωση του μικτού περιθωρίου κέρδους σε ποσοστό -48% έναντι του 2008. Αυτό αποδίδεται στην επεληθούσα οικονομική κρίση, όπου το 2009 γίνονται ορατές οι επιπτώσεις της και στην ναυτιλία.

## II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης παρουσιάζει μεταξύ των ετών 2005 έως 2008 μια συνολική μείωση της τάξης του 40,5%, η οποία είναι μεν σημαντική, αλλά την εντάσσουμε μέσα στα φυσιολογικά πλαίσια των διαρθρωτικών προβλημάτων που δημιουργούνται από την υλοποίηση των μεγάλων επιχειρησιακών στόχων της εταιρίας για την επέκταση της στην αγορά. Όμως το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται μια πολύ μεγάλη μείωση έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 που σε ποσοστό προσδιορίζεται στο 65,3%. Η μείωση αυτή αποκλειστικά την αποδίδουμε στην παγκόσμια οικονομική κρίση.

## III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Η σχέση του δείκτη της συνολικής αποδοτικότητας παρουσιάζει από το έτος 2005 έως και το έτος 2008 μια συνολική μείωση της τάξης του 24,6%, η οποία όμως επήλθε ουσιαστικά στο έτος 2006, κατά το οποίο η εταιρία έκανε φιλόδοξη επέκταση στην αγορά των ναυτιλιακών μεταφορών με αύξηση της αξίας των πάγιων στοιχείων της, όπως προαναφέρθηκε, κατά 99,5% (συγκριτικά με το 2005). Για τα ενδιάμεσα έτη, μεταξύ 2006 και 2008, παρουσιάζεται μια σχετική σταθερότητα της συνολικής αποδοτικότητας με τάση πολύ μικρής βελτίωσης. Όμως για το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται μια υπέρμετρη μείωση στην σχέση του δείκτη σε ποσοστό 72,7%. Αυτό το αποδίδουμε στην παγκόσμια οικονομική κρίση και στις επιπτώσεις της τόσο στον όγκο των μεταφερομένων αγαθών όσο και κατ' επέκταση στις τιμές των ναύλων.

## IV. Δείκτης Ιδιοφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης μεταξύ των ετών 2005 ως 2008 παρουσιάζει μια συνολική μείωση της τάξης του 16,5% η οποία είναι σε αρκετά ανεκτά επίπεδα με βάση τα δεδομένα που δημιούργησε το φιλόδοξο πρόγραμμα επέκτασης της εταιρίας. Για το εννεάμηνο του 2009 σε σύγκριση με το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008 ο δείκτης δείχνει μια υπέρμετρη μείωση της τάξης του 74,3% σαν αποτέλεσμα της παγκόσμιας οικονομικής ύφεσης.

## V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Η σχέση του δείκτη, από πολύ θετική για το έτος 2005, εξελίχθηκε σε σχετικά καλή για τα επόμενα έτη και αυτό επειδή η χρηματοδότηση της σημαντικής επέκτασης της εταιρίας προήλθε σε ποσοστό περίπου 71% από ξένα δανειακά κεφάλαια και το υπόλοιπο από ίδια κεφάλαια καταβληθέντα από τους μετόχους.

## VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Η εταιρία δεν φαίνεται να αντιμετωπίζει τρέχοντα ταμειακά προβλήματα αφού οι δείκτες για το διάστημα από το έτος 2005 ως και το εννεάμηνο του έτους 2009 βλέπουμε ότι είναι σε αρκετά καλά επίπεδα. Αυτό είναι ένα δεδομένο πολύ θετικό για την καθημερινή δράση της εταιρία αφού της παρέχει το στοιχείο της απρόσκοπτης ταμειακής ρευστότητας.

## VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο δείκτης παρατηρούμε ότι κινείται σε ορθολογικά επίπεδα για μια ναυτιλιακή εταιρία κατά το σύνολο του χρονικού διαστήματος από το έτος 2005 έως και το εννεάμηνο του έτους 2009. Το δεδομένο αυτό δείχνει ότι η εταιρία δίνει μεγάλο ενδιαφέρον για την υγιή διάθρωση των στοιχείων του ενεργητικού της.

## IX. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Η εταιρία για τα έτη 2005 ως 2008 είχε αρκετή ευχέρεια κάλυψης των ετήσιων μερισμάτων. Πρόβλημα ενδεχομένως θα προκύψει για το έτος 2009 οπου ή τα μερίσματα θα είναι πολύ μικρού ύψους (πράγμα το οποίο επίσης είναι αμφίβολο) ή εάν δοθούν θα δοθούν από κέρδη παρελθουσών χρήσεων.

## Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Οι επί μέρους εξεταζόμενοι δείκτες της εταιρίας παρουσιάζουν μια καλή εικόνα για το διάστημα των ετών 2005 ως 2008. Η σχετική μείωση των δεικτών του περιθωρίου κέρδους και της αποδοτικότητας κύρια παρατηρούνται στο έτος 2006 έναντι του 2005, όμως η μείωση θα πρέπει να θεωρηθεί φυσιολογική και να αποδοθεί εξ' ολοκλήρου στο φιλόδοξο πρόγραμμα επέκτασης της εταιρίας του οποίου η υλοποίηση κύρια σημειώνεται το 2006 (με τον διπλασιασμό σχεδόν της αξίας του πάγιου ενεργητικού της). Όσον αφορά το εννεάμηνο του 2009, εκεί παρατηρούμε μια πολύ μεγάλη μείωση έναντι του 2008 των δεικτών της αποδοτικότητας και του περιθωρίου κέρδους που, όπως προαναφέρθηκε, κυμαίνεται στους επί μέρους δείκτες από -48% έως και -74,3%. Τα αίτια αυτής της μείωσης αποδίδονται αποκλειστικά στην παγκόσμια οικονομική κρίση, της οποίας όμως ο βαθμός επίδρασης στις επιμέρους εταιρίες σχετίζεται και με τα κατά περίπτωση δεδομένα των εταιριών όπως κεφαλαιουχική διάθρωση, προσυμφωνημένα ναυλοσύμφωνα και άλλα.
- 2) Παρατηρούμαι ότι οι πωλήσεις της εταιρίας παρουσιάζουν ικανοποιητική άνοδο για το διάστημα 2005 ως 2008, που ουσιαστικά συμβαδίζει με την οικονομική επέκταση της εταιρίας για το ίδιο χρονικό διάστημα. Όμως στο εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται (με αναγωγή των στοιχείων του εννεάμηνου σε ετήσια βάση) μια μείωση των υπηρεσιών μεταφοράς κατά 25,8% που κρίνουμε ότι δεν είναι πολύ σημαντική αν αναλογισθούμε το μέγεθος της οικονομικής κρίσης. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία έχει ικανοποιητικό σύστημα πρόσβασης στην ναυλαγορά.
- 3) Η εταιρία στήριξε την οικονομική της επέκταση κύρια σε ξένο μακροπρόθεσμο δανεισμό, όμως εκ' παραλλήλου παρατηρούμε μια ικανοποιητική αύξηση των ιδίων κεφαλαίων η οποία συνεχίστηκε και εντός του 2009. Αυτή η δυνατότητα τοποθέτησης ιδίων κεφαλαίων, εάν υπάρχει και στο μέλλον θα είναι ένα βασικό

στοιχείο που θα βοηθήσει την εταιρία να ανταπεξέλθει στους κλυδωνισμούς που επέφερε η οικονομική κρίση.

Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Εκτίμηση μας είναι ότι εάν η τάση ανάκαμψης της παγκόσμιας οικονομίας που άρχισε το 2009 συνεχιστεί και εντέλει η παγκόσμια οικονομία ξεπεράσει πλήρως την κρίση που εκδηλώθηκε το 2008, τότε η ανάκαμψη του διεθνούς εμπορίου και κατ' επέκταση των μεταφορών θα επιτρέψει στην εταιρία να ξεπεράσει τα προβλήματα που δείχνει να την έπληξαν το 2009 και θα συνεχίσει θετικά την πορεία της στην παγκόσμια ναυτιλιακή αγορά.

#### 6.1.3 Εταιρία Danaos Corporation

**danans**

Η Danaos είναι ένας διεθνής διαχειριστής πλοίων εμπορευματοκιβωτίων που αναλαμβάνει κυρίως χρονοναυλοσύμφωνα. Με στοιχεία του 2009 η εταιρία έχει στην ιδιοκτησία της 41 πλοία εμπορευματοκιβωτίων διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της στο NYSE είναι το DAC.

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Danaos Corporation

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Χρηματοοικονομική Αξιολόγησης					
Μικτό	143679 /	108774 /	128694 /	148960 /	98501 /



Περιθώριο Κέρδους	241381 = 0,595	205177 = 0,53	258845 = 0,497	298905 = 0,498	234172 = 0,42
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	122850 / 241381 = 0,508	101082 / 205177 = 0,492	215264 / 258845 = 0,831	115238 / 298905 = 0,385	52271 / 234172 = 0,223*
Συνολική Αποδοτικότητα	143679 / 945758 = 0,151	108774 / 1297190 = 0,08	128694 / 2071791 = 0,062	148960 / 2828464 = 0,052	98501 / 3079410 = 0,031*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	122850 / 262725 = 0,467	101082 / 565852 = 0,178	215264 / 624904 = 0,344	115238 / 219034 = 0,526	52271 / 360647 = 0,144*
Δανειακή Επιβάρυνση	612549 / 945758 = 0,647	685624 / 1297190 = 0,528	1395774 / 2071791 = 0,673	2487215 / 2828464 = 0,879	2520951 / 3079410 = 0,818
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	64012 / 70484 = 0,908	59700 / 45714 = 1,305	132988 / 51113 = 2,6	250194 / 122215 = 2,047	292268 / 197812 = 1,477
Παγιοποίηση Περιουσίας	881746 / 945758 = 0,932	1237490 / 1297190 = 0,953	1938803 / 2071791 = 0,935	2578270 / 2828464 = 0,911	2787142 / 3079410 = 0,9
Κάλυψη Μερισμάτων	122850 / 0	101082 / 0	215264 / 101476 = 2,12	115238 / 101476 = 1,135	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

- Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $91607 / 220202 = 0,416$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $112798 / 2828464 = 0,039$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $91670 / 219034 = 0,418$ .

#### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Danaos Corporation μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

### I. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης για την περίοδο των ετών 2005 ως 2008 παρουσιάζει μια μικρή αρνητική τάση που κατανέμεται σχεδόν αρμονικά σε όλα τα έτη. Σαν σύνολο η μείωση για όλη την περίοδο ανέρχεται σε 16,3%. Για το εννεάμηνο του 2009 παρατηρούμε μια πτώση της τάξης του 15,6% έναντι του έτους 2008 που οφείλεται στην οικονομική κρίση

### II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης παρουσιάζει τάσεις σημαντικής αυξομείωσης μεταξύ των ετών 2005 ως 2008 αλλά συνολικά η μείωση για όλη την περίοδο 2005 ως 2008 ανέρχεται σε ποσοστό 24,2%. Για το εννεάμηνο του 2009 έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 παρουσιάζεται μια μείωση της τάξης του 46,39 % που αποδίδεται στην οικονομική κρίση.

### III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Ο δείκτης παρουσιάζει μια πολύ σημαντική πτώση για την περίοδο των ετών 2005 ως 2008 της τάξης του 65,5 % με το μεγαλύτερο ποσοστό της μείωσης να εντοπίζεται στο έτος 2006 (47%). Αυτό αποδίδεται στην μείωση των πωλήσεων το 2006 έναντι του 2005 που συνέβη παρά την σημαντική αύξηση της πάγιας περιουσίας της εταιρίας. Για το εννεάμηνο του 2009 παρατηρούμε μια μείωση της συνολικής αποδοτικότητας κατά 20,5% έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 σαν αποτέλεσμα της οικονομικής κρίσης. Εδώ θα πρέπει να επισημάνουμε όμως ότι ο δείκτης της συνολικής αποδοτικότητας ήδη από το 2006 κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα λόγω των μειωμένων πωλήσεων έναντι της υπέρμετρης αύξησης του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας.

#### IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης της ιδιωφελούς αποδοτικότητας παρουσιάζεται για τα έτη 2005 ως 2008 πάρα πολύ ικανοποιητικός, αλλά και για το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται σχετικά ικανοποιητικός παρά την μείωση του έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 κατά 65,5% λόγω της οικονομικής κρίσης.

#### V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας βλέπουμε ότι βρίσκεται διαρκώς σε αρκετά αρνητικά επίπεδα, με αποκορύφωμα το έτος 2008 που παρατηρούμε μια μεγάλη μείωση των ιδίων κεφαλαίων από 624904 χιλιάδες \$ το 2007 σε 219034 χιλιάδες \$ το 2008, με αντίστοιχη αύξηση των μακροχρόνιων δανειακών υποχρεώσεων κατά 756673 χιλιάδες \$.

#### VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι από αρνητικός το έτος 2005 δείχνει να βελτιώνεται σε σημαντικό βαθμό κατά τα επόμενα έτη και να κινείται σε πολύ θετικά επίπεδα με αποκορύφωση το έτος 2007. Αυτό το στοιχείο δίνει στην εταιρία σημαντική ευχέρεια τρέχουσας ταμειακής ρευστότητας στην καθημερινή της δράση.

#### VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο δείκτης για την συγκεκριμένη εταιρία όπως παρατηρούμε δείχνει γενικά να κινείται σε μάλλον υψηλότερα από το κανονικό επίπεδα. Επίσης βλέπουμε ότι η εταιρία διατηρεί τον βαθμό της παγιοποίησης της σταθερό σε όλο το χρονικό διάστημα το οποίο μελετάμε. Η υψηλή παγιοποίηση σε περίοδο μάλιστα παγκόσμιας οικονομικής κρίσης αποτελεί αρνητικό δεδομένο για την εταιρία.

## ΙΧ. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Η εταιρία δεν έδωσε μερίσματα στους μετόχους τα έτη 2005 και 2006 παρά την δυνατότητα που είχε. Διανομή μερισμάτων απέμεινε το 2007 (το 47 % των καθαρών κερδών της) και το 2008 (το 88% των καθαρών κερδών της).

### Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Η εταιρία παρά την αύξηση του πάγιου ενεργητικού της μεταξύ των ετών 2005 και 2008 κατά 192 % είχε αύξηση των πωλήσεων της για τα αντίστοιχα έτη μόνο κατά 23,8 %. Το παραπάνω αποτελεί ένα γεγονός πολύ αρνητικό για την εταιρία και δεν οφείλεται στην οικονομική κρίση η οποία άρχισε να επιδρά το 2008. Η αύξηση των πωλήσεων κατά έτος από το 2005 ως το 2008 βρίσκεται ήδη σε πολύ χαμηλά επίπεδα και αξιοσημείωτο επίσης είναι το γεγονός ότι παρατηρούμε και σημαντική πτώση των πωλήσεων το 2006 έναντι του 2005 (σε περίοδο δηλαδή που υπήρχε μεγάλη αύξηση του θαλάσσιου εμπορίου).
- 2) Η συνολική αποδοτικότητα της εταιρίας βρίσκεται σε υπερβολικά χαμηλά επίπεδα από το 2006 και αυτό αποτελεί από μόνο του ένα επίσης πολύ αρνητικό στοιχείο για την πορεία αυτής της εταιρίας.
- 3) Η ιδιωφελής αποδοτικότητα για όλα σχεδόν τα έτη βρίσκεται σε πολύ καλά επίπεδα, μη εξαιρουμένου και του εννεάμηνου του 2009 που ο δείκτης διατηρείτε ικανοποιητικός. Αυτό οφείλεται στην πολύ μικρή συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στην κεφαλαιουχική διάθρωση της εταιρίας και ενδεχομένως σε άλλους λόγους που μπορεί να υπάρχουν αλλά δεν έχουμε πρόσβαση στα αντίστοιχα στοιχεία ώστε να αναφερθούμε σε αυτούς.

- 4) Άξιο παρατήρησης είναι επίσης το γεγονός ότι η εταιρία μείωσε σημαντικά τα ίδια κεφάλαια της το 2008 και από 624904 χιλιάδες \$ που ήταν το 2007 τα έφερε στα 219034 χιλιάδες \$. Εκ' παραλλήλου το ίδιο έτος η εταιρία αύξησε σημαντικά τις ξένες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της και από 1395774 χιλιάδες \$ το 2007 τις αναβίβασε σε 2487215 χιλιάδες \$ το 2008.

Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την εξέταση των χρηματοοικονομικών δεδομένων, που αναλυτικά εξετάσαμε παραπάνω, εκτιμούμε ότι οι προοπτικές της εταιρίας δεν διαγράφονται ευοίωνες. Αυτό δεν οφείλεται στην οικονομική κρίση (η οποία βέβαια δεν βοηθάει την κατάσταση της εταιρίας), αλλά οφείλεται στην γενικότερη πορεία των οικονομικών δεδομένων της εταιρίας από το έτος 2006 ως και το εννεάμηνο του 2009 σε συνάρτηση με την οικονομική κεφαλαιουχική της διάρθρωση. Η οικονομική κρίση ίσως να είναι και το καθοριστικό στοιχείο το οποίο θα επισπεύσει ένα πιθανό τέλος για αυτή την εταιρία ή μια πολύ δραματική αλλαγή στην μορφή της ώστε να επιτευχθεί η διάσωση της.

#### 6.1.4 Εταιρία Navios Maritime Holdings Inc.



Navios

Η Navios Maritime Holdings είναι μια πολυεθνική εταιρία, οριζόντια επεκταμένη που δραστηριοποιείται στις θαλάσσιες μεταφορές και στα logistics. Τα φορτία που μεταφέρει είναι κυρίως χύδην ξηρά όπως μέταλλο, κάρβουνο και σιτηρά. Τα πλοία της εταιρίας είναι 53 σε αριθμό και διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της στο NYSE είναι το NM.

## Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

**Πίνακας 13:** Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Navios Maritime Holdings Inc.

Πηγή: Ίδια επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	1876 / 76376 = 0,024	20395 / 205965 = 0,099	273523 / 758420 = 0,36	46706 / 1246062 = 0,037	59211 / 449946 = 0,131
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	2161 / 76376 = 0,002	21069 / 205965 = 0,102	271001 / 758420 = 0,357	118527 / 1246062 = 0,095	55448 / 449946 = 0,123*
Συνολική Αποδοτικότητα	1876 / 789383 = 0,002	20395 / 944783 = 0,021	273523 / 1971004 = 0,138	46706 / 2253624 = 0,020	59211 / 2801365 = 0,021*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	2161 / 207758 = 0,01	21069 / 274216 = 0,007	271001 / 769204 = 0,352	118527 / 934779 = 0,126	55448 / 1026706 = 0,054*
Δανειακή Επιβάρυνση	448021 / 789383 = 0,567	561588 / 944783 = 0,594	751309 / 1971004 = 0,381	1047313 / 2253624 = 0,464	1542482 / 2801365 = 0,55
Τρέχουσα Ταμειακή ρευσιτότητα	114539 / 133604 = 0,857	195869 / 108979 = 1,797	848245 / 450491 = 1,882	505409 / 271532 = 1,861	468870 / 232177 = 2,019
Παγιοποίηση Περιουσίας	674844 / 789383 = 0,854	748914 / 944783 = 0,792	1122759 / 1971004 = 0,569	1748215 / 2253624 = 0,775	2332495 / 2801365 = 0,832
Κάλυψη Μερισμάτων	2161 / 0	21069 / 24835 = 0,848	271001 / 75187 = 3,604	118527 / 85875 = 1,38	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = 124085 / 1031887 = 0,12, Συνολική Αποδοτικότητα = 126813 / 2253624 = 0,056, Ιδιωφελής Αποδοτικότητα = 124085 / 934779 = 0,132.

## Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Navios Maritime Holdings Inc. μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

### I. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης κινείται κατά την περίοδο των ετών 2005 ως και 2008 σε πολύ αρνητικά επίπεδα με εξαίρεση το έτος 2007 που παρουσιάζεται σχετικά θετικός. Το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζει σχετική βελτίωση έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008. Όμως η διαχρονικά αρνητικότητα του δείκτη αποτελεί ένα σημαντικό πρόβλημά για την εταιρία.

### II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης κινείται κατά την περίοδο των ετών 2005 ως 2008 σε πολύ χαμηλά επίπεδα με εξαίρεση το έτος 2007. Το εννεάμηνο του 2005 παρουσιάζει σχετική βελτίωση έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008. Η διαχρονικά παρουσιαζόμενη χαμηλή σχέση του δείκτη αποτελεί ένα αρνητικό στοιχείο για την εταιρία.

### III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα καθ' όλη την περίοδο από το έτος 2005 ως το εννεάμηνο του έτους 2009. Δηλαδή τα επίπεδα της σχέσης και αυτού του δείκτη διαχρονικά ακολουθούν την αρνητικότητα της σχέσης των δεικτών του περιθωρίου κέρδους.

#### IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης κινείται σε πολύ χαμηλά επίπεδα κατά την περίοδο των ετών 2005 και 2006. Το έτος 2007 δείχνει μια ικανοποιητική βελτίωση αλλά το έτος 2008 παρουσιάζει μια σημαντικότερη πτώση που συνεχίζεται και στο εννεάμηνο του 2009. Ουσιαστικά τα χαμηλά επίπεδα της σχέσης και αυτά του δείκτη περίπου συναντούνται με τα επίπεδα της σχέσης των δεικτών του περιθωρίου κέρδους και της αποδοτικότητας.

#### V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης από ικανοποιητικός στα έτη 2005 και 2006 εξελίσσεται σε πολύ καλός κατά τα έτη 2007 και 2008 και στην συνέχεια μεταπίπτει ξανά σε απλά ικανοποιητικό επίπεδο κατά το εννεάμηνο του 2009. Αυτό αποτελεί ένα πολύ θετικό στοιχείο για την εταιρία γιατί δείχνει την οικονομική δυνατότητα των μετόχων για χρηματοδότηση της ανάπτυξης της εταιρίας σε σημαντικό ποσοστό και από ίδια κεφάλαια.

#### VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης τρέχουσας ταμειακής ρευστότητας για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι από αρνητικός το έτος 2005 εξελίχτηκε σε πολύ θετικός κατά το διάστημα από το έτος 2006 ως το εννεάμηνο του έτους 2009. Αυτό δίνει την δυνατότητα στην εταιρία για απρόσκοπτη τρέχουσα ταμειακή ρευστότητα και διευκολύνει τις τρέχουσες συναλλαγές της.

#### VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι βρίσκεται σε καλά επίπεδα κατά την χρονική διάρκεια από το έτος 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009. Εξαιρεση αποτελεί το έτος 2007. Η εταιρία με βάση τα στοιχεία



έθετε τις βάσεις της ανάπτυξης της με την σημαντικότερη αύξηση του πάγιου ενεργητικού της.

## ΙΧ. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων για την συγκεκριμένη εταιρία δείχνει ότι κινείται σε καλά επίπεδα μόνο κατά το έτος 2007. Για τα υπόλοιπα έτη ή ο δείκτης είναι αρνητικός ή είναι πολύ μικρός. Αυτό όμως δεν αποτελεί ιδιαίτερο στοιχείο προβληματισμού γιατί η εταιρία πέραν των άλλων για το διάστημα 2005 ως εννεάμηνο του 2009 βρισκόταν σε φάση αναδιάρθρωσης και επέκτασης της παρουσίας της στην ναυτιλιακή αγορά.

### Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Οι πωλήσεις της εταιρίας παρουσιάζουν μια σημαντική αυξητική τάση κατά έτος στην πορεία τους για το χρονικό διάστημα 2005 ως 2008. Αυτή η πορεία σχεδόν συμβαδίζει με την κατά έτος αύξηση του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας, όμως για το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται μια πολύ μεγάλη πτώση των πωλήσεων σχεδόν στο 50% των πωλήσεων του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 και αυτό παρά την αύξηση του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας κατά 33,4 % έναντι του 2008. Το παραπάνω γεγονός των μειωμένων πωλήσεων αποδίδεται αποκλειστικά στην παγκόσμια οικονομική κρίση.
- 2) Η εταιρία παρουσιάζει κατά την διάρκεια της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 μια πολύ μικρή απόδοση στους δείκτες του περιθωρίου κέρδους, τόσο του μικτού όσο και του καθαρού, καθώς και στους δείκτες τόσο της συνολικής όσο και της ιδιωφελούς αποδοτικότητας. Εξαιρέση αποτελεί το έτος 2007 όπου παρουσιάζονται σχετικά ικανοποιητικά αποτελέσματα.

- 3) Ο δείκτης της ξένης μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης κινείται σε ικανοποιητικά επίπεδα και αποτελεί θετικό στοιχείο το γεγονός ότι η εταιρία δείχνει να έχει την ευχέρεια της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων της σε σημαντικό ποσοστό.

Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Η εταιρία δείχνει ότι έχει τις δυνατότητες να ανταπεξέλθει στους κλυδωνισμούς που επέφερε η παγκόσμια οικονομική κρίση, αρκεί να επέλθει ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας σε λογικό χρονικό διάστημα. Εκτιμούμε επίσης ότι αν όντως η οικονομία και κατ' επέκταση ο ναυτιλιακός κλάδος ανακάμψει εγκαίρως τότε η εταιρία έχει δυνατότητα βελτίωσης όλων των επιμέρους δεικτών.

#### 6.1.5 Εταιρία Genco Shipping & Trading Limited



Genco Shipping & Trading Limited

Η Genco Shipping & Trading δραστηριοποιείται στην θαλάσσια μεταφορά χύδην ξηρών φορτίων όπως σιτηρά, μεταλλεύματα και κάρβουνο. Ο στόλος της αποτελείται από 32 πλοία διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της εταιρίας στο NYSE είναι το GNK.

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

**Πίνακας 14:** Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Genco Shipping & Trading Limited

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες	1-1-2005 ως	1-1-2006 ως	1-1-2007 ως	1-1-2008 ως	1-1-2009 ως
Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	31-12-2005	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	30-9-2009

Μικτό Περιθώριο Κέρδους	68746 / 116906 = 0,588	70320 / 133232 = 0,527	131070 / 155387 = 0,707	234377 / 405370 = 0,578	158626 / 283301 = 0,559
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	54482 / 116906 = 0,466	63522 / 133232 = 0,476	106809 / 185387 = 0,576	86580 / 405370 = 0,213	113131 / 283301 = 0,399*
Συνολική Αποδοτικότητα	68746 / 489958 = 0,14	70320 / 578262 = 0,121	131070 / 1653272 = 0,079	234377 / 1990006 = 0,011	158626 / 2296140 = 0,069*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	54482 / 348242 = 0,156	63522 / 353533 = 0,179	106809 / 622185 = 0,171	86580 / 696478 = 0,124	113131 / 862060 = 0,131*
Δανειακή Επιβάρυνση	135738 / 489958 = 0,277	209556 / 578262 = 0,362	960723 / 1653272 = 0,581	1263336 / 1990006 = 0,634	1352017 / 2296140 = 0,588
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	49705 / 5978 = 8,314	88118 / 15173 = 5,807	267594 / 70364 = 3,802	140748 / 30192 = 4,661	275125 / 82063 = 3,352
Παγιοποίηση Περιουσίας	440253 / 489958 = 0,898	490144 / 578262 = 0,847	1385678 / 1653272 = 0,838	1849258 / 1990006 = 0,929	221015 / 2296140 = 0,88
Κάλυψη Μερισμάτων	54482 / 15260 = 3,57	63522 / 61213 = 1,037	106809 / 76469 = 1,396	86580 / 122081 = 0,772	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $197884 / 303798 = 0,651$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $197884 / 696478 = 0,284$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $226716 / 1990006 = 0,113$ .

#### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Genco Shipping & Trading Limited μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

## I. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους βρίσκεται σε πολύ θετικά επίπεδα σε όλη την διάρκεια των ετών 2005 ως 2008. Όμως εξίσου θετικός παρουσιάζεται και για το εννεάμηνο του 2009. Αυτό αποτελεί ένα σημαντικά θετικό στοιχείο για την εταιρία που δείχνει την υγιή θέση της στην ναυτιλιακή αγορά.

## II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης είναι πολύ θετικός για τα έτη 2005, 2006 και 2007. Το 2008 παρουσιάζει μια μεγάλη πτώση έναντι του 2007 σε ποσοστό 63%. Η πτώση μεταξύ των ετών 2007 και 2008 οφείλεται στην επελθούσα παγκόσμια οικονομική κρίση η οποία συνέπεσε και με την αύξηση κατά 33 % του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας στο έτος 2008 έναντι του έτους 2007. Το εννεάμηνο του 2009 ο δείκτης παρουσιάζει επιπλέον πτώση 38,7 % έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 με αιτία προφανώς την οικονομική κρίση.

## III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Ο δείκτης τα έτη 2005 και 2006 κινείται σε καλά επίπεδα. Το έτος 2007 παρουσιάζει μια μεγάλη πτώση της τάξης του 35 % λόγω μεγάλης αύξησης του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας, η οποία χρηματοδοτήθηκε σχεδόν κατά 80 % από ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, αλλά το όλο εγχείρημα δεν συνοδεύτηκε από σημαντική αύξηση των πωλήσεων, κάτι που πριν την οικονομική κρίση σημειώθηκε μέχρι και το 2008 στον ναυτιλιακό κλάδο. Το 2008 και το εννεάμηνο του 2009 παρατηρούμε μια επιπλέον μεγάλη μείωση του δείκτη και αυτό είναι καθαρά αποτέλεσμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, κύρια λόγω μείωσης των τιμών των ναύλων.

#### IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης σε όλη την διάρκεια των ετών που εξετάζουμε κινείται σε σχεδόν καλά επίπεδα ακόμα και το 2008 που παρά την μικρή πτώση του έναντι του 2007 συνεχίζει να κινείται σε ικανοποιητικά μεγέθη. Το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζει μια σημαντική μείωση έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του 2008 της τάξης του 53,8 % αλλά παρόλα αυτά είναι σχεδόν ικανοποιητικός.

#### V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Η σχέση του δείκτη από πολύ θετική κατά τα έτη 2005 και 2006 εξελίσσεται σε σχεδόν ικανοποιητική για τα έτη 2007 και 2008. Όσον αφορά το εννεάμηνο του 2009 ο δείκτης βρίσκεται σε μάλλον καλό επίπεδο. Άξιο παρατήρησης είναι το γεγονός ότι η σημαντική αύξηση του πάγιου ενεργητικού της εταιρίας που από 440255 χιλιάδες \$ το 2005 έφτασε στα 2021015 χιλιάδες \$ το εννεάμηνο του 2009. Η χρηματοδότηση προήρθε σε σημαντικό ποσοστό από ίδια κεφάλαια.

#### VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης τρέχουσας ταμειακής ρευστότητας στην συγκεκριμένη εταιρία για όλη την χρονική διάρκεια της περιόδου που μελετάμε παρατηρούμε ότι βρίσκεται διαρκώς σε άριστα επίπεδα. Αυτό δίνει στην εταιρία την ευχέρεια για μεγάλη τρέχουσα ταμειακή ρευστότητα και για απρόσκοπτη εκτέλεση των τρεχουσών συναλλαγών της.

#### VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας στην συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι κινείται διαρκώς σε καλά επίπεδα σε όλη την εξεταζόμενη μας περίοδο από το 2005 μέχρι και το εννεάμηνο του 2009. Αυτό είναι ένα σημαντικά θετικό στοιχείο που δείχνει

την ορθολογική διάθρωση του ενεργητικού της εταιρείας και την πετυχημένη στρατηγική που ακολουθήθηκε μέχρι στιγμής επί του θέματος.

## ΙΧ. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Ο δείκτης από άριστος το 2005 εξελίχθηκε σε καλός τα έτη 2006 και 2007 και στην συνέχεια όπως παρατηρούμε είχε αρνητική εξέλιξη το έτος 2008 λόγω προφανώς της οικονομικής κρίσης. Βέβαια ο δείκτης της κάλυψης μερισμάτων από μόνος του δεν πρέπει να λαμβάνεται ως στοιχείο καθοριστικό για την εταιρία.

### Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Οι δείκτες του περιθωρίου κέρδους και της ιδιωφελούς αποδοτικότητας για την συγκεκριμένη εταιρία κινούνται σε υγιή επίπεδα ακόμα και μετά την οικονομική κρίση.
- 2) Η συγκεκριμένη εταιρία παρουσιάζει την δυνατότητα ενίσχυσης της με ίδια κεφάλαια αν αυτό κριθεί από την διοίκηση σκόπιμο στο μέλλον για την εύρυθμη λειτουργία της.
- 3) Γενικά η εταιρία παρά την μεγάλη επέκταση της στην ναυτιλιακή αγορά το διάστημα 2006 ως εννεάμηνο 2009 κατά 297 % (με κτίση παγίων στοιχείων), δείχνει να συνεχίζει να έχει δυναμισμό και υγιείς οικονομικές εφεδρείες.

Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Με την προϋπόθεση ότι η παγκόσμια οικονομική κρίση δεν θα είναι μεγάλης διάρκειας σε έτη, η εταιρία έχει σημαντικές δυνατότητες για ανάπτυξη και συνεχιζόμενη δυναμική παρουσία στον ναυτιλιακό κλάδο.

6.1.6 Εταιρία General Maritime Corporation



Η General Maritime Corporation είναι ένας διεθνής μεταφορέας αργού πετρελαίου. Ο στόλος της αποτελείται από 21 τάνκερς διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της εταιρίας στο NYSE είναι το GMR.

Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

Πίνακας 15: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την General Maritime Corporation  
Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	293943 / 567901 = 0,517	154522 / 325984 = 0,474	71725 / 255015 = 0,281	68982 / 326068 = 0,211	51166 / 255585 = 0,2
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	212357 / 567901 = 0,792	156831 / 325984 = 0,481	44539 / 255015 = 0,174	29807 / 326068 = 0,091	40930 / 255585 = 0,16*
Συνολική Αποδοτικότητα	293943 / 1149126 = 0,255	154522 / 843690 = 0,183	71725 / 835035 = 0,085	68982 / 1577225 = 0,043	51166 / 1441672 = 0,03*
Ιδιωφελής	212357 /	156831 /	44539 /	29807 /	40930 /

<b>Αποδοκότη τα</b>	976125 = 0,217	763913 = 0,205	228657 = 0,194	455799 = 0,065	420769 = 0,097*
<b>Δανειακή Επιβάρυνση</b>	140095 / 1149126 = 0,121	52630 / 843690 = 0,062	570876 / 835035 = 0,683	1033034 / 1577225 = 0,659	968145 / 1441672 = 0,671
<b>Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα</b>	471324 / 32906 = 14,323	137865 / 27147 = 5,078	82494 / 35502 = 2,32	141703 / 88392 = 1,6	55164 / 52758 = 1,045
<b>Παγιοποίηση Περιουσίας</b>	677802 / 1149126 = 0,589	705825 / 843690 = 0,836	752541 / 835035 = 0,901	1435522 / 1577225 = 0,91	1386508 / 1441672 = 0,961
<b>Κάλυψη Μερισμάτων</b>	212357 / 106289 = 1,99	156831 / 112668 = 1,39	44539 / 84519 = 0,52	29807 / 58800 = 0,5	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $41344 / 236815 = 0,174$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $41344 / 1577225 = 0,026$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $41344 / 455799 = 0,09$ .

### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας General Maritime Corporation μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

#### 1. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης παρουσιάζει συνεχή μείωση από το έτος 2005 ως το έτος 2008. Αυτό ξεκίνησε να είναι φανερό από το 2006, επιδεινώθηκε δραματικά το 2007 και συνέχισε μετά να παρουσιάζει μια αρνητική πορεία για το υπόλοιπο χρονικό διάστημα. Η αρνητική αυτή πορεία του δείκτη δεν οφείλεται στην παγκόσμια οικονομική κρίση αφού η μείωση ξεκίνησε πολύ πριν επηρεαστεί από το οικονομικό κλίμα η παγκόσμια ναυτιλία. Η αρνητικότητα του δείκτη θα πρέπει να αποδοθεί στην επιχειρηματική απόφαση των ετών 2006 και 2007 να μειωθούν τα ίδια κεφάλαια από 976125 χιλιάδες



\$ το 2005 σε 228657 χιλιάδες \$ το 2007 που συνοδεύτηκε με σχετική αύξηση το 2007 των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων. Επίσης η αρνητικότητα του δείκτη οφείλεται και στην μεγάλη μείωση των πωλήσεων του έτους 2006 και 2007 σε ποσοστό 42,5 % και 55 % αντίστοιχα έναντι των πωλήσεων του έτους 2005 πράγμα το οποίο προβληματίζει και δημιουργεί ερωτηματικά για τα αίτια της μη αποτελεσματικότητας της δράσης της εταιρίας (μέσα σε έτη τα οποία χαρακτηρίζονται από γενική αύξηση του εμπορίου και των θαλάσσιων μεταφορών σε παγκόσμιο επίπεδο).

## II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης αυτός παρουσιάζει την αρνητική πορεία που παρατηρήσαμε και στον δείκτη του μικτού περιθωρίου κέρδους, αλλά εδώ η αρνητική πορεία είναι φανερά μεγαλύτερης τάξης. Τα αίτια αυτής της αρνητικής πορείας είναι ίδια με όσα αναφέραμε και στον προηγούμενο δείκτη.

## III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Ο δείκτης είναι σχετικά καλός το 2005, έχει μια αρνητική τάση το 2006 και αρχίζει μια άκρως αρνητική πορεία από το έτος 2007 μέχρι και το εννέαμηνο του 2009. Τα αίτια αυτής της άκρως αρνητικής πορείας του 2007 σίγουρα δεν έχουν να κάνουν με την παγκόσμια οικονομική κρίση αλλά έχουν να κάνουν με την απόφαση της εταιρίας να αλλάξει σημαντικότητα την κεφαλαιουχική δομή του ενεργητικού της και όχι μόνο.

## IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης της ιδιωφελούς αποδοτικότητας της εταιρίας δείχνει να κινείται σε καλά επίπεδα από το 2005 μέχρι και το 2007 και στην συνέχεια παρουσιάζει εξαιρετικά μεγάλη μείωση το 2008 και επίσης το εννέαμηνο του 2009. Η παρατηρούμενη μείωση είναι αποτέλεσμα τόσο της οικονομικής κρίσης όσο και των διαθρωτικών αδυναμιών που παρουσιάζει η εταιρία.

## V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης των μακροχρόνιων δανειακών υποχρεώσεων της εταιρίας δείχνει ότι από ασήμαντες δανειακές υποχρεώσεις το 2005 και το 2006, διαμόρφωσε μάλλον μεγάλη δανειακή επιβάρυνση για τα επόμενα έτη καθώς και το εννεάμηνο του 2009. Με βάση τα στοιχεία συνάγεται ότι η σχέση του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης διαφοροποιήθηκε προς το αρνητικό τόσο γιατί η εταιρία προέβη σε ξένο δανεισμό όσο και γιατί εκ' παραλλήλου απέσυρε σημαντικό ύψος ιδίων κεφαλαίων.

## VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Ο δείκτης για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι κινείται για την περίοδο των ετών 2005 ως και 2008 σε πολύ καλά επίπεδα όμως παρουσιάζει σημαντική επιδείνωση το εννεάμηνο του 2009. Η αρνητικότητα της σχέσης του δείκτη που παρουσιάζεται στο εννεάμηνο του 2009 θα έχει συν αποτέλεσμα (εάν δεν αντιμετωπιστεί) την δυσχέρεια στις τρέχουσες ταμειακές ανάγκες της εταιρίας.

## VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Με εξαίρεση το έτος 2005, όπου είχαμε μικρή παγιοποίηση, για το υπόλοιπο χρονικό διάστημα ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι κινείται σε καλά επίπεδα. Αυτό το στοιχείο δείχνει μια προσπάθεια για ορθολογική διάθρωση του ενεργητικού της εταιρίας.

## ΙΧ. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Για το έτος 2005 και το έτος 2006 στην συγκεκριμένη εταιρία οι δείκτες κάλυψης μερισμάτων είναι καλοί ενώ για το έτος 2007 και το έτος 2008 παρατηρούμε ότι δίνουν μια πιο αρνητική εικόνα. Όμως ο δείκτης κάλυψης των μερισμάτων, όπως έχουμε

αναφέρει και σε προηγούμενες αναλύσεις δεικτών, από μόνος του δεν αποτελεί στοιχείο για εξαγωγή σημαντικών συμπερασμάτων σε μια εταιρία.

### Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Η εταιρία παρουσιάζει μια συνεχή από το έτος 2006 μείωση των πωλήσεων της και των αντίστοιχων ετήσιων καθαρών και μικτών κερδών της. Η αρνητική αυτή πορεία όπως προαναφέραμε δεν οφείλεται στην οικονομική κρίση (η οποία κατά όλους τους οικονομικούς αναλυτές άρχισε να εκδηλώνεται στο δεύτερο εξάμηνο του 2008) αλλά σε συγκεκριμένες επιχειρηματικές αποφάσεις της εταιρίας για αναδιάρθρωση της κεφαλαιουχικής της δομής, καθώς και σε μια υποτονικότητα για ανάληψη φορτίων προς μεταφορά που έντονα εκδηλώθηκε το 2006 και η οποία εν' πολλοίς παραμένει μη εξηγήσιμη.
- 2) Η εταιρία αύξησε την αξία του παγίου ενεργητικού της σχεδόν κατά 100 % το 2008 έναντι του έτους 2007. Αυτό σίγουρα είναι μια μη ευτυχής συγκυρία αφού αυτή συμπίπτει με την έναρξη της οικονομικής κρίσης.
- 3) Η διανομή σημαντικών μερισμάτων το 2007 και 2008, πολύ μεγαλύτερων από τα συνολικά κέρδη των αντίστοιχων ετών, δείχνει την προσπάθεια της εταιρίας για στήριξη της αξιοπιστίας των μετοχών της στο χρηματιστήριο.

### Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Εκτίμηση μας είναι ότι η εταιρία, εάν υπάρχει η βούληση και γενικότερα ο στρατηγικός στόχος για παραμονή και ανάπτυξη στον ναυτιλιακό κλάδο, έχει την δυνατότητα να

εξελιχθεί παρά την οικονομική κρίση. Αυτό το στηρίζουμε πέραν των άλλων, στην δυνατότητα της για σημαντική αυτοχρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια που είναι εμφανέστατη από τα στοιχεία που παρουσιάζονται στα μεγέθη των αριθμοδεικτών της ιδιωφελούς αποδοτικότητας και της δανειακής επιβάρυνσης.

Εκτός των παραπάνω η εταιρία θα πρέπει, όταν ανακάμψει η παγκόσμια αγορά, να επιδιώξει με μεγαλύτερη δυναμικότητα την ανάληψη συμφωνιών για φορτία προς μεταφορά, ώστε να αυξηθεί το μέγεθος των πωλήσεων της και να γίνει ανάλογο με την αύξηση του πάγιου ενεργητικού της.

### 6.1.7 Εταιρία Dianna Shipping Inc.



Η Dianna Shipping δραστηριοποιείται στην διεθνή μεταφορά χύδην ξηρών φορτίων όπως σιτηρά, μεταλλεύματα και κάρβουνο. Ο στόλος της αποτελείται από 19 πλοία διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της εταιρίας στο NYSE είναι το DSX.

#### Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

Πίνακας 16: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Dianna Shipping

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
<b>Μικτό</b>	66699 /	63916 /	137938 /	225837 /	96246 /
<b>Περιθώριο</b>	103104 =	116101 = 0,55	190480 =	337391 =	180702 =
<b>Κέρδους</b>	0,646		0,724	0,669	0,533
<b>Καθαρό</b>	64990 /	61063 /	134220 /	221699 /	93909 /
<b>Περιθώριο</b>	103104 =	116101 =	190480 =	337391 =	180702 =
<b>Κέρδους</b>	0,630	0,525	0,704	0,657	0,519*
<b>Συνολική</b>	66699 /	63916 /	137938 /	225837 /	96246 /
<b>Αποδοτικότητα</b>	341949 =	510675 =	944342 =	1057206 =	1278278 =

τα	0,195	0,125	0,146	0,213	0,075*
<b>Ιδιωφελής Αποδοτικότητα</b>	64990 / 324158 = 0,2	61063 / 363103 = 0,168	134220 / 799474 = 0,167	221699 / 775476 = 0,285	93909 / 970826 = 0,096*
<b>Δανειακή Επιβάρυνση</b>	13124 / 341949 = 0,038	139936 / 510675 = 0,274	123904 / 944342 = 0,131	261718 / 1057206 = 0,247	229616 / 1278278 = 0,179
<b>Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα</b>	26597 / 4667 = 5,69	19062 / 7636 = 2,496	21514 / 20964 = 1,026	68554 / 20012 = 3,407	255746 / 77836 = 3,28
<b>Παγιοποίηση Περιουσίας</b>	311526 / 341949 = 0,911	489683 / 510675 = 0,958	921692 / 944342 = 0,976	987766 / 1057206 = 0,934	997909 / 1278278 = 0,78
<b>Κάλυψη Μερισμάτων</b>	64990 / 13595 = 4,78	61063 / 24764 = 2,46	134220 / 54186 = 2,47	221699 / 85741 = 2,58	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννέαμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $167539 / 253052 = 0,662$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $170290 / 1057206 = 0,161$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $167539 / 775476 = 0,216$ .

### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Dianna Shipping Inc. μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννέαμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

#### I. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης παρουσιάζεται εξαιρετικά υψηλός σε όλη την χρονική διάρκεια των ετών 2005 ως και 2008. Η μείωση που παρουσιάζεται το εννέαμηνο του 2009 έναντι του 2008 είναι της τάξης του 20 % και εκτιμούμε ότι είναι σχετικά μικρή αν λάβουμε υπ' όψιν το μέγεθος της οικονομικής κρίσης που άρχισε να προκαλεί ζημιές στον κλάδο κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2008.

## II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους όπως παρατηρούμαι παρουσιάζεται εξαιρετικά υψηλός και βρίσκεται σχεδόν στα ίδια επίπεδα με τα αντίστοιχα του δείκτη του μικτού περιθωρίου κέρδους. Αυτό αποτελεί στοιχείο θετικό για την εταιρία αφού σημαίνει υγιή λειτουργική δράση.

## III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Ο δείκτης είναι αρκετά καλός για τα έτη 2005, 2006 και 2007. Το 2008 παρουσιάζεται μια σημαντική αύξηση της θετικότητας του δείκτη έναντι του 2007 και το εννεάμηνο του 2009 παρουσιάζεται μια μείωση της τάξης του 53 % έναντι του αντίστοιχου εννεάμηνου του προηγούμενου έτους. Η μείωση του δείκτη στο εννεάμηνο του 2009 οφείλεται στις επιπτώσεις της διεθνούς οικονομικής κρίσης.

## IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης είναι καλός μέχρι εξαιρετικός για την περίοδο των ετών 2005 ως 2008 και παρουσιάζει μεγάλη αρνητική πτώση το εννεάμηνο του έτους 2009 λόγω της οικονομικής κρίσης. Όμως η καλή σχέση του δείκτη για το διάστημα 2005 ως και 2008 αποτελεί ένα σημαντικό στοιχείο εγγύησης για το μέλλον, όταν θα παρέλθει η οικονομική κρίση.

## V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης για την συγκεκριμένη εταιρία όπως παρατηρούμαι είναι πολύ θετικός και η εταιρία παρουσιάζει σε όλη την χρονική περίοδο που μελετάμε πολύ μικρή δανειακή επιβάρυνση. Αυτό το στοιχείο αποτελεί σημαντικό παράγοντα αντοχής της εταιρίας στους κλυδωνισμούς που επιφέρει η οικονομική κρίση.

## VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Όπως βλέπουμε με βάση την μελέτη του δείκτη τρέχουσας ταμειακής ρευστότητας κατά την περίοδο που μελετάμε, η συγκεκριμένη εταιρία δεν αντιμετωπίζει ιδιαίτερα προβλήματα ρευστότητας. Αυτό της δίνει την δυνατότητα της απρόσκοπτης εκτέλεσης των τρεχουσών ταμειακών συναλλαγών της πράγμα που είναι ένα θετικό στοιχείο για την εταιρία.

## VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Όπως βλέπουμε για την συγκεκριμένη εταιρία ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας σε όλη την περίοδο που μελετάμε από το έτος 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 βρίσκεται σε πολύ καλά επίπεδα. Αυτό το στοιχείο δείχνει την ορθή διάθρωση των ενεργητικών στοιχείων της εταιρίας πράγμα που την βοηθάει στην μεγιστοποίηση της εκμετάλλευσης των οικονομικών πόρων της.

## IX. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων για την συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι βρίσκεται σε όλη την σειρά των ετών που εξετάζουμε από το έτος 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 σε άριστη σχέση. Όμως όπως ήδη αναφέραμε και σε άλλες αξιολογήσεις εταιριών ο δείκτης αυτός από μόνος του δεν αποτελεί ιδιαίτερο και σημαντικό στοιχείο προσοχής.

## Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Η εταιρία όπως παρατηρούμε έχει μια εξαιρετικά υγιή κεφαλαιουχική διάθρωση αφού το συνολικό ενεργητικό της σε ποσοστό σχεδόν 80% αποτελείται από ίδια κεφάλαια. Γενικότερα όμως, πέραν της κεφαλαιουχικής διάθρωσης η εταιρία έχει πολύ υγιείς οικονομικές βάσεις και δεδομένα λειτουργίας.
- 2) Οι κινήσεις της εταιρίας για επέκταση της στην ναυτιλιακή αγορά ήταν, για το χρονικό διάστημα που είχαμε γενική ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου και των θαλάσσιων μεταφορών, πολύ προσεκτικές και μελετημένες. Αυτές οι προσεκτικές κινήσεις της εταιρίας συνταυτίζονταν και με την αύξηση των εσόδων μέσω των προγραμματισμένων ναυλοσυμφώνων.

## Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Η συγκεκριμένη εταιρία έχει εξαιρετικά θετικές προοπτικές για να ανταπεξέλθει στις επιπτώσεις της οικονομικής κρίσης χωρίς ιδιαίτερο φόβο για επικίνδυνους κλυδωνισμούς.



## 6.1.8 Εταιρία Aegean Marine Petroleum Network Inc.



Η Aegean Marine Petroleum Network είναι ένας παραγωγός και προμηθευτής καυσίμων και άλλων όμοιων προϊόντων για εταιρίες του ναυτιλιακού κλάδου. Παρόλο που το αντικείμενο της δεν είναι το τυπικό αντικείμενο μιας ποντοπόρου ναυτιλιακής εταιρίας αυτή περιλαμβάνεται χωρίς αμφιβολία στις ποντοπόρες εφόσον διαθέτει στόλο από πλοία τα οποία παρέχουν υπηρεσίες μεταφοράς φορτίου προς τους πελάτες της. Ο στόλος της εταιρίας με δεδομένα του 2009 αποτελείται από 33 πλοία διαφόρων μεγεθών. Το σύμβολο της εταιρίας στο NYSE είναι το ANW.

### Χρηματοοικονομικοί Δείκτες:

**Πίνακας 17:** Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Aegean Marine Petroleum Network

Πηγή: Ίδια επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	23380 / 517330 = 0,045	30460 / 803812 = 0,037	30798 / 1352873 = 0,022	52149 / 2777972 = 0,018	43093 / 1644063 = 0,026
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	21475 / 517330 = 0,041	24225 / 803812 = 0,03	27738 / 1352873 = 0,02	39915 / 2777972 = 0,014	35559 / 1644063 = 0,021*
Συνολική Αποδοτικότητα	23380 / 161359 = 0,144	30460 / 315877 = 0,096	30798 / 566957 = 0,054	52149 / 641907 = 0,081	43093 / 908476 = 0,047*
Ίδιωφελής Αποδοτικότητα	21475 / 9527 = 2,25	24255 / 214999 = 0,112	27738 / 243725 = 0,113	39915 / 285003 = 0,14	35559 / 320883 = 0,11*
Δανειακή Επιβάρυνση	30769 / 161359 = 0,19	32859 / 315877 = 0,104	71897 / 566957 = 0,126	154882 / 641907 = 0,241	324672 / 908476 = 0,357
Τρέχουσα	88606 /	183742 /	314864 /	251387 /	461458 /

Ταμειακή ρευστότητα	121063 = 0,731	68019 = 2,7	251335 = 1,252	202022 = 1,244	262921 = 1,755
Παγιοποίηση Περιουσίας	56032 / 161359 = 0,347	109266 / 315877 = 0,345	221363 / 566957 = 0,39	349380 / 641907 = 0,544	408478 / 908476 = 0,449
Κάλυψη Μερισμάτων	21475 / 15236 = 1,409	24225 / 40536 = 0,597	27738 / 16966 = 1,635	39915 / 16998 = 2,348	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $27733 / 2223624 = 0,012$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $35977 / 641907 = 0,056$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $27733 / 285003 = 0,097$ .

### Αξιολόγηση Οικονομικών Δεικτών:

Η αξιολόγηση των επιμέρους οικονομικών δεικτών της εταιρίας Aegean Marine Petroleum Network Inc. μετά από μελέτη της περιόδου 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 έχουν κατά σειρά ως ακολούθως:

#### I. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους για την συγκεκριμένη εταιρία όπως παρατηρούμε είναι πολύ αρνητικός για όλα τα έτη από το 2005 ως το 2008 καθώς και για το εννεάμηνο του 2009. Αυτό αποτελεί ένα στοιχείο προβληματισμού αφού παρουσιάζει μια διαχρονικότητα που εκτείνεται σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο.

#### II. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους

Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους για την συγκεκριμένη εταιρία είναι πολύ αρνητικός το 2005 με άκρως αρνητική εξέλιξη και για τα επόμενα έτη, συμπεριλαμβανομένου του εννεάμηνου του 2009. Η διαχρονικότητα της αρνητικής

σχέσης του δείκτη που εκτείνεται σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο αποτελεί ένα πολύ αρνητικό στοιχείο για την εταιρία.

### III. Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας

Ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας για την συγκεκριμένη εταιρία μελετώντας την περίοδο ως και το εννεάμηνο του έτους 2009 παρατηρούμε ότι από αρνητικός το έτος 2005 εξελίσσεται σε άκρως αρνητικός τα υπόλοιπα έτη. Η διαχρονικότητα της αρνητικής σχέσης του δείκτη που εκτείνεται σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο αποτελεί, όπως αναφέραμε και στον προηγούμενο δείκτη, ένα πολύ αρνητικό στοιχείο για την εταιρία.

### IV. Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας

Ο δείκτης ιδιωφελούς αποδοτικότητας παρατηρούμε ότι από σχετικά καλός το 2005 εξελίχθηκε σε μέτριος τα επόμενα έτη με μικρές αυξομειώσεις μέχρι και το εννεάμηνο του 2009. Πάντως η αρνητικότητα της σχέσης του δείκτη σίγουρα προβληματίζει και θα πρέπει να αποτελέσει στοιχείο ανάλυσης και αναζήτησης των αιτιών εκ' μέρους της εταιρίας.

### V. Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

Οι ετήσιοι δείκτες της δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας παρατηρούμε ότι είναι πολύ θετικοί. Δηλαδή η δανειακή επιβάρυνση της εταιρίας στο χρονικό διάστημα που μελετάμε είναι πολύ μικρή. Αυτό αποτελεί ένα πολύ θετικό στοιχείο για την βιωσιμότητα της εταιρίας.

## VI. Δείκτης Τρέχουσας Ταμειακής Ρευστότητας

Με βάση την μελέτη των δεικτών τρέχουσας ταμειακής ρευστότητας κατά την περίοδο 2005 ως και το εννεάμηνο του 2009 παρατηρούμε ότι η εταιρία εκτός από το έτος 2005 δεν αντιμετωπίζει ταμειακά προβλήματα. Αυτό αποτελεί ένα στοιχείο θετικό που επιτρέπει την απρόσκοπτη τρέχουσα ταμειακή ρευστότητα της εταιρίας.

## VII. Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας

Ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας στην συγκεκριμένη εταιρία παρατηρούμε ότι είναι από αρνητικός ως πολύ αρνητικός για όλη την σειρά των ετών που μελετάμε καθώς και για το εννεάμηνο του 2009. Όμως επειδή η εταιρία έχει αντικείμενο δραστηριότητας που πολύ απέχει από την δραστηριότητα μιας τυπικά ποντοπόρου ναυτιλιακής εταιρίας, δεν μπορούμε να τοποθετηθούμε για το εάν η διάρθρωση των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας είναι ορθολογική ή όχι.

## ΙΧ. Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων

Ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων για την συγκεκριμένη εταιρία, μετά από μελέτη της περιόδου 2005 με εννεάμηνο του 2009, παρατηρούμε ότι είναι σχετικά καλός σε όλα τα έτη εκτός από το έτος 2006 στο οποίο είναι αρνητικός. Όμως ο δείκτης της κάλυψης μερισμάτων δεν αποτελεί από μόνος του στοιχείο σημαντικό για την αξιολόγηση μιας εταιρίας.

## Επιμέρους Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Από την ανάλυση και συνεκτίμηση των οικονομικών δεικτών αλλά και γενικότερα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας καταλήγουμε στις ακόλουθες παρατηρήσεις και συμπεράσματα.

- 1) Η εταιρία σε όλα σχεδόν τα έτη παρουσιάζει πολύ αρνητικά αποτελέσματα τόσο στα μικτά όσο και στα καθαρά κέρδη, όπως επίσης και στους δείκτες της συνολικής αποδοτικότητας.
- 2) Η ιδιωφελής αποδοτικότητα όπως βλέπουμε παρουσιάζεται σχετικά καλή προς μέτρια, αυτό συμβαίνει μάλλον λόγω του υψηλού ποσοστού των ιδίων κεφαλαίων.
- 3) Η συγκεκριμένη εταιρία παρουσιάζει μικρό βαθμό παγιοποίησης και σε αυτό είναι πιθανόν να οφείλεται ο μικρός βαθμός του περιθωρίου κέρδους και της αποδοτικότητας της.
- 4) Ο πολύ μικρός βαθμός της δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας είναι ένα πολύ θετικό στοιχείο για την περαιτέρω πορεία της γιατί έχει μειωμένες υποχρεώσεις και επίσης έχει την δυνατότητα να αντλήσει κεφάλαια μέσω δανεισμού στο μέλλον ευκολότερα.

## Γενικές Παρατηρήσεις και Συμπεράσματα για την Εταιρία και Εκτιμήσεις για τις Προοπτικές της:

Η εταιρία παρά την όχι καλή πορεία των δεικτών της, οι οποίοι είναι αρνητικοί στην πλειοψηφία τους σε σχεδόν όλα τα έτη, έχει την δυνατότητα να συνεχίσει την λειτουργία της και να βελτιώσει αυτούς τους δείκτες με την λήψη κατάλληλων διαθρωτικών μέτρων. Η εκτίμηση αυτή στηρίζεται στο μεγάλο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που διαθέτει η εταιρία επί του συνολικού ενεργητικού της. Πάντως οι όποιες προοπτικές της εταιρίας είναι ανεξάρτητες από την διεθνή οικονομική κρίση αφού, όπως

διαπιστώνουμε από τα δεδομένα μας, αυτή εκ' των πραγμάτων ελάχιστα επηρέασε την πορεία των δεικτών της εταιρίας.

## 6.2 Γενικές Παρατηρήσεις, Συμπεράσματα και Εκτιμήσεις για την Ελληνόκτητη Ναυτιλία στον NYSE

Στην συνέχεια, με βάση τις παραπάνω αναλύσεις, κάνουμε γενικές παρατηρήσεις, συμπεράσματα και εκτιμήσεις όλων των εξεταζόμενων εταιριών σαν σύνολο, με βάση την εξέλιξη τόσο των αθροιστικών οικονομικών μεγεθών όσο και των αντίστοιχων βασικών αριθμοδεικτών της περιόδου από το έτος 2005 ως το εννεάμηνο του 2009, δίνοντας μια συνολική εικόνα για την πορεία της Ελληνόκτητης ναυτιλίας στο NYSE.

Παρατηρήσεις:

- 1) Το πάγιο ενεργητικό για το σύνολο των εταιριών αυξήθηκε από 4370185 \$ το 2005 σε 14052952 \$ το 2008, αυξήθηκε δηλαδή κατά 321,564 %. Αντίστοιχα το εννεάμηνο του 2009 ανήλθε σε 14998943 \$, παρουσίασε δηλαδή αύξηση κατά 343,21 % έναντι του 2005.
- 2) Το συνολικό ενεργητικό για όλες μαζί τις εταιρίες αυξήθηκε από 5527732 \$ το 2005 σε 16283702 \$ το 2008, αυξήθηκε δηλαδή κατά 294,58 %. Αντίστοιχα το εννεάμηνο του 2009 το συνολικό ενεργητικό ανήλθε σε 17646805 \$, παρουσίασε δηλαδή αύξηση κατά 319,24 % έναντι του 2005.
- 3) Οι συνολικές πωλήσεις του συνόλου των εταιριών από 2037225 \$ το 2005 ανήλθαν σε 6710868 \$ το 2008 αυξήθηκαν δηλαδή κατά 329,24 %. Αντίστοιχα το εννεάμηνο του 2009 οι συνολικές πωλήσεις ανήλθαν σε 844900 \$ ή σε αναλογία ετήσιας βάσης σε 1126533 \$, παρουσίασαν δηλαδή μείωση τόσο έναντι των πωλήσεων του 2005 όσο και του 2008. Οι πωλήσεις του εννεάμηνου του 2009 αντιπροσωπεύουν το 55,297 % των πωλήσεων του 2005 και μόλις το 16,786 % των πωλήσεων του 2008.

- 4) Τα ίδια κεφάλαια των εταιριών αυξήθηκαν από 3023710 \$ το έτος 2005 σε 5284514 \$ το έτος 2008, αυξήθηκαν δηλαδή κατά 174,76 %. Αντίστοιχα το εννεάμηνο του 2009 τα ίδια κεφάλαια ανήλθαν σε 6305578 \$, παρουσίασαν δηλαδή αύξηση κατά 208,573 % έναντι του έτους 2005 και κατά 119,32 % έναντι του έτους 2008.
- 5) Τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια των εταιριών συνολικά από 1986692 \$ το έτος 2005 ανήλθαν σε 9760432 \$ το έτος 2008, αυξήθηκαν δηλαδή κατά 491,29 %. Το εννεάμηνο του 2009 ο ξένος μακροπρόθεσμος δανεισμός ανήλθε σε 9966973 \$, παρουσίασε δηλαδή αύξηση κατά 501,686 % και 102,11 % έναντι των ετών 2005 και 2008 αντίστοιχα.

#### Συμπεράσματα:

- 1) Παρουσιάζεται μια μεγάλη αύξηση τόσο του πάγιου ενεργητικού όσο και του συνολικού ενεργητικού των εταιριών (σαν σύνολο των επιμέρους μεγεθών των εταιριών). Η αύξηση αυτή χρηματοδοτήθηκε κατά 21 % περίπου από ίδια κεφάλαια και κατά 79 % περίπου από ξένα. Με βάση τα στοιχεία, η σχέση του δείκτη για τα μεγέθη του συνόλου των εταιριών, μεταξύ ιδίων προς ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, διαμορφώνεται από 1,522 το έτος 2005 σε 0,541 το 2008.
- 2) Η αύξηση των συνολικών πωλήσεων των εταιριών σχεδόν συμπορεύεται με την αύξηση του πάγιου ενεργητικού τους κατά την περίοδο της ανοδικής τάσης των παγκόσμιων θαλάσσιων μεταφορών. Όμως η δραματική μείωση των πωλήσεων κατά το εννεάμηνο του 2009 σημαίνει πέραν της μείωσης του όγκου των μεταφερομένων αγαθών και την πολύ μεγάλη πτώση των ναύλων λόγω πολύ αυξημένων δυνατοτήτων μεταφοράς φορτίου (μεγάλος αριθμός πλοίων).
- 3) Η πολύ μεγάλη αύξηση των ξένων μακροπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων θα είναι ένα πολύ μεγάλο πρόβλημα για τις εταιρίες στην περίοδο της οικονομικής κρίσης. Αυτό ίσως αποβεί και το καθοριστικό στοιχείο για την επιβίωση τους ή την μελλοντική τους θέση στην αγορά, εάν δεν υπάρχουν επαρκή περιθώρια τόσο για την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων όσο και της αναδιαπραγματεύσεις των δανειακών τους συμβάσεων.

## Εκτιμήσεις:

Είναι αυτονόητο ότι κάθε εταιρία, με βάση τα δικά της οικονομικά δεδομένα θα μπορέσει εύκολα ή δύσκολα, να αντιμετωπίσει τους κλυδωνισμούς και τα προβλήματα που επιφέρει η οικονομική κρίση και είναι πιθανόν κάποιες εταιρίες να μην μπορέσουν να επιβιώσουν. Όμως στον παρόντα σχολιασμό οι παρακάτω αναφερόμενες εκτιμήσεις μας έχουν γενικό περιεχόμενο αφού αναφέρονται στο σύνολο των εταιριών του δείγματος μας.

- 1) Η οικονομική κρίση και η απότομη δραματική μείωση του όγκου μεταφορών και των ναύλων θα αποτελέσει μια μεγάλη δοκιμασία για όλο το φάσμα του ναυτιλιακού κλάδου.
- 2) Αν οι πρώτες ενδείξεις για ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας συνεχιστούν και παγιωθούν τότε οι επιπτώσεις και οι ανακατατάξεις στον ναυτιλιακό κλάδο θα είναι σχετικά περιορισμένες.
- 3) Θεωρούμε σημαντικό ότι η οικονομική κρίση και η μείωση των μεταφορών θα επιφέρει μεγάλη μείωση τόσο της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων όσο και του good will των ναυτιλιακών εταιριών.
- 4) Καθοριστικό στοιχείο που θα βοηθήσει τις εταιρίες να ανταπεξέλθουν στην οικονομική κρίση, θεωρούνται πέραν των άλλων ότι είναι τα υπάρχοντα περιθώρια για αύξηση των ιδίων κεφαλαίων καθώς και τα περιθώρια για επαναδιαπραγμάτευση των χρεών.
- 5) Εκτιμούμε ότι η Ελληνόκτητη ναυτιλία θα βρει τον τρόπο με εφειδές επιλογές και στρατηγικές που πάντα εφαρμόζει (όντας έτσι πρωτοπόρα στον παγκόσμιο οικονομικό στίβο) να εξέλθει ισχυρότερη και από την παρούσα οικονομική κρίση, όπως συνέβη επανειλημμένως σε παρόμοιες προκλήσεις στο παρελθόν.



## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Για να περιγράψουμε την νοοτροπία που κυριαρχεί στους Έλληνες πλοιοκτήτες (και που επηρεάζει άμεσα την σχέση τους με τις διάφορες χρηματοπιστηριακές αγορές), είναι σκόπιμο να μελετήσουμε τον Κένυς και το περίφημο βιβλίο του «Γενική θεωρία του χρήματος, της απασχόλησης και του τόκου». Συγκεκριμένα σε αυτό το βιβλίο στο κεφάλαιο 12, που αναφέρεται στην «κατάσταση των μακροχρονίων προσδοκιών», ο Κένυς επιχειρήσε μια περιγραφή των επιχειρηματιών πριν από την ίδρυση του θεσμού του ανταλλακτηρίου μετοχών, δηλαδή του χρηματιστηρίου. Αυτή η περιγραφή, την οποία βλέπουμε παρακάτω σε απόδοση με προσαρμογή για τον ναυτιλιακό κλάδο (όπως αναγράφεται στο βιβλίο «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων» του Α.Μ. Γουλιέλμου), σκιαγραφεί σε μεγάλο βαθμό την συμπεριφορά των Ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων και των ιδιοκτητών τους στην σημερινή εποχή.

«Οι επιχειρηματίες ακολουθούν μια συνήθη πρακτική που είναι να λαμβάνουν υπόψη το σήμερα και να το προεκτείνουν στο μέλλον, μόνο στο βαθμό που έχουν χειροπιαστούς λόγους για να περιμένουν μια αλλαγή. Κάθε πρόβλεψη συναρτάτε με μια πιθανότητα και ένα αίσθημα εμπιστοσύνης ως προς το εάν η πρόγνωση θα βγει αληθινή. Είναι το αίσθημα εμπιστοσύνης που οι άνθρωποι της πράξης πάντοτε αφιερώνουν την πλέον έντονη και με ανησυχία προσοχή τους. Το εξαιρετικό σημείο εδώ είναι η άκρα αβεβαιότητα της βάσης της γνώσης πάνω στην οποία η επιχειρηματική εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης πρέπει να βασιστεί. Η γνώση του επιχειρηματία για τους παράγοντες που κυβερνούν την απόδοση μίας επένδυσης για κάποια χρόνια μπροστά είναι συνήθως αμυδρή και συχνά αμελητέα. Η βάση της γνώσης των επιχειρηματιών στην πλειοψηφία τους, στην εκτίμηση της απόδοσης 5 ή 10 χρόνια από τώρα για π.χ. ένα επιβατικό πλοίο δρομολογίων στον Ατλαντικό είναι ελάχιστη ή μηδενική».

«Οι ναυτιλιακές εταιρίες είναι επιχειρήσεις που κύρια ανήκουν σε αυτούς που τις διοικούν ή από τους φίλους τους και τους άμεσους συνεργάτες τους. Αυτές είναι μια επιχειρηματική επένδυση που βασίζεται σε μια επαρκή προσφορά ατόμων ενθουσιώδους ιδιοσυγκρασίας και εποικοδομητικής ορμής, που ανέλαβαν τους κινδύνους του επιχειρείν ως τρόπο ζωής, χωρίς πράγματι να βασίζονται σε ένα επακριβή υπολογισμό του αναμενόμενου κέρδους. Η ναυτιλιακή εταιρία είναι μια υπόθεση (που εν μέρει δίνει την προσδοκία της τύχης που ακολουθεί ένα λαχείο), στην

οποία το τελικό αποτέλεσμα ευρέως εξαρτάται από το εάν οι ικανότητες και ο χαρακτήρας των Μάντζερ ήταν άνω ή κάτω του μέσου όρου. Κάποιοι θα πετύχουν και κάποιοι θα αποτύχουν. Αλλά ακόμη και μετά από αυτό το γεγονός, κανείς δεν θα γνωρίζει αν τα μέσα αποτελέσματα σε σχέση με τα ποσά που επενδύθηκαν υπερέβησαν, εξισώθηκαν ή υπολήφθηκαν από το ισχύον επιτόκιο. Οι επιχειρήσεις παίζουν ένα μικτό παίγνιο δεξιοτεχνίας και τύχης, τα μέσα αποτελέσματα του οποίου είναι άγνωστα στους παίκτες. Αν η ανθρώπινη φύση δεν αισθανόταν κανένα πειρασμό να παίξει με την τύχη, καμμία ικανοποίηση δεν θα κερδιζόταν από ορισμένες επενδύσεις, και όχι πολλές επενδύσεις θα αναλαμβάνονταν ως αποτέλεσμα ενός ψυχρού υπολογισμού. Οι ναυτιλιακές αποφάσεις κατά αυτό τον τρόπο είναι σε μεγάλο βαθμό αμετάκλητες. Τα χρηματιστήρια αξιών μερικές φορές προσθέτουν ευρέως στην αστάθεια του όλου συστήματος...».

Οι Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες ήταν παραδοσιακά οικογενειακές εταιρίες ή πιο σπάνια εταιρίες με λίγους εταίρους και με έντονη την διάθεση προστασίας των δεδομένων της εσωτερικής τους οργάνωσης, των επιχειρηματικών σχεδίων, της μετοχικής σύνθεσης, ακόμα και των εσόδων και εξόδων τους. Χαρακτηριστικό είναι ότι οι πρωταρχικοί τρόποι προστασίας τους ήταν η χρήση μονοβάπτρων θυγατρικών εταιριών και off-shore εταιριών βιτρίνα για την τοποθέτηση κεφαλαίων. Τώρα πλέον πολλοί Έλληνες πλοιοκτήτες απέδειξαν ότι μπορούν να μεταφέρουν αυτές τις εταιρίες στις χρηματιστηριακές αγορές και μπορούν να προσαρμοστούν, διατηρώντας την ευελιξία που τους έκανε ισχυρούς αρχικά. Αυτοί οι εφοπλιστές που τελικά εισάγουν τα πλοία τους στις αγορές, μετακινούνται λίγο ως πολύ στο άλλο άκρο και πρέπει να επιδεικνύουν διαφάνεια των ονομάτων των μετόχων, των μελών των διοικητικών συμβουλίων, των εισροών και εκροών, του επιχειρησιακού τους σχεδιασμού και επίσης αναγκάζονται να έχουν την κυριότητα των πλοίων κάτω από κοινή εταιρία (holding company).

Τα παραπάνω έχουν προκαλέσει επαναστατικές μεταβολές στη νοοτροπία των Ελλήνων ναυτιλιακών επιχειρηματιών γιατί αυτοί σταδιακά συνειδητοποιούν πώς ότι αποτελούσε επιχειρηματική αυτοκτονία πριν από κάποια χρόνια, δηλαδή η διαφάνεια και η εφαρμογή κοινών κανόνων επιχειρησιακής συμπεριφοράς, σήμερα μπορεί να είναι αναγκαιότητα καθώς και να αποτελεί μια από τις σημαντικές δυνάμεις της επιχείρησης. Η ναυτιλιακή επιχείρηση είναι ουσιαστικά μια εταιρία που με την θαλάσσια μεταφορά κάνει προσφορά υπηρεσιών στο πελατολόγιο της, και που χρειάζεται διαφήμιση όσο χρειάζονται και οι εταιρίες από οποιονδήποτε άλλο κλάδο. Οι κλασικές μεθόδους διαφήμισης όμως στην ναυτιλία δεν εφαρμόζονται εύκολα γιατί οι μεγάλοι

ναυλωτές, δηλαδή οι κύριοι πελάτες της ναυτιλιακής επιχείρησης, συνήθως έχουν να επιλέξουν από ένα πλήθος διαφορετικών εταιριών που όλες προσφέρουν σχεδόν το ίδιο προϊόν στις ίδιες τιμές. Οι ναυλωτές όμως με βάση τα δεδομένα της νέας εποχής είναι αναγκασμένοι να επιλέγουν και με ποιοτικά, εκτός από ποσοτικά, κριτήρια γιατί διαφορετικά γίνονται οι ίδιοι εξίσου υπεύθυνοι για ζημιές στο περιβάλλον τα φορτία ή τους ανθρώπους. Επομένως η καλύτερη διαφήμιση στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι η σωστή δημόσια παρουσίαση, η διαφάνεια στους στόχους, στα επιτεύγματα, στους σημαντικούς πελάτες (τους μεγάλους ναυλωτές δηλαδή), στην ποιότητα των πλοίων, στην διαχείριση τους, καθώς και στην εμπειρία και τις ικανότητες των προσώπων που τα διοικούν. Όλα τα παραπάνω μπορούν να επιτευχθούν σταδιακά αν μια επιχείρηση αποφασίσει να αρχίσει την διαδικασία εισαγωγής της σε μια από της χρηματιστηριακές αγορές, γιατί ουσιαστικά η αγορά με το θεσμικό της πλαίσιο «αναγκάζει» την ναυτιλιακή εταιρία να λάβει όλα αυτά τα μέτρα, τα οποία σε τελευταία ανάλυση είναι ευεργετικά για την ίδια την εταιρία. Βέβαια η χρηματιστηριακή αγορά δεν είναι τέλεια και δεν είναι απίθανο για έναν Έλληνα πλοιοκτήτη, ή οποιονδήποτε επιχειρηματία, κάποιες φορές να εντοπίζει και να εκμεταλλεύεται ατέλειες του θεσμικού πλαισίου.

## ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

1. «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», J. Fred Weston & Eugene F. Brigham, 1986, Παπαζήση
2. «Ναυτιλιακή Οικονομική», Ελ. Γεωργαντόπουλος & Γ.Π. Βλάχος, 2003, Τζέι & Τζέι Ελλάς
3. «Χρηματοδότηση Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων», Α.Μ. Γουλιέλμος, 2007, Αθ. Σταμούλης
4. «Ναυτιλία και Χρηματιστήριο», Συλλογικό έργο, Τμήμα ναυτιλίας και επιχειρηματικών υπηρεσιών πανεπιστημίου Αιγαίου, 2009, Σακκούλα
5. «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός», Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2003, Interbooks
6. «Γενική και Αναλυτική Λογιστική Ναυτιλιακών Επιχειρήσεων (κατά το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο)», Νικόλαος Γ. Προτοψάλτης, 1999, Αθ. Σταμούλης
7. «Financial Statements (Form, Analysis and Interpretation)», Steward Yarwook McMyllen, 1979, Richard D. Irwin Inc.
8. <http://www.britishmarine.co.uk/pdf/Marine%20Sector%20Report%20Greece%20May%202009.pdf>
9. [http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615\\_economic\\_crisis\\_baily\\_elliott/0615\\_economic\\_crisis\\_baily\\_elliott.pdf](http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2009/0615_economic_crisis_baily_elliott/0615_economic_crisis_baily_elliott.pdf)
10. [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
11. <http://www.investopedia.com/>
12. <http://www.wikinvest.com/>
13. <http://www.eurocapital.gr/>
14. <http://www.capital.gr/>
15. <http://www.nyse.com/>
16. <http://www.nasdaq.com/>
17. <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>
18. <http://amershipfinancepartners.com/spac.htm>
19. <http://www.ship.gr/>
20. <http://shipping.capitallink.com/>
21. <http://www.tradewinds.no/>
22. <http://www.ase.gr/>
23. <http://www.hsa.gr/>
24. <http://www.gge.gr/home/index.html>

25. <http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/home>
26. <http://www.twse.com.tw/en/>
27. <http://www.soxlaw.com/>
28. <http://www.sec.gov/>
29. <http://www.nseindia.com/>
30. [http://www.sse.com.cn/sseportal/en\\_us/ps/home.shtml](http://www.sse.com.cn/sseportal/en_us/ps/home.shtml)
31. <http://www.hkex.com.hk/index.htm>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρίες ανά χώρα για τα έτη 1998 και 2006

Πηγή: περιοδική έκδοση Trade Winds 1998 και 2006 (ποσοστά στρογγυλοποιημένα)

Πόλη ή Χώρα Χρηματοστηρίου	Αριθμός Ναυτιλιακών Εταιρειών 1998 (17/04/98) %		Αριθμός Ναυτιλιακών Εταιρειών 2006 (17/11/06)	
Αυστραλία	—	—	2	1.0%
Βέλγιο	—	—	3	1.5
Γαλλία	5	2	1	0.5
Γερμανία	4	2	6	3.0
Δανία	15	6	6	3.0
Ελλάς	4	2	5	2.5
Ηνωμένο Βασίλειο	14	6	6	3.0
ΗΠΑ	31	13	41	20.0
Ιαπωνία	25	10	18	9.0
Ινδία	7	3	9	4.5
Ινδονησία	—	—	2	1.0
Ιταλία	—	—	2	1.0
Καναδάς	—	—	1	0.5
Κίνα	—	—	2	1.0
Λετονία	—	—	1	0.5
Μαλαισία	6	2	9	4.5
Ν. Αφρική	—	—	1	0.5
Ν. Κορέα	6	2	7	3.5
Νορβηγία	51	21	28	14.0
Ολλανδία	4	2	3	1.5
Ρωσία	7	3	—	—
Σιγκαπούρη	16	7	14	7.0
Σουηδία	12	5	5	2.5
Ταϊβάν	6	2	8	4.0
Ταϊλάνδη	5	2	4	2.0
Φιλιππίνες	4	2	2	1.0
Φινλανδία	5	2	5	2.5
Χιλή	—	—	1	0.5
Χονγκ Κονγκ	14	6	10	5.0
12 Χώρες με 3 εταιρείες ή λιγότερες	4	2	—	—
Σύνολο	245	100%	202	100

**Πίνακας 2: Ελληνικές ναυτιλιακές ποντοπόρες το 2006 εντός χρηματαγορών**

Πηγή: Ναυτεμπορική, Ναυτιλία 2006. (OTC: Over The Counter).

Πόλη ή Χώρα Χρηματιστηρίου	Όνομα Ελληνικής Ναυτιλιακής Εταιρείας	Εκατ. \$ Από ΧΑ Έτος Πλοία (αρ.)
Nasdaq	1. Aries Maritime <sup>(*)</sup>	170,5\$ 2005 14 (9 Δ/Ξ, 5 Ε/Κ)
NYSE	2. Diana Shipping <sup>(*)</sup> (Συμειών Παλιός)	241,9\$ 2005 12 πλοία (1.064.686 τνβ)
Nasdaq	3. Dry ships <sup>(*)</sup> (Γιώργος Οικονόμου)	269,1\$ 2005 27 πλοία
OTC BB	4. Euroseas (Αριστείδης Πίττας)	2005 8 πλοία
NYSE	5. Excel maritime <sup>(*)</sup>	2005 17 πλ.
Nasdaq (2005)	6. Freeseas (Γιώργος & Ενστάθιος Γουρδομιχάλης & Ιωνάς Βαρουχάκης)	2005 17 πλοία
Nasdaq (2005)	7. Genco Shipping	2005 24 Δ/Ξ
NYSE	8. General maritime (Υψηλής Κεφαλαιοποίησης)	115\$ 2005 17 πλ.
LSE	9. Goldenport Holdings (Πάρις Δράγης)	2005 41 πλο.
Nasdaq	10. Návios Maritime <sup>(*)</sup> (Αγγελική Φράγκου) (Εξαγορά της από την International Shipping Enterprises)	234\$ 2005 2 πλ.
Nasdaq	11. Omega Navigation <sup>(*)</sup>	220,9\$
Nasdaq	12. Quintana Maritime <sup>(*)</sup> (Σταμάτης Μόλαρης) (Εξαγορά Μετροσταρ)	116,0\$ 2005 17 LPG
Nasdaq	13. Stealthgas <sup>(*)</sup> (Όμιλος Βαφεία- Χάρης Βαφείας)	2005 27 Δ/Ξ
Nasdaq	14. Top Tankers <sup>(*)</sup> (Ε. Πιστιόλης)	2005 35 Δ/Ξ
NYSE	15. Tsakos Energy Navigation TEN <sup>(*)</sup>	1,018.4\$
Σύνολο	16. Danaos <sup>(*)</sup>	1,140 \$ (17/11/06)
NYSE		(* ) 5,525 \$ στο Νάσντακ την 17/11/06.
AMEX	Star Mar. Acq. Corp.	281 \$m

**Πίνακας 3:** Έσοδα και Κερδοφορία εισηγμένων Ελληνικών ναυτιλιακών προνοτοπών κατά το 2005

Πηγή: Ναυτεμπορική, Ναυτιλία 2006

Εταιρεία	Έσοδα 2005 εκ. \$	Κέρδη 2005 (εκ.\$)	Κέρδη στα έσοδα	Κέρδη ανά πλοίο
1. Aries Maritime (Nasdaq)	75,9	14,8	19,5%	1,057,143\$ (14 πλοία)
2. Diana Shipping (Συμείων Πάλη- ός)	103,1	65,0	63,0%	6,770,833 (9,6 πλοία) 1064686 τνβ
3. Dry ships (Γιώργος Οικονομίου)	228,9	111,4	48,7%	1,803,704 (27 πλοία) 2,32 ε. τνβ
4. Euroseas (Αριστείδης Πίπτας) OTC BB	42,13	25,2	59,7%	3,146,250 (8 πλοία)
5. Excel maritime (NYSE)	118,6	67,8	57,2%	3,988,235 (17)
6. Freeseas (Γιώργος & Ευστάθιος Γουφδομιάλης & Ιονάς Βα- ρουχάκης) (Nasdaq)	10,3	0,1	0,1%	53,333 (3 πλοία) (Συγχώ- ρευση με Trinity Partners Acquisition)
7. Genco Shipping (Nasdaq)	116,9	54,5	46,2%	3,205,882 (17 πλοία) 839000 TNB
8. General maritime (Θεωρείται Υψηλής Κεφαλαιοποίησης)	430,7	212,4	49,3%	4,248,000 (50 πλ.) Πωλή- σεις 26 πλ. 693 εκ. \$ 24 Πλ. 2005
9. Goldenport Holdings (Πάρις Δράσης)	85,0	45,0	52,9%	2,647,059\$ 17 πλ.
10. Navios Maritime (Αγγλική Φράγκου) Εξαγορά της από την International Shipping Enterprises)	235,0	53,5	22,8%	1,304,878 41 πλ.
11. Omega Navigation (Νάσντακ)				
12. Quintana Maritime (Σταμάτης Μόλαρης) (Εξαγορά Μετρο- στα)		5,5		550,000\$ Εξαγορά 17 πλ. 735\$ εκ. 10 πλοία είχε 916072 τνβ
13. Stealthgas (Ομίλος Βαφειά- Χάρης Βαφειάς) Νάσντακ	29,3	12,2	41,6%	451,852\$ 27 LPGs
14. Top Tankers (Ε. Πισιόλης) Νάσντακ	244,2	68,7	28,1%	2,543,704\$ 27 πλοία 2,6 εκ. τνβ
15. Tsakos Energy Navigation TEN	248,05	161,8	65,2%	1,863,143\$ 35 Tankers Αγορά 9 ΔΞ Από Western Petroleum SA 530 m. \$
16. Δαναός				30 πλοία



Πίνακας 4: Απόδοση διεθνών χρηματαγορών κατά την περίοδο από τον Μάιο του 2008 μέχρι τον Μάιο του 2009

Πηγή: Bespoke Investment Group, World Stock Market Performance 2009

Country	YTD % Chg	% From 52-Wk High	Country	YTD % Chg	% From 52-Wk High
Peru	72.92	-31.94	Croatia	8.11	-54.81
Russia	53.33	-61.22	Luxembourg	8.01	-58.09
India	48.25	-18.26	Netherlands	6.62	-47.14
China	47.01	-26.30	Czech Republic	6.62	-46.57
Taiwan	44.96	-28.51	Bulgaria	6.25	-70.61
Ukraine	44.30	-55.38	Poland	5.21	-37.71
Argentina	43.24	-31.47	Japan	4.86	-36.37
Indonesia	39.15	-25.05	South Africa	4.13	-32.76
Israel	39.04	-24.96	Italy	3.75	-39.79
Brazil	37.34	-30.18	Germany	3.11	-31.42
Sri Lanka	35.43	-22.16	New Zealand	2.77	-23.73
Norway	29.21	-44.47	Australia	2.55	-35.84
Egypt	28.64	-42.73	Dubai UAE	1.80	-71.56
Chile	28.50	-1.94	France	1.77	-36.31
Singapore	28.32	-30.55	Spain	1.59	-34.43
Vietnam	27.02	-30.36	Jamaica	1.50	-28.60
South Korea	27.01	-24.43	Britain	1.08	-29.71
Saudi Arabia	26.24	-38.41	Morocco	1.04	-24.07
Venezuela	26.16	-1.10	United States	0.96	-36.67
Greece	26.15	-47.10	Lebanon	0.04	-44.38
Turkey	25.32	-22.79	Oman	-0.01	-55.28
Thailand	23.67	-37.23	Kuwait	-0.47	-50.56
Philippines	23.32	-20.46	Switzerland	-0.65	-29.37
Denmark	23.05	-35.13	Mauritius	-0.89	-39.00
Hungary	22.39	-35.17	Qatar	-2.87	-47.07
Colombia	22.01	-8.66	Serbia	-4.42	-64.13
Hong Kong	21.94	-31.74	Malta	-6.18	-30.64
Portugal	20.74	-30.82	Lithuania	-6.25	-61.69
Pakistan	20.51	-50.43	Slovakia	-8.13	-28.93
Sweden	19.15	-23.89	Bangladesh	-8.52	-20.29
Austria	17.49	-53.91	Bahrain	-9.59	-44.03
Ireland	17.20	-57.49	Ecuador	-11.20	-14.46
Tunisia	16.81	-1.98	Botswana	-13.57	-29.75
Malaysia	16.74	-21.39	Latvia	-14.48	-56.30
Canada	12.62	-33.22	Kenya	-18.90	-47.86
Slovenia	12.00	-52.50	Nigeria	-19.00	-59.38
Estonia	11.49	-49.31	Ghana	-23.74	-27.02
Abu Dhabi (UAE)	9.46	-49.29	Iceland	-27.85	-94.86
Mexico	9.39	-23.99	Bermuda	-31.55	-53.52
Romania	9.13	-60.16	Puerto Rico	-36.12	-64.67
Belgium	8.91	-45.92	Costa Rica	-39.94	-51.32
Finland	8.90	-41.73			
			G7 Countries		BRIC Countries

**Πίνακας 5:** Ναυτιλιακές επιχειρήσεις Ελληνικών συμφερόντων εισηγμένες σε οργανωμένες κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. με βάση δεδομένα της 9 Μαΐου του 2009

Πηγή: «Ναυτιλία και Χρηματιστήριο», Συλλογικό έργο, Τμήμα ναυτιλίας και επιχειρηματικών υπηρεσιών πανεπιστημίου Αιγαίου, 2009

	Name	Listing	Symbol	Vessels
1	ARIES MARITIME TRANSPORT LIMITED	NASDAQ	RAMS	Tankers/Containerships
2	CAPITAL PRODUCT PARTNERS LP	NASDAQ	CPLP	Tankers (Product)
3	DANAOS CORPORATION	NYSE	DAC	Containerships
4	DIANA SHIPPING	NYSE	DSX	Dry Bulk Carriers
5	DRYSHIPS INC.	NASDAQ	DRYS	Dry Bulk Carriers
6	EAGLE BULK SHIPPING INC.	NASDAQ	EGLE	Dry Bulk Carriers
7	ENERGY INFRASTRUCTURE ACQUISITION CORPORATION	AMEX	EII	Blank Check Company
8	EUROSEAS LTD	NASDAQ	ESEA	Dry Bulk Carriers/Containerships
9	EXCEL MARITIME CARRIERS LTD.	NYSE	EXM	Dry Bulk Carriers
10	FRESEAS	NASDAQ	FREE	Dry Bulk Carriers
11	GENCO SHIPPING & TRADING LIMITED	NYSE	GNK	Dry Bulk Carriers
12	GENERAL MARITIME CORP.	NYSE	GMR	Tankers
13	NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.	NASDAQ	NM	Dry Bulk Carriers
14	NAVIOS MARITIME PARTNERS LP	NYSE	NMM	Dry Bulk Carriers
15	OCEANAUT INC.	AMEX	OKN	Blank Check Company
16	OCEANFREIGHT INC.	NASDAQ	OCNF	Dry Bulk Carriers/Tankers
17	OMEGA NAVIGATION ENTERPRISES INC	NASDAQ	ONAV	Tankers
18	PARAGON SHIPPING INC	NASDAQ	PRGN	Dry Bulk Carriers
19	SEANERGY MARITIME CORP.	AMEX	SRG	Blank Check Company
20	STAR BULK CARRIERS CORP.	NASDAQ	SBLK	Dry Bulk Carriers
21	STEALTHGAS INC	NASDAQ	GASS	LPG carriers
22	TOP SHIPS INC.	NASDAQ	TOPS	Tankers/ Dry Bulk Carriers
23	TSAKOS ENERGY NAVIGATION LTD.	NYSE	TNP	Tankers (Crude Oil/Product)

Πίνακας 6: Ενοποιημένοι ισολογισμοί, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(Expressed in thousands of U.S. Dollars — except per share data)

	Notes	December 31, 2008	December 31, 2007
<b>ASSETS</b>			
<b>Current assets:</b>			
Cash and cash equivalents	4, 13	\$ 133,624	\$ 427,567
Restricted cash	2, 13	17,858	83,697
Accounts receivable, net	6	109,780	104,968
Short term derivative asset	13	214,156	184,038
Short term backlog asset	9	44	2,454
Due from affiliate companies	17	1,677	4,458
Prepaid expenses and other current assets	7	28,270	41,063
<b>Total current assets:</b>		<b>505,409</b>	<b>848,245</b>
Deposit for vessels acquisitions	8	404,096	208,254
Vessels, port terminal and other fixed assets, net	8, 24	737,064	425,591
Long term derivative assets	13	36,657	90
Deferred financing costs, net		13,449	13,017
Deferred dry dock and special survey costs, net		4,873	3,153
Investments in leased assets		18,998	58,756
Investments in affiliates	10, 17	5,605	1,079
Investments in available for sale securities	24	22,358	—
Other long term assets		9,535	—
Long term backlog asset	9	—	44
Customer relationships	9	33,716	—
Trade name	9	89,953	83,393
Port terminal operating rights	9	31,310	29,179
Favorable lease terms	9	192,899	229,393
Goodwill	3	147,632	70,810
<b>Total non-current assets:</b>		<b>1,748,216</b>	<b>1,122,789</b>
<b>Total assets:</b>		<b>\$ 2,253,624</b>	<b>\$ 1,971,004</b>
<b>LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY</b>			
<b>Current liabilities:</b>			
Accounts payable		\$ 72,520	\$ 106,665
Dividends payable	2	9,056	—
Accrued expenses	11	34,468	37,926
Deferred income	8	11,319	31,056
Short term derivative liability	13	128,952	256,961
Deferred tax liability	2, 22	15	3,663
Current portion of long term debt	12	15,177	14,220
<b>Total current liabilities:</b>		<b>271,532</b>	<b>460,491</b>
Senior notes, net of discount	12	298,344	298,149
Long term debt, net of current portion	12	574,194	301,680
Unfavorable lease terms	9	76,684	96,217
Long term liabilities and deferred income	8, 14	47,827	638
Deferred tax liability	2, 22	26,573	53,807
Long term derivative liability	13	23,601	818
<b>Total non-current liabilities:</b>		<b>1,047,313</b>	<b>761,209</b>
<b>Total liabilities:</b>		<b>1,318,845</b>	<b>1,201,800</b>
Minority interest	23	128,959	—
Commitments and contingencies	15	—	—
<b>Stockholders' equity</b>			
Preferred stock — \$0.0001 par value, authorized 1,000,000 shares, None issued		—	—
Common stock — \$0.0001 par value, authorized 250,000,000 shares, issued and outstanding 100,488,784 and 106,412,429 as of December 31, 2008 and 2007, respectively		10	11
Additional paid-in capital		494,719	536,306
<small>Source: Navios Maritime Holdings Inc., 20-F April 14, 2009</small>			
<small>Revised by Management's Discussion and Analysis</small>			
Accumulated other comprehensive loss		(22,578)	(19,939)
Retained earnings		333,669	252,826
<b>Total stockholders' equity</b>		<b>808,820</b>	<b>769,204</b>
<b>Total liabilities and stockholders' equity</b>		<b>\$ 2,253,624</b>	<b>\$ 1,971,004</b>

See notes to consolidated financial statements.

Πίνακας 7: Ενοποιημένες δηλώσεις εισοδήματος, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME  
(Expressed in thousands of U.S. Dollars — except per share data)

	Note	Year Ended December 31, 2008	Year Ended December 31, 2007	Year Ended December 31, 2006
Revenue	20	\$ 1,246,062	\$ 758,420	\$ 205,375
Gain on forward freight agreements	13	16,244	26,379	19,786
Time charter, voyage and logistic business expenses		(1,066,239)	(557,573)	(84,225)
Direct vessel expenses		(26,521)	(27,892)	(19,863)
General and administrative expenses		(40,001)	(23,058)	(15,057)
Depreciation and amortization	8,9	(57,062)	(31,900)	(37,129)
Provision for losses on accounts receivable	6	(2,668)	—	(6,242)
Interest income from investments in finance lease		2,185	3,507	—
Interest income		7,753	10,819	3,832
Interest expense and finance cost, net	12	(49,128)	(51,089)	(47,429)
Gain on sale of assets/partial sale of subsidiary	19	27,817	167,511	—
Other income		948	445	1,819
Other expense		(12,584)	(2,040)	(472)
Income before equity in net earnings of affiliated companies and joint venture		46,706	273,523	20,395
Equity in net earnings of affiliated companies and joint venture	10,17	17,431	1,929	674
Income before taxes and minority interest		\$ 64,137	\$ 275,452	\$ 21,069
Income taxes	2,22	\$ 56,113	\$ (4,451)	\$ —
Income before minority interest		\$ 120,250	\$ 271,001	\$ 21,069
Minority interest	23	—	—	—
Net income		\$ 118,527	\$ 271,001	\$ 21,069
Less:				
Incremental fair value of securities offered to induce warrants exercise		—	(4,195)	—
Income available to common shareholders		\$ 118,527	\$ 266,806	\$ 21,069
Earnings per share, basic		\$ 1.14	\$ 2.97	\$ 0.38
Weighted average number of shares, basic	21	104,345,083	92,830,943	54,894,402
Earnings per share, diluted		\$ 1.10	\$ 2.68	\$ 0.38
Weighted average number of shares, diluted	21	107,344,748	99,429,533	55,526,688

See notes to consolidated financial statements.  
F-4

Πίνακας 8: Ενοποιημένες δηλώσεις ιδίων κεφαλαίων, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF STOCKHOLDERS' EQUITY  
(Expressed in thousands of U.S. Dollars — except per share data)

	Number of Common Shares	Common Stock	Additional Paid-in Capital	Retained Earnings	Accumulated Other Comprehensive Income (Loss)	Total Stockholders' Equity
Balance December 31, 2005	44,239,319	\$ 4	\$ 205,593	\$ 2,161	\$ —	\$ 207,758
Net income				21,069	—	21,069
Other comprehensive income (loss)					(13,987)	(13,987)
- Change in fair value of financial instruments					4,171	4,171
- Reclassification to earnings					—	—
Total comprehensive income					—	11,233
Issuance of common stock in connection with the acquisition of vessels (Note 8)	1,161,535	—	5,154	—	—	5,134
Issuance of common stock (Note 18)	16,687,273	—	65,451	—	—	65,451
Dividends declared/paid	—	—	—	(15,382)	—	(15,382)
Balance December 31, 2006	62,088,127	6	276,178	7,848	(9,816)	274,216
Net income				271,001	—	271,001
Other comprehensive income (loss)					(19,939)	(19,939)
- Change in fair value of financial instruments					9,816	9,816
- Reclassification to earnings					—	—
Total comprehensive income					—	260,878
Issuance of common stock in connection with the construction of two vessels (Note 8)	1,397,624	—	20,000	—	—	20,000
Issuance of common stock (Note 18)	42,739,414	3	239,562	—	—	239,567
Stock based compensation expenses (Note 14)	147,364	—	566	—	—	566
Dividends declared/paid	—	—	—	(26,073)	—	(26,073)
Balance December 31, 2007	106,412,429	11	536,306	252,826	(19,939)	769,204
Net income				118,527	—	118,527
Other comprehensive income (loss)					(22,578)	(22,578)
- Unrealized holding losses on investments in available for sale securities (Note 24)					19,939	19,939
- Reclassification to earnings					—	—
Total comprehensive income					—	115,888
Issuance of common stock (Note 18)	1,551,368	—	6,756	—	—	6,756
Acquisition of treasury shares (Note 18)	(7,524,870)	(1)	(51,032)	—	—	(51,033)
Stock based compensation expenses (Note 14)	259,557	—	2,689	—	—	2,689
Dividends declared/paid	—	—	—	(37,683)	—	(37,683)
Balance December 31, 2008	100,488,784	\$ 10	\$ 494,719	\$ 323,669	\$ (22,578)	\$ 805,820

See notes to consolidated financial statements.  
F-6

Πίνακας 9: Ενοποιημένες χρηματικών ροών, Navios Maritime Holdings

Πηγή: NYSE Euronext SEC Reports

NAVIOS MARITIME HOLDINGS INC.  
CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS  
(Expressed in thousands of U.S. Dollars)

Note	Year Ended December 31, 2008	Year Ended December 31, 2007	Year Ended December 31, 2006
<b>OPERATING ACTIVITIES:</b>			
Net income	\$ 118,527	\$ 271,001	\$ 21,069
Adjustments to reconcile net income to net cash (used in) provided by operating activities:			
Depreciation and amortization	8,0 57,062	31,900	37,129
Amortization and write-off of deferred financing cost	2,077	1,856	8,004
Amortization of deferred dry dock costs	1,933	1,687	1,382
Provision for losses on accounts receivable	6 2,668	—	6,024
Unrealized (gain) loss on FFA derivatives	13 8,220	(12,232)	(12,484)
Unrealized loss on warrants	13 5,282	—	—
Unrealized (gain) on foreign exchange contracts	—	—	(56)
Unrealized (gain) loss on interest rate swaps	13 1,874	1,279	(85)
Share based compensation	14 2,694	566	—
Gains on sale of assets/partial sale of subsidiary	19 (27,817)	(167,511)	—
Deferred taxes	2, 22 (56,113)	4,451	—
Earnings in affiliates and joint ventures, net of dividends received	10,17 (4,517)	(1,252)	(92)
Minority interest	23 1,723	—	—
<b>Changes in operating assets and liabilities:</b>			
(Increase) decrease in restricted cash	65,839	(67,473)	(12,138)
(Increase) decrease in accounts receivable	2,473	(76,016)	(20,556)
(Increase) decrease in prepaid expenses and other current assets	16,704	(29,811)	(371)
(Increase) decrease in due from affiliates	2,781	(4,455)	—
Increase (decrease) in accounts payable	(42,154)	59,946	23,480
Increase (decrease) in accrued expenses	(10,584)	20,088	(527)
Increase (decrease) in deferred voyage revenue	(19,737)	26,398	(1,486)
Increase (decrease) in long term liability	13,627	(341)	(1,318)
Increase (decrease) in derivative accounts	(167,297)	70,419	10,937
Payments for dry dock and special survey costs	(3,653)	(2,426)	(2,480)
Net cash (used in) provided by operating activities:	<u>(28,358)</u>	<u>178,975</u>	<u>58,432</u>
<b>INVESTING ACTIVITIES:</b>			
Acquisition of subsidiary, net of cash acquired	3 (107,569)	(145,436)	—
Deposits in escrow in connection with acquisition of subsidiary	3 (2,500)	—	—
Proceeds from sale of assets	19 70,088	353,300	—
Receipts from finance lease	4 4,843	9,049	—
Deposits for vessel acquisitions	8 (197,853)	(188,254)	(2,055)
Acquisition of vessels	8 (118,814)	(44,530)	(108,117)
Purchase of property and equipment	8 (100,832)	(600)	(1,291)
Net cash used in investing activities:	<u>(452,637)</u>	<u>(16,481)</u>	<u>(111,463)</u>
<b>FINANCING ACTIVITIES:</b>			
Proceeds from long term loan	12 314,827	141,914	117,153
Proceeds from senior notes, net of discount	12 —	—	297,956
Repayment of long term debt and payment of principal	12 (52,563)	(135,945)	(340,453)
Debt issuance costs	(2,310)	(3,228)	(7,775)
Issuance of common stock	18 6,749	239,567	65,453
Dividends paid	(28,588)	(26,023)	(15,382)
Acquisition of treasury stock	18 (51,023)	—	—
Net cash provided by financing activities:	<u>187,082</u>	<u>216,285</u>	<u>116,952</u>
Increase (decrease) in cash and cash equivalent:	<u>(293,943)</u>	<u>327,909</u>	<u>61,921</u>

Source: Navios Maritime Holdings Inc., 20-7, April 14, 2009

Επιχειρησιακή Συνοψιστική Έκθεση 2008

Cash and cash equivalents, beginning of year/period	427,667	90,658	37,737
Cash and cash equivalents, end of year/period	\$ 133,624	\$ 427,567	\$ 99,658
<b>SUPPLEMENTAL DISCLOSURES OF CASH FLOW INFORMATION</b>			
Cash paid for interest	\$ 48,570	\$ 46,423	\$ 38,917
Cash paid for income taxes	\$ 2,553	\$ —	\$ —

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Excel Maritime Carriers

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	75882 / 118604 = 0,639	44001 / 124109 = 0,354	92062 / 177507 = 0,518	50229 / 696060 = 0,072	258397 / 570365 = 0,453*
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	68070 / 118082 = 0,576	31529 / 124109 = 0,254	84506 / 177507 = 0,476	(33589) / 696060	257882 / 570365 = 0,452*
Συνολική Αποδοτικότητα	75882 / 561025 = 0,135	44001 / 549351 = 0,08	92062 / 824396 = 0,111	50229 / 3332953 = 0,015	258397 / 3228357 = 0,08*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	68070 / 287989 = 0,236	31529 / 320161 = 0,098	84506 / 399821 = 0,211	(33589) / 1007287	257882 / 1418922 = 0,181*
Δανειακή Επιβάρυνση	215926 / 561025 = 0,384	185471 / 549351 = 0,337	368585 / 824396 = 0,447	2010763 / 3332953 = 0,603	1555745 / 3228357 = 0,481
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	70547 / 57110 = 1,235	95788 / 43719 = 2,19	252734 / 55990 = 4,513	127050 / 314903 = 0,4	160534 / 253690 = 0,632
Παγιοποίηση Περιουσίας	466192 / 561025 = 0,83	438401 / 549351 = 0,798	528630 / 824396 = 0,641	2895337 / 3332953 = 0,868	2808488 / 3228357 = 0,869
Κάλυψη Μερισμάτων	68070 / 0	31529 / 0	84506 / 23939 = 3,53	(33589) / 22201	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννέαμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Μικτό Περιθώριο Κέρδους =  $302423 / 506907 = 0,596$ , Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $276153 / 506907 = 0,544$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $276153 / 3316809 = 0,083$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $276080 / 1053398 = 0,262$ .

**Πίνακας 11: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Tsakos Energy Navigation Limited**

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	154765 / 295623 = 0,523	205246 / 427654 = 0,479	249702 / 500617 = 0,498	278838 / 623040 = 0,447	80660 / 346694 = 0,232
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	161755 / 295623 = 0,547	196404 / 427654 = 0,459	183171 / 500617 = 0,365	202931 / 623040 = 0,325	45336 / 346694 = 0,13*
Συνολική Αποδοτικότητα	154765 / 1089174 = 0,142	205246 / 1969875 = 0,104	249702 / 2362776 = 0,105	278838 / 2602317 = 0,107	80660 / 2613107 = 0,03*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	161755 / 607186 = 0,266	196404 / 755273 = 0,260	183171 / 854540 = 0,214	202931 / 910658 = 0,222	45336 / 924765 = 0,049*
Δανειακή Επιβάρυνση	390470 / 1089174 = 0,358	1113170 / 1969875 = 0,565	1348971 / 2362776 = 0,570	1502171 / 2602317 = 0,577	1473345 / 2613107 = 0,56
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	191734 / 91518 = 2,095	222493 / 101430 = 2,143	276053 / 159265 = 1,73	370781 / 189488 = 1,956	334678 / 214997 = 1,556
Παγοποίηση Περιουσίας	861790 / 1089174 = 0,794	1719889 / 1969875 = 0,873	2069922 / 2362776 = 0,876	2209204 / 2602317 = 0,848	2256908 / 2613107 = 0,863
Κάλυψη Μερισμάτων	161755 / 38555 = 4,19	196404 / 22495 = 8,73	183171 / 60159 = 3,04	202931 / 67595 = 3	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννέαμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $175317 / 466987 = 0,375$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $175317 / 915115 = 0,191$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $221311 / 2602317 = 0,11$ .

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Danaos Corporation  
 Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	143679 / 241381 = 0,595	108774 / 205177 = 0,53	128694 / 258845 = 0,497	148960 / 298905 = 0,498	98501 / 234172 = 0,42
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	122850 / 241381 = 0,508	101082 / 205177 = 0,492	215264 / 258845 = 0,831	115238 / 298905 = 0,385	52271 / 234172 = 0,223*
Συνολική Αποδοτικότητα	143679 / 945758 = 0,151	108774 / 1297190 = 0,08	128694 / 20717791 = 0,062	148960 / 2828464 = 0,052	98501 / 3079410 = 0,031*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	122850 / 262725 = 0,467	101082 / 565852 = 0,178	215264 / 624904 = 0,344	115238 / 219034 = 0,526	52271 / 360647 = 0,144*
Δανειακή Επιβάρυνση	612549 / 945758 = 0,647	685624 / 1297190 = 0,528	1395774 / 2071791 = 0,673	2487215 / 2828464 = 0,879	2520951 / 3079410 = 0,818
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	64012 / 70484 = 0,908	59700 / 45714 = 1,305	132988 / 51113 = 2,6	250194 / 122215 = 2,047	292268 / 197812 = 1,477
Παγιοποίηση Περιουσίας	881746 / 945758 = 0,932	1237490 / 1297190 = 0,953	1938803 / 2071791 = 0,935	2578270 / 2828464 = 0,911	2787142 / 3079410 = 0,9
Κάλυψη Μερισμάτων	122850 / 0	101082 / 0	215264 / 101476 = 2,12	115238 / 101476 = 1,135	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $91607 / 220202 = 0,416$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $112798 / 2828464 = 0,039$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $91670 / 219034 = 0,418$ .



**Πίνακας 13: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Navios Maritime Holdings Inc.**

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	1876 / 76376 = 0,024	20395 / 205965 = 0,099	273523 / 758420 = 0,36	46706 / 1246062 = 0,037	59211 / 449946 = 0,131
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	2161 / 76376 = 0,002	21069 / 205965 = 0,102	271001 / 758420 = 0,357	118527 / 1246062 = 0,095	55448 / 449946 = 0,123*
Συνολική Αποδοτικότητα	1876 / 789383 = 0,002	20395 / 944783 = 0,021	273523 / 1971004 = 0,138	46706 / 2253624 = 0,020	59211 / 2801365 = 0,021*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	2161 / 207758 = 0,01	21069 / 274216 = 0,007	271001 / 769204 = 0,352	118527 / 934779 = 0,126	55448 / 1026706 = 0,054*
Δανειακή Επιβάρυνση	448021 / 789383 = 0,567	561588 / 944783 = 0,594	751309 / 1971004 = 0,381	1047313 / 2253624 = 0,464	1542482 / 2801365 = 0,55
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	114539 / 133604 = 0,857	195869 / 108979 = 1,797	848245 / 450491 = 1,882	505409 / 271532 = 1,861	468870 / 232177 = 2,019
Παγιοποίηση Περιουσίας	674844 / 789383 = 0,854	748914 / 944783 = 0,792	1122759 / 1971004 = 0,569	1748215 / 2253624 = 0,775	2332495 / 2801365 = 0,832
Κάλυψη Μερισμάτων	2161 / 0	21069 / 24835 = 0,848	271001 / 75187 = 3,604	118527 / 85875 = 1,38	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = 124085 / 1031887 = 0,12, Συνολική Αποδοτικότητα = 126813 / 2253624 = 0,056, Ιδιωφελής Αποδοτικότητα = 124085 / 934779 = 0,132.

Πίνακας 14: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Genco Shipping & Trading Limited

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
<b>Μικτό</b>	68746 /	70320 /	131070 /	234377 /	158626 /
<b>Περιθώριο</b>	116906 =	133232 =	155387 =	405370 =	283301 =
<b>Κέρδους</b>	0,588	0,527	0,707	0,578	0,559
<b>Καθαρό</b>	54482 /	63522 /	106809 /	86580 /	113131 /
<b>Περιθώριο</b>	116906 =	133232 =	185387 =	405370 =	283301 =
<b>Κέρδους</b>	0,466	0,476	0,576	0,213	0,399*
<b>Συνολική</b>	68746 /	70320 /	131070 /	234377 /	158626 /
<b>Αποδοτικότητα</b>	489958 = 0,14	578262 =	1653272 =	1990006 =	2296140 =
<b>τα</b>		0,121	0,079	0,011	0,069*
<b>Ιδιωφελής</b>	54482 /	63522 /	106809 /	86580 /	113131 /
<b>Αποδοτικότητα</b>	348242 =	353533 =	622185 =	696478 =	862060 =
<b>τα</b>	0,156	0,179	0,171	0,124	0,131*
<b>Δανειακή</b>	135738 /	209556 /	960723 /	1263336 /	1352017 /
<b>Επιβάρυνση</b>	489958 =	578262 =	1653272 =	1990006 =	2296140 =
	0,277	0,362	0,581	0,634	0,588
<b>Τρέχουσα</b>	119705 / 5978	88118 / 15173	267594 /	140748 /	275125 /
<b>Ταμειακή</b>	= 8,314	= 5,807	70364 = 3,802	30192 = 4,661	82063 = 3,352
<b>ρευστότητα</b>					
<b>Παγιοποίηση</b>	440253 /	490144 /	1385678 /	1849258 /	275125 /
<b>Περιοσσίας</b>	489958 =	578262 =	1653272 =	1990006 =	82063 = 3,352
	0,898	0,847	0,838	0,929	
<b>Κάλυψη</b>	54482 / 15260	63522 / 61213	106809 /	86580 /	
<b>Μερισμάτων</b>	= 3,57	= 1,037	76469 = 1,396	122081 =	
				0,772	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννέαμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = 197884 / 303798 = 0,651, Ιδιωφελής Αποδοτικότητα = 197884 / 696478 = 0,284, Συνολική Αποδοτικότητα = 226716 / 1990006 = 0,113.

Πίνακας 15: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την General Maritime Corporation

Πηγή: Ίδια επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	293943 / 567901 = 0,517	154522 / 325984 = 0,474	71725 / 255015 = 0,281	68982 / 326068 = 0,211	51166 / 255585 = 0,2
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	212357 / 567901 = 0,792	156831 / 325984 = 0,481	44539 / 255015 = 0,174	29807 / 326068 = 0,091	40930 / 255585 = 0,16*
Συνολική Αποδοτικότητα	293943 / 1149126 = 0,255	154522 / 843690 = 0,183	71725 / 835035 = 0,085	68982 / 1577225 = 0,043	51166 / 1441672 = 0,03*
Ίδιοφελής Αποδοτικότητα	212357 / 976125 = 0,217	156831 / 763913 = 0,205	44539 / 228657 = 0,194	29807 / 455799 = 0,065	40930 / 420769 = 0,097*
Δανειακή Επιβάρυνση	140095 / 1149126 = 0,121	52630 / 843690 = 0,062	570876 / 835035 = 0,683	1033034 / 1577225 = 0,659	968145 / 1441672 = 0,671
Τρέχουσα Ταμειακή ρευσιτότητα	471324 / 32906 = 14,323	137865 / 27147 = 5,078	82494 / 35502 = 2,32	141703 / 88392 = 1,6	55164 / 52758 = 1,045
Παγιοποίηση Περιουσίας	677802 / 1149126 = 0,589	705825 / 843690 = 0,836	752541 / 835035 = 0,901	1435522 / 1577225 = 0,91	1386508 / 1441672 = 0,961
Κάλυψη Μερισμάτων	212357 / 106289 = 1,99	156831 / 112668 = 1,39	44539 / 84519 = 0,52	29807 / 58800 = 0,5	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $41344 / 236815 = 0,174$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $41344 / 1577225 = 0,026$ , Ίδιοφελής Αποδοτικότητα =  $41344 / 455799 = 0,09$ .

Πίνακας 16: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Dianna Shipping

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	66699 / 103104 = 0,646	63916 / 116101 = 0,55	137938 / 190480 = 0,724	225837 / 337391 = 0,669	96246 / 180702 = 0,533
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	64990 / 103104 = 0,630	61063 / 116101 = 0,525	134220 / 190480 = 0,704	221699 / 337391 = 0,657	93909 / 180702 = 0,519*
Συνολική Αποδοτικότητα	66699 / 341949 = 0,195	63916 / 510675 = 0,125	137938 / 944342 = 0,146	225837 / 1057206 = 0,213	96246 / 1278278 = 0,075*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	64990 / 324158 = 0,2	61063 / 363103 = 0,168	134220 / 799474 = 0,167	221699 / 775476 = 0,285	93909 / 970826 = 0,096*
Δανειακή Επιβάρυνση	13124 / 341949 = 0,038	139936 / 510675 = 0,274	123904 / 944342 = 0,131	261718 / 1057206 = 0,247	229616 / 1278278 = 0,179
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	26597 / 4667 = 5,69	19062 / 7636 = 2,496	21514 / 20964 = 1,026	68554 / 20012 = 3,407	255746 / 77836 = 3,28
Παγιοποίηση Περιουσίας	311526 / 341949 = 0,911	489683 / 510675 = 0,958	921692 / 944342 = 0,976	987766 / 1057206 = 0,934	997909 / 1278278 = 0,78
Κάλυψη Μερισμάτων	64990 / 13595 = 4,78	61063 / 24764 = 2,46	134220 / 54186 = 2,47	221699 / 85741 = 2,58	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννεάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = 167539 / 253052 = 0,662, Συνολική Αποδοτικότητα = 170290 / 1057206 = 0,161, Ιδιωφελής Αποδοτικότητα = 167539 / 775476 = 0,216.

Πίνακας 17: Αριθμοδείκτες ανά περίοδο για την Aegean Marine Petroleum Network

Πηγή: Ιδία επεξεργασία με βάση της λογιστικές καταστάσεις της εταιρίας

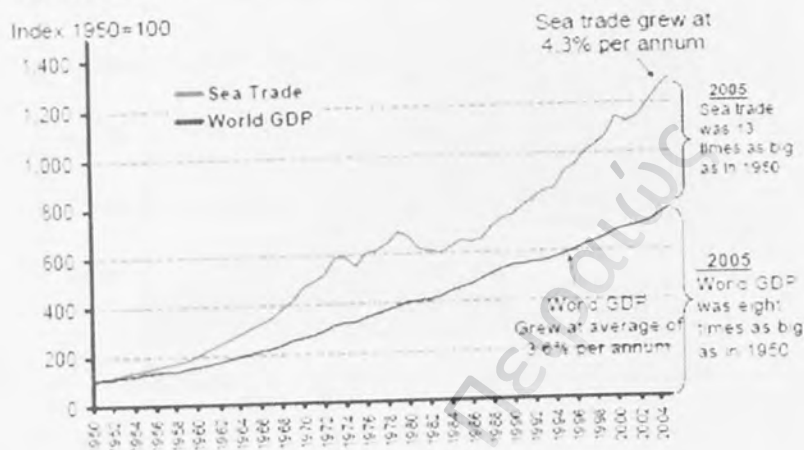
Δείκτες Χρηματοοικονομικής Αξιολόγησης	1-1-2005 ως 31-12-2005	1-1-2006 ως 31-12-2006	1-1-2007 ως 31-12-2007	1-1-2008 ως 31-12-2008	1-1-2009 ως 30-9-2009
Μικτό Περιθώριο Κέρδους	23380 / 517330 = 0,045	30460 / 803812 = 0,037	30798 / 1352873 = 0,022	52149 / 2777972 = 0,018	43093 / 1644063 = 0,026
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	21475 / 517330 = 0,041	24225 / 803812 = 0,03	27738 / 1352873 = 0,02	39915 / 2777972 = 0,014	35559 / 1644063 = 0,021*
Συνολική Αποδοτικότητα	23380 / 161359 = 0,144	30460 / 315877 = 0,096	30798 / 566957 = 0,054	52149 / 641907 = 0,081	43093 / 908476 = 0,047*
Ιδιωφελής Αποδοτικότητα	21475 / 9527 = 2,25	24255 / 214999 = 0,112	27738 / 243725 = 0,113	39915 / 285003 = 0,14	35559 / 320883 = 0,11*
Δανειακή Επιβάρυνση	30769 / 161359 = 0,19	32859 / 315877 = 0,104	71897 / 566957 = 0,126	154882 / 641907 = 0,241	324672 / 908476 = 0,357
Τρέχουσα Ταμειακή ρευστότητα	88606 / 121063 = 0,731	183742 / 68019 = 2,7	314864 / 251335 = 1,252	251387 / 202022 = 1,244	461458 / 262921 = 1,755
Παγιοποίηση Περιουσίας	56032 / 161359 = 0,347	109266 / 315877 = 0,345	221363 / 566957 = 0,39	349380 / 641907 = 0,544	408478 / 908476 = 0,449
Κάλυψη Μερισμάτων	21475 / 15236 = 1,409	24225 / 40536 = 0,597	27738 / 16966 = 1,635	39915 / 16998 = 2,348	

Οι αξίες στον πίνακα είναι εκφρασμένες σε χιλιάδες USD.

\* Οι συγκρίσεις εδώ είναι ορθότερο να γίνουν με βάση το αντίστοιχο εννιάμηνο του 2008. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που προκύπτουν είναι οι ακόλουθοι: Καθαρό Περιθώριο Κέρδους =  $27738 / 2223624 = 0,012$ , Συνολική Αποδοτικότητα =  $35977 / 641907 = 0,056$ , Ιδιωφελής Αποδοτικότητα =  $27733 / 285003 = 0,097$ .

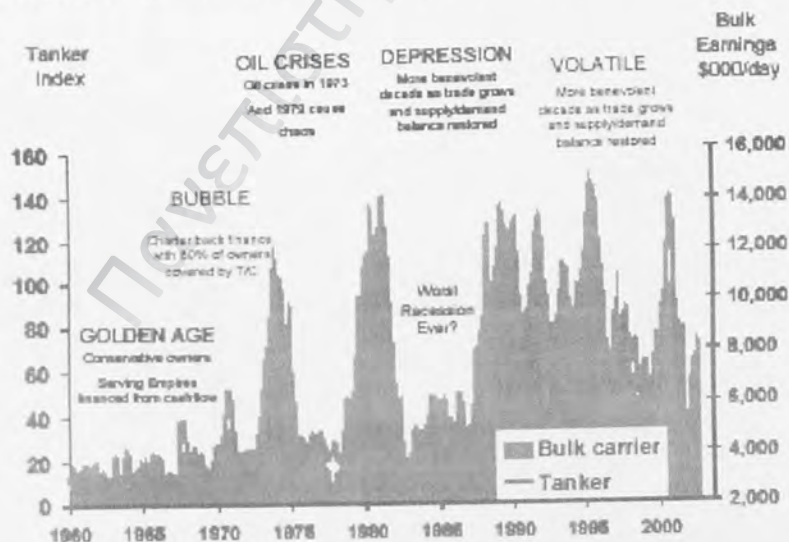
## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη του παγκόσμιου θαλάσσιου εμπορίου



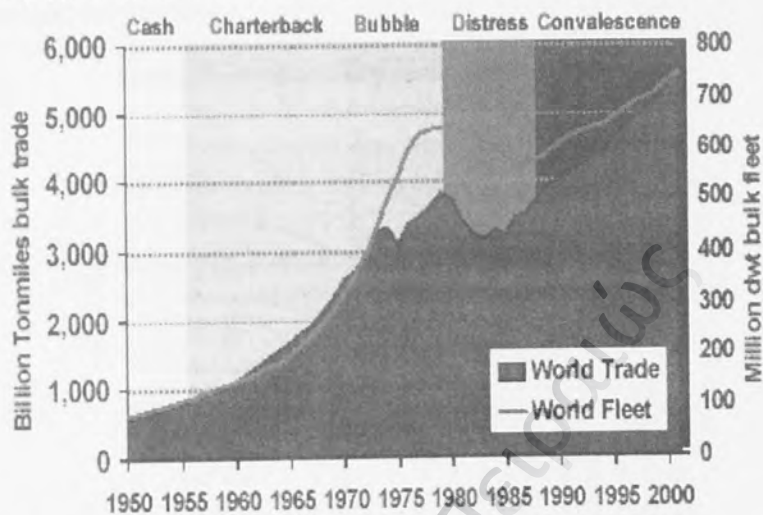
Πηγή: Clarkson

Διάγραμμα 2: Γεγονότα που επηρέασαν την παγκόσμια ναυλαγορά



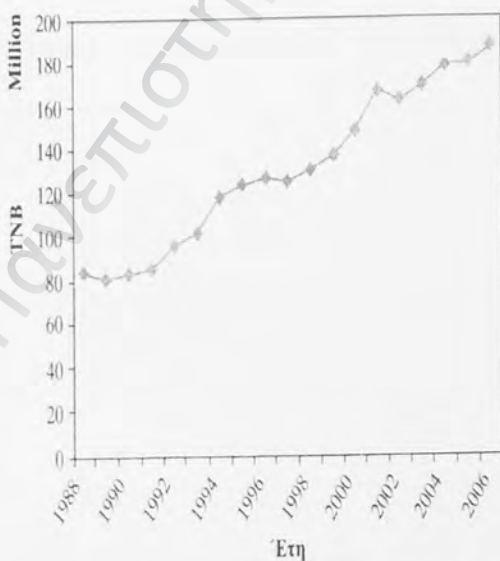
Πηγή: Clarkson

Διάγραμμα 3: Σχέση τονάζ παγκόσμιου στόλου με μέγεθος παγκόσμιου εμπορίου



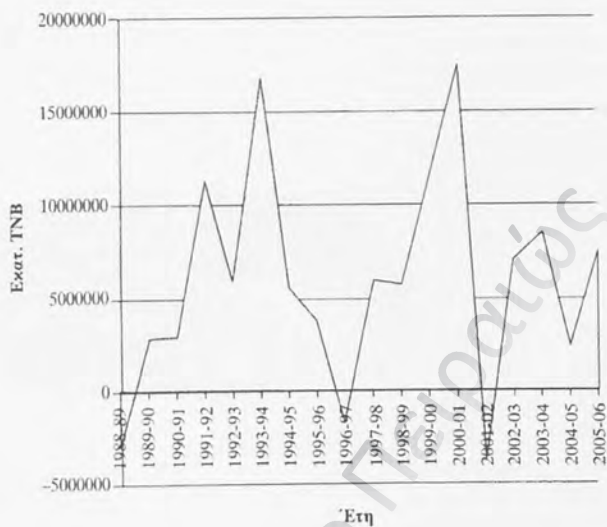
Πηγή: Clarkson

Διάγραμμα 4: Εξέλιξη τονάζ Ελληνόκτητης ναυτιλίας την περίοδο 1988 ως 2006



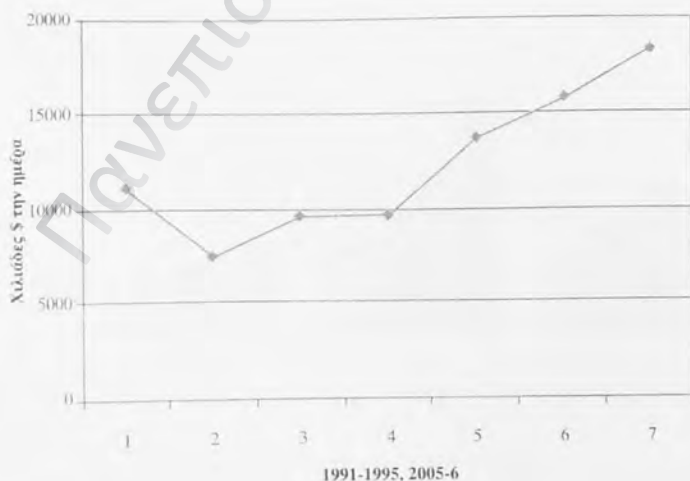
Πηγή: Στοιχεία από Ελληνική επιτροπή ναυτιλιακής συνεργασίας Λονδίνου, 2006

**Διάγραμμα 5:** Αυξομειώσεις Ελληνόκτητου στόλου σε εκατομμύρια τόνους νεκρού βάρους για την περίοδο 1988 ως 2006



Πηγή: Στοιχεία από Ελληνική επιτροπή ναυτιλιακής συνεργασίας Λονδίνου, 2006

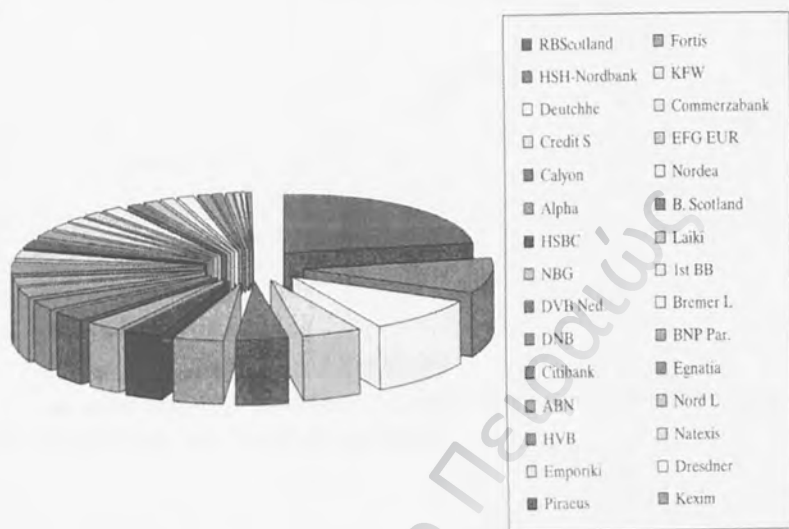
**Διάγραμμα 6:** Ναύλιο πλοίων Πάναμαξ για περιόδους 1991 ως 1995, 2005 ως 2006



Πηγή: Stokes, 1997

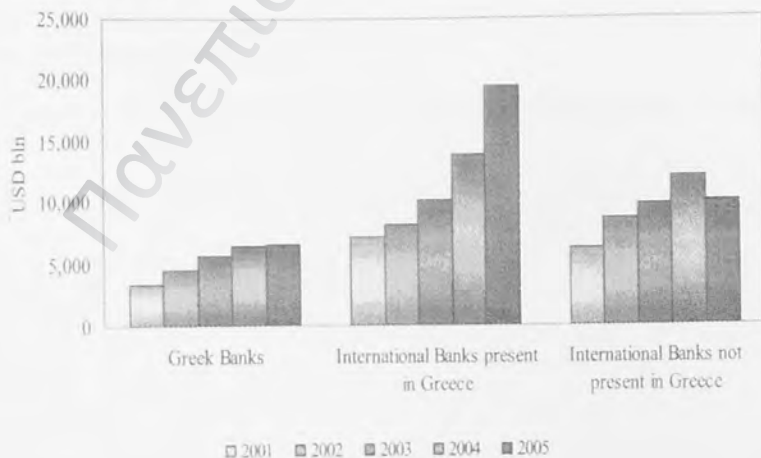


**Διάγραμμα 7:** Οι 30 μεγαλύτερες τράπεζες που χρηματοδότησαν την Ελληνική ναυτιλία κατά το 2006



Πηγή: Ναυτεμπορική, 2006

**Διάγραμμα 8:** Ποσοτική εξέλιξη δανείων στην Ελληνική ναυτιλία με βάση τα ίδια των τραπεζικών ιδρυμάτων



Πηγή: Clarkson

**Διάγραμμα 9:** Συγκεντρωτικός δείκτης τελευταίας δεκαετίας για την πορεία της κεφαλαιοποίησης του NYSE



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

**Διάγραμμα 10:** Σύγκριση συγκεντρωτικού δείκτη NYSE για την τελευταία δεκαετία με τους δείκτες S&P 500 και Dow Jones Industrial Average.



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

**Διάγραμμα 11:** Πορεία σε ποσοστιαίες μονάδες του μεικτού δείκτη NASDAQ για την τελευταία δεκαετία



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

**Διάγραμμα 12:** Εξέλιξη του FTSE All-Share Index κατά την τελευταία δεκαετία



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

**Διάγραμμα 13:** Εξέλιξη του FTSE ST ALL-SHARE κατά την τελευταία δεκαετία



Πηγή: Yahoo Finance Indexes

**Διάγραμμα 14:** Πορεία συνολικής χρηματιστηριακής αξίας NYSE εντός του 2009



Πηγή: Yahoo Finance Indexes