

Τ.Ε.Ι. ΚΡΗΤΗΣ



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ»

**« Ιδιοκτησιακό καθεστώς και αποδοτικότητα των ναυτιλιακών
επιχειρήσεων στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης»**

Διπλωματική Εργασία

που υποβλήθηκε στο Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Ελεγκτική
από τον

Ιωάννη Ν. Δρακωνάκη

Ηράκλειο

Ιούνιος 2014

ΔΗΛΩΣΗ

« Ο μεταπτυχιακός φοιτητής που εκπόνησε την παρούσα διπλωματική εργασία, φέρει ολόκληρη την ευθύνη προσδιορισμού της δίκαιης χρήσης του υλικού, η οποία ορίζεται στη βάση των εξής παραγόντων : του σκοπού και χαρακτήρα της χρήσης (μη – εμπορικός, μη – κερδοσκοπικός αλλά εκπαιδευτικός – ερευνητικός), της φύσης του υλικού που χρησιμοποιεί (τμήμα του κειμένου, πίνακες, σχήματα, εικόνες κ.λ.π.), του ποσοστού και της σημαντικότητας του τμήματος που χρησιμοποιεί σε σχέση με το όλο κείμενο υπό copyright και των πιθανών συνεπειών της χρήσης αυτής στην αγορά ή την γενικότερη αξία του υπό copyright κειμένου».

« Η παρούσα διπλωματική εργασία εγκρίθηκε ομόφωνα από την τριμελή εξεταστική επιτροπή η οποία ορίστηκε από την ΓΣΕΣ του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης, σύμφωνα με το νόμο και τον εγκεκριμένο Οδηγό Σπουδών του ΠΜΣ «Λογιστική και Ελεγκτική». Τα μέλη της Επιτροπής ήταν:

- Αναπληρώτρια Καθηγήτρια Μαρία Ροδοσθένους, (Επιβλέπων)
- Αναπληρωτής Καθηγητής Θεόδωρος Σταματόπουλος, (Μέλος)
- Επίκουρος Καθηγητής Σταύρος Αρβανίτης (Μέλος)

Η έγκριση της διπλωματικής εργασίας από το Τμήμα Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης δεν υποδηλώνει αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα.»

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

«Θα ήθελα να ευχαριστήσω την Αναπληρώτρια Καθηγήτρια Μαρία Ροδοσθένους, η οποία είχε την επίβλεψη της παρούσας διπλωματικής, καθώς η καθοδήγηση και η βοήθεια που παρείχε ήταν απαραίτητη για την ολοκλήρωση της παρούσας εργασίας. Επιπλέον, θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Επίκουρο καθηγητή Σταύρο Αρβανίτη για την πολύτιμη βοήθεια του στην εκπόνηση του εμπειρικού μέρους της εργασίας»

Περιεχόμενα

Περιεχόμενα Πινάκων	6
1. Εισαγωγή.....	10
2. Ναυτιλιακές Εταιρίες	11
2.1 Ορισμός Ναυτιλιακών Εταιριών.....	11
2.2 Χαρακτηριστικά του Ναυτιλιακού Κλάδου.....	14
2.3 Η Νομική Μορφή των Ναυτιλιακών Εταιριών	17
2.3.1. Η Νομική Μορφή των Ναυτιλιακών Εταιριών στην Ελλάδα	17
2.3.2. Η Νομική Μορφή των Ναυτιλιακών Εταιριών στις Η.Π.Α.	21
2.4 Οι Υπερδυνάμεις στη Ναυτιλία	24
2.5 Οι Ναυτιλιακές Εταιρίες και τα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης	29
3. Οι Παράγοντες που προσδιορίζουν το ιδιοκτησιακό καθεστώς και την απόδοση των εταιριών γενικά.	38
3.1 Ownership structure	38
3.2 Μέγεθος εταιρίας	42
3.3 Family Ownership.....	44
3.4 Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου	46
3.5 Εταιρική Απόδοση	47
4. Οι Παράγοντες που προσδιορίζουν την αξία των μετοχών: Γενικά και η περίπτωση των Ναυτιλιακών Εταιριών.....	48
4.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες των Αποδόσεων των Μετοχών.....	48
4.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των Αποδόσεων των Μετοχών των Ναυτιλιακών Εταιριών.....	54
5. Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Εταιρική Απόδοση και Ναυτιλιακές Εταιρίες	65
5.1 Εξαρτημένες μεταβλητές	65
5.1.1 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς – Κύριος Μέτοχος (OWN)	65
5.1.2 Απόδοση Ενεργητικού – Return on Assets (ROA)	66
5.2. Ανεξάρτητες Μεταβλητές.....	66
5.2.1 Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης – Debt to Equity ratio (DER)	66
5.2.2 Κυκλοφοριακή Ρευστότητα (LIQUIDITY).....	67
5.2.3 Λογάριθμος Συνολικού Ενεργητικού (ASSET).....	67
5.2.4 Τετράγωνο Ποσοστού Ιδιοκτησίας Μεγαλομετόχου (OWN ²).....	67
5.2.5 Ρυθμός Ανάπτυξης (GROWTH)	67
5.3 Δείγμα	68
5.4 Μεθοδολογία.....	69

6. Πίνακας Βιβλιογραφίας	73
7. Εμπειρική Διερεύνηση	75
7.1 Διατύπωση Υποθέσεων.....	75
7.2. Εκτίμηση Υποδείγματος	77
7.3 Διαπίστωση πολυσυγγραμμικότητας	81
8. Συμπεράσματα	82
9. Βιβλιογραφία	86

Περιεχόμενα Πινάκων

Πίνακας 1: Οι 35 οικονομίες με το μεγαλύτερο ναυτικό στόλο την 1 Ιανουαρίου 2012	25
Πίνακας 2: Μερίδια των χωρών σε μέγεθος στόλου και αξία των εμπορευμάτων	27
Πίνακας 3: Οι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης Ναυτιλιακές Εταιρίες	31
Πίνακας 4. Στοιχεία περιγραφικής στατιστικής.....	71
Πίνακας 5. Συντελεστές Συσχέτισης Pearson.....	72
Πίνακας 6 Εκτιμήσεις υποδειγμάτων	78
Πίνακας 7. Διαπίστωση Πολυσυγγραμμικότητας.....	82

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός: Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η ανάλυση της αποδοτικότητας των κυριότερων ναυτιλιακών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στις χρηματοοικονομικές αγορές της Νέας Υόρκης (NYSE, NASDAQ, AMEX). Επιπλέον, στην παρούσα εργασία εξετάζονται οι μορφές ιδιοκτησίας και πως αυτές μπορούν να επηρεάσουν την εταιρική αποδοτικότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων.

Σχέδιο/Μεθοδολογία/Προσέγγιση: Τα δεδομένα της παρούσας εργασίας έχουν ληφθεί από τη βάση δεδομένων Thomson Reuters (www.thomsonone.com). Το δείγμα αποτελείται από 22 ναυτιλιακές επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης για την περίοδο από το 2001 έως και το 2012. Για να εξετάσουμε τις υποθέσεις μας χρησιμοποιήσαμε την Feasible Generalized Least Squares (FGLS) παλινδρόμηση. Ακολουθώντας προγενέστερες έρευνες, τις εξαρτημένες μεταβλητές του υποδείγματος αποτελούν οι ROA (Return On Assets) and Ownership.

Ευρήματα: Σύμφωνα και με προηγούμενες μελέτες, η συγκεκριμένη εργασία κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το ιδιοκτησιακό καθεστώς σχετίζεται θετικά και ισχυρά με την εταιρική απόδοση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Ωστόσο υπάρχει ένα όριο όπου οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις επιτυγχάνουν τη μέγιστη αποδοτικότητα. Επιπρόσθετα, το ιδιοκτησιακό καθεστώς επηρεάζεται από το ενεργητικό, τη ρευστότητα, το μέγεθος της εταιρίας και το ρυθμό. Επίσης, τα εμπειρικά αποτελέσματα επιδεικνύουν μια σοβαρή αλλά όχι ακραία συσχέτιση ανάμεσα στην αποδοτικότητα και τη χρηματοοικονομική μόχλευση.

Πρωτοτυπία/Αξία: Η συνεισφορά της παρούσας εργασίας στην ήδη υπάρχουσα βιβλιογραφία είναι ότι αποσαφηνίζει την πολύπλοκη σχέση ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και την εταιρική απόδοση των εισηγμένων ναυτιλιακών επιχειρήσεων διαφορετικών χωρών, διαφορετικών ιδιοκτησιακών καθεστώτων και διαφορετικών εταιρικών χαρακτηριστικών. Επιπρόσθετα, αποτελεί μία από τις πρώτες προσπάθειες σε ελληνικό επίπεδο να διερευνηθεί εμπειρικά η παραπάνω σχέση για μεγάλη χρονική περίοδο (12 έτη).

Περιορισμοί και Επιπλοκές Έρευνας: Το δείγμα περιλαμβάνει μόλις συνολικά 22 επιχειρήσεις για χρονικό διάστημα 12 ετών λόγω κυρίως έλλειψης δεδομένων σχετιζομένων με τα χαρακτηριστικά της εταιρικής διακυβέρνησης των εταιριών. Ο περιορισμός αυτός ισχύει, επίσης, καθώς πολλές ναυτιλιακές εταιρίες εισήλθαν στις χρηματιστηριακές αγορές πολύ μετά το 2001 ή βγήκαν από αυτές πολύ πριν το 2012.

Λέξεις Κλειδιά: Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Ναυτιλιακές εταιρίες, εταιρική απόδοση.

ABSTRACT

Purpose: The purpose of this study is to analyze the performance of the major shipping companies listed in New York Stock Exchanges (NYSE, NASDAQ, AMEX). Furthermore, this paper examines the ownership structures and how these affect the corporate profitability of shipping companies.

Design/Methodology/Approach: The data used in this paper were collected from the database Thomson Reuters (www.thomsomone.com). The sample consisted of 22 listed in NYSE shipping companies over the period 2001 to 2012. To test our hypothesis we use a Feasible Generalized Least Squares (FGLS) regression. Following prior researches, our dependant variables are ROA (Return On Assets) and Ownership.

Findings: In accordance with prior empirical results, we conclude that ownership is positively and strongly associated with better firm performance in shipping industry. But there is a limit where a shipping firm can reach its maximum profitability. In addition, ownership is strongly affected by assets, liquidity, firm size and growth. Also, the empirical findings show a serious but not critical relationship between firm's profitability and leverage.

Originality/Value: The contribution of this study to the existing literature is that clarifies the relationship between ownership and corporate performance of listed shipping companies of different countries, different ownership structures and different corporate characteristics. Moreover, this is one of the first researches in Greece that examines empirically the above relationship using a significant period of time (12 years).

Research limitations/implications: The sample includes only 22 firms for twelve years because of the lack of data related to corporate governance characteristics. Also, this restraint is due to the fact that many shipping companies first publicly listed in NYSE after 2001 and others were bailed out before 2012.

Keywords: Ownership, Shipping firm, corporate performance.

1. Εισαγωγή

Η ναυτιλία αποτελεί μία από τις σημαντικότερες βιομηχανίες με τεράστια επίδραση στην παγκόσμια οικονομία. Η ελληνική ναυτιλία είναι μία από τις ισχυρότερες του κόσμου με σημαντική συμβολή στην οικονομία της χώρας. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι στα δύο σημαντικότερα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, το 52% των εισηγμένων ναυτιλιακών εταιριών είναι ελληνικών συμφερόντων. Ωστόσο, τόσο η ελληνική ναυτιλία όσο και η παγκόσμια ναυτιλία έχει κατηγορηθεί από πολλούς ότι διέπεται από ένα πολύ “ειδικό” νομοθετικό και φορολογικό καθεστώς που αποβαίνει τελικά επιζήμιο για την ανάπτυξη των οικονομιών. Επιπλέον, η πολιτική των περισσότερων ιδιοκτητών ναυτιλιακών επιχειρήσεων να επιλέγουν ως έδρα των επιχειρήσεων τους «φορολογικούς» παραδείσους αλλά και σημαία για τα πλοία τους από συγκεκριμένες χώρες και όχι από τη χώρα προέλευσης τους, εγείρει πολλά ερωτηματικά σχετικά με την συμβολή που δυνητικά προσφέρουν στο Α.Ε.Π. της εκάστοτε χώρας.

Στην παρούσα διπλωματική εργασία, λοιπόν, επιχειρείται να αναλυθεί η σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης στο χώρο της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Γενικότερα, η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί ένα σύνολο από κανόνες, αρχές, νόμους και σχέσεις μεταξύ των συμβεβλημένων μερών μιας επιχείρησης με απώτερο στόχο την μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας της. Η ανάγκη επομένως, για καλή εταιρική διακυβέρνηση απαιτεί κάτι περισσότερο από απλή συμμόρφωση σε κανόνες αλλά αποζητά ένα κλίμα συνέπειας, ευθύνης, διαφάνειας και σαφήνειας των οικονομικών της καταστάσεων, δικαιοσύνης και ακεραιότητας (CRAFTED αρχές). Η καλή εφαρμογή των κανόνων και αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης οδηγεί όχι μόνο σε καλή σχέση και συνεργασία μεταξύ των μελών Δ.Σ., των διευθυντών, των εργαζομένων και των μετόχων αλλά και σε σωστή χάραξη στρατηγικής για την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης.

Στην παρούσα εργασία γίνεται ακόμα προσπάθεια διερεύνησης ενός πολύ σημαντικού ζητήματος, αυτού της εταιρικής απόδοσης. Από το 1972, ο Demsetz, υποστήριζε ότι οι επιχειρήσεις μπορούν να διαχωριστούν ανάλογα με το επίπεδο της αποδοτικότητας τους. Στη συνέχεια πολλοί μελετητές παγκοσμίως έχουν ασχοληθεί

με τους παράγοντες που επιδρούν στην αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Πολύ μεγάλο ενδιαφέρον υπάρχει ακόμα σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας εταιρίας και την επιρροή του στην επικερδή ή και τη ζημιόγONO πολιτική που ακολουθείται. Η διαθέσιμη βιβλιογραφία, όπως αναλύεται και παρακάτω, παρακολουθεί την σύνδεση που υπάρχει ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, και πιο συγκεκριμένα μιας ναυτιλιακής εταιρίας. Η μερισματική πολιτική που υιοθετείται αποτελεί με τη σειρά της μια σημαντική παράμετρο και είναι και αυτή αλληλένδετη με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και την εταιρική απόδοση.

Η δομή της συγκεκριμένης εργασίας αναλύεται ως εξής: Αρχικά γίνεται μια βιβλιογραφική ανασκόπηση των σημαντικότερων ερευνών πάνω στο θέμα της εργασίας καθώς και ανάλυση των βασικών μεγεθών που θα αναλυθούν. Στη συνέχεια, ακολουθεί η επιλογή του δείγματος, οι μεταβλητές και οι υποθέσεις που έχουν διατυπωθεί. Ακολουθεί, η εμπειρική ανάλυση του μοντέλου παλινδρόμησης που επιλέχθηκε και τα αποτελέσματά της. Τέλος, η διπλωματική αυτή εργασία κλείνει με τα τελικά συμπεράσματα.

2. Ναυτιλιακές Εταιρίες

2.1 Ορισμός Ναυτιλιακών Εταιριών

Ο όρος ναυτιλιακές εταιρίες περιέχει τις εταιρίες εκείνες που ασχολούνται με τις θαλάσσιες μεταφορές είτε φορτίων είτε ανθρώπων με πλεούμενα που είτε τα κατέχουν είτε συστηματικά νοικιάζουν από άλλες εταιρίες. Η ποικιλία των πλεούμενων αυτών είναι μεγάλη. Οι γενικές κατηγορίες τους σύμφωνα με το International Maritime Organization (IMO), March 2012, είναι οι εξής:

1. Πλοία γενικού φορτίου (General Cargo Ships): Πρόκειται για πλεούμενα που είναι εύρηστα και μέτρια σε μέγεθος και έχουν ιδιαίτερη ικανότητα στην αποθήκευση και μεταφορά εμπορευμάτων που στοιβάζονται σε παλέτες.

2. Tankers: Πλεούμενα ειδικά για τη μεταφορά προϊόντων (από ακατέργαστο πετρέλαιο έως ρευστά και αέρια υψηλής επικινδυνότητας, όπως είναι το φυσικό αέριο).
3. Πλοία για μεταφορά μη συσκευασμένων προϊόντων (bulk carrier): Είναι απλά πλοία, τα οποία, όμως, διακρίνονται από την ικανότητά τους να μεταφέρουν προϊόντα όπως είναι ο άνθρακας, τα σιτηρά ή άλλα ορυκτά.
4. Επιβατηγά Πλοία (Passenger ships): Τα επιβατηγά πλοία διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται εκείνα που σχεδιάζονται και λειτουργούν προκειμένου να μεταφέρουν ανθρώπους και οχήματα σε συχνά διαστήματα από το ένα μέρος στο άλλο όσο το δυνατόν γρηγορότερα και φθηνότερα. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται εκείνα που χρησιμοποιούνται για κρουαζιερόπλοια.
5. Τα πλοία για container (Containerships): Πρόκειται για πλεούμενα που είναι ειδικά στη μεταφορά και την αποθήκευση των container και συνήθως πραγματοποιούν σταθερά δρομολόγια με στενά χρονικά περιθώρια παραδόσεων.
6. Τα αλιευτικά πλοία (Fishing Vessels): Τα αλιευτικά πλοία χρησιμοποιούνται για το ψάρεμα.

Σύμφωνα ωστόσο με την ηλεκτρονική εγκυκλοπαίδεια Wikipedia, υπάρχουν πολλές κατηγορίες πλοίων σύμφωνα με διαφορετικά κριτήρια και πιο συγκεκριμένα:

- Με κριτήριο τον προορισμό των πλοίων αυτά διακρίνονται σε Πολεμικά (και άλλα κρατικά) και σε Εμπορικά.
- Με κριτήριο τον τομέα δραστηριότητας, τα εμπορικά διακρίνονται σε πλοία μεταφοράς προσώπων ή εμπορευμάτων, σε αλιευτικά, σε πλοία εξω-οικονομικών σκοπών (π.χ. ερευνητικά ή επιστημονικά), σε πλοία ειδικών υπηρεσιών (π.χ. ναυαγοσωστικά), σε πλοία βοηθητικής ναυτιλίας (ρυμουλκά) και σε πλοία αναψυχής.

- Με βάση τον τύπο των υδάτων που κινούνται τα πλοία, αυτά διακρίνονται σε πλοία θαλάσσης (sea vessels), ποταμόπλοια (river ships) και σε λιμνόπλοια (lake ships).
- Με κριτήριο το αντικείμενο μεταφοράς, τα πλοία διαχωρίζονται σε πλοία μεταφοράς προσώπων, επιβατηγά (passengers ships) και σε πλοία μεταφοράς φορτίων, φορτηγά (cargo ships).
 - ❖ Πιο ειδικά, τα επιβατηγά πλοία με κριτήριο τον τύπο του πλου που εκτελούν διακρίνονται σε ακτοπλοϊκά μικρής, μέσης και μεγάλης ακτοπλοΐας, σε επιβατηγά κλειστών θαλασσών και σε υπερωκεάνια (Transocean ships). Με κριτήριο τα εκτελούμενα δρομολόγια διακρίνονται σε γραμμές εσωτερικού ή εξωτερικού (passengers lines), σε τουριστικά ή κρουαζιερόπλοια (cruise ships). Τέλος, με βάση τον εκσυγχρονισμό τους σε επιβατηγά πλοία κλασσικού τύπου, σε επιβατηγά – οχηματαγωγά, σε ferry boats και στη σημερινή εποχή, σε hovercrafts, hydrofoils και σε catamaran. Τα φορτηγά πλοία, από την άλλη πλευρά, με κριτήριο το είδος του φορτίου που μεταφέρουν, διακρίνονται σε φορτηγά ξηρού φορτίου, υγρού φορτίου, μικτού φορτίου και σε φορτηγά ειδικού φορτίου.
 - ❖ Τα φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου διαχωρίζονται πιο εξειδικευμένα σε ελεύθερα φορτηγά (tramps) που εκτελούν ελεύθερες διαδρομές ή προγραμματισμένες (liners). Με βάση τη φύση του φορτίου τους διακρίνονται σε γενικού φορτίου (general cargo) ή σε χύμα (in bulk) (όπως π.χ. grain carriers, ore carriers κ.λ.π.). Άλλες γνωστές κατηγορίες είναι τα containerships, τα Po/Po, τα LASH, και τα mini-carriers.
 - ❖ Τα φορτηγά υγρού φορτίου, ουσιαστικά δηλαδή τα δεξαμενόπλοια (tankers), ανάλογα με το είδος του εμπορεύματος που μεταφέρουν διακρίνονται σε πετρελαιοφόρα (oil tankers), υγραεριοφόρα (liquefied gas tankers) και οινοφόρα (wine tankers) κ.α. Οι πιο διαδεδομένοι τύποι φορτηγών πλοίων διπλής ή πολλαπλής χρήσης είναι τα πλοία μεταφοράς πετρελαίου (oil carriers) και τα O.B.O. (ore bulk oil carriers: πλοία μικτού φορτίου).

- ❖ Τέλος, τα ειδικού τύπου φορτηγά πλοία διακρίνονται σε ξυλάδικα (timber carriers), τσιμεντοφόρα (cement carriers) ή σε πλοία μεταφοράς οχημάτων (car carriers) κ.α.
- Με κριτήριο τη μορφή κατασκευής τους τα πλοία διακρίνονται σε full scandling vessels (ισχυρής κατασκευής και υλικών με κύριο κατάστρωμα το ανώτατο), σε complete superstructure vessels (με συνεχόμενη υπερκατασκευή ίση με το μήκος του πλοίου), σε Shelterdeck ships (πλοία με προστατευτικό κατάστρωμα), σε Longbridge ship (με μακριά γέφυρα) και σε Three-island ships (με υπερκατασκευές στην πλώρη μεσόστεγο και πρύμνη).
- Με κριτήριο το υλικό κατασκευής διακρίνονται σε ξύλινα, μεταλλικά, πλαστικά και αλουμινίου.
- Με βάση τα μέσα κίνησης, τα πλοία διακρίνονται σε ιστιοφόρα και μηχανοκίνητα, υποδιαιρούμενα σε ατμόπλοια, νηζελόπλοια, ηλεκτροκίνητα και πυρηνοκίνητα.
- Με κριτήριο την ηλικία τους τα πλοία χωρίζονται σε νεότευκτα, μικρής ηλικίας και υπερήλικα (από 15-40 ετών).
- Με βάση τον αριθμό των ελίκων που φέρει το πλοίο, διακρίνονται σε μονέλικα, διπλέλικα, τριπλέλικα κλπ.

2.2 Χαρακτηριστικά του Ναυτιλιακού Κλάδου

Το σύνολο των ναυτιλιακών εταιριών, όσο διαφορετικοί και αν είναι οι τομείς στους οποίους διαφοροποιούνται, από εκείνες που ασχολούνται με τη μεταφορά πετρελαίου ως εκείνες που ασχολούνται με τις κρουαζιέρες, διακρίνονται από ένα σύνολο χαρακτηριστικών που είναι κοινά για όλες. Το σύνολο των χαρακτηριστικών αυτών, σύμφωνα με τη Moody's Investors Service, Δεκέμβριος 2005, παρατίθεται παρακάτω:

1. Υψηλή κυκλικότητα της βιομηχανικής παραγωγής, έτσι όπως αυτή εκφράζεται από τη μεταβλητότητα των φορτίων και των ναύλων. Ο ναυτιλιακός κλάδος

γενικά χαρακτηρίζεται από ανισορροπία μεταξύ της ζήτησης και της προσφοράς για τις ναυτιλιακές υπηρεσίες. Περισσότερο συγκεκριμένα:

- i) Η ανάπτυξη της ζήτησης για μεταφορά αγαθών εξαρτάται από παράγοντες όπως είναι η παγκοσμιοποίηση και οι επιδράσεις της στα εμπορικά ήδη, τις τοπικές ανισότητες, την τιμή του πετρελαίου ή τις ρυθμιστικές παρεμβάσεις των αρχών.
- ii) Η ανάπτυξη της προσφοράς κατά κανόνα ακολουθεί την ανάπτυξη της ζήτησης με τη δεύτερη να επιδρά θετικά στα ναύλα και στις ευκαιρίες για νέα έσοδα. Το απόθεμα των πλοίων μπορεί να επηρεαστεί από μεταβολές στην παλαίωση των ήδη υπάρχοντων πλοίων ή μεταβολές στην εισαγωγή των καινούριων. Η κατασκευή, η ολοκλήρωση και η παράδοση των νέων πλοίων μπορεί να διαρκέσει από ένα έως αρκετά χρόνια μετά την παραγγελία και αυτή η χρονική διαφορά επιδρά στη δυναμική της αγοράς.

2. Μη διαφοροποιημένο προϊόν: Οι ναυτιλιακές εταιρίες γενικά προσφέρουν ένα μη διαφοροποιημένο προϊόν, με αποτέλεσμα να μην μπορούν να διαφοροποιούν σημαντικά τις τιμές τους από τους ανταγωνιστές. Το γεγονός αυτό καταδεικνύεται, για παράδειγμα, από τον καθοριστικό ρόλο που παίζουν οι μεσίτες στη διαδικασία διαπραγμάτευσης συμβολαίων μεταξύ των ναυτιλιακών εταιριών, των πελατών και των πλοιοκτητών. Αρκετοί παράγοντες, όπως είναι η ζήτηση των πελατών και οι ρήτρες ασφαλείας, συντελούν ακόμα περισσότερο στην αύξηση του βαθμού τυποποίησης των υπηρεσιών και για αυτό το λόγο μειώνονται ακόμα περισσότερα τα κόστη αλλαγής των εταιριών από τους πελάτες, καθώς και τα εμπόδια για την είσοδο νέων ανταγωνιστικών εταιριών.

3. Η τμηματοποίηση της αγοράς: Παρά την ύπαρξη ενός αριθμού μεγάλων εταιριών σε συγκεκριμένα τμήματα του κλάδου, τυπικά δεν υπάρχει καμία εταιρία που να έχει την κυρίαρχη θέση που θα της επέτρεπε να απολαμβάνει ευελιξία τιμολόγησης. Για το λόγο αυτό οι εταιρίες προσπαθούν να εκμεταλλευθούν τις υπαρκτές οικονομίες κλίμακας και τα οφέλη της τυποποίησης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η τάση αυτήν προς το παρόν είναι φανερή στις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες και μοιάζει να μετριάξει την έμφυτη μεταβλητότητα του κλάδου.

4. Ο ανταγωνισμός και η συνεργασία: Συγκεκριμένα τμήματα του ναυτιλιακού κλάδου είναι μοναδικά κατά τέτοιο τρόπο που δεν είναι δυνατόν να αποφευχθούν ειδικές συμμαχίες και συμφωνίες συνεργασίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτών των συνεργασιών είναι το τμήμα των πλοίων για container. Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι εταιρίες συνεργάζονται και χρησιμοποιούν όλες μαζί κάποια σκάφη προκειμένου να δημιουργήσουν και να εκμεταλλευτούν κάποια γραμμή που εμφανίζεται να είναι κερδοφόρα.
5. Ένταση κεφαλαίου: Ο ναυτιλιακός κλάδος είναι ένας κλάδος έντασης κεφαλαίου, ο οποίος χρειάζεται συνεχώς να αναζητεί αποδοτικότητα και αυξημένη παραγωγικότητα. Οι νέες επενδύσεις εστιάζουν πρωταρχικά στη βελτίωση της ταχύτητας, της αποδοτικότητας των καυσίμων, της καλύτερης εκμετάλλευσης της χωρητικότητας καθώς και στη συμμόρφωση με τους νέους ρυθμιστικούς κανονισμούς. Η επέκταση του στόλου περνάει κατά κανόνα σε δεύτερη μοίρα.
6. Διαφορετικές μέθοδοι χρηματοδότησης σκαφών: Μία ναυτιλιακή εταιρία έχει πληθώρα επιλογών για τη χρηματοδότηση των σκαφών της, οι οποίες εκτείνονται από την ιδιοκτησία ως και τη χρηματοδοτική μίσθωση.
7. Διαχείριση κόστους: Η επίτευξη του νεκρού σημείου σε περιόδους μειωμένων ναύλων απαιτεί χαμηλά λειτουργικά κόστη. Το κόστη των ναυτιλιακών εταιριών διακρίνονται σε εκείνα που συνδέονται με το σκάφος και σε εκείνα που συνδέονται με το ταξίδι. Τα πρώτα, όπως είναι η στελέχωση του πληρώματος, τα έξοδα επισκευών και συντήρησης και τα έξοδα ασφάλισης, επηρεάζονται σημαντικά από την ηλικία του σκάφους, τους κανονισμούς και τις τεχνικές ικανότητες της διοίκησης. Παραδείγματα σχετικά με κόστη που συνδέονται με το ταξίδι αποτελούν τα έξοδα των καυσίμων και τα τέλη ελλιμενισμού και διέλευσης των καναλιών. Η μεταβλητότητα σε οποιαδήποτε από τις δύο κατηγορίες κόστους αποτελούν πηγή κινδύνου για την επίδοση και την κερδοφορία των ναυτιλιακών εταιριών.
8. Η διαχείριση του στόλου: Η βελτιστοποίηση της χρήσης των σκαφών αποτελεί το κυρίαρχο μέλημα των περισσότερων ναυτιλιακών εταιριών, ιδίως στην περίπτωση των tankers, των σκαφών που είναι εξειδικευμένα σε μεταφορές συγκεκριμένων προϊόντων και των containerships.

9. Υψηλή χρηματοοικονομική μεταβλητότητα: Στα πλαίσια της μεταβλητότητας που παρουσιάζει ο κλάδος, η χρηματοοικονομική επίδοση των ναυτιλιακών εταιριών μπορεί να εγείρει πολλά θέματα. Σε περιόδους ανόδου των ναύλων, η λειτουργική κερδοφορία και η ρευστότητα θα πρέπει να αυξάνονται, ιδίως για τις εταιρίες που έχουν διασφαλίσει τα χαμηλά λειτουργικά κόστη. Κατά τη διάρκεια αυτών των περιόδων τα κέρδη και η μόχλευση θα πρέπει να ενδυναμώνονται και η χρηματοοικονομική ευελιξία να βελτιώνεται.

2.3 Η Νομική Μορφή των Ναυτιλιακών Εταιριών

2.3.1. Η Νομική Μορφή των Ναυτιλιακών Εταιριών στην Ελλάδα

Παρά το γεγονός ότι η παρούσα εργασία εστιάζει στις εισηγμένες στα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης ναυτιλιακές εταιρίες, θεωρήθηκε σκόπιμο να πραγματοποιηθεί και μία σύντομη αναφορά στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των ναυτιλιακών εταιριών στην Ελλάδα.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τον ελληνικό νόμο, οι κλασσικές νομικές μορφές των επιχειρήσεων που εντοπίζονται είναι η ατομική εταιρεία, η Ομόρρυθμη Εταιρεία, η Ετερόρρυθμη Εταιρεία, η Εταιρεία Περιορισμένης Ευθύνης και η Ανώνυμη Εταιρεία. Ο νομοθέτης, όμως, έκρινε ότι οι συγκεκριμένες μορφές δεν ανταποκρίνονται στις ανάγκες των ναυτιλιακών εταιριών, έτσι όπως αυτές προκύπτουν από τα παραπάνω χαρακτηριστικά του κλάδου, για τους παρακάτω λόγους (Κ. Καρδακάρης, 2000) :

- Οι ατομικές επιχειρήσεις αν και επιτρέπουν στους ιδιοκτήτες να ελέγχουν τις δραστηριότητες της εταιρίας, διαδικασία απαραίτητη για τους ιδιοκτήτες των ναυτιλιακών εταιριών, δεν είναι κατάλληλες για εταιρίες που πραγματοποιούν μεγάλες επενδύσεις, οι οποίες απαιτούν σημαντικά κεφάλαια χρηματοδότησης, καθώς χαρακτηρίζονται από χαμηλή οικονομική και πιστωτική επιφάνεια. Επομένως, δεν είναι κατάλληλες για τις ναυτιλιακές εταιρίες, των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία είναι ιδιαίτερα ακριβά και συχνά χρειάζονται χρηματοδότηση υψηλών ποσών.

- Οι εταίροι των λοιπών κλασικών προσωπικών και μικτών εταιρειών (Ομόρρυθμη, Ετερόρρυθμη και Εταιρεία Περιορισμένης ευθύνης) φέρουν προσωπική και απεριόριστη ευθύνη. Αυτή η απεριόριστη ευθύνη καθιστά απαγορευτική τη χρήση τους για τις ναυτιλιακές εταιρείας, εξαιτίας των υψηλών ποσών τα οποία αυτές διακινούν.
- Η ανώνυμη εταιρεία, αν και δεν έχει το μειονέκτημα της απεριόριστης ευθύνης των εταίρων, καθώς πρόκειται για κεφαλαιουχική εταιρεία, δεν παρουσιάζει την ευελιξία που απαιτείται για τις ναυτιλιακές εταιρίες, καθώς αφενός απαιτούνται υψηλά έξοδα για την οργάνωση και τη διοίκησή τους και, αφετέρου, δεν βοηθούν στη λήψη γρήγορων αποφάσεων.

Κατόπιν των παραπάνω και με δεδομένο ότι ο ναυτικός κλάδος αποτελεί έναν από τους κλάδους με τη μεγαλύτερη συνεισφορά στο ελληνικό ΑΕΠ, η ελληνική νομοθεσία ορίζει τέσσερις βασικούς τύπους ναυτικών εταιρειών. Οι τύποι αυτοί είναι οι εξής:

1. Συμπλοιοκτησία,
2. Ειδική Ανώνυμη Ελληνική Ναυτική Εταιρεία,
3. Ειδική Ανώνυμη Ναυτική Εταιρεία του Νόμου 959/79.
4. Ποντοπόρες ή Υπεράκτιες Ναυτιλιακές Εταιρίες του Νόμου 89/1967, γνωστές και ως offshore εταιρίες.

Παρακάτω αναλύονται οι ναυτικές εταιρίες που παρουσιάστηκαν συνοπτικά και περιεκτικά.

Ο θεσμός της συμπλοιοκτησίας σύμφωνα με τον Κ. Καρδακάρη, 2000, εξυπηρετεί κυρίως το μικρό ναυτιλιακό κεφάλαιο. Είναι κατάλληλος κυρίως για οικογενειακές επιχειρήσεις και αφορά στην εκμετάλλευση ενός πλοίου από πολλούς ιδιοκτήτες, ο καθένας από τους οποίους συμμετέχει στα αποτελέσματά του σε αναλογία με το ποσό που έχει εισφέρει. Στην περίπτωση της συμπλοιοκτησίας οι αποφάσεις λαμβάνονται με την απόφαση της πλειοψηφίας (Ι. Χολέβας, 2000)

Η Ειδική Ανώνυμη Ελληνική Ναυτική Εταιρία, το νομικό πλαίσιο λειτουργίας της οποίας ρυθμίζεται από Ν.Δ. 2687/53, αποτέλεσε μία προσπάθεια να

επαναπατριστούν ελληνόκτητα πλοία. Για το σκοπό αυτό, το κεφάλαιό της, καθώς και τα λογιστικά της βιβλία και οι χρηματοοικονομικές της καταστάσεις επιτρέπεται να εκφράζονται και στο νόμισμα της Ελλάδας, αλλά και σε ξένο νόμισμα, εφόσον αυτό εξυπηρετεί την εταιρεία. Παράλληλα, ο νομοθέτης επιτρέπει τη σύγκληση των Γενικών Συνελεύσεων οπουδήποτε κρίνουν οι συμμετέχοντες στην εταιρία και την κατά βούλησή τους διανομή των κερδών. Μοναδικές υποχρεώσεις της εταιρίας αποτελεί το γεγονός ότι στην επωνυμία της θα πρέπει να αναφέρεται ξεκάθαρα η ένδειξη Ε.Α.Ν.Ε., καθώς και να έχει ως αντικείμενο δραστηριότητας την εκμετάλλευση των πλοίων.

Προχωρώντας, η Ειδική Ανώνυμη Ναυτική Εταιρεία του Νόμου 959/79 θεσπίστηκε από την ελληνική νομοθεσία με σκοπό να διευκολύνει τη εφοπλιστική επιχείρηση. Πρόκειται για μία κεφαλαιουχική εταιρία με νομική προσωπικότητα και ναυτικό σκοπό, Νόμος 959/1979, 'Περί της Ναυτικής Εταιρείας', *ΦΕΚ Α' 192/21*, 24/08/1979 . Έτσι, η συγκεκριμένη εταιρεία συνδυάζει τα πλεονεκτήματα των κεφαλαιουχικών εταιριών, όπως είναι η Ανώνυμη Εταιρεία, τα οποία προσαρμόζει προκειμένου να ανταποκρίνονται καλύτερα στις ανάγκες των ναυτιλιακών εταιρειών. Επιπλέον, ο συγκεκριμένος νόμος έλαβε υπόψη και τις επιταγές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, για ελαστικότητα και ευελιξία, έτσι όπως αυτές προκύπτουν από τις ευρωπαϊκές οδηγίες.

Τα βασικά σημεία της Ανώνυμης Ναυτικής Εταιρείας είναι τα εξής (Κ. Καρδακάρης, 2000):

- Ως αποκλειστικός σκοπός της Ν.Ε. είναι η κυριότητα, εκμετάλλευση και διαχείριση ελληνικών πλοίων, φορηγών ή επιβατηγών. Η ναυτική εταιρεία χαρακτηρίζεται ως εμπορική.
- Η εταιρεία η οποία θα συγκροτηθεί πρέπει να περιλαμβάνει στο τίτλο της, τις λέξεις ναυτική εταιρεία σαν διακριτικό γνώρισμα και η σύμβασή της να καταρτίζεται εγγράφως ενώ απαραίτητη προϋπόθεση για την επισημοποίηση της εταιρείας είναι η καταχώρηση της σύμβασης (καταστατικό) στο μητρώο ναυτικών εταιρειών του Υπουργείου Εμπορικής Ναυτιλίας, όποτε και αποκτά και νομική προσωπικότητα.
- Το καταστατικό πρέπει να περιλαμβάνει και να ρυθμίζει και τα παρακάτω:

- Την επωνυμία, την έδρα, το σκοπό και την διάρκεια της εταιρείας,
- Το εταιρικό κεφάλαιο και τις μετοχές,
- Τον τρόπο εκλογής και τις αρμοδιότητες του διοικητικού συμβουλίου,
- Τον τρόπο εκλογής και τις αρμοδιότητες της γενικής συνέλευσης,
- Τα δικαιώματα των μετόχων,
- Τους λόγους λύσης και τον τρόπο εκκαθάρισης της περιουσίας της εταιρείας.

Για το κεφάλαιο της εταιρείας ορίζεται ότι δεν μπορεί να είναι κάτω από τα 880€. Επιπλέον, η εισαγωγή των μετοχών της εταιρίας στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών απαγορεύεται, όπως απαγορεύεται και η έκδοση ομολογιακών δανείων. Τέλος, διατηρεί το δικαίωμα να συγκαλείται η Γενική της Συνέλευση οπουδήποτε, καθώς και το δικαίωμα δημοσίευσης των λογιστικών της καταστάσεων σε οποιοδήποτε νόμισμα επιθυμεί, όπως ακριβώς και η Ειδική Ανώνυμη Ελληνική Ναυτική Εταιρεία.

Ο Νόμος 89/1967, όπως αυτός τροποποιήθηκε με τους νόμους 27/1975 και 814/1978, εισήγαγε στην ελληνική πραγματικότητα την έννοια της ποντοπόρου , υπεράκτιας ή εξωχώριας ναυτιλιακής εταιρίας. Ως εξωχώρια εταιρία (offshore) νοείται η εταιρία που έχει την έδρα της σε αλλοδαπή χώρα και με βάση την κείμενη νομοθεσία της δραστηριοποιείται σε άλλες χώρες και απολαμβάνει ιδιαίτερης ευνοϊκής φορολογικής μεταχείρισης (Νομοθετικό Διάταγμα 2238/1994, Άρθρο 31, Παράγραφος 1). Σύμφωνα με τον Μ. Λεοντάρη, 2004, ο συγκεκριμένος τύπος εταιρίας διαφέρει ως προς τους λοιπούς σε δύο βασικά σημεία:

1. Υπάρχει διαφορά μεταξύ τύπου ίδρυσης και τύπου λειτουργίας της επιχείρησης.
2. Η επιλογή του δικαίου κράτους ιδρύσεως πραγματοποιείται με τέτοιο τρόπο ώστε αυτό να αποτελεί ένα φορολογικό παράδεισο.

Έτσι, στην Ελλάδα οι υπεράκτιες εταιρίες, ανεξαρτήτως του μεγέθους τους, δεν υποχρεούνται σε τήρηση βιβλίων Γ΄ κατηγορίας, αλλά τηρούν βιβλίο Εσόδων και Εξόδων. Επιπλέον, δεν αντιμετωπίζονται φορολογικά και λογιστικά ως επιχειρηματικές οντότητες που διαπνέονται από την αρχή της συνεχούς

δραστηριότητας, εφόσον η ίδρυσή τους προϋποθέτει τη δήλωση συγκεκριμένου, συνήθως βραχυπρόθεσμου σκοπού.

2.3.2. Η Νομική Μορφή των Ναυτιλιακών Εταιριών στις Η.Π.Α.

Στις ΗΠΑ οι ναυτιλιακές εταιρίες δεν διέπονται από διαφορετικούς νόμους σε σύγκριση με τις υπόλοιπες εταιρίες. Επομένως, η νομική μορφή που μπορούν να λάβουν προέρχεται από το σύνολο των διαθέσιμων μορφών. Συγκεκριμένα οι διαθέσιμες νομικές μορφές είναι (Επίσημη Ιστοσελίδα της Διεύθυνσης Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων των ΗΠΑ: <http://www.sba.gov/category/navigation-structure/starting-managing-business/starting-business/choose-your-business-stru>):

- Sole Proprietorship,
- Partnerships:
 - General Partnerships (GP),
 - Limited Partnerships (LP),
 - Joint Ventures (JV),
 - Master Limited Partnerships (MLP),
- Business Corporations (Inc, Corp, Ltd, Co.),
- Limited Liability Company (LLC).
- Cooperative,
- S Corporation.

Όπως ακριβώς και στην περίπτωση των εταιριών στην Ελλάδα, έτσι και εδώ παρακάτω αναλύονται συνοπτικά και περιεκτικά οι παραπάνω νομικές μορφές. Θα πρέπει, όμως, στο σημείο αυτό να τονιστεί το γεγονός ότι για την ίδρυση μίας ναυτιλιακής εταιρίας απαιτούνται επιπλέον άδειες από αυτές που απαιτεί η νομική

μορφή της εταιρίας. Οι άδειες αυτές ορίζονται τόσο σε ομοσπονδιακό επίπεδο όσο και σε επίπεδο πολιτείας.

Η νομική μορφή που ονομάζεται sole proprietorship αποτελεί την απλούστερη και την περισσότερο κοινή δομή που επιλέγεται για την έναρξη μίας επιχείρησης. Πρόκειται για μία επιχείρηση χωρίς νομική προσωπικότητα, η οποία ανήκει αποκλειστικά σε ένα άτομο, τον επιχειρηματία, χωρίς να υπάρχει διάκριση μεταξύ της εταιρίας και του ατόμου. Το άτομο αυτό αποτελεί τον αποδέκτη όλων των κερδών των δραστηριοτήτων και τον υπεύθυνο για το σύνολο των χρεών, των ζημιών και των υποχρεώσεων. Τα πλεονεκτήματα της συγκεκριμένης εταιρίας συνίστανται στα χαμηλά έξοδα ίδρυσης, στη δυνατότητα πλήρους ελέγχου και στην ευκολία του υπολογισμού της φορολογίας. Από την άλλη μεριά, τα μειονεκτήματα της εταιρίας είναι η απεριόριστη και προσωπική υπευθυνότητα του επιχειρηματία και η δυσχέρεια στην εξεύρεση κεφαλαίων.

Η νομική μορφή Partnership είναι μία δομή στην οποία μία μοναδική επιχείρηση αποτελεί ιδιοκτησία δύο ή περισσότερων φυσικών προσώπων. Καθένα από αυτά συνεισφέρει με όλους τους τρόπους στην εταιρεία, όπου οι τρόποι αυτοί περιλαμβάνουν κεφάλαιο, εργασία ή ικανότητες. Σε αντάλλαγμα, κάθε εταίρος συμμετέχει στα κέρδη και τις ζημίες της. Καθώς η Partnership εμπεριέχει περισσότερα του ενός άτομου γεννιούνται διάφορα νομικά θέματα προς επίλυση. Έτσι, η συμφωνία ίδρυσης της εταιρίας, θα πρέπει να καθορίζει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, τη διανομή των κερδών και τον τρόπο επίλυσης των διαφωνιών μεταξύ των εταίρων. Επιπλέον, διακρίνονται τρεις γενικοί τύποι της συγκεκριμένης μορφής, οι οποίοι διαφοροποιούνται ως εξής:

1. General Partnership: Τα κέρδη, οι υποχρεώσεις και η διοίκηση της εταιρίας κατανέμονται ισομερώς μεταξύ των εταίρων, εκτός και εάν αυτοί επιθυμούν διαφορετική κατανομή, οπότε οι αναλογίες πρέπει να αναγράφονται στη συμφωνία ίδρυσης.
2. Limited Partnership: Επιτρέπει σε κάποιους από τους εταίρους, όχι σε όλους, να έχουν περιορισμένη ευθύνη όσον αφορά σε υποχρεώσεις και χρέη. Η ευθύνη αυτή καθορίζεται από το ύψος του κεφαλαίου που καταβλήθηκε κατά την ίδρυση. Οι υπόλοιποι εταίροι λειτουργούν με βάση τις σχέσεις που ορίζονται στη General Partnership.

3. Joint Ventures: Η δομή αυτή λειτουργεί σαν General Partnership αλλά μόνο για περιορισμένη χρονική περίοδο ή για συγκεκριμένο εγχείρημα.

Η Corporation αποτελεί μία ανεξάρτητη νομική οντότητα, ιδιοκτήτες της οποίας είναι οι μέτοχοι. Αυτό σημαίνει ότι η Corporation από μόνη της, και όχι οι μέτοχοί της, είναι υπεύθυνη για τις δραστηριότητές και τα χρέη που δημιουργούνται κατά τη λειτουργία της. Οι επιχειρήσεις αυτού του είδους είναι περισσότερο πολύπλοκες, επειδή τείνουν να έχουν υψηλά έξοδα διοίκησης και πολύπλοκες φορολογικές και νομικές απαιτήσεις. Για το λόγο αυτό, εμφανίζονται κατάλληλες για μεγάλες εταιρίες που ήδη λειτουργούν με πολλούς υπαλλήλους. Τέλος, οι Corporations επιτρέπεται να εισέρχονται σε χρηματιστήρια και να γίνονται δημόσιες μέσω των διαδικασιών των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών.

Η S Corporation αποτελεί έναν ειδικό τύπο της Corporation, με σκοπό την αποφυγή της διπλής φορολόγησης των κερδών (πρώτη φορά στην εταιρία και δεύτερη φορά στους μετόχους). Η ουσιαστική διαφοροποίηση από την παραδοσιακή Corporation βρίσκεται στο γεγονός ότι τα κέρδη και οι ζημιές περνούν στις φορολογικές επιστροφές του προσωπικού εισοδήματος. Επομένως, η εταιρία δεν φορολογείται οι ίδια, αλλά μόνο οι μέτοχοι.

Η νομική μορφή Limited Liability Company αποτελεί ένα υβριδικό τύπο νομικής μορφής εταιρίας, η οποία παρέχει αφενός την περιορισμένη ευθύνη των εταίρων της, όπως στην περίπτωση της Corporation, και αφετέρου την αποτελεσματικότητα στη φορολόγηση και τη λειτουργική ευελιξία που προσφέρουν οι partnerships. Οι ιδιοκτήτες της ονομάζονται μέλη και εξαρτάται από την πολιτεία η δυνατότητα να μπορούν οι ιδιοκτήτες να είναι ένα και μοναδικό άτομο ή πρέπει να είναι περισσότεροι του ενός. Σε αντίθεση με την Corporation, ο τύπος αυτός της εταιρίας δε φορολογείται ως μία ξεχωριστή επιχειρηματική οντότητα, αλλά τα κέρδη και οι ζημιές της μεταβιβάζονται σε κάθε μέλος, ο καθένας από τους οποίους τα δηλώνει ως προσωπικό του εισόδημα.

Τέλος, η νομική μορφή cooperative αποτελεί μία επιχείρηση ή έναν οργανισμό που οι κατέχεται από και λειτουργεί για το όφελος όσων χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες του. Τα κέρδη που δημιουργούνται διανέμονται μεταξύ των μελών του. Τυπικά, ένα εκλεγμένο σώμα διευθυντών διοικούν την εταιρία, ενώ τα κανονικά μέλη έχουν το

δικαίωμα να τους ψηφίσουν. Τα μέλη εισέρχονται στην εταιρία μέσω εξαγοράς μεριδίων, ο αριθμός των οποίων δεν επιδρά στον αριθμό των ψήφων. Δηλαδή κάθε μέλος έχει μία ψήφο, ανεξαρτήτως των αριθμών των μεριδίων που κατέχει. Αυτού του είδους η νομική μορφή είναι συχνή στις επιχειρήσεις υγείας, τέχνης, εστίασης, λιανικού εμπορίου και στις γεωργικές επιχειρήσεις.

2.4 Οι Υπερδυνάμεις στη Ναυτιλία

Ένα βασικό ερώτημα που έχει να αντιμετωπίσει κάθε πλοιοκτήτρια εταιρία ανεξάρτητα από το που βρίσκεται η έδρα της είναι η σημαία που θα φέρει το κάθε πλοίο της. Τα κριτήρια με τα οποία οι πλοιοκτήτριες εταιρίες αποφασίζουν σε ποια χώρα θα εγγράψουν τα πλοία τους ποικίλουν. Τα σημαντικότερα από αυτά είναι σύμφωνα με τον M.A. Hurst, June 2011:

1. Η τοποθεσία, η εμπειρία, η ποιότητα των υπηρεσιών και η εκπροσώπηση των κρατικών υπηρεσιών του κράτους που υποδέχεται το πλοίο.
2. Η πολιτική σταθερότητα της χώρας.
3. Το νομοθετικό δίκαιο που ρυθμίζει τη ναυτιλία εντός της χώρας.
4. Η φορολόγηση και οι αμοιβές για τη θαλάσσια μεταφορά φορτίων.
5. Το τεχνολογικό περιβάλλον και η σχετική καινοτομία που διέπει τις δομές και τις υπηρεσίες της χώρας.

Το σύνολο των οικονομιών εντός των οποίων υπάρχουν εταιρίες που δραστηριοποιούνται στη ναυτιλία και αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό μερίδιο της συνολικής οικονομικής δραστηριότητας της χώρας, αλλά και της παγκόσμιας ναυτιλίας, ανέρχονται, όπως φαίνεται στον Πίνακα 1, σε 35. Συγκεκριμένα, οι 35 αυτές χώρες αντιπροσωπεύουν πάνω από το 95% του παγκόσμιου ναυτιλιακού στόλου. Μεταξύ αυτών των 35 οικονομιών, 17 είναι Ασιατικές, 14 Ευρωπαϊκές και 4 Αμερικανικές. Όπως παρατηρείται, στην ουσία, το 1/2 της παγκόσμιας χωρητικότητας των πλοίων κατέχεται από εταιρίες που προέρχονται από μόλις τέσσερις χώρες. Οι

χώρες αυτές είναι η Ελλάδα, η Ιαπωνία, η Γερμανία και η Κίνα. Οι ιδιοκτήτριες εταιρίες που προέρχονται από τις Βερμούδες, τη Βραζιλία και το Isle of Man ειδικεύονται κυρίως σε μεγάλα πλοία, όπως είναι τα tankers. Αντιθέτως, οι ιδιοκτήτριες εταιρίες που προέρχονται από την Ινδονησία, τη Ρωσική Ομοσπονδία και το Βιετνάμ παρουσιάζουν υψηλό αριθμό μικρών πλοίων.

Πίνακας 1: Οι 35 οικονομίες με το μεγαλύτερο ναυτικό στόλο την 1 Ιανουαρίου 2012

Χώρα	Αριθμός Πλοίων			Χωρητικότητα Πλοίων			Μερίδιο Αγοράς
	Εθνική Σημαία	Αλλοδαπή Σημαία	Σύνολο	Εθνική Σημαία	Αλλοδαπή Σημαία	Σύνολο	
Ελλάδα	738	2583	3321	64.921.486	159.130.395	224.051.881	16,1
Ιαπωνία	717	3243	3960	20.452.832	197.210.070	217.662.902	15,64
Γερμανία	422	3567	3989	17.296.198	108.330.510	125.626.708	9,03
Κίνα	2060	1569	3629	51.716.318	72.285.422	124.001.740	8,91
Νότια Κορέα	740	496	1236	17.102.300	39.083.270	56.185.570	4,04
ΗΠΑ	741	1314	2055	7.162.685	47.460.048	54.622.733	3,92
Κίνα	470	383	853	28.884.470	16.601.518	45.485.988	3,27
Νορβηγία	851	1141	1992	15.772.288	27.327.579	43.099.867	3,10
Δανία	394	649	1043	13.463.727	26.527.607	39.991.334	2,87
Κινεζική Ταϊπέι	102	601	703	4.076.815	34.968.474	39.045.289	2,81
Σιγκαπούρη	712	398	1110	22.082.648	16.480.079	38.562.727	2,77
Βερμούδες	17	251	268	2.297.441	27.698.605	29.996.046	2,16
Ιταλία	608	226	834	18.113.984	6.874.748	24.988.732	1,80
Τουρκία	527	647	1174	8.554.745	14.925.883	23.480.628	1,69
Καναδάς	205	251	456	2.489.989	19.360.007	21.849.996	1,57
Ινδία	455	105	560	15.276.544	6.086.410	21.362.954	1,53
Ρωσία	1336	451	1787	5.410.608	14.957.599	20.368.207	1,46
Ηνωμένο Βασίλειο	230	480	710	2.034.570	16.395.185	18.429.755	1,32
Βέλγιο	97	180	277	6.319.103	8.202.208	14.521.311	1,04
Μαλαισία	432	107	539	9.710.922	4.734.174	14.445.096	1,04
Βραζιλία	113	59	172	2.279.733	11.481.795	13.761.528	0,99
Σαουδική Αραβία	75	117	192	1.852.378	10.887.737	12.740.115	0,92
Ολλανδία	576	386	962	4.901.301	6.799.943	11.701.244	0,84
Ινδονησία	951	91	1042	9.300.711	2.292.255	11.592.966	0,92
Ιράν	67	71	138	829.704	10.634.685	11.464.389	0,82
Γαλλία	188	297	485	3.430.417	7.740.496	11.170.913	0,80
Ηνωμένα Αραβικά Εμιράτα	65	365	430	609.032	8.187.103	8.796.135	0,62
Κύπρος	62	152	214	2.044.256	5.092.849	7.137.105	0,51
Βιετνάμ	477	79	556	4.706.563	1.988.446	6.695.009	0,48

Χώρα	Αριθμός Πλοίων			Χωρητικότητα Πλοίων			Μερίδιο Αγοράς
	Εθνική Σημαία	Αλλοδαπή Σημαία	Σύνολο	Εθνική Σημαία	Αλλοδαπή Σημαία	Σύνολο	
Κουβέιτ	44	42	86	3.956.910	2.735.309	6.692.219	0,48
Σουηδία	99	208	307	1.070.563	5.325.853	6.396.416	0,46
Isle of Man	6	38	44	226.810	6.131.401	6.358.211	0,46
Ταϊλάνδη	277	67	344	3.610.570	1.542.980	5.153.550	0,37
Ελβετία	39	142	181	1.189.376	3.700.886	4.890.262	0,35
Κατάρ	48	37	85	881.688	3.745.663	4.627.351	0,33
Σύνολο 35 μεγαλύτερων	14.941	20.793	35.734	374.029.685	952.927.192	1.326.956.877	95,42
Άλλες μικρότερες	2.172	1.816	3.988	22.491.261	42.344.181	64.835.442	4,66
Σύνολο των οικονομιών	17.113	22.609	39.722	396.520.946	995.271.373	1.391.792.319	100,08
Άλλα			7179			126.317.184	
Παγκόσμιο Σύνολο			46.901			1.518.109.503	

Πηγή: United Nations Conference of Trade and Development (UNCTAD), 'Review of Maritime Transport', New York, United Nations, 2012, p. 41.

Ο Πίνακας 2, αντιστοίχως, παρουσιάζει τις βασικές πλοιοκτήτριες χώρες και τα μερίδιά τους σε διαφορετικά τμήματα της αγοράς, καθώς και την εκτίμηση του μεριδίου τους στις θαλάσσιες μεταφορές. Η μεταφορά των containers αντιστοιχεί στο 52% της αξίας των παγκόσμιων πλωτών μεταφορών και για το λόγο αυτό, οι χώρες που έχουν υψηλά επίπεδα χωρητικότητας σε containers θα έχουν επίσης ένα υψηλό μερίδιο στη συνολική αγορά. Έτσι, η Γερμανία παρουσιάζεται, σύμφωνα με το σχετικό Πίνακα, ως η μεγαλύτερη ιδιοκτήτρια οικονομία containers και έτσι συγκεντρώνει ένα μερίδιο αγοράς που ξεπερνά το 23% της παγκόσμιας σχετικής δραστηριότητας. Ακολουθεί η Ιαπωνία, το μερίδιο της οποίας ανέρχεται σε 11,2%, η Ελλάδα με 9,8%, η Κίνα με 7,5% και η Δανία με 5,6%.

Πίνακας 2: Μερίδια των χωρών σε μέγεθος στόλου και αξία των εμπορευμάτων

	Σύνολο	Γερμανία	Ιαπωνία	Ελλάδα	Κίνα	Δανία	Ταϊβάν	Νορβηγία	Νότια Κορέα	Σιγκαπούρη	Χονγκ-Κονγκ	ΗΠΑ	Καναδάς	Ρωσική Ομοσπονδία	Τουρκία	Ολλανδία	Ιταλία	Ηνωμένο Βασίλειο	Λοιπές Χώρες
Εκτιμώμενο Μερίδιο του συνολικού στόλου ανά τύπο πλοίου																			
Container	100	37,0	8,8	6,8	6,3	8,8	4,8	0,3	3,2	3,3	2,2	1,5	2,3	0,2	0,6	0,4	0,1	0,4	13,1
Ξηρού Φορτίου	100	4,8	22,7	19,9	14,0	1,1	3,4	1,4	6,3	2,0	4,5	3,1	0,4	0,3	2,1	0,2	1,5	0,9	11,3
Tankers	100	4,6	12,5	20,8	5,2	3,4	1,7	3,4	2,8	3,9	3,0	5,0	1,8	2,8	1,6	0,8	2,7	2,2	21,7
Γενικού Φορτίου	100	13,3	12,4	2,4	11,0	1,1	1,6	12,0	2,3	1,4	1,8	1,0	0,2	3,7	3,4	4,5	2,2	2,0	23,7
Εκτιμώμενο Μερίδιο σε \$ των θαλάσσιων μεταφορών που πραγματοποιούνται από πλοία με εθνική σημαία ανά τύπο πλοίου																			
Container	52	19,2	4,6	3,5	3,3	4,6	2,5	0,2	1,7	1,7	1,1	0,8	1,2	0,1	0,3	0,2	0,0	0,2	6,8
Ξηρού Φορτίου	6	0,3	1,4	1,2	0,8	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,7
Tankers	22	1,0	2,7	4,6	1,1	0,7	0,4	0,7	0,6	0,9	0,7	1,1	0,4	0,6	0,4	0,2	0,6	0,5	4,8
Γενικού Φορτίου	20	2,7	2,5	0,5	2,2	0,2	0,3	2,4	0,5	0,3	0,4	0,2	0,0	0,7	0,7	0,9	0,4	0,4	4,7
Σύνολο	100	23,2	11,2	9,8	7,4	5,6	3,4	3,4	3,2	3,0	2,5	2,3	1,6	1,4	1,5	1,3	1,2	1,2	17,0

Πηγή: United Nations Conference of Trade and Development (UNCTAD), op.cit. , p. 42.

Τέλος, θα πρέπει να αναφερθεί και η οικονομική συνεισφορά της ναυτιλίας στις οικονομίες εντός των οποίων αναπτύσσονται σχετικές δραστηριότητες. Η οικονομική δραστηριότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων συνεισφέρει σημαντικά στο ΑΕΠ των χωρών, εντός των οποίων οι εταιρίες αυτές δραστηριοποιούνται. Είναι ενδεικτικό, σύμφωνα πάντα με τον Παγκόσμιο Οργανισμό Θαλάσσης (IMO), ότι το 90% του παγκόσμιου εμπορίου πραγματοποιείται δια θαλάσσης. Έτσι, για τις 9 σημαντικότερες για τη ναυτιλία χώρες που παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.2, η οικονομική δραστηριότητα που σχετίζεται με τη ναυτιλία, εκτιμάται ότι αποφέρει:

- Στην Ελλάδα, κατά το 2012 προστιθέμενη αξία 13 δις ευρώ (6% του ΑΕΠ) και 192.000 θέσεις εργασίας (Foundation for Economic & Industrial Research, 2013):
- Στην Ιαπωνία, το 2008, απασχολούνταν 91.000 άτομα παράγοντας αξία που αντιστοιχεί μόλις στο 0,5% του συνολικού ΑΕΠ της χώρας (OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development).
- Στη Γερμανία, κατά το 2012 προστιθέμενη αξία 16 δις ευρώ και 301.700 θέσεις εργασίας.
- Στην Κίνα, κατά το 2012 προστιθέμενη αξία 630 δις ευρώ (2,1% του ΑΕΠ) και 32,18 εκατομμύρια θέσεις εργασίας (L. Rongzi)
- Στην Νότια Κορέα, κατά το 2007 τα συνολικά έσοδα από τη ναυτιλία ανήλθαν σε 114 δις € (7,9% του ΑΕΠ) και οι σχετικοί εργαζόμενοι περίπου σε 150.000 (J. Chen et al, 2009).
- Στις ΗΠΑ, σύμφωνα με το Navy League of the United States, 2011, εκτιμάται ότι απασχολήθηκαν σε θέσεις εργασίας που δημιουργήθηκαν για τη ναυτιλία περίπου 2,6 εκατομμύρια άτομα, ενώ η συνεισφορά της στο ΑΕΠ της χώρας, τόσο η άμεση όσο και η έμμεση, εκτιμάται σε 905 δις € (περίπου το 5,7% του ΑΕΠ),
- Στο Χονγκ-Κονγκ, σύμφωνα με το Transport and Housing Bureau, κατά το έτος 2011 η ναυτιλία δημιούργησε 14.592 θέσεις εργασίας, ενώ η

προστιθέμενη αξία στο ΑΕΠ της χώρας ανήλθε στα 760 δις €. (4.2% του ΑΕΠ),

- Στη Νορβηγία, κατά το 2006 17 δις ευρώ (5,6% του ΑΕΠ) και προσέφερε εργασία σε περίπου 80.000 ανθρώπους (Odin)
- Στη Δανία, το 2006, σύμφωνα με το εκεί Υπουργείο Απασχόλησης, απασχολούνταν 16.243 άτομα στον τομέα της ναυτιλίας και η προστιθέμενη αξία ήταν 17,193 εκ. ευρώ (η 8% του ΑΕΠ).

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί ότι στα πλαίσια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, η άμεση προστιθέμενη αξία που δημιουργείται από την ναυτιλία συνιστά σχεδόν το 1% του Ευρωπαϊκού ΑΕΠ, τα έσοδα υπολογίζονται σε 159 δις € και ο αριθμός των απασχολουμένων σε αυτήν ανέρχεται σε 1,5 εκατομμύρια (The European Maritime Research Area).

2.5 Οι Ναυτιλιακές Εταιρίες και τα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης

Τα βασικά Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης είναι, σύμφωνα με τον W.R. Lasher, 2011, τρία:

1. New York Stock Exchange, γνωστό και ως NYSE, το οποίο εδρεύει στο κέντρο της χρηματοοικονομικής περιοχής της πόλης της Νέας Υόρκης. Το 2007 συγχωνεύτηκε με το Euronext, ένα πλήρως ηλεκτρονικό ευρωπαϊκό χρηματιστήριο και με αυτόν τον τρόπο σχηματίστηκε η μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αγορά παγκοσμίως. Στο NYSE διαπραγματεύονται οι μετοχές περίπου 3.600 αμερικανικών εταιριών.
2. American Stock Exchange, γνωστό και ως AMEX, το οποίο εδρεύει σε απόσταση μερικών τετραγώνων από το NYSE. Στο AMEX διαπραγματεύονται μετοχές σχετικά μεγάλων εταιριών, αλλά όχι όσο

μεγάλες ή όσο παλιές είναι αυτές του NYSE. Το 2008 εξαγοράστηκε από την εταιρία NYSE Euronext.

3. National Association of Securities Dealers Automated Quotations, γνωστό και ως NASDAQ. Στο χρηματιστήριο αυτό διαπραγματεύονται κατά κύριο λόγο μετοχές τεχνολογικών εταιριών, εφόσον αυτές δεν μπορούσαν να ανταποκριθούν στις αυστηρές απαιτήσεις του NYSE και εισέρχονταν σε αυτό το χρηματιστήριο. Σήμερα, στην αγορά αυτή διαπραγματεύονται περίπου 3.300 μετοχές.

Η βασική διαφορά μεταξύ των τριών αυτών χρηματιστηριακών αγορών είναι το γεγονός ότι οι δύο πρώτες αποτελούν μία «φυσική» χρηματιστηριακή αγορά, ενώ η τελευταία μία ηλεκτρονική χρηματιστηριακή αγορά (W.R. Lasher). Δηλαδή, στο NYSE και το AMEX οι συναλλαγές λαμβάνουν χώρα στους ορόφους των κτηρίων και οι αντισυμβαλλόμενοι οφείλουν να βρίσκονται μέσω αντιπροσώπου τους εκεί, ενώ στο NASDAQ οι συναλλαγές πραγματοποιούνται ηλεκτρονικά και οι αντισυμβαλλόμενοι μπορούν να βρίσκονται οπουδήποτε.

Επιπλέον, οι δύο αγορές διαφοροποιούνται και ως προς το είδος των επιχειρήσεων που εισάγονται σε αυτές. Στην περίπτωση του AMEX, όπως αναφέραμε και παραπάνω, η πλειονότητα των εταιριών είναι σχετικά μικρότερες σε σύγκριση με αυτές που εισάγονται στις άλλες δύο αγορές, και παρατηρείται μία ιδιαίτερη προτίμηση σε βιοτεχνικές και ενεργειακές επιχειρήσεις. Επιπλέον, παρουσιάζει υψηλή εξειδίκευση σε παράγωγα προϊόντα. Στην περίπτωση του NASDAQ, η προτίμηση αυτή παρατηρείται υπέρ των καινοτόμων τεχνολογικά επιχειρήσεων, καθώς και εταιριών τηλεπικοινωνιών, Μέσων Μαζικής Μεταφοράς, βιοτεχνολογίας και χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Τέλος, στην περίπτωση του NYSE εισάγονται όλες οι επιχειρήσεις που πληρούν τα αυστηρά κριτήρια που η επιτροπή κεφαλαιαγοράς θέτει.

Οι ναυτιλιακές εταιρίες που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης ανέρχονται σήμερα (Φεβρουάριος 2013) σε 37. Οι 22 είναι εισηγμένες στο NYSE, οι 15 στο NASDAQ και καμία εταιρία στο AMEX. Το σύνολό τους εισήλθαν με τις διαδικασίες που ορίζει η Αρχική Δημόσια Εγγραφή και παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 3: Οι εισηγμένες στα Χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης Ναυτιλιακές Εταιρίες

A/A	Επωνυμία	Χρηματιστήριο
1	Baltic Trading Limited	NYSE
2	Box Ships Inc.	NYSE
3	Capital Product Partners L.P.	NASDAQ
4	Costamare Inc.	NYSE
5	Danaos Corporation	NYSE
6	DHT Holdings, Inc.	NYSE
7	Diana Containerships Inc.	NASDAQ
8	Diana Shipping inc.	NYSE
9	DryShips Inc.	NASDAQ
10	Eagle Bulk Shipping Inc.	NASDAQ
11	Euroseas Ltd.	NASDAQ
12	Excel Maritime Carriers Ltd.	NYSE
13	FreeSeas Inc.	NASDAQ
14	Frontline Ltd.	NYSE
15	Genco Shipping & Trading Limited	NYSE
16	Global Ship Lease, Inc.	NYSE
17	Globus Maritime Limited	NASDAQ
18	International Shipholding Corporation	NYSE
19	Nautilus Marine Acquisition Corp.	NASDAQ
20	Nautilus Shareholdings Marine Corp.	NASDAQ
21	Navios Maritime Acquisition Corporation	NYSE
22	Navios Maritime Holdings Inc.	NYSE
23	Navios Maritime Partners LP	NYSE
24	NewLead Holdings Ltd.	NASDAQ
25	Paragon Shipping Inc.	NYSE
26	Safe Bulkers, Inc	NYSE
27	Scorpio Tankers Inc.	NYSE
28	SEACOR Holdings, Inc.	NYSE
29	Seanergy Maritime Holdings Corp	NASDAQ
30	Seaspan Corporation	NYSE
31	Ship Finance International Limited	NYSE
32	Star Bulk Carriers Corp.	NASDAQ
33	StealthGas, Inc.	NASDAQ
34	Teekay Corporation	NYSE
35	TOP Ships Inc.	NASDAQ
36	Tsakos Energy Navigation Ltd	NYSE
37	Ultrapetrol (Bahamas) Limited	NASDAQ

Πηγή: <http://www.nasdaq.com/screening/company-list.aspx>

Στη συνέχεια θα γίνει μια συνοπτική αναφορά στα σημαντικότερα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων αυτών:

Baltic Trading Limited

Η εταιρία, με φορολογική έδρα τα νησιά Μάρσαλ, αποτελεί θυγατρική της εταιρίας Genco Shipping and Trading Ltd, ενώ η μετοχή της διαπραγματεύεται στο NYSE.

Box Ships Inc.

Η εταιρία συμφερόντων κ. Βοδούρογλου ιδρύθηκε το Μάιο του 2010 και η μετοχή της διαπραγματεύεται στο NYSE. Φορολογική της έδρα είναι τα νησιά Μάρσαλ και δραστηριοποιείται στη μεταφορά χύδην φορτίου.

Capital Product Partners L.P.

Η εταιρία είναι συμφερόντων του Ευάγγελου Μαρινάκη και ιδρύθηκε το 2007, ενώ και η εισαγωγή της στον Nasdaq της Νέας Υόρκης έγινε την ίδια χρονιά. Ειδικεύεται στη μεταφορά πετρελαίου, χημικών και χύδην φορτίου.

Costamare Inc.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1975 από τον καπετάν Βασίλειο Κωνσταντακόπουλο, ενώ στο χρηματιστήριο NYSE, εισήχθη το 2009. Η ναυτιλιακή αυτή εταιρία ειδικεύεται στη μεταφορά ξηρού φορτίου.

Danaos Corporation

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1972 από τον Δημήτρη Κούστα και δραστηριοποιείται στον τομέα των μεταφορών εμπορευματοκιβωτίων. Η εταιρία, με σημαία από τα νησιά Μάρσαλ εισήχθη στην αμερικανική κεφαλαιαγορά το 2006.

DHT Holdings, Inc.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 2005 και την ίδια χρονιά εισήχθη στο χρηματιστήριο. Η εταιρία είναι Νορβηγική συμφερόντων, κ. Robert N. Cowen και ειδικεύεται στη μεταφορά πετρελαίου.

Diana Containerships Inc.

Η εταιρία, η μετοχή της οποίας διαπραγματεύεται στον Nasdaq ιδρύθηκε από τον Συμεών Παληό.

Diana Shipping inc.

Η εταιρία ιδρύθηκε από το Συμεών Παληό και κατέχει περίπου το 9,3% της Diana Containerships Inc. Στο χρηματιστήριο NYSE εισήχθηκε το 2005.

DryShips Inc.

Η εταιρία εισήχθη στην αμερικανική κεφαλαιαγορά και συγκεκριμένα στο NASDAQ το 2005. Η εταιρία ανήκει στον Γ. Οικονόμου.

Eagle Bulk Shipping Inc.

Η εταιρεία, συμφερόντων κ. Σοφοκλή Ζούλα έχει την έδρα της στις ΗΠΑ και η δραστηριοποίηση της στο χώρο των cargo υπολογίζεται από το 1994.

Euroseas Ltd.

Η εταιρία, με σημαία Νησιών Μάρσαλ ιδρύθηκε το 2005 από την οικογένεια Πίττα. Ειδικεύεται στη μεταφορά ξηρού φορτίου.

Excel Maritime Carriers Ltd.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1988, με σημαία νησιών Βερμουδών, από τον Βίλλυ Παναγιωτίδη. Η εταιρία ειδικεύεται στη μεταφορά ξηρού φορτίου. Η μετοχή της εταιρίας σταμάτησε να διαπραγματεύεται στον NYSE τον Ιούλιο του 2013.

FreeSeas Inc

Η εταιρία ιδρύθηκε το 2003 από τον Ίωνα Βαρουξάκη και εισήχθηκε στον Nasdaq το 2005. Ειδικεύεται στη μεταφορά σιτηρών, σιδήρου και άνθρακα.

Frontline Ltd.

Η εταιρία, ιδρύθηκε στη Σουηδία το 1985 και είναι από τις μεγαλύτερες εταιρίες εκμετάλλευσης τάνκερ στον κόσμο. Από το 1997 η εταιρία μετέφερε τη φορολογική της έδρα στις Βερμούδες.

Genco Shipping & Trading Limited

Η εταιρία ιδρύθηκε από τον κ. Πέτρο Γεωργιόπουλο το 1997 στη Νέα Υόρκη και ειδικεύεται στις μεταφορές χύδην φορτίου.

Global Ship Lease, Inc.

Η εταιρία ιδρύθηκε τον το 1998. Ενώ από τον Αύγουστο του 2008 η μετοχή της διαπραγματεύεται στα αμερικανικά χρηματιστήρια. Ιδρυτής της είναι ο κ. Michael Gross και τα πλοία της φέρουν τη σημαία των νησιών Μάρσαλ.

Globus Maritime Limited

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 2006, ενώ η διαπραγμάτευση των μετοχών της στο χρηματιστήριο Nasdaq ξεκίνησε το Ιούνιο του 2007. Τα πλοία της εταιρίας φέρουν σημαία των Νησιών Μάρσαλ, ενώ ιδρυτής της είναι ο Γιώργος Φειδάκης.

International Shipholding Corporation

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1947 από τον Niels F. Jonsen, και ειδικεύεται στη μεταφορά ξηρού φορτίου.

Nautilus Shareholdings Marine Corp.

Η εταιρία, συμφερόντων κ. Τσιριγάκη, ιδρύθηκε το 2005, ενώ την ίδια χρονιά εισήχθη στο χρηματιστήριο Nasdaq. Η φορολογική έδρα της εταιρίας είναι τα νησιά Μάρσαλ και ειδικεύεται στη μεταφορά υγρού φορτίου.

Nautilus Marine Acquisition Corp.

Η εταιρία αυτή τον Οκτώβριο του 2013 συγχωνεύθηκε στη Nautilus Shareholdings Marine Corp. Τα πλοία της εταιρίας φέρουν σημαία των Βερμούδων νήσων.

Navios Maritime Acquisition Corporation

Η εταιρία είναι συμφερόντων Αγγελικής Φράγκου και αποτελεί θυγατρική της Navios Maritime Holdings Inc.

Navios Maritime Holdings Inc.

Η εταιρία συμφερόντων Αγγελικής Φράγκου, ιδρύθηκε το 1954 και διαπραγματεύεται στον NYSE. Η εταιρία εισήχθη στο χρηματιστήριο το 2005.

Navios Maritime Partners LP

Η εταιρία είναι συμφερόντων Αγγελικής Φράγκου και αποτελεί θυγατρική της Navios Maritime Holdings Inc.

NewLead Holdings Ltd.

Η εταιρία συμφερόντων κ. Ζολώτα, έχει τη φορολογική της έδρα στις Βερμούδες και δραστηριοποιείται τόσο στις μεταφορές ξηρού φορτίου όσο και στις μεταφορές πετρελαϊκών προϊόντων.

Paragon Shipping Inc.

Η εταιρεία με σημαία Νησιών Μάρσαλ, ιδρύθηκε από τον κ. Βοδούρογλου το 2006 και έχει εισαχθεί στο δείκτη Nasdaq. Η εταιρία δραστηριοποιείται κυρίως στη μεταφορά ξηρού φορτίου.

Safe Bulkers, Inc

Η εταιρία, συμφερόντων κ. Χατζηγιάννου ιδρύθηκε το 2008 και η μετοχή της διαπραγματεύεται στο NYSE από την ίδια χρονιά. Ειδικεύεται στη μεταφορά χύδην φορτίου.

Scorpio Tankers Inc.

Η εταιρία, συμφερόντων κ. Bugbee, δραστηριοποιείται στις μεταφορές πετρελαίου, ενώ τα πλοία της φέρουν σημαία των νησιών Μάρσαλ.

SEACOR Holdings, Inc.

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1989 από τον κ. Fabrikant. Η εταιρία εξειδικεύεται στις μεταφορές αερίου και ελαίων.

Seanergy Maritime Holdings Corp

Πρόκειται για εταιρεία ειδικού σκοπού. Διαπραγματεύεται στο Nasdaq από το 2008, ενώ ως ιδρυτής της φέρεται ο Γιώργος Κουτσολιούτσος(ιδιοκτήτης της πού γνωστής εταιρίας Follie). Τα νησιά Μάρσαλ δίνουν τη σημαία των πλοίων της, ενώ ειδικεύονται στη μεταφορά ξηρού φορτίου.

Seaspan Corporation

Η εταιρία, με σημαία νησιών Μάρσαλ ιδρύθηκε το 2005, χρονιά κατά την οποία εισήχθη στη χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης. Η εταιρία, μία από τις κυριότερες στα containerships ιδρύθηκε από τον κ. Graham Porter.

Ship Finance International Limited

Η εταιρία ιδρύθηκε το 2003, ενώ από τον Μάιο του 2004, η μετοχή της διαπραγματεύεται στο NYSE. Η εταιρία, συμφερόντων Mr Leand, ειδικεύεται στις μεταφορές παραγώγων πετρελαίου.

Star Bulk Carriers Corp.

Η εταιρία, συμφερόντων κ. Παπά ιδρύθηκε το 2006 στα νησιά Μάρσαλ και εισήχθη την ίδια χρονιά στο χρηματιστήριο Nasdaq την ίδια χρονιά. Τα πλοία της μεταφέρουν κυρίως μεταλλεύματα και σιτάρι.

StealthGas, Inc.

Η εταιρία ανήκει στην οικογένεια Βαφεία και ειδικεύεται στη μεταφορά υγροποιημένων προϊόντων πετρελαίου. Εισήχθηκε στο χρηματιστήριο Nasdaq το 2005.

Teekay Corporation

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1973 από τον κ. J. Torben Karlshoej, ενώ η μετοχή της εταιρίας εισήχθη για πρώτη φορά στη χρηματιστηριακή αγορά της Νέας Υόρκης τον Ιούλιο του 1995.

TOP Ships Inc.

Η εταιρία, με σημαία νησιών Μάρσαλ εισήχθηκε για πρώτη φορά στο Nasdaq της Νέας Υόρκης το 2004. Η εταιρία είναι συμφερόντων Ε. Πιστιόλη.

Tsakos Energy Navigation Ltd

Η ίδρυση της εταιρίας τοποθετείται το 1993, από τους Παναγιώτη και Νίκο Τσάκο με πρώτη εισαγωγή στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE) το 2002. Αποτελεί μια πολύ επιτυχημένη και κερδοφόρα επιχείρηση με βασικό αντικείμενο τη μεταφορά πετρελαϊκών προϊόντων.

Ultrapetrol (Bahamas) Limited

Η εταιρία, που ιδρύθηκε το Δεκέμβριο του 1997 από τον κ. Menendez Ross, ειδικεύεται στη μεταφορά φορτίων σε ποτάμια και λίμνες. Η εταιρία εισήχθη στον Nasdaq το 2008.

3. Οι Παράγοντες που προσδιορίζουν το ιδιοκτησιακό καθεστώς και την απόδοση των εταιριών γενικά.

3.1 Ownership structure

Προτού γίνει ανάλυση των παραγόντων που προσδιορίζουν την απόδοση των ναυτιλιακών εταιριών, κρίνεται σκόπιμο να γίνει μια συνοπτική αναφορά σε μερικές από τις σημαντικότερες μελέτες που έχουν γίνει για την σχέση μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των επιχειρήσεων και την αποδοτικότητα τους.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες δομών ιδιοκτησιακού καθεστώτος:

1. Dispersed Ownership System, όπου βασικά της χαρακτηριστικά είναι η διαφάνεια στις συναλλαγές, οι ισχυρές αγορές τίτλων, και στην οποία η αγορά για εταιρικό έλεγχο συνθέτει τον μοναδικό μηχανισμό πειθαρχίας και ελέγχου των διαχειριστών.
2. Concentrated Ownership System, όπου διακρίνεται από «διαχειριστές» blockholders, παρουσιάζεται σε αδύναμες αγορές τίτλων, και χαρακτηρίζεται από υψηλά ιδιωτικά πλεονεκτήματα ελέγχου και αδιαφάνειας. Τον βασικό ρόλο στην άσκηση εταιρικού ελέγχου διαδραματίζουν οι τράπεζες και άλλα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα.

Η συγκέντρωση ιδιοκτησίας (Ownership concentration) αναφέρεται στο μέγεθος (όγκο) μετοχών που διακατέχεται από ιδιώτες επενδυτές και μεγαλομετόχους (με ποσοστό τουλάχιστον 5%). Αυτοί συνήθως είναι θεσμικοί επενδυτές σε μεγάλα συνταξιοδοτικά ταμεία και αμοιβαία κεφάλαια. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό συγκέντρωσης της ιδιοκτησίας τόσο μεγαλύτερη είναι η επιρροή των επενδυτών στις διαχειριστικές αποφάσεις μιας επιχείρησης, εφόσον ενεργούν με κίνητρο να διασφαλιστούν οι επενδύσεις τους. Οι δράσεις των μεγαλομετόχων μπορεί να είναι ιδιαίτερα επιθετικές, όπως η ωμή παρεμβολή στην εκλογή νέου Διοικητικού Συμβουλίου, η αντικατάσταση CEO κ.α. Μπορεί, λοιπόν, η συγκέντρωση ιδιοκτησίας να λειτουργήσει ως μια μορφή εσωτερικής εταιρικής διακυβέρνησης καθώς οι

διευθυντές και οι managers τείνουν να λαμβάνουν περισσότερο υπόψη τους και τα συμφέροντα των μεγαλομετόχων. Είναι κατανοητό ότι στην αντίθετη περίπτωση (χαμηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας), δεν ασκείται αποτελεσματική εσωτερική εταιρική διακυβέρνηση, με αποτέλεσμα να απουσιάζει το κίνητρο ελέγχου των διαχειριστών μιας εταιρίας.

Η σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος και απόδοσης μιας εταιρείας έχει διερευνηθεί από πληθώρα μελετών και εργασιών. Για πολλούς, όπως οι Morck et al. (2000), Berle and Means (1932) και άλλους, υπάρχει, θετική σχέση ανάμεσα στην συγκέντρωση ιδιοκτησίας και την απόδοση μιας επιχείρησης. Εντούτοις άλλοι ερευνητές όπως οι Leech and Leachy (1991), Claessens et al (2002), καταλήγουν στο αντίθετο συμπέρασμα, ότι, δηλαδή, υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στην απόδοση της εταιρίας και το ιδιοκτησιακό καθεστώς. Υπάρχουν και μελέτες που δείχνουν ότι η σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία και την απόδοση μιας εταιρίας δεν είναι ξεκάθαρη ή στατιστικά σημαντική, όπως για παράδειγμα ο Mehran (1995) και ο Bangess et al. (2009). Το ποσοστό που ορίζεται ως ικανό ώστε ένας ιδιοκτήτης να ασκήσει σαφή επιρροή στη διαχείριση της εταιρίας είναι το 20% σύμφωνα με τους Berle and Means (1932). Σε πιο πρόσφατες ερευνητικές μελέτες, ωστόσο, το ποσοστό αυτό τοποθετείται στο διάστημα από 5% έως και 20%. Η απλούστερη μέθοδος για να προσδιοριστεί με σχετική ακρίβεια το ποσοστό συγκέντρωσης κεφαλαίου μιας εταιρίας είναι το μερίδιο ψήφου που κατέχει ο μεγαλύτερος ιδιοκτήτης της. (Thomsen and Pedersen, 2000).

Σύμφωνα με μια άλλη οπτική η εταιρική διακυβέρνηση είναι μια μάχη συμφερόντων ανάμεσα στους μετόχους και τους managers μιας εταιρίας. Σκοπός της «συγκέντρωσης ιδιοκτησίας» ήταν η βελτίωση της εταιρικής απόδοσης. Κατά τους Stulz (1988), Holderness et al (1999) αποδείχθηκε ότι όσο χαμηλότερη είναι η ισχύς της διαχειριστικής εξουσίας, τόσο πιο αποδοτική είναι η επιχείρηση. Στη σύγχρονη εποχή, παρατηρούμε ότι ακόμα υπερισχύει η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας σε λίγους μεγαλομετόχους ή επενδυτές έναντι της διάσπασης της ιδιοκτησίας σε πολλούς και μικρότερους μετόχους (La Porta et al. 1999).

Πολλές μελέτες έχουν ασχοληθεί με τη σημασία του ιδιοκτησιακού καθεστώτος σε σχέση με το εταιρικό περιβάλλον και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε επιχείρησης. Ο Demsetz (1983) περιέγραψε ότι η εταιρική ιδιοκτησιακή δομή

αντανακλά τις αποφάσεις των μετόχων της. Άλλες έρευνες, όπως π.χ. Cho (1998), Desmetz and Villalonga 2001), έδειξαν ότι δεν υπάρχει ουσιαστική συσχέτιση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και την απόδοση μιας επιχείρησης. Ωστόσο, πιο πρόσφατα οι Khans et al (2005) έδειξαν ότι αν αλλάξει η χρονική περίοδος του δείγματος, αν δηλαδή επεκταθεί, θα εξαχθούν διαφορετικά αποτελέσματα και η συσχέτιση αποδεικνύεται στατιστικά ισχυρή. Μέσα από την διεθνή αρθρογραφία εξάγονται χρήσιμα συμπεράσματα για τις δύο δομές ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Για παράδειγμα, οι Demetz και Lehn (1985), ο Himmelberg (1999) υποστηρίζουν ότι η ύπαρξη μεγάλων μετοχικών μερίδων μπορεί να αυξάνει τον ιδιοκτησιακό κίνδυνο και να μειώνουν την ρευστότητα, καθώς επίσης ότι οι ιδιοκτήτες μεγάλων ποσοστών μετοχών μπορεί να επηρεάζουν τη διαχείριση της επιχείρησης με σκοπό την επίτευξη προσωπικών στόχων με αποτέλεσμα να εξοστρακίζουν τους μειοψηφούντες μετόχους ακόμα και να περιορίζουν τους διαχειριστές της επιχείρησης στερώντας τους τα κίνητρα.

Τελικά, προκύπτει ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στη συγκέντρωση της ιδιοκτησίας και την αποδοτικότητα της. Οι Claessens and Djankov (1998) για την Τσεχία και ο Omgan (2009) για την Αίγυπτο απέδειξαν ακριβώς τη θετική αυτή συσχέτιση ανάμεσα στα δύο αυτά μεγέθη. Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε ότι για να μπορέσουμε να βγάλουμε όσο το δυνατό πιο ασφαλή συμπεράσματα για την ιδιοκτησιακή συγκέντρωση θα πρέπει να λάβουμε υπόψη καλύτερα τις εταιρικές δομές, τους κανόνες και το περιβάλλον κάθε χώρας όπου εξετάζουμε.

Οι μεγαλομέτοχοι και οι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να οδηγήσουν σε καλύτερη διαχείριση μιας εταιρίας καθώς επιθυμούν να πάρουν τα λεφτά τους πίσω ενώ έχουν τη δύναμη να το κατορθώσουν. Από την άλλη πλευρά, η διασκορπισμένη ιδιοκτησία προσφέρει μεγαλύτερη διαφοροποίηση κινδύνου για τους επενδυτές σε αντίθεση με τη συγκεντρωμένη ιδιοκτησία όπου αυξάνει τα επιτόκια κινδύνου εξαιτίας της αποστροφής στον κίνδυνο των μεγάλων επενδυτών (risk averse) (Demsetz and Lehn 1989).

Παρά τα αντικρουόμενα ευρήματα των διαφόρων μελετών, συνοψίζοντας, θα πρέπει να τονίσουμε την υπόθεση των Shleifer and Vishny(1986), ότι δηλαδή η υψηλή συγκέντρωση ιδιοκτησίας οδηγεί σε καλύτερη διαχείριση άρα και σε καλύτερα αποτελέσματα για την επιχείρηση, δηλαδή αποδοτικότητα. Ειδικά όταν η ιδιοκτησία

συγκεντρώνεται από θεσμικούς και ανεξάρτητους επενδυτές. Προς την ίδια κατεύθυνση, οι Wu and Cui (2002), ερευνώντας την επίδραση της ιδιοκτησιακής δομής στη βιωσιμότητα μιας εταιρίας κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αρχικά υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή συγκέντρωση, η οποία προσδιορίζεται από το δείκτη ROA and ROE, αλλά στη συνέχεια η συσχέτιση βαίνει αρνητική όσον αφορά τον όγκο της αγοράς, μετρούμενο από τους δείκτες P/E και M/B. Ακόμα, οι Leach and Leachy (1991), αναλύουν τις επιπλοκές από το διαχωρισμό της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο σε Αγγλικές επιχειρήσεις. Βρήκαν ότι υπάρχει αρνητικά σημαντική σχέση στην ιδιοκτησιακή συγκέντρωση και στην αξία αλλά και την κερδοφορία της επιχείρησης. Σε μια άλλη έρευνα, οι Tomsen and Pedersen (2000), βρήκαν ότι η απόδοση μιας εταιρίας αρχικά βελτιώνεται όσο το ιδιοκτησιακό καθεστώς γίνεται πιο συγκεντρωτικό αλλά στην πορεία χειροτερεύει για τις μεγαλύτερες ευρωπαϊκές εταιρίες.

Προκειμένου να αποδείξει τη συσχέτιση ανάμεσα στην εταιρική δομή και την αποδοτικότητα, ο Morck (1988), θεωρώντας ως αποδοτικότητα τόσο την Tobin's q όσο και τα λογιστικά κέρδη, ενώ ως μέτρο ιδιοκτησίας τα ποσοστά μετοχών που κατείχε το Δ.Σ. των 500 Fortune Companies και χρησιμοποιώντας piece-wise γραμμική παλινδρόμηση, βρήκε θετική συσχέτιση ανάμεσα στην Tobin's q και στη Διοικητική ιδιοκτησία από 0 – 5%, αρνητική συσχέτιση για 5 – 25%, και ξανά θετική για ποσοστό μεγαλύτερο του 25%.

Μια άλλη οπτική του θέματος σχετικά με τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην ιδιοκτησιακή δομή και την αποδοτικότητα έχει να κάνει σχετικά με το νομικό περιβάλλον της εταιρίας. (La Porta et al., 1999). Πιο συγκεκριμένα, σε αδύναμα νομικά περιβάλλοντα είναι δύσκολο να βρεις εξωτερικούς επενδυτές μιας και οι κίνδυνοι αλλοτρίωσης των μικροεπενδυτών (μικρομετόχων) είναι ακραία και τα ιδιωτικά πλεονεκτήματα ελέγχου είναι υψηλά. Σε αδύναμα νομικά συστήματα η φήμη των ιδιοκτητών μπορεί να αυξήσει τα ξένα κεφάλαια χωρίς να προδίδει τα δικαιώματα ελέγχου. Στις μικρές χώρες όπου οι επιχειρήσεις είναι συγκεντρωμένες σε λίγες αλλά ισχυρές οικογένειες, οι ιδιοκτήτες μπορούν να λάβουν ακόμα και ουσιαστική πολιτική δύναμη.

3.2 Μέγεθος εταιρίας

Μια βασική απασχόληση των ερευνητικών μελετών είναι η συμπεριφορά των επιχειρήσεων, πως και γιατί, δηλαδή, δρουν με συγκεκριμένους τρόπους. Πιο συγκεκριμένα, ποιοι είναι οι στόχοι μιας επιχείρησης και ποιες οι δράσεις της προκειμένου να τους επιτύχει. Βασικός στόχος των επιχειρήσεων είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους. Ο Grant's (2002), υποθέτει ότι ο πρωταρχικός στόχος μιας εταιρίας είναι η μεγιστοποίηση των κερδών της και συμπληρώνει ότι για πιο πρακτικούς σκοπούς, το στρατηγικό management, μπορεί να ορισθεί ως μια αναζήτηση του κέρδους. Η θεωρία του agency cost εξετάζει τη σχέση ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και την αποδοτικότητα μιας εταιρίας. Ο διαχωρισμός ανάμεσα στον έλεγχο και στην ιδιοκτησία μπορεί να μην οδηγήσει σε μεγιστοποίηση των κερδών μιας επιχείρησης, αλλά σε μεγιστοποίηση των ίδιων κερδών εφόσον δημιουργείται και σύγκρουση συμφερόντων.

Μια παράμετρος που επηρεάζει σημαντικά την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων, είναι και το μέγεθος τους. Όλες οι πρόσφατες μελέτες (Offenbery,2010, Bennedsen and Nielsen,2010), καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι υπάρχει αρνητική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος και στην αξία της επιχείρησης. Από τους πρώτους που μελέτησαν το σημαντικό αυτό θέμα ήταν και ο Kaldor το 1934, ο οποίος εξετάζοντας τις μακροπρόθεσμες ισορροπίες σε μια πλήρως ανταγωνιστική αγορά κατέληξε σε πολύ χρήσιμα συμπεράσματα για την επιχειρηματικότητα. Πιο συγκεκριμένα, βασιζόμενος στην ισορροπία προσφοράς και ζήτησης, απέδειξε ότι υπάρχουν περιορισμοί στο μέγεθος της επιχείρησης προκειμένου να λειτουργεί ο ανταγωνισμός σε οποιοδήποτε βιομηχανικό κλάδο. Μελετώντας, λοιπόν, τις μακροπρόθεσμες ισορροπίες προσφοράς και ζήτησης και θέτοντας ερωτήσεις για τους περιορισμούς σχετικά με το μέγεθος μιας εταιρείας, συμπεραίνει ότι αυτό το όριο είναι απαραίτητο σε μια πλήρως ανταγωνιστική αγορά. Χωρίς αυτό το όριο δεν θα υπήρχε μεγάλος αριθμός εταιριών σε έναν βιομηχανικό κλάδο. Σε μια πλήρως ανταγωνιστική οικονομία θα πρέπει να υπάρχει για κάθε εταιρία, ένας σταθερός παραγωγικός παράγοντας, αλλά ο ίδιος παράγοντας στο ευρύτερο πλαίσιο του κλάδου να μην είναι σταθερός.

Οι θεωρίες για τη σχέση ανάμεσα στο μέγεθος της επιχείρησης και της κερδοφορίας της είναι αρκετές. Οι Baummel, Williamson and Maris, έθεσαν ότι οι τρεις

σημαντικότεροι παράγοντες ύπαρξης μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση των εσόδων, η χρησιμότητα και το μέγεθος. Ο Jonsson (2007), διακρίνει τρεις βασικές κατηγορίες θεωριών σχετικές με το μέγεθος μιας επιχείρησης. Πιο αναλυτικά,

- 1) Initial Agency Cost: Προτείνει ότι ο διαχωρισμός της εταιρικής ιδιοκτησίας και του ελέγχου δυνητικά οδηγεί σε δράσεις των managers που αποβλέπουν σε ίδιο όφελος αφού μπορεί να επεκτείνουν το μέγεθος της επιχείρησης με απώτερο στόχο να αυξήσουν τα δικά τους οφέλη, τις απολαβές τους, τη φήμη τους κ.α.
- 2) Strategic Theory: Σύμφωνα με τον Porter υπάρχουν τρεις γενικές στρατηγικές, το κόστος ηγεσίας, η διαφοροποίηση προϊόντος και η εστιασμένη κυριαρχία, όπου η ανάλυση τους μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως σύγχρονο εργαλείο για την ερμηνεία των εταιρειών.
- 3) Institutional Theory: Προτείνει ότι οι εταιρίες ψάχνουν τρόπους συμπεριφοράς που θα είναι κοινά αποδεκτοί και δεν θα οδηγήσουν σε κριτικές και συγκρούσεις. Έτσι οι επιχειρήσεις υιοθετούν όλο και πιο πρόθυμα συμπεριφορές κοινά αποδεκτές αλλά και ορθές επιχειρηματικές προσεγγίσεις.

Αν και υπάρχουν μερικές έρευνες που καταλήγουν σε θετική σχέση ανάμεσα στο μέγεθος μιας εταιρίας και την απόδοση της, όπως αυτές των Vijayakumar and Tamizheselvan (2010), όπου χρησιμοποίησαν μια ημιλογαριθμική ειδίκευση του μοντέλου μετρώντας το μέγεθος με πωλήσεις (sales and total assets) και την αποδοτικότητα με κέρδη (profit on total assets) σε δείγμα 15 εταιριών στη νότια Ινδία, οι περισσότερες έρευνες καταλήγουν σε αντίθετα αποτελέσματα. Για παράδειγμα, ο Lee (2009), εξετάζοντας το ρόλο που διαδραματίζει το μέγεθος της εταιρίας στην αποδοτικότητα της και χρησιμοποιώντας fixed-effect dynamic panel data model R σε δείγμα 200 αμερικανικών εταιριών κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων είναι μειωμένα για τις πιο μεγάλες (σε μέγεθος) επιχειρήσεις. Τέλος, σε άλλη έρευνα, όπως αυτή των Amato and Wilder (1985), οι οποίοι εξέτασαν τη γραμμική σχέση μεγέθους – αποδοτικότητας όπως και την τετραγωνική της μορφή, κατέληξαν ότι δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση, είτε θετική είτε αρνητική, ανάμεσα στο μέγεθος μιας επιχείρησης και το δείκτη της αποδοτικότητας της (μετρούμενο σε όρους πωλήσεων).

3.3 Family Ownership

Στη σύγχρονη βιβλιογραφία έχουν γραφτεί πολλά σχετικά με την οικογενειακή ιδιοκτησιακή δομή μιας επιχείρησης και τη σχέση που έχει με την απόδοση της. Οι Fama and Jensen (1986) δείχνουν πως οι μεγαλομέτοχοι (μη διαφοροποιημένοι) μπορούν να υιοθετήσουν διαφορετικούς κανόνες επενδυτικών αποφάσεων σε σχέση με τους διασκορπισμένους μεμονωμένους μετόχους. Οι blockholders, όπως συνηθίζεται να αποκαλούνται, μπορούν να αποκομίσουν περισσότερα οφέλη χρησιμοποιώντας κίνητρα όπως η ανάπτυξη της εταιρίας, η τεχνολογική καινοτομία ή ακόμα και η επιβίωση της ίδιας της επιχείρησης σε σχέση με την αύξηση της αξίας της μετοχής της. Επιπλέον, η δυνατότητα της οικογένειας – ιδιοκτήτριας να επιλέγει τους διαχειριστές και τους διευθυντές της επιχείρησης μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα στον έλεγχο της, υποβιβάζοντας το έργο των managers και τελικά να οδηγούν σε μείωση της αποδοτικότητας της. Οι πρώτες σχετικές μελέτες διεξήχθησαν στις ΗΠΑ και τον Καναδά όπου οι Mc Conaughy (1998) για τον Καναδά και ο Anderson Reeb (2003) για τις ΗΠΑ κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικογενειακές επιχειρήσεις, ιδιαίτερα δε εκείνες όπου ένα από τα ιδρυτικά μέλη της οικογένειας είναι και CEO, είναι πιο επικερδείς από τις μη οικογενειακές επιχειρήσεις. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι αν ο ιδιοκτήτης ασκεί και τη διεύθυνση της εταιρείας μπορεί να βελτιώσει την απόδοση της και τελικά να της προσθέσει μεγαλύτερη αξία. Όσον αφορά την Ευρώπη, οι μελέτες των Bartonini and Caprio (2006) και Maury (2006), χρησιμοποιώντας τη μέθοδο με panel data κατέληξαν σε όμοια συμπεράσματα με αυτά των Αμερικανών συναδέλφων τους σχετικά με την εταιρική απόδοση και τις οικογενειακές επιχειρήσεις όπου ένα από τα ιδρυτικά στελέχη εκτελεί και χρέη CEO. Ο Maury από την άλλη πλευρά έδωσε βάρος στη σχέση ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και στον έλεγχο των επιχειρήσεων, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι όσο αυξάνεται το επίπεδο ελέγχου μιας επιχείρησης από τον CEO ή τους managers της τόσο ξεθωριάζουν τα πλεονεκτήματα του οικογενειακού ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Ως αποδοτικότητα της επιχείρησης λαμβάνεται ο δείκτης Tobin's q όπου είναι υψηλότερος για τις επιχειρήσεις με χαμηλότερο "οικογενειακό" επίπεδο ελέγχου, καθώς αυτό δείχνει ότι ίσως αλλότρια πλεονεκτήματα επηρεάζουν αρνητικά την ορθή λειτουργία της εταιρίας. Μια άλλη πολύ σημαντική διάσταση που πιθανόν να προσδιορίζει την εταιρική απόδοση είναι ότι στη σημερινή εποχή όλο και περισσότερες επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε

διαφορετικές αγορές από εκείνη της χώρας όπου ιδρύθηκαν. Στοιχεία από το FDI (Foreign Direct Investment) δείχνουν ότι η “ξένη” ιδιοκτησία σχετίζεται με τη βελτίωση στην παραγωγική διαδικασία των εξωστρεφών εταιριών. Οι Doms and Jensen (1995) και οι Aitken and Harisson (1998) και Petkova (2007) βρίσκουν ότι οι εταιρίες με έδρα σε άλλη χώρα εκτός ΗΠΑ, είναι περισσότερο παραγωγικές από τις εγχώριες αμερικανικές επιχειρήσεις αλλά και αυτές με τη σειρά τους είναι λιγότερο παραγωγικές από τις Αμερικανικές πολυεθνικές που δραστηριοποιούνται διεθνώς. Στις αναδυόμενες αγορές παρατηρείται μεγάλη αύξηση της παραγωγικότητας από επιχειρήσεις αλλοδαπών (Gonzalez, 2005), κυρίως σε επιχειρήσεις που σχετίζονται με τεχνολογικές καινοτομίες. Στις ανεπτυγμένες οικονομίες, μια σειρά μελετών όπως π.χ. αυτή των Girma and al (2006 στη Μ. Βρετανία, δείχνουν μια σχετική βελτίωση στα οικονομικά μεγέθη των αλλοδαπών εταιριών , χωρίς όμως να διαφοροποιούνται αρκετά από εκείνες των αναδυόμενων αγορών. Ακόμα, οι Barbosa and Louri (2005), δεν καταλήγουν σε κάποιο σαφές συμπέρασμα σχετικά με τη συμπεριφορά των λεγόμενων πολυεθνικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στις αγορές της Ελλάδας και της Πορτογαλίας σε σύγκριση με τις εγχώριες εταιρίες. Στις πλέον πρόσφατες μελέτες, τα συμπεράσματα είναι ανάμεικτα. Για παράδειγμα, στην έρευνα των Perez – Gonzalez (2005) για τα αποτελέσματα απόκτησης δικαιωμάτων ελέγχου στην παραγωγή συμπεραίνουν ότι ο βιομηχανικός κλάδος στο σύνολο του βελτιώνεται μετά από μια ξένη απόκτηση κυρίως σε αυτούς που είναι τεχνολογικά αναβαθμισμένοι. Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι ο διαχωρισμός των επιχειρήσεων σε εγχώριες ή αλλοδαπές ή ακόμα και πολυεθνικές μπορεί πολύ εύκολα να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα. Σε πολλές εταιρίες, στην πράξη, δεν υπάρχουν «ξένοι» ή «ντόπιοι» ιδιοκτήτες αλλά κάποιοι που επιθυμούν να ασκούν τη διαχείριση της εταιρίας και κάποιοι που απλά εκπροσωπούν κάποιους θεσμικούς επενδυτές. Στη διεθνή βιβλιογραφία σε οποιαδήποτε επένδυση αν το ποσοστό των “ξένων” επενδυτών είναι έως 10%, τότε η επένδυση χαρακτηρίζεται ως “εκ των έσω”. Σε αυτή την κατεύθυνση έχει κινηθεί και η έρευνα των Greenway et al.,(2012), για τις επιχειρήσεις στην Κίνα όπου και καταδεικνύει τη σχέση ανάμεσα στην παραγωγή και την ξένη ιδιοκτησία, επιτρέποντας όμως να ποικίλλουν τα ποσοστά της ιδιοκτησίας. Τα ευρήματα της παραπάνω έρευνας για την περίοδο 2000-2005 δείχνουν ότι η ξένη ιδιοκτησία είναι θετικά σχετιζόμενη αλλά ανεστραμμένη με την αποδοτικότητα της επιχείρησης, η οποία μετράται σε όρους κερδοφορίας και παραγωγικότητας. Η επίδοση των εταιριών βελτιστοποιείται για τις joint-ventures

όπου υπάρχει συμμετοχή αρκετών ξένων ιδιοκτητών αλλά όμως με φθίνοντα ρυθμό στα υψηλότερα επίπεδα παραγωγικότητας.

3.4 Μέγεθος Διοικητικού Συμβουλίου

Στη σύγχρονη βιβλιογραφία, έχουν γραφτεί πολλά για τη σχέση που πρέπει να υπάρχει μεταξύ του ιδιοκτησιακού καθεστώτος μιας επιχείρησης και της σύνθεσης του Διοικητικού Συμβουλίου. Το Διοικητικό Συμβούλιο πρέπει να αποτελείται κυρίως από “managers” που δεν προέρχονται από το ιδιοκτησιακό καθεστώς προκειμένου να εξασφαλίζεται ο καλύτερος έλεγχος της επιχείρησης. Μολονότι, ασκείται έντονη κριτική σχετικά με την ιδιοτέλεια πολλών διαχειριστών, οι οποίοι προκειμένου να εκπληρώσουν προσωπικές τους φιλοδοξίες δεν πράττουν προς όφελος της επιχείρησης, εντούτοις σε πολλές περιπτώσεις σημαντικοί παράγοντες όπως αρνητική φήμη και αποτυχία ίσως και να τους οδηγούν τελικά σε ορθή άσκηση των καθηκόντων τους. Είναι επιβεβλημένη, επομένως, η συμμετοχή στα Διοικητικά Συμβούλια των εταιριών και από μη εκτελεστικά μέλη, τα οποία θα ασκούν ουσιαστικά τον εσωτερικό έλεγχο της Διοίκησης της εταιρίας με όσο το δυνατό πιο αντικειμενικό τρόπο. Σύμφωνα με την έρευνα των Dehaeme and Ooghe (1998), η αρνητική σχέση μεταξύ των μη εκτελεστικών μελών του Δ.Σ. και των ελεγκτών έγκειται στην απώλεια από τους πρώτους της ανώτερης Διοίκησης στην περίπτωση που υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων. Για το λόγο αυτό, η σωστή αναλογία μεταξύ του αριθμού των μη εκτελεστικών μελών της Διοίκησης μπορεί να οδηγήσει σε θετική σχέση με την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Προς επιβεβαίωση των παραπάνω, γίνεται αντιληπτό ότι πρέπει να υπάρχει σαφής διαχωρισμός ανάμεσα στο CEO της εταιρίας και του προέδρου του Διοικητικού Συμβουλίου προκειμένου να επιτευχθεί η κερδοφορία της εταιρίας. Τέλος, το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου επηρεάζει και την απόδοση μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, ένα μικρό σε αριθμό προσώπων Διοικητικό Συμβούλιο (με σύνθεση μικρότερη των οκτώ μελών) είναι αρκετά πιο ευέλικτο και συμπαγές αλλά υστερεί σε ποσότητα και ποιότητα ιδεών. Ένα πολυπληθές Διοικητικό Συμβούλιο, διακρίνεται από πληθώρα απόψεων, οι οποίες είναι αντικρουόμενες, καθιστώντας δυσχερή τη συνεννόηση μεταξύ των μελών, κάτι που πολλές φορές οδηγεί σε λανθασμένες αποφάσεις. Υπάρχει, συνεπώς, αρνητική σχέση μεταξύ μεγέθους Διοικητικού Συμβουλίου και αποδοτικότητας μιας επιχείρησης.

3.5 Εταιρική Απόδοση

Τα μοντέλα της εταιρικής απόδοσης μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε δύο βασικές ομάδες, το structure-conduct-performance and firm effect models. Στα structure-conduct-performance models, η δομή της αγοράς ορίζει τη συμπεριφορά της εταιρείας και κατ' επέκταση την κερδοφορία της. Στο firm effect model, η δομή της αγοράς είναι το αποτέλεσμα της διανομής των εταιριών και των εταιρικών κερδών. Σύμφωνα με τον Bain (1951), οι εταιρίες σε ολιγοπωλιακές αγορές είναι περισσότερο επικερδείς από εκείνες που δραστηριοποιούνται σε πλήρως ανταγωνιστικές αγορές. Αυτό ίσως να οφείλεται ότι στις πιο συγκεντρωτικές αγορές ευνοούνται πολιτικές (π.χ. καθορισμός ύψους τιμών) όπως αυτές που παρατηρούνται στα μονοπώλια και εν πολλοίς καθορίζουν τελικά και την κερδοφορία των επιχειρήσεων. Οι «συμπαιγνίες» απολαμβάνουν την αύξηση των κερδών τους λόγω της αύξησης των τιμών χωρίς να υποφέρουν από τυχόν στροφή των καταναλωτών σε ανταγωνιστές. Επιπλέον, λόγω της περιορισμένης προσφοράς προϊόντων σε ολιγοπωλιακές αγορές και τα υψηλά κέρδη που αποκομίζουν οι επιχειρήσεις, οδηγούν τελικά και σε αύξηση της ευημερίας.

Όσον αφορά το firm effect model, στο μοντέλο του Desmetz, η μέγιστη απόδοση μιας επιχείρησης μπορεί να υπάρξει μόνο για μικρό χρονικό διάστημα. Αυτό μπορεί να οφείλεται στη φήμη εταιρίας, στις σύνθετες οργανωτικές δομές της ή ακόμα και στην αβεβαιότητα των επενδύσεων. Επεκτείνοντας τον παραπάνω συλλογισμό ο Peltzman (1997), καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η υψηλή συγκέντρωση της αγοράς, στη μορφή των ακριβών μετοχών και της υψηλής αποδοτικότητας συμβαίνει προσωρινά και είναι αποτέλεσμα της ίδιας αιτίας ενώ διαφοροποιείται στα παραγωγικά επίπεδα. Η ανταγωνιστική λειτουργία των αγορών και η μη ύπαρξη ολιγοπωλίων επιτρέπει στις επιχειρήσεις να αυξήσουν τις τιμές τους πάνω από το οριακό κόστος. Για το λόγο αυτό η υψηλή αποδοτικότητα των επιχειρήσεων δεν σχετίζεται απόλυτα με έλλειψη ευημερίας.

4. Οι Παράγοντες που προσδιορίζουν την αξία των μετοχών: Γενικά και η περίπτωση των Ναυτιλιακών Εταιριών

4.1 Προσδιοριστικοί παράγοντες των Αποδόσεων των Μετοχών

Μετά από μια σύντομη ανασκόπηση σημαντικών μελετών και ερευνών σχετικά με την εταιρική διακυβέρνηση και τη σχέση μεταξύ ιδιοκτησιακού καθεστώτος και απόδοσης των εταιριών, ακολουθεί πιο λεπτομερής ανάλυση σχετικά με το ναυτιλιακό κλάδο. Από την ύπαρξη του Χρηματιστηρίου και των μετοχών έχουν πραγματοποιηθεί μία πληθώρα ερευνών που έχουν ως στόχο να ανακαλύψουν τους παράγοντες που επιδρούν στις αποδόσεις των τιμών των μετοχών των εταιριών. Οι έρευνες αυτές γίνονται ακόμα περισσότερες κατά την τελευταία τριακονταετία. Σε γενικές γραμμές, οι παράγοντες που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των αποδόσεων των μετοχών μπορούν διαχωριστούν σε δύο ευρείς κατηγορίες: τις εξωγενείς και τις ενδογενείς. Οι εξωγενείς μεταβλητές αναφέρονται σε εκείνους τους παράγοντες που επιδρούν στην επίδοση των εταιριών σε μακροοικονομικό επίπεδο, όπως είναι για παράδειγμα ο δείκτης της αγοράς ή άλλες μεταβλητές του κλάδου και της οικονομίας. Ενδογενείς είναι οι παράγοντες που επιδρούν στην επίδοση της εταιρίας σε μικροοικονομικό επίπεδο, όπως είναι τα μερίσματα και η μόχλευση.

Ξεκινώντας από το μικροοικονομικό επίπεδο, ο Sharpe, 1983, ξεκίνησε με την υπόθεση ότι οι αποδόσεις επηρεάζονται από διάφορα χαρακτηριστικά, τα βασικότερα από τα οποία είναι:

- Ο συντελεστής βήτα της μετοχής με το δείκτη της αγοράς,
- Η μερισματική απόδοση,
- Το μέγεθος της εταιρίας,
- Ο συντελεστής βήτα των μακροπρόθεσμων ομολόγων,

- Η παρελθοντική τιμή του άλφα, δηλαδή του σταθερού όρου της παλινδρόμησης με εξαρτημένη μεταβλητή τις υπερβάλλουσες αποδόσεις των μετοχών και ανεξάρτητη μεταβλητή τις αποδόσεις του δείκτη της αγοράς.

Επιπλέον, συμπεριέλαβε στο μοντέλο του και οκτώ παράγοντες του κλάδου. Ο Sharpe δεν προσπάθησε να δώσει κάποια οικονομική εξήγηση στην επιλογή των παραπάνω μεταβλητών. Τα αποτελέσματα του, στηριζόμενα στην εφαρμογή του παραπάνω μοντέλου σε μηνιαίες αποδόσεις 2.197 μετοχών για το διάστημα μεταξύ 1931 και 1979, προτείνουν ότι τα πρόσθετα χαρακτηριστικά που χρησιμοποίησε είναι χρήσιμα στην επεξήγηση των διαχρονικών αποδόσεων των επιχειρήσεων.

Η φήμη του συντελεστή βήτα της μετοχής μεταξύ τόσο των ακαδημαϊκών όσο και των ερευνητών οφείλεται στο γεγονός ότι η θεωρία στην οποία στηρίζεται είναι ειλικρινής και ευθεία. Οι F. Black et al, 1972, καθώς και οι E. Fama and MacBeth J., 1973, νωρίτερα του Sharpe είχαν ήδη καταδείξει την απλή θετική σχέση μεταξύ της μέσης απόδοσης και του συντελεστή βήτα της μετοχής με την αγορά.

Ωστόσο, η σχέση αυτήν αμφισβητήθηκε σε μεταγενέστερες έρευνες. Συγκεκριμένα, οι Fama και French, 1992, εξέτασαν το σύνολο των μετοχών των μη χρηματοοικονομικών εταιριών που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια NYSE, AMEX και NASDAQ κατά την περίοδο 1963-1990. Οι παλινδρομήσεις τους για τις συγκεκριμένες μετοχές, όταν οι ερευνητές επέλεξαν να μην επιτρέψουν τη συσχέτιση του συντελεστή με το μέγεθος της επιχείρησης, κατέδειξαν ότι οι συντελεστές βήτα δεν μπορούν να εξηγήσουν τις διαφορές που παρατηρούνται μεταξύ των κλάδων της οικονομίας. Παρόμοια, όταν ο Jegadeesh έλεγξε για την επίδραση του μεγέθους της επιχείρησης, οι συντελεστές βήτα δεν κατάφεραν να εξηγήσουν καμία από τις Όσον αφορά στη σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής απόδοσης των μετοχών και τη μερισματική τους απόδοση έχει μελετηθεί σε αρκετές έρευνες. Έχει υποστηριχθεί ότι τα μερίσματα επιδρούν στις αποδόσεις μέσω:

1. Της φορολογίας (R. Litzenger and Ramaswamy K., 1982)
2. Της πληροφοριακής σηματοδότησης στην αγορά (J. Aharony and I. Swary, 1980),
3. Του κόστους αντιπροσώπευσης (M. Rozeff, 1980).

Περισσότερο συγκεκριμένα, οι Litzenberger και Ramaswamy συμπεριέλαβαν στο παραδοσιακό Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) τη μερισματική απόδοση ως ανεξάρτητη μεταβλητή και ανακάλυψαν ότι ο συντελεστής της μεταβλητής αυτής είναι θετικός, στατιστικά σημαντικός και μεγαλύτερος της μονάδας, γεγονός που σημαίνει τη θετική συσχέτισή της με τις αποδόσεις των μετοχών.

Αρκετές έρευνες στη συνέχεια συμφώνησαν με τα συγκεκριμένα αποτελέσματα, ωστόσο θα πρέπει να αναφερθεί ότι δεν είναι όλοι οι συντελεστές της μερισματικής απόδοσης στατιστικά σημαντικοί. Για παράδειγμα, οι Black και Scholes, 1974, συμπεραίνουν ότι τα αποτελέσματά τους, τα οποία συμφωνούν με αυτά των Litzenberger και Ramaswamy, είναι σημαντικά για τη μερισματική πολιτική μόνο εξαιτίας της θέσης τους και ότι οι αυξήσεις των μερισμάτων δεν αναμένεται να έχουν ένα μόνιμο αποτέλεσμα στην τιμή της μετοχής. Για το λόγο αυτό υποστηρίζουν ότι η επιχείρηση θα πρέπει να επιλέγει τη μερισματική πολιτική υπό την προϋπόθεση ότι οι μεταβολές της δε θα έχουν μόνιμη επίδραση στην τιμή της μετοχής.

Επιπλέον, οι Elton et al, 1983, διετέλεσαν μία εμπειρική εξέταση του εάν και σε ποια έκταση οι αποκλίσεις από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) μπορούν να εξηγηθούν από τη μερισματική πολιτική και συμπέραναν τη στατιστικά σημαντική θετική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών. Ειδικότερα, με εξαίρεση τις μετοχές που δεν είχαν πληρώσει κανένα μέρισμα στο παρελθόν, όσο υψηλότερο είναι το μέρισμα, τόσο υψηλότερες είναι οι αποδόσεις των μετοχών, ενώ οι μετοχές που δεν είχαν πληρώσει μέρισμα διαπιστώθηκε ότι πραγματοποιούν υψηλότερες κεφαλαιακές αποδόσεις.

Όσον αφορά, τέλος, τη μόχλευση, ο Bhandari, 1988, χρησιμοποίησε μία μεθοδολογία παρόμοια των Fama και McBeth προκειμένου να αποδείξει ότι οι αναμενόμενες αποδόσεις των κοινών μετοχών συσχετίζονται θετικά με το δείκτη χρέος προς μετοχικό κεφάλαιο κατόπιν των απαραίτητων προσαρμογών για τους συντελεστές βήτα και το μέγεθος των εταιριών. Τα αποτελέσματά του καταδεικνύουν ότι ο εκτιμώμενος συντελεστής του δείκτη είναι στατιστικά σημαντικός.

Με παρόμοια και πάλι μεθοδολογία, οι Fama και French συσχέτισαν δύο δείκτες μόχλευσης, το δείκτη λογιστικής προς αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου και το δείκτη λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων προς λογιστική αξία μετοχικού

κεφαλαίου, και κατέδειξαν ότι η υψηλότερη αγοραία μόχλευση συσχετίζεται με υψηλότερες μέσες αποδόσεις, αλλά η υψηλότερη λογιστική μόχλευση συσχετίζεται με χαμηλότερες μέσες αποδόσεις.

Όσον αφορά τις εξωγενείς μεταβλητές, η υπόθεση ότι οι εξελίξεις του μακροοικονομικού περιβάλλοντος ασκούν σημαντικές επιδράσεις στις αποδόσεις των μετοχών δεν έχει ερευνηθεί επαρκώς. Για παράδειγμα, ο R. Merton, 1973, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι στα πολυπαραγοντικά μοντέλα αποτίμησης, κάθε μεταβλητή που επιδρά στις μελλοντικές ευκαιρίες επένδυσης ή στο επίπεδο της κατανάλωσης μπορεί αντιμετωπισθεί ως παράγοντας που επιδρά στο σημείο ισορροπίας της τιμής της μετοχής. Σε αυτήν την περίπτωση, τα χρεόγραφα που επηρεάζονται από το μη διαφοροποιημένο κίνδυνο αυτών των παραγόντων θα έπρεπε να αυξάνουν τον κίνδυνό τους και τις σχετικές τους αποδόσεις σε μία οικονομία που χαρακτηρίζεται από αποστροφή προς τον κίνδυνο (S.A. Ross, 1976). Οι μακροοικονομικές μεταβλητές είναι κατάλληλες για αυτού του είδους τον κίνδυνο, καθώς οι μεταβολές σε μακροοικονομικό επίπεδο επιδρούν ταυτόχρονα στα επίπεδα των ταμειακών ροών πολλών μεταβλητών και μπορούν να επηρεάσουν το προσαρμοσμένο στον κίνδυνο προεξοφλητικό επιτόκιο. Οι οικονομικές συνθήκες, επιπλέον, επιδρούν στον αριθμό και τον τύπο των πραγματικών ευκαιριών επένδυσης που είναι διαθέσιμες.

Περισσότερο συγκεκριμένα, ως σήμερα, πολλές μελέτες έχουν καταλήξει στους παρακάτω μακροοικονομικούς παράγοντες:

1. Ο πληθωρισμός
2. Ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος.
3. Ο ρυθμός ανάπτυξης της κλαδικής παραγωγής,
4. Ο αναμενόμενος πληθωρισμός,
5. Ο μη αναμενόμενος πληθωρισμός,
6. Το πιστωτικό ασφάλιστρο κινδύνου των ομολόγων, και
7. Η δομή των spreads.

Οι πρώτοι δύο παράγοντες, δηλαδή ο πληθωρισμός και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος, εμφανίζονται να επιδρούν αρνητικά στις τιμές των μετοχών σε

πολλές ερευνητικές εργασίες όπως αυτές των Z. Bodie, 1976; F. Fama, 1981 και R. Geske and Roll, 1983. Οι υπόλοιποι παράγοντες προτάθηκαν από τους Chien et al, 1986 και συμπέραναν ότι το πιστωτικό ασφάλιστρο κινδύνου και η δομή των spreads λαμβάνουν τη θέση παραγόντων κινδύνου, όπως επίσης και ο ρυθμός ανάπτυξης της παραγωγής του κλάδου σε μικρότερη έκταση, ενώ δεν υπάρχουν ισχυρά στοιχεία για την επίδραση του πληθωρισμού είτε του αναμενόμενου είτε του μη αναμενόμενου.

Οι παράγοντες της παραπάνω έρευνας αποτέλεσαν αντικείμενο πολλών ερευνών που άλλοτε επιβεβαίωναν υπό όρους και άλλοτε κατέρριπταν υπό όρους τα συμπεράσματά τους. Οι Shanken και Weinstein, 1990, κατέδειξαν σε μελέτη τους ότι τα συμπεράσματα της παραπάνω έρευνας ήταν μεροληπτικά εφόσον εξαρτιόνταν από τη στατιστική μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε, την οποία, αφού μετέβαλαν και διόρθωσαν, διαπίστωσαν ότι η στατιστική σημαντικότητα των παραγόντων μειώνεται. Ο Lamont, 2000, προσπάθησε να αναγνωρίσει τους μακροοικονομικούς παράγοντες που μπορούν να τιμολογηθούν και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης της παραγωγής του κλάδου, της κατανάλωσης και του κόστους εργασίας έχουν άμεση σχέση με της υπεραποδόσεις των μετοχών.

Οι Cutler et al, 1989, σε μελέτη τους ισχυρίζονται ότι ο ρυθμός παραγωγής του κλάδου εμφανίζεται στατιστικά σημαντικός και θετικά συσχετιζόμενος με τις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών κατά την περίοδο 1926 – 1986, αλλά όχι στην υποπερίοδο 1946 – 1985, η οποία εξετάστηκε από τους Chen et al και αναφέρεται παραπάνω. Συγκεκριμένα, οι μελετητές απορρίπτουν την υπόθεση ότι ο πληθωρισμός, η προσφορά χρήματος και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια επιδρούν σημαντικά στις αποδόσεις των μετοχών.

Οι MacQueen και Roley, 1993, αποδίδουν την αποτυχία αναγνώρισης σημαντικών για την πορεία των μετοχών μακροοικονομικών παραγόντων στην ατέλεια του σταθερού συντελεστή των μοντέλων που χρησιμοποιούνται και ισχυρίζονται ότι μία ίδια ανακοίνωση μπορεί να έχει διαφορετικά αποτελέσματα ανάλογα με το σημείο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρισκόμαστε. Προς το σκοπό αυτό εκτιμούν ένα μοντέλο το οποίο λαμβάνει υπόψη τις γενικότερες οικονομικές συνθήκες, έτσι όπως αυτές εκφράζονται από το μηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης της παραγωγής του κλάδου και εντοπίζουν πως μόνο δύο από τις

ανακοινώσεις που εξετάσαν επηρεάζουν στατιστικά σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών.

Οι Boyd et al, 2001, εξετάζουν την επίδραση των ανακοινώσεων της ανεργίας στις αποδόσεις των μετοχών του δείκτη S&P 500 για την περίοδο 1948 – 1995, χρησιμοποιώντας επίσης ένα μοντέλο που λαμβάνει υπόψη το σημείο του οικονομικού κύκλου στο οποίο βρίσκεται η κάθε ανακοίνωση. Οι ερευνητές καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι τα ιδιαίτερα υψηλά ποσοστά ανεργίας επιδρούν θετικά στις τιμές των μετοχών κατά τη διάρκεια οικονομικής ανάπτυξης, ενώ επιδρούν αρνητικά κατά τη διάρκεια της ύφεσης. Την παρατήρηση αυτήν την αιτιολογούν υποθέτοντας ότι υψηλότερα ποσοστά ανεργίας σημαίνουν χαμηλότερα επιτόκια, αλλά και χαμηλότερα επιχειρηματικά κέρδη και συμπεραίνουν ότι πράγματι οι δύο αυτοί παράγοντες μεταβάλλονται κατά τη διάρκεια του επιχειρηματικού κύκλου.

Οι Hamilton και Susmel, 1994, εκτιμούν ένα μοντέλο Garch για τις μηνιαίες αποδόσεις των Αμερικανικών μετοχών στο οποίο η πιθανότητα μετάπτωσης από μία περίοδο υψηλής μεταβλητότητας σε μία περίοδο χαμηλής μεταβλητότητας εξαρτάται από τις ευρύτερες οικονομικές συνθήκες. Στα συμπεράσματά τους υποστηρίζουν ότι οι μακροοικονομικές συνθήκες επηρεάζουν σημαντικά τις αποδόσεις των μετοχών, με την έννοια ότι η μεταβλητότητα των τιμών των τελευταίων είναι πιθανότερο να αυξηθεί κατά τη διάρκεια μίας περιόδου ύφεσης.

Οι Errunza και Hogan, 1998, εκτιμούν μοντέλα VAR για ευρωπαϊκές μετοχές κατά την περίοδο 1959 – 1993 και καταλήγουν ότι η μεταβλητότητα της προσφοράς χρήματος αποτελεί αιτία κατά Granger της μεταβλητότητας των μετοχών στη Γερμανία και τη Γαλλία, ενώ την αντίστοιχη επίδραση έχει η μεταβλητότητα της παραγωγής του κλάδου στην Ιταλία και την Ολλανδία. Τα μοντέλα για το Ηνωμένο Βασίλειο, την Ελβετία, το Βέλγιο και της Ηνωμένες Πολιτείες δεν κατέδειξαν κάτι παρόμοιο.

Τέλος, ο Schwert, 1989, ελέγχει κατά πόσο η μεταβλητότητα του πληθωρισμού, του ρυθμού μεταβολής της προσφοράς χρήματος και άλλες πραγματικές οικονομικές μεταβλητές μπορούν να εξηγήσουν την ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας στις μηνιαίες αποδόσεις των μετοχών για την περίοδο 1859 – 1987. Παραδόξως, αντί να καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η μεγαλύτερη

μεταβλητότητα των μακροοικονομικών παραγόντων καταλήγει σε λιγότερο σταθερές αποδόσεις των μετοχών, συμπεραίνει ότι είναι περισσότερο πιθανό η μεταβλητότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων να βοηθά στην πρόβλεψη της μεταβλητότητας των μακροοικονομικών παραγόντων.

4.2 Προσδιοριστικοί παράγοντες των Αποδόσεων των Μετοχών των Ναυτιλιακών Εταιριών

Αν και γενικά οι προσδιοριστικοί παράγοντες των αποδόσεων των μετοχών συγκεντρώνουν ιδιαίτερο επιστημονικό και ερευνητικό ενδιαφέρον και έχουν αποτελέσει αντικείμενο πολλών ερευνών, δεν ισχύει το ίδιο για τους προσδιοριστικούς παράγοντες που επιδρούν στις αποδόσεις των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών ειδικά. Στα πλαίσια του παρόντος κεφαλαίου θα πραγματοποιηθεί μία προσπάθεια να αναφερθούν οι βασικότερες σχετικές μελέτες, μολοντί αποδεχόμαστε ως σιωπηρή υπόθεση ότι σε γενικές γραμμές τα ισχύοντα για το σύνολο των μετοχών των εταιριών της οικονομίας ισχύουν και για τις ναυτιλιακές εταιρίες.

Οι Grammenos και Marcoulis, 2006, προσπάθησαν να εξετάσουν κατά πόσο οι αποδόσεις των μετοχών ενός δείγματος ναυτιλιακών εταιριών σχετίζονται με το συντελεστή βήτα της εταιρίας με το δείκτη του χρηματιστηρίου, το δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης, τη μέση ηλικία του στόλου της εταιρίας και τη μερισματική απόδοση. Προς το σκοπό αυτό χρησιμοποίησαν δεκαεννέα επιχειρήσεις, τις οποίες ανέλυσαν για μία περίοδο πέντε ετών με το μοντέλο που προτάθηκε από τους Fama και MacBeth και παρουσιάστηκε παραπάνω.

Η συγκεκριμένη μελέτη κατέληξε ότι οι αποδόσεις των μετοχών του κλάδου συσχετίζονται σημαντικά και θετικά με τον αγοραίο συντελεστή βήτα των εταιριών και τη χρηματοοικονομική μόχλευση, όταν αυτή μετράται σε όρους λογιστικής αξίας, και αρνητικά με τη μέση ηλικία του στόλου και τη μερισματική απόδοση. Ωστόσο, όταν ο συντελεστής βήτα της εταιρίας περιλαμβάνεται στην ίδια παλινδρόμηση με τη λογιστική αξία της μόχλευσης και τη μέση ηλικία του στόλου, τότε αυτήν

μετατρέπεται σε στατιστικά μη σημαντική, γεγονός που καταδεικνύει ότι οι δύο μεταβλητές έχουν ισχυρότερη επεξηγηματική δύναμη σε σχέση με το συντελεστή βήτα. Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν οι μελετητές και για τη μερισματική απόδοση. Η αρνητική σχέση που απροσδόκητα παρατηρείται μεταξύ της τελευταίας και των αποδόσεων των μετοχών ερμηνεύεται ως αποτέλεσμα του επιλεγόμενου δείγματος.

Η γνώση των παραγόντων κινδύνου που επιδρούν στις αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών ενός κλάδου είναι σημαντική για την εκτίμηση του κατά πόσο ο κλάδος αυτός λειτουργεί ως ξεχωριστό περιουσιακό στοιχείο. Οι Drobetz et al, 2010, σε μελέτη τους αναλύουν τους μακροοικονομικούς παράγοντες κινδύνου που επιδρούν στις αναμενόμενες αποδόσεις μετοχών στη ναυτιλιακή βιομηχανία και συγκεκριμένα σε τρεις κλάδους: στα container, τα δεξαμενόπλοια και τα φορτηγά πλοία. Το δείγμα που χρησιμοποίησαν αποτελείται από 48 εισηγμένες σε χρηματιστήριο ναυτιλιακές εταιρίες για την περίοδο από τον Ιανουάριο 1999 ως το Δεκέμβριο του 2007 και σκοπός τους ήταν να εκτιμήσουν το προφίλ του μακροοικονομικού κινδύνου των εταιριών καθώς και το αντίστοιχο ασφάλιστρο κινδύνου του κάθε παράγοντα.

Η εκτίμηση της ευαισθησίας της απόδοσης της μετοχής σε κάθε παράγοντα πραγματοποιήθηκε βασισμένη στο μοντέλο των Seemingly Unrelated Regressions και κατέδειξε ότι οι ναυτιλιακές μετοχές παρουσιάζουν εξαιρετικά χαμηλούς συντελεστές βήτα. Επιπλέον, η συγκεκριμένη ανάλυση παρέχει στοιχεία που στηρίζουν το γεγονός ότι απαιτείται ένας πολυδιάστατος ορισμός του κινδύνου προκειμένου να γίνει αντιληπτό όλο το φάσμα της σχέσης μεταξύ κινδύνου και απόδοσης στην περίπτωση των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών. Το μοντέλο του ενός παράγοντα εκτιμά υψηλά σφάλματα στην παλινδρόμηση και για το λόγο αυτό απορρίπτεται όταν ελεγχόμενο με τη μέθοδο Generalized Method of Moments. Αντιθέτως, όταν προστίθενται στο μοντέλο η μεταβολή του ύψους του εμπορίου που διενεργείται σε \$, η μεταβολή της βιομηχανικής παραγωγής των χωρών που ανήκουν στην ομάδα των G7 και η μεταβολή στην τιμή του πετρελαίου, το αποτέλεσμα που προκύπτει είναι ικανό να εξηγήσει τη συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών.

Οι αναλυτές καταλήγουν ότι το προφίλ της κάθε εταιρίας για τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης διαφοροποιείται από χώρα σε χώρα. Ωστόσο, η ευαισθησία

των παραγόντων αυτών στους παράγοντες του παγκόσμιου συστηματικού κινδύνου είναι παρόμοιες σε όλους τους εξεταζόμενους κλάδους. Τέλος, τα αποτελέσματα αυτά στηρίζουν την άποψη ότι οι μετοχές του ναυτιλιακού κλάδου μπορούν να αντιμετωπιστούν ως ξεχωριστό περιουσιακό στοιχείο, ενώ, ταυτόχρονα, παρέχονται σημαντικές πληροφορίες για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου στη ναυτιλιακή εταιρία.

Οι Panayides et al, 2013, εξετάζουν τη σχέση μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών που κατέχουν φορτηγά πλοία των ΗΠΑ και της ρευστότητας. Προς το σκοπό αυτό έθεσαν ως βασικούς στόχους:

1. Να παράσχουν ένα κατανοητό μοντέλο αποτίμησης των εταιριών βασισμένο σε δεδομένα για τον τομέα θαλάσσιων μεταφορών κατά την περίοδο 1960 – 2009.
2. Να παράσχουν (για πρώτη φορά στη βιβλιογραφία) πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά ρευστότητας του συγκεκριμένου τομέα, και,
3. Να καθορίσουν εάν το ασφάλιστρο κινδύνου ρευστότητας αποτιμάται κατά την εκτίμηση της τιμής των μετοχών του τομέα, ή κατά πόσον κατέχει ο συγκεκριμένος κίνδυνος κάποια σημαντική επίδραση κατά τον καθορισμό των αποδόσεων των μετοχών.

Χρησιμοποιώντας μηνιαίες αποδόσεις, αποδεικνύουν ότι το ασφάλιστρο του κινδύνου ρευστότητας αποτιμάται κατά τον προσδιορισμό των αποδόσεων των μετοχών του συγκεκριμένου τομέα και, ταυτόχρονα, αποτελεί ένα σημαντικό παράγοντα επίδρασης και επεξήγησης των επιλεγμένων μετοχών. Αντιθέτως, ο κίνδυνος της αγοράς δεν εμφανίζεται να αποτιμάται. Τα παραπάνω συμπεράσματα δεν εμφανίζονται να επηρεάζονται από την επίδραση των συντελεστών βήτα, του μεγέθους της επιχείρησης και τους υπόλοιπους παράγοντες που έχουν κατά καιρό προταθεί.

Επιπλέον, οι ερευνητές παρατήρησαν ότι κατά την περίοδο ανάπτυξης του οικονομικού κύκλου για το συγκεκριμένο κλάδο, δηλαδή την περίοδο 1970-1972, οι ναυτιλιακές εταιρίες απολάμβαναν υψηλές αποδόσεις και, ταυτοχρόνως, ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα κινδύνου. Το γεγονός αυτό μπορεί να εξηγηθεί από τον υψηλό συστηματικό κίνδυνο των εταιριών σε συνδυασμό με το χαμηλό μη συστηματικό τους

κίνδυνο. Αντιθέτως, κατά την περίοδο 1988 – 2002, οι ναυτιλιακές εταιρίες είχαν χαμηλά επίπεδα συστηματικού κινδύνου αλλά μέσες αποδόσεις πολύ κοντά σε εκείνες του δείκτη S&P 500.

Τα παραπάνω αποτελέσματα καταδεικνύουν τη μείωση της έλλειψης ρευστότητας από το 1960 στο 2009. Μία πιθανή αιτία αυτής της μείωσης μπορεί να αποτελεί η τεράστια αύξηση στον όγκο των μετοχών που είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια, εφόσον ο αριθμός των Δημόσιων Ανοικτών Εγγραφών (IPOs) των ναυτιλιακών εταιριών είναι ιδιαίτερα υψηλός. Σε σύγκριση με άλλους κλάδους, ο κλάδος των θαλάσσιων μεταφορών παρουσιάζει χαμηλότερα επίπεδα έλλειψης ρευστότητας.

Οι El-Masry et al, 2010, ερευνούν την έκθεση των αποδόσεων των ναυτιλιακών εταιριών στους κινδύνους των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του πετρελαίου και θέτουν τις παρακάτω ερωτήσεις:

1. Ποια είναι η επίδραση των κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του πετρελαίου στις αποδόσεις των ναυτιλιακών εταιριών;
2. Αποδεχόμενοι την παραδοχή ότι ο κλάδος της ναυτιλίας είναι ένας κλάδος εντάσεως κεφαλαίου, οι ναυτιλιακές εταιρίες είναι περισσότερο ευαίσθητες ως προς τα μακροπρόθεσμα επιτόκια σε σύγκριση με τα βραχυπρόθεσμα;
3. Ποιοι είναι οι καθοριστικοί παράγοντες που είναι υπεύθυνοι για την έκθεση μίας ναυτιλιακής εταιρίας στους παραπάνω κινδύνους;

Η ανάλυσή τους εντοπίζει σημαντικά στοιχεία υπέρ του γεγονότος ότι οι αποδόσεις των ναυτιλιακών εταιριών επηρεάζονται σημαντικότερα από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες σε σχέση με τα επιτόκια και την τιμή του πετρελαίου. Ωστόσο, υποδεικνύεται και ένα υψηλότερο ποσοστό των εταιριών αυτών που παρουσιάζει θετική συσχέτιση με τη συναλλαγματική ισοτιμία, γεγονός που σημαίνει ότι, ενώ αναμενόταν οι εταιρίες να ζημιώνονται, τελικά ωφελούνται από την ανατίμηση του δολαρίου. Παρόμοια συμπεράσματα εξάγονται και για την τιμή του πετρελαίου. Η υπόθεση ήταν ότι η αύξηση της τιμής του πετρελαίου θα ζημίωνε τις ναυτιλιακές εταιρίες, αλλά η πλειοψηφία των συντελεστών των παλινδρομήσεων είναι θετικοί, γεγονός που σημαίνει ότι μία αύξηση της τιμής του πετρελαίου είναι

ωφέλιμη για τις εταιρίες αυτές. Αντιθέτως, η επίδραση των εταιριών στα επιτόκια, είτε πρόκειται για τα μακροπρόθεσμα είτε για τα βραχυπρόθεσμα είναι αρνητική.

Περαιτέρω, από την εξέταση των καθοριστικών παραγόντων που επηρεάζουν την έκθεση των ναυτιλιακών εταιριών στους κινδύνους των συναλλαγματικών ισοτιμιών, των επιτοκίων και της τιμής του πετρελαίου, δε βρέθηκαν στοιχεία για το γεγονός ότι το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιούνται στο εξωτερικό ή το ύψος των περιουσιακών στοιχείων που είναι εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα επιδρούν στην έκθεση στους συγκεκριμένους κινδύνους. Ωστόσο, βρέθηκαν στοιχεία ότι το μέγεθος της εταιρίας επιδρά στην έκθεση στον κίνδυνο επιτοκίων, καθώς υπολογίστηκαν στατιστικά σημαντικοί και αρνητικοί συντελεστές για το τρίμηνο γραμμάτιο δημοσίου και το δεκαετές κρατικό ομόλογο των ΗΠΑ. Οι ερευνητές δικαιολόγησαν τα παραπάνω συμπεράσματα από το γεγονός ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες είναι ιδιαίτερα μεγάλες σε μέγεθος, γεγονός που τις επιτρέπει να έχουν επαρκείς πόρους προκειμένου να αντιμετωπίζουν τους διάφορους κινδύνους. Επιπλέον, εμφανίστηκε στατιστικά σημαντική και θετική η συσχέτιση μεταξύ του δείκτη άμεσης ρευστότητας και το τρίμηνο γραμμάτιο δημοσίου των ΗΠΑ καθώς και μεταξύ του δείκτη άμεσης ρευστότητας και της τιμής του πετρελαίου, γεγονός που υποδεικνύει ότι όσο περισσότερη είναι η έκθεση στο τρίμηνο γραμμάτιο ή, γενικότερα σε βραχυπρόθεσμα επιτόκια, και στην τιμή του πετρελαίου, τόσο περισσότερο ρευστό διακρατά η επιχείρηση στα ταμεία της.

Οι Westgaard et al, 2013, προσπαθούν να εξετάσουν και να εξηγήσουν τις θεωρητικές και εμπειρικές σχέσεις που παρουσιάζονται μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών, και συγκεκριμένα στο τμήμα των tanker, και τις μη αναμενόμενες μεταβολές που παρατηρούνται σε διάφορους οικονομικούς και χρηματοοικονομικούς παράγοντες κινδύνου παγκοσμίως. Για καθεμία από τις εξεταζόμενες εταιρίες, η αγοραία αξία των tanker και η προοπτική της αγοράς καινούριων, έτσι όπως αυτή εκφράζεται από ήδη υπάρχουσες σχετικές συμφωνίες, θεωρούνται ότι εκφράζουν την αξία των αποθεμάτων σε tanker. Αυτά τα στοιχεία αντιμετωπίζονται ως αποτέλεσμα της προσφοράς και της ζήτησης στο συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς. Ως προσδιοριστικοί παράγοντες της ζήτησης ορίστηκαν οι αποδόσεις της παγκόσμιας αγοράς, η βιομηχανική παραγωγή, η τιμή του πετρελαίου, η συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου, τα αποθέματα του ακατέργαστου πετρελαίου και η χρήση των διυλιστηρίων. Από την άλλη μεριά, η τιμή του

πετρελαίου κίνησης για τα tanker, και το μέγεθος του στόλου των tanker αντιμετωπίστηκαν ως προσδιοριστικοί παράγοντες της προσφοράς.

Η επίδραση των παραπάνω παραγόντων ελέγχθηκε σε ένα σταθμισμένο χαρτοφυλάκιο που αποτελούνταν από 24 μετοχές διεθνών ναυτιλιακών εταιριών με tanker, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της δυναμικής γραμμής ελαχίστων τετραγώνων με εξαρτημένη μεταβλητή τις μη αναμενόμενες μεταβολές του καθενός από τους εξεταζόμενους παράγοντες. Τα αποτελέσματα της ανάλυσης κατέδειξαν ότι είναι λίγες σχετικά οι στατιστικά σημαντικές σχέσεις. Συγκεκριμένα, το σχηματιζόμενο χαρτοφυλάκιο εμφάνισε θετική συσχέτιση με τη συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου και την παγκόσμια απόδοση και αρνητική σχέση με τις μεταβολές στα αποθέματα του ακατέργαστου πετρελαίου και τη χρήση των διυλιστηρίων. Επιπλέον, τα αποτελέσματα δεν κατέδειξαν καμία στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ των αποδόσεων και της βιομηχανικής παραγωγής ή της τιμής του πετρελαίου. Ενδεικτικό είναι ότι το τελικά αποδεκτό μοντέλο εξηγεί μόλις το 27% της συνολικής μεταβλητότητας, γεγονός που σημαίνει ότι μεγάλο μέρος της μεταβλητότητας των αποδόσεων των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών δεν μπορεί ακόμα να εξηγηθεί.

Οι Kavussanos και Marcoulis, 1997, διερεύνησαν τη συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών ναυτιλιακών εταιριών στα χρηματιστήρια των ΗΠΑ για τη χρονική διάρκεια 1985 ως 1994 προκειμένου να καθορίσουν εάν:

1. ο συστηματικός κίνδυνος του συγκεκριμένου κλάδου είναι διαφορετικός από αυτόν της «μέσης» επιχείρησης στην αγορά,
2. ο συστηματικός κίνδυνος των εξεταζόμενων εταιριών έχει μεταβληθεί κατά τη διάρκεια της δεκαετούς περιόδου με την έλευση περιόδων ανοδικών (bull markets) και καθοδικών (bear markets) τάσεων για τις αποδόσεις.
3. υπάρχει επίδραση μεγέθους στο συγκεκριμένο κλάδο, δηλαδή εάν οι αποδόσεις των μετοχών επηρεάζονται από το μέγεθος των εταιριών.

Τα αποτελέσματα της έρευνας, που διεξάχθηκε με τη χρήση του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, κατέδειξαν σημαντικές πλευρές της συμπεριφοράς των μετοχών για το διάστημα 1985-1994. Πρώτον, ο μέσος συντελεστής βήτα των ναυτιλιακών εταιριών είναι ποσοτικά μικρότερος αλλά στατιστικά μη διαφορετικός από το συντελεστή βήτα της «μέσης» εταιρίας και

παρουσιάζει σταθερότητα κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Επομένως, το γεγονός ότι ο συστηματικός κίνδυνος του συγκεκριμένου κλάδου είναι ίσος, εάν όχι μικρότερος, από το μέσο κίνδυνο της αγοράς μπορεί να κάνει το ναυτιλιακό κλάδο ιδιαίτερα ελκυστικό για πιθανούς επενδυτές.

Δεύτερον, οι μετοχές των ναυτιλιακών εταιριών δεν παρουσιάζονται, με κάποιες σημαντικές εξαιρέσεις, υποτιμημένες κατά τη διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου. Ελέγχοντας πιθανές υποτιμήσεις σε υποπεριόδους, το συμπέρασμα είναι το ίδιο, δηλαδή αυτό των ορθά αποτιμημένων μετοχών, και πάλι με κάποιες εξαιρέσεις αλλά μόνο για την πρώτη περίοδο. Οι εξαιρέσεις αυτές δικαιολογούνται από τους ερευνητές ως αποτέλεσμα της πρόσφατης εισαγωγής των εταιριών αυτών στο χρηματιστήριο. Οι νεοεισαχθείσες επιχειρήσεις διαπραγματεύονται σε τιμές χαμηλότερες της πραγματικής αξίας προκειμένου να προσελκύσουν επενδυτές. Η υπόθεση αυτήν ενισχύεται και από το γεγονός ότι κατά τη δεύτερη υποπερίοδο δεν παρατηρείται καμία υποτιμημένη ναυτιλιακή μετοχή.

Τρίτον, οι εκτιμώμενοι συντελεστές της παλινδρόμησης του υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων υποστηρίζουν την υπόθεση ότι το ποσοστό στο μη συστηματικού κινδύνου αυξάνεται κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Το χρησιμοποιούμενο υπόδειγμα εξηγεί κατά μέσο όρο το 28% της μεταβλητότητας των αποδόσεων των μετοχών κατά τη διάρκεια της πρώτης πενταετούς υποπεριόδου, ενώ πέφτει μόλις στο 17% κατά τη διάρκεια της δεύτερης πενταετούς υποπεριόδου. Επομένως, στην δεύτερη υποπερίοδο ο κίνδυνος των ναυτιλιακών εταιριών παρουσίαζε έντονη σχέση με συγκεκριμένους εταιρικούς παράγοντες και, ως αποτέλεσμα, ο κίνδυνός τους ήταν πιο εύκολα διαφοροποιήσιμος.

Τέταρτον, κατά την εξεταζόμενη περίοδο εντοπίστηκαν ενδείξεις ύπαρξης της επίδρασης του μεγέθους. Όταν το δείγμα διαχωριζόταν με βάση την αξία του μετοχικού του κεφαλαίου, εντοπίστηκε ότι οι μικρότερες επιχειρήσεις απολάμβαναν υψηλότερες αποδόσεις. Ωστόσο, όπως αναμενόταν σύμφωνα με τους συγγραφείς, αυτές οι υψηλότερες αποδόσεις συνοδεύονταν από υψηλότερα επίπεδα συνολικού και συστηματικού κινδύνου. Η επίδραση του μεγέθους εμφανίζεται με μειωμένη ένταση κατά τη δεύτερη υποπερίοδο.

Τέλος, η έρευνα εξέτασε, σύμφωνα με τα παραπάνω ερωτήματα, κατά πόσο η υποτίμηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, έτσι όπως αυτή μετράται με το άλφα του

υποδείγματος αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων, ή ο συστηματικός κίνδυνος, έτσι όπως αυτός μετράται από το συντελεστή βήτα, μεταβλήθηκε σε περιόδους ανοδικών και καθοδικών τάσεων της αγοράς. Τα αποτελέσματα κατέδειξαν ότι το άλφα αλλά όχι ο συντελεστής βήτα τείνει να επηρεάζεται από τις κανονικές ανοδικές ή καθοδικές κινήσεις της αγοράς. Επομένως, οι επενδυτές δε χρειάζεται να ανησυχούν για μεταβολές του συστηματικού κινδύνου στις ναυτιλιακές επιχειρήσεις όταν μεταβάλλονται οι συνθήκες της αγοράς.

Οι ίδιοι συγγραφείς ένα χρόνο μετά πραγματοποιούν μία συγκριτική ανάλυση του κινδύνου αγοράς των μετοχών για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια στους κλάδους των θαλάσσιων μεταφορών, των εναέριων μεταφορών, των χερσαίων μεταφορών, του ηλεκτρισμού, του πετρελαίου, των διυλιστηρίων και της ακίνητης περιουσίας για μία περίοδο που ξεκινά τον Ιούλιο του 1984 και τελειώνει τον Ιούνιο του 1995. Η συγκεκριμένη ανάλυση πραγματοποιείται με χρήση του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων για τη μοντελοποίηση των αποδόσεων των μετοχών της κάθε εταιρίας και την εξαγωγή του συντελεστή βήτα, ο οποίος χρησιμοποιείται για τη σύγκριση του συστηματικού κινδύνου της καθεμίας. Η μέθοδος εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκε είναι οι πολυεξισωτική παλινδρόμηση (Multiequation Regression).

Τα αποτελέσματα της έρευνας εμφανίζουν ότι οι θαλάσσιες μεταφορές παρουσιάζουν ένα σημαντικά χαμηλότερο κίνδυνο αγοράς σε σύγκριση με τη μέση μετοχή, ενώ οι σιδηροδρομικές μεταφορές ένα στατιστικά σημαντικά υψηλότερο συστηματικό κίνδυνο σε σχέση με τον αντίστοιχο των εταιριών της ακίνητης περιουσίας.

Οι Kavussanos et al, 2003, συγκρίνουν τη συμπεριφορά των αποδόσεων των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών και των εταιριών που σχετίζονται με αυτές σχετικά με το αν ο συστηματικός κίνδυνος διαφοροποιείται από το μέσο κίνδυνο της αγοράς και καθώς και μεταξύ των τομέων του ναυτιλιακού κλάδου. Με χρήση δεδομένων που προέκυψαν από μία εκτεταμένη έρευνα με ερωτηματολόγια, 108 εισηγμένες εταιρίες σε χρηματιστήρια παγκοσμίως ταξινομούνται σε τομείς ανάλογα με την επιχειρηματική τους δραστηριότητα. Η στατιστική ανάλυση πραγματοποιήθηκε με εφαρμογή του Υποδείγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων κατά την περίοδο 1996 ως 1999 για τη μοντελοποίηση των αποδόσεων των

μετοχών και τη μέτρηση του συντελεστή βήτα. Οι παρατηρούμενες αποδόσεις των μετοχών κατά την εξεταζόμενη περίοδο ήταν κατά κύριο λόγο αρνητικές.

Από τα αποτελέσματα της έρευνας προέκυψε ότι οι συστηματικοί κίνδυνοι των παράκτιων εταιριών είναι στατιστικά σημαντικά υψηλότεροι από τους αντίστοιχους των άλλων τομέων, αλλά δεν είναι διαφορετικοί μεταξύ τους. Επιπλέον, δεν εμφανίζεται στατιστικά σημαντική διαφοροποίηση μεταξύ των συστηματικών κινδύνων των ναυτιλιακών εταιριών που ασχολούνται με πλοία φορτηγά, tanker, container και ferry boats, ενώ ο αντίστοιχος των εταιριών κρουαζιέρων εμφανίζεται μεταξύ των δύο παραπάνω κατηγοριών.

Οι Randoy et al, 2003, εξετάζουν την επίδραση τριών βασικών μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης στη χρηματοοικονομική επίδοση των ναυτικών εταιριών. Οι εξεταζόμενοι αυτοί μηχανισμοί είναι:

1. η προέλευση του CEO της εταιρίας από την οικογένεια που ίδρυσε την εταιρία.
2. Η πλειοψηφία της οικογένειας στο διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας.
3. Η ανεξαρτησία του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας

Οι συγγραφείς ανέπτυξαν υποθέσεις τις οποίες έλεγξαν με χρήση της μεθόδου της πολυμεταβλητής γραμμής ελαχίστων τετραγώνων και χρησιμοποιώντας δείγμα 32 εισηγμένων σε χρηματιστήρια της Νορβηγίας και της Σουηδίας μετοχών ναυτιλιακών εταιριών για μία χρονική διάρκεια τριών ετών και συνέκριναν τα αποτελέσματα αυτά με τα αντίστοιχα που προέκυψαν από ένα δείγμα 96 κατασκευαστικών εταιριών.

Τα αποτελέσματα της παραπάνω έρευνας καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι οι ναυτιλιακές εταιρίες με έναν CEO που προέρχεται από την ιδρυτική οικογένεια παρουσιάζουν καλύτερη χρηματοοικονομική επίδοση σε σχέση με εκείνες που δεν έχουν στη θέση του CEO κάποιον από την ιδρυτική οικογένεια. Επιπλέον, υπήρξαν ενδείξεις ότι τα υψηλά επίπεδα ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου ενισχύουν την κερδοφορία των ναυτιλιακών εταιριών. Τέλος, σε αντίθεση με τη θεωρία αντιπροσώπευσης, δεν εμφανίστηκε καμία στατιστικά σημαντική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου πλειοψηφίας στο διοικητικό συμβούλιο και την κερδοφορία των εξεταζόμενων εταιριών, αν και η παράμετρος του ελέγχου του διοικητικού

συμβουλίου εμφανίστηκε ως στατιστικά σημαντική στο δείγμα των κατασκευαστικών εταιριών.

Στο ίδιο μήκος κύματος σε μεταγενέστερο χρόνο κινήθηκαν και οι Sygiopoulos και Tsatsaronis, το 2011. Συγκεκριμένα, διερεύνησαν εμπειρικά την επίδραση των ίδιων με τους παραπάνω βασικών μηχανισμών της εταιρικής διακυβέρνησης στη χρηματοοικονομική επίδοση των ελληνικών, και όχι σκανδιναβικών, ναυτιλιακών εταιριών. Τα αποτελέσματα υποστηρίζουν και εδώ την υπόθεση ότι η προέλευση των CEO από την πλοιοκτήτρια οικογένεια έχει θετική επίδραση στην χρηματοοικονομική επίδοση των εταιριών, όμως εμφανίζονται αντίθετα για τις άλλες δύο παραμέτρους. Δηλαδή οι Sygiopoulos και Tsatsaronis καταλήγουν ότι εμφανίζεται θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού ελέγχου του διοικητικού συμβουλίου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των ναυτιλιακών εταιριών, ενώ, αντιθέτως, δεν εμφανίζεται καμία συσχέτιση μεταξύ της ανεξαρτησίας του διοικητικού συμβουλίου και της χρηματοοικονομικής επίδοσης.

Εξαιτίας αυτής της διαφωνίας, καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι δεν μπορεί να αποφασιστεί η επίδραση των συγκεκριμένων μηχανισμών εταιρικής διακυβέρνησης στο πλαίσιο των ναυτιλιακών εταιριών. Η διαφωνία αυτήν μπορεί να στηριχθεί, σύμφωνα πάντα με τους συγγραφείς, στη διαφορετική κουλτούρα μεταξύ των ελληνικών και των σκανδιναβικών επιχειρήσεων, στη χρήση διαφορετικού δείγματος, στη διαφορά του επιχειρηματικού κύκλου του ναυτιλιακού κλάδου εξαιτίας της διαφορετικής περιόδου μελέτης ή στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων στις δύο χώρες.

Οι Sygiopoulos και Roumpis, 2009, χρησιμοποιούν εναλλακτικά δυναμικά μοντέλα για τη μεταβλητότητα προκειμένου να διερευνήσουν τα χαρακτηριστικά του κινδύνου και των αποδόσεων σε ένα προσεκτικά επιλεγμένο δείγμα ναυτιλιακών εταιριών με σκοπό να γίνουν αντιληπτές οι ευκαιρίες κατανομής περιουσιακών στοιχείων. Καθώς οι ιδιώτες αλλά και οι θεσμικοί επενδυτές αναζητούν εναλλακτικές μεθόδους επένδυσης, η εκτίμηση της μεταβλητότητας μίας μετοχής αποτελεί κρίσιμο σημείο κατά τον προσδιορισμό του αποτελεσματικού συνόλου κατανομής κεφαλαίων, της δυναμικής διαχείρισης των χαρτοφυλακίων και της αποτίμησης των εταιριών.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα της συγκεκριμένης έρευνας προσδιορίζουν ένα προφίλ υψηλής μεταβλητότητας για τις αποδόσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, σε

αντιστοιχία πάντα με τα κέρδη των εταιριών. Επιπλέον, τα θεμελιώδη χαρακτηριστικά του κλάδου και της κάθε εταιρίας επιδρούν στη μεταβλητότητα της μετοχής, η οποία εμφανίζεται με υψηλή ευαισθησία σε προβλήματα που προκύπτουν από την ασυμμετρία της πληροφόρησης. Τέλος, τα αποτελέσματα υποστηρίζουν ότι οι αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που αποτελούνται από μετοχές ναυτιλιακών εταιριών παρουσιάζουν υψηλότερες αποδόσεις από τους δείκτες της αγοράς, αλλά συσχετίζονται και με υψηλότερα επίπεδα κινδύνου.

Τέλος, οι Merikas et al, 2009 εξετάζουν τη βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη επίδοση των αποδόσεων των μετοχών κατά της Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές 143 ναυτιλιακών επιχειρήσεων, οι οποίες πραγματοποιήθηκαν κατά την περίοδο 1984 ως το 2007 σε κύρια χρηματιστήρια παγκοσμίως. Οι ερευνητές εξέτασαν τα παραπάνω υπολογίζοντας τις υπερκανονικές αποδόσεις της μεθόδου «αγοράς και διακράτησης» (buy and hold) και τις αθροιστικές μέσες αποδόσεις (Cumulative Average Returns).

Τα αποτελέσματα της έρευνας καταδεικνύουν μία μέση υποτίμηση των μετοχών των αρχικών δημόσιων εγγραφών ίση με περίπου 17,69%. Το μέγεθος της υποτίμησης συσχετίζεται θετικά με την ηλικία της εταιρίας, τη φήμη της του χρηματιστηρίου στο οποίο εισάγεται η μετοχή και τις συνθήκες της αγοράς την περίοδο που πραγματοποιήθηκε η αρχική δημόσια εγγραφή. Αντίθετα, το μέγεθος της υποτίμησης συνδέεται αρνητικά με τη φήμη των συμμετεχόντων.

Μακροπρόθεσμα, οι Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές των ναυτιλιακών εταιριών πραγματοποιούν χαμηλότερες αποδόσεις από τις θεωρητικά ορθές για ένα διάστημα πέντε μηνών από την εισαγωγή των μετοχών. Ειδικότερα, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των μέσων αποδόσεων της διαδικασίας αγοράς και διακράτησης ως δείκτη χρηματιστηριακής επίδοσης, οι ερευνητές καταδεικνύουν ότι οι επενδυτές που αγοράζουν αμέσως μετά την εισαγωγή της μία μετοχή και την κρατούν για τρία χρόνια θα έχουν μία απώλεια της τάξης του 15,72%.

5. Ιδιοκτησιακό Καθεστώς, Εταιρική Απόδοση και Ναυτιλιακές Εταιρίες

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να ερευνήσει τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στην εταιρική απόδοση μιας ναυτιλιακής εταιρίας και το ιδιοκτησιακό της καθεστώς. Σύμφωνα και με την πλειοψηφία των άρθρων της διεθνούς βιβλιογραφίας, υπάρχει άμεση σχέση και αλληλεξάρτηση ανάμεσα στις διάφορες μορφές του ιδιοκτησιακού καθεστώτος μιας ναυτιλιακής επιχείρησης και της εταιρικής της απόδοσης. Και, μολονότι η σχέση αυτή αποδεικνύεται τις περισσότερες φορές θετική, δεν λείπουν και μελέτες που αποδεικνύουν το αντίθετο. Προκειμένου να διαπιστωθεί η ύπαρξη σχέσης μεταξύ τους θα διενεργηθεί παλινδρόμηση, όπου θα χρησιμοποιηθούν ανεξάρτητες μεταβλητές, κυρίως όσες έχουν να κάνουν με τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων και εξαρτημένες μεταβλητές που έχουν να κάνουν με τις μορφές του ιδιοκτησιακών καθεστώτων και την απόδοση. Λόγω της ιδιαιτερότητας που παρουσιάζουν οι ναυτιλιακές εταιρίες και του νομικού πλαισίου που τις περιβάλλει στις χρηματιστηριακές αγορές της Νέας Υόρκης, υπάρχουν πολλές και αντικρουόμενες αναλύσεις των οικονομικών μεγεθών που η εκτίμησή τους ποικίλλει ανάλογα με την οπτική του εκάστοτε ερευνητή.

5.1 Εξαρτημένες μεταβλητές

5.1.1 Ιδιοκτησιακό Καθεστώς – Κύριος Μέτοχος (OWN)

Ως βασική εξαρτημένη μεταβλητή στο μοντέλο παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιηθεί είναι η συγκέντρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος και ειδικότερα το ποσοστό που κατέχουν οι βασικοί μεγαλομέτοχοι των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Ως τέτοιο ποσοστό θεωρείται το 5% και πάνω, καθώς από αυτό και πάνω τα αμερικανικά χρηματιστήρια υποχρεώνονται στη δημοσίευση των στοιχείων των επενδυτών που τα κατέχουν. Η συλλογή των παραπάνω στοιχείων έγινε μέσα από τις

ιστοσελίδες των επιχειρήσεων καθώς και τον ιστότοπο των Χρηματιστηριακών Αγορών της Νέας Υόρκης όπου υπάρχουν αναλυτικές πληροφορίες για τη σύνθεση των μετόχων των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες.

5.1.2 Απόδοση Ενεργητικού – Return on Assets (ROA)

Όσον αφορά τη δεύτερη σημαντική εξαρτημένη μεταβλητή του μοντέλου παλινδρόμησης, επιλέχθηκε η απόδοση του ενεργητικού των ναυτιλιακών εταιριών, η οποία ουσιαστικά αντικατοπτρίζει την ικανότητα της εταιρίας να μετατρέπει τις επενδύσεις σε κερδοφορία. Η συλλογή δεδομένων για τη συγκεκριμένη μεταβλητή προέκυψε από τις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων που δημοσιεύονται κάθε χρόνο. Στη συγκεκριμένη παλινδρόμηση η τιμή της απόδοσης του ενεργητικού ορίστηκε ως ο λόγος των συνολικών καθαρών κερδών της προηγούμενης χρονιάς (προ τόκων και φόρων) προς τη λογιστική αξία του ενεργητικού της εκάστοτε ναυτιλιακής εταιρίας.

5.2. Ανεξάρτητες Μεταβλητές

Στην συνέχεια ακολουθεί η ανάλυση των εξωγενών μεταβλητών της παλινδρόμησης όπου θα μας βοηθήσουν να αναλύσουμε τα αποτελέσματα της σχέσης μεταξύ εταιρικής απόδοσης και μορφής ιδιοκτησίας.

5.2.1 Δείκτης Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης – Debt to Equity ratio (DER)

Αποτελεί έναν πολύ σημαντικό δείκτη μόχλευσης που αποδεικνύει την ικανότητα των επιχειρήσεων να περιορίσουν τις απώλειες σε περίπτωση αποτυχημένων οικονομικών δραστηριοτήτων. Όσο μικρότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο η επιχείρηση φαίνεται πιο ασφαλής και θωρακισμένη σε απρόβλεπτα γεγονότα. Ο συγκεκριμένος δείκτης αποτελείται από τις Υποχρεώσεις των επιχειρήσεων προς το Συνολικό τους Παθητικό και τα στοιχεία αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των ναυτιλιακών εταιριών.

5.2.2 Κυκλοφοριακή Ρευστότητα (LIQUIDITY)

Στην παρούσα έρευνα μια πολύ σημαντική μεταβλητή του οικονομετρικού μοντέλου παλινδρόμησης που θα χρησιμοποιηθεί είναι η κυκλοφοριακή ρευστότητα των επιχειρήσεων. Ο συγκεκριμένος δείκτης παρουσιάζει την ταμιακή κατάσταση και την ικανότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων να καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις τους. Τα στοιχεία για τη συγκεκριμένη μεταβλητή αντλήθηκαν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των εξεταζόμενων εταιριών.

5.2.3 Λογάριθμος Συνολικού Ενεργητικού (ASSET)

Προκειμένου να υπολογισθεί το μέγεθος των επιχειρήσεων του δείγματος και η σχέση τους με την εταιρική απόδοση χρησιμοποιούμε τον λογάριθμο του ύψους του συνολικού ενεργητικού. Η χρήση του λογαρίθμου έγινε για την εξομάλυνση της κατανομής του συγκεκριμένου μεγέθους.

5.2.4 Τετράγωνο Ποσοστού Ιδιοκτησίας Μεγαλομετόχου (OWN^2)

Για την περίπτωση όπου θα υπάρξει μη γραμμική σχέση ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και την εταιρική απόδοση των εταιριών, προσθέτουμε στο υπόδειγμα μια επιπλέον μεταβλητή που ισούται με το τετράγωνο του ποσοστού ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου.

5.2.5 Ρυθμός Ανάπτυξης (GROWTH)

Για τη παλινδρόμηση θα χρησιμοποιηθεί και ο ρυθμός ανάπτυξης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, ο οποίος ορίζεται ως ο λογάριθμος των συνολικών εσόδων των επιχειρήσεων.

5.3 Δείγμα

Για τις ανάγκες της παρούσας διπλωματικής εργασίας σχετικά με το ιδιοκτησιακό καθεστώς και την αποδοτικότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, χρησιμοποιήθηκαν οι εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες και στις τρεις Χρηματιστηριακές αγορές της Νέας Υόρκης, δηλαδή ο NYSE, ο Nasdaq και ο AMEX. Το αρχικό δείγμα περιελάμβανε 37 ναυτιλιακές εταιρείες με χρονικό διάστημα από το 2001 έως και το 2012 στη βάση ετήσιων παρατηρήσεων. Από αυτές αφαιρέθηκαν 2 εταιρείες καθώς για το χρονικό διάστημα από το 2001 έως και το 2012, για το οποίο πραγματοποιήθηκε η παλινδρόμηση δεν εμφάνιζαν οικονομικά στοιχεία για τέσσερα συναπτά έτη (κάτι το οποίο έχει τεθεί ως περιορισμός για τη συλλογή αξιόπιστων δεδομένων), είτε κάποιες εισήχθησαν τα τελευταία χρόνια είτε απεχώρησαν στις άρχες συλλογής των οικονομικών στοιχείων για τις ανάγκες της συγκεκριμένης εργασίας. Επιπλέον αφαιρέθηκαν 10 εταιρίες, των οποίων στο ιδιοκτησιακό καθεστώς δεν υπήρχε ελληνικό στοιχείο. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι 3 ακόμα ναυτιλιακές εταιρίες δεν συμπεριλήφθηκαν στο δείγμα εξαιτίας της αδυναμίας εύρεσης τεκμηριωμένων στοιχείων για αυτές. Για τις 22, λοιπόν, επιχειρήσεις που αποτελούν και το τελικό δείγμα, τα οικονομικά στοιχεία έχουν αντληθεί από τη βάση δεδομένων της Thomson 1 database (www.thomson1.com), ενώ στοιχεία και πληροφορίες αντλήθηκαν τόσο από τις δημοσιεύσεις των ίδιων των επιχειρήσεων στις ιστοσελίδες τους όσο και από τις αναφορές που δημοσιεύονται ανά τακτικά χρονικά διαστήματα και από τα τρία χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης. Σημαντικό εργαλείο, τέλος, άντλησης δεδομένων αποτέλεσαν οι ιστοσελίδες των πρακτορείων reuters και bloomberg. Ως υποσημείωση επισημαίνεται ότι ένα τόσο μικρό μέγεθος δείγματος πιθανόν να εγείρει ερωτήματα σχετικά με την συνέπεια των αποτελεσμάτων των εμπειρικών ευρημάτων. Η επιλογή όμως ενός οικονομετρικού μοντέλου που συνδυάζει χρονική και διαστρωματική ανάλυση αναδεικνύει την ποιότητα και την ποσότητα των ευρημάτων. Η διεξαγωγή εξάλλου της Generalized Least Squares παλινδρόμησης ως εργαλείου ελέγχου της απλής παλινδρόμησης ελαχίστων τετραγώνων (OLS) εξασφαλίζει την ορθή αντιμετώπιση των εμπειρικών αποτελεσμάτων. Το δείγμα των επιχειρήσεων που

παρουσιάζεται στην παρούσα εργασία έχει επιλεγεί με προσοχή και γνώμονα να καλύψει όσο το δυνατό περισσότερο τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου της ναυτιλίας.

Εν κατακλείδει, στην συγκεκριμένη παλινδρόμηση χρησιμοποιήθηκαν 22 εταιρείες, οι μεταβλητές είναι δύο εξαρτημένες και επτά ανεξάρτητες ενώ το πλήθος των παρατηρήσεων ανήλθε σε 138. Προτού αναλυθεί η μεθοδολογία του οικονομετρικού μοντέλου, κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι οι παρατηρήσεις ήταν αρχικά 144. Υπήρξε αφαίρεση έξι παρατηρήσεων, καθώς αυτές κρίθηκαν ως ακραίες τιμές (outliers). Αυτό σημαίνει ότι οι παρατηρήσεις αυτές απέχουν πολύ από τις υπόλοιπες του δείγματος. Αυτό πιθανόν οφείλεται στο μέγεθος του δείγματος, καθώς και στον διπλό ρόλο (τόσο ως εξαρτημένες όσο και ως ανεξάρτητες μεταβλητές) των μεταβλητών της απόδοσης και του ιδιοκτησιακού καθεστώτος. Σε κάθε περίπτωση οι 6 αυτές ακραίες τιμές εξαιρέθηκαν από τη διαδικασία της παλινδρόμησης (robust analysis).

5.4 Μεθοδολογία

Παρακολουθώντας και αναλύοντας παραπάνω τις μελέτες που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί σχετικά με τη σχέση ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των ναυτιλιακών εταιριών και των αποδόσεων τους, έγινε αντιληπτό ότι υπάρχει δυσκολία να αποτυπωθεί με σαφήνεια αυτή η σχέση καθώς παρατηρείται το φαινόμενο της ενδογένειας (endogeneity), ότι δηλαδή, και τα δύο αυτά μεγέθη επηρεάζονται από κοινούς παράγοντες. Στην παρούσα διπλωματική εργασία θα χρησιμοποιηθεί μια ειδική παραλλαγή της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται όταν υπάρχει ετεροσκεδαστικότητα μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος ή όταν οι παρατηρήσεις συσχετίζονται μέχρι ενός σημείου (ή και καθόλου). Επιπλέον εξαιτίας της χρονικής και διαστρωματικής ανάλυσης των δεδομένων του δείγματος μας κρίνεται απαραίτητη η χρήση αυτής της μορφής παλινδρόμησης προκειμένου να ξεπεραστούν τα προβλήματα πολυσυγγραμικότητας και αυτοσυσχέτισης, τα οποία δεν θα ήταν δυνατό να εξηγηθούν από ένα μοντέλο απλής γραμμικής παλινδρόμησης. Ουσιαστικά, εφαρμόζεται η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων σε δύο στάδια. Στο πρώτο στάδιο εφαρμόζεται η κλασική μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων για κάθε ενδογενή μεταβλητή. Στο δεύτερο στάδιο

εφαρμόζεται πάλι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων αφού όμως αντικατασταθούν οι τιμές των ενδογενών μεταβλητών με τις αντίστοιχες υπολογισμένες από το πρώτο στάδιο. Οι εξισώσεις που θα δημιουργηθούν από τη χρησιμοποίηση των μεταβλητών που αναλύθηκαν παραπάνω θα είναι:

Μοντέλο 1:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * OWN_{it} + \beta_2 * OWN_{it}^2 + \beta_3 * DER_{it} + \beta_4 * LIQUIDITY_{it} + \beta_5 * ASSET_{it} + \beta_6 * GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

Μοντέλο 2

$$OWN_{it} = \beta_0 + \beta_1 * DER_{it} + \beta_2 * LIQUIDITY_{it} + \beta_3 * ASSET_{it} + \beta_4 * GROWTH_{it} + \beta_5 * ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

όπου το i υποδεικνύει το πλήθος των εταιριών, δηλαδή 1 έως 22, t υποδηλώνει τα χρόνια του δείγματος και παίρνει τιμές από 1 έως και 12. Ο όρος β_0 αποτελεί το σταθερό όρο του δείγματος ενώ ο όρος ε είναι το σφάλμα του υποδείγματος (residuals).

Η πρώτη εξίσωση υποδηλώνει τη σχέση ανάμεσα στην αποδοτικότητα των επιχειρήσεων (ROA), η εξαρτημένη μεταβλητή, και των ανεξαρτήτων μεταβλητών που είναι το ποσοστό του μεγαλομετόχου (OWN), ο λόγος χρέους (DER), η κυκλοφοριακή ρευστότητα (LIQUIDITY), ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού (ASSET), το ρυθμό ανάπτυξης (GROWTH). Η δεύτερη εξίσωση με τη σειρά της δείχνει τη σχέση του μεγαλομετόχου (OWN) με τις υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές που αναλύθηκαν και παραπάνω και την προσθήκη σε αυτές της εταιρικής απόδοσης (ROA).

Στη συνέχεια ακολουθεί ένας συνοπτικός πίνακας με τα βασικά περιγραφικά μέτρα των μεταβλητών του δείγματος για το χρονικό διάστημα από το 2001 έως και το 2012. Σύμφωνα με τα στοιχεία της περιγραφικής στατιστικής που παρουσιάζονται στον πίνακα, παρατηρείται για παράδειγμα ότι οι αποδόσεις των ναυτιλιακών επιχειρήσεων κυμαίνονται από -1.499 έως και 0.287 με διάμεσο 0.006 και τυπική απόκλιση 0.208. Ακόμα, το ποσοστό του μεγαλομετόχου παίρνει τιμές από 0,001 μέχρι και 0,856. Το μέσο ποσοστό του μεγαλομετόχου είναι 32,6%, με τη διάμεσο

του να βρίσκεται στο 0,156 και την τυπική του απόκλιση στο 0,192. Μέσω της τυπικής απόκλισης και των εκατοστημορίων γίνεται μια πρώτη προσπάθεια εξήγησης της διασποράς του δείγματος αλλά και των ακραίων του τιμών, κάτι που θα εξηγηθεί παρακάτω από την επιλογή του συγκεκριμένου μοντέλου παλινδρόμησης για την παρούσα εργασία. Τέλος, προτού γίνει ανάλυση των εμπειρικών αποτελεσμάτων της παλινδρόμησης, κρίνεται σκόπιμο να επισημανθεί ότι, σύμφωνα πάντα με τα στοιχεία περιγραφικής στατιστικής, υπάρχουν παρατηρήσεις στο δείγμα που απέχουν αρκετά από τις τιμές των υπολοίπων παρατηρήσεων και χαρακτηρίζονται ως ακραίες (outliers). Στην παρούσα εργασία εντοπίστηκαν 6 τέτοιες παρατηρήσεις και για λόγους ασφάλειας και αξιοπιστίας των αποτελεσμάτων αφαιρέθηκαν.

Πίνακας 4. Στοιχεία περιγραφικής στατιστικής

STATS	ROA	OWN	OWN ²	DER	LIQUIDITY	ASSET	GROWTH
MEAN	0.006	0.326	0.156	1.906	1.818	20.052	1.274
SD	0.208	0.224	0.192	2.829	2.089	1.028	0.760
MIN	-1.499	0.024	0.001	-14.597	0.009	16.678	0.218
MAX	0.287	0.925	0.856	15.174	13.984	22.630	4.445
P10	-0.105	0.104	0.011	0.366	0.270	18.904	0.568
P25	-0.000	0.137	0.019	0.781	0.735	19.352	0.883
P50	0.040	0.241	0.058	1.437	1.153	20.063	1.076
P75	0.094	0.510	0.260	2.209	2.015	20.642	1.300
P90	0.157	0.624	0.390	4.510	3.618	21.432	2.272
N	138	138	138	138	138	138	138

Πριν το στάδιο της διατύπωσης των υποθέσεων, κρίνεται σκόπιμο να εξετασθεί ο βαθμός συσχέτισης των δεδομένων του υποδείγματος. Για το σκοπό αυτό θα χρησιμοποιηθεί ο συντελεστής συσχέτισης Pearson. Ο συντελεστής Pearson, ο οποίος συμβολίζεται με ρ , λαμβάνει τιμές από -1 για την τέλεια αρνητική συσχέτιση έως +1 για την τέλεια θετική συσχέτιση. Στον πίνακα 5 αποτυπώνονται οι

Πίνακας 5. Συντελεστές Συσχέτισης Pearson

	ROA	OWN	OWN ²	DER	LIQUIDITY	ASSET	GROWTH
ROA	1.0000						
OWN	-0.0845	1.0000					
OWN ²	-0.1349	0.9683*	1.0000				
DER	-0.1003	0.0347	0.0081	1.0000			
LIQUIDITY	0.1844*	-0.1453	-0.1594	-0.1897*	1.0000		
ASSET	0.2660*	-0.2138*	-0.1904*	0.1261	-0.0078	1.0000	
GROWTH	0.2464*	-0.0817	-0.0710	-0.0496	0.1991*	-0.041	1.0000

* p<0.5

Οι συντελεστές συσχέτισης Pearson αποτυπώνονται επάνω από τη διαγώνιο γραμμή και οι συντελεστές συσχέτισης Pearson κάτω από τη διαγώνιο γραμμή.

συσχετίσεις μεταξύ των μεταβλητών σε επίπεδο σημαντικότητας 0,5%. Παρατηρείται ότι η συσχέτιση μεταβλητών σύμφωνα με τον εκτιμητή αυτό είναι στατιστικά σημαντική στην περίπτωση των μεταβλητών OWN² και OWN, LIQUIDITY και ROA, LIQUIDITY και DER, ASSET και OWN, ASSET και OWN², GROWTH και ROA και τέλος, GROWTH και LIQUIDITY. Από τις παραπάνω συσχετίσεις φαίνεται ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην κυκλοφοριακή ρευστότητα μιας ναυτιλιακής εταιρίας και της απόδοσής της, κάτι που αναμενόταν. Κάτι ανάλογο ισχύει και με τον ρυθμό ανάπτυξης των εταιριών σε σχέση με την εταιρική απόδοση. Ο συντελεστής ρ στην περίπτωση αυτή είναι ίσος με 0,2464 και δείχνει ακριβώς τη θετική αυτή συσχέτιση των δύο αυτών μεγεθών. Τέλος, αξίζει να σχολιασθεί η αρνητική συσχέτιση μεταξύ του λογάριθμου του συνολικού Ενεργητικού μιας ναυτιλιακής εταιρίας και του ποσοστού του κύριου μετόχου της. Στην περίπτωση αυτή ο συντελεστής Pearson παίρνει τιμή ίση με -0.2138 γεγονός που αποδεικνύει την τάση που υπάρχει ότι όσο αυξάνεται το ποσοστό του κύριου μετόχου της εταιρίας, τόσο μειώνεται η περιουσία της. Τέλος, σύμφωνα με τους Bryman and Cramer, 1997, ο συντελεστής Pearson για κάθε ζευγάρι ανεξαρτήτων μεταβλητών δεν πρέπει να υπερβαίνει το 0.80, γιατί σε αυτή την περίπτωση θα υπάρχει υποψία πολυσυγγραμμικότητας στο δείγμα. Οι τιμές όπως φαίνονται στον πίνακα είναι μέσα στο επιτρεπόμενο εύρος με εξαίρεση το ζευγάρι OWN και OWN² όπου και τιμή του είναι 0.9683.

6. Πίνακας Βιβλιογραφίας

A/A	Συγγραφέας	Έτος δημοσίευσης άρθρου	Άρθρο	Δείγμα			Εμπειρικά ευρήματα
				Περίοδος	Πλήθος Εταιρειών	Κατηγορία	
1	Grammenos and Marculis	2006	A cross-section analysis of Stock returns: The case of Shipping firms	2001-2005	19	Ναυτιλιακές εταιρίες	Οι αποδόσεις των μετοχών σχετίζονται θετικά με το συντελεστή β των εταιριών, τη χρηματοοικονομική μόχλευση και σε αρνητική σχέση με τη μερισματική απόδοση.
2	W. Drobetz et al.	2010	Common risk factors in the returns of shipping Stocks.	1999-2007	48	Ναυτιλιακές εταιρίες με container, δεξαμενόπλοια και φορτηγά πλοία	Το προφίλ κάθε εταιρίας για τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης διαφοροποιείται από χώρα σε χώρα.
3	P.M.Panayides et al.	2013	Liquidity risk premium and asset pricing in US water	1960-2009	76	Τομέας θαλάσσιων μεταφορών (international freight ships)	Καταδεικνύεται μείωση ρευστότητας εξαιτίας της αύξησης του όγκου των μετοχών εισηγμένων στα χρηματιστήρια
4	El-Masry et al	2010	The exposure of shipping firms' stock returns to financial risks and oil prices: a global perspective	2009	143	Ναυτιλιακές εταιρίες από 26 διαφορετικές χώρες	Οι αποδόσεις των ναυτιλιακών εταιριών επηρεάζονται από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες περισσότερο από τα επιτόκια και την τιμή του πετρελαίου.
5	S.Westjaard et al	2007	Economic and financial risk factors and Tanker shipping Stock Returns	1984-2006	24	Διεθνείς Ναυτιλιακές εταιρίες με tanker	Θετική συσχέτιση με συναλλαγματική ισοτιμία του δολλαρίου και την παγκόσμια απόδοση και αρνητική σχέση με τιμή πετρελαίου

6	M.G.Kavussanos and Marcoulis	1997	Risk and return of US water transportation stocks over time and over bull and bear market conditions	1985-1944	108	Ναυτιλιακές εταιρίες	Ο συστηματικός κίνδυνος του ναυτιλιακού κλάδου είναι μικρότερος από το μέσο κίνδυνο της αγοράς
7	T. Randoy et al.	2003	Corporate Governance and board effectiveness in maritime Firms	2000-2002	32 and 96	Ναυτιλιακές και κατασκευαστικές εταιρίες	Τα υψηλά επίπεδα ανεξαρτησίας του Δ.Σ. ενισχύουν την κερδοφορία των ναυτιλιακών εταιριών.
8	T. Syriopoulos and Tsatsaronis M.	2011	The corporate governance model of shipping firms: financial performance implications	2007-2008	12	Ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες	Θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού ελέγχου του Δ.Σ. και της χρηματοοικονομικής επίδοσης των ναυτιλιακών εταιριών.
9	T.Syriopoulos and Roumpis E.	2009	Asset allocation and value at risk in shipping equity portfolios	2006-2007	17	Ναυτιλιακές εταιρίες με μετοχές εισηγμένες στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ	Υψηλή μεταβλητότητα των αποδόσεων των ναυτιλιακών εταιριών σε σχέση με τα κέρδη τους.
10	A. Merikas et al.	2009	Global Shipping IPOs performance	1984-2007	143	Ναυτιλιακές εταιρίες	Το μέγεθος της υποτίμησης των μετοχών των ναυτιλιακών εταιριών σχετίζεται θετικά με την ηλικία τους, τη φήμη τους, τη χώρα του χρηματιστηρίου διαπραγμάτευσης.
11	M.G. Tsionas et al.	2011	Concentrated ownership and corporate performance revisited: The case of shipping	2009	126	Ναυτιλιακές εταιρείες εισηγμένες στα σημαντικότερα χρηματιστήρια του κόσμου	Αποδεικνύεται η πολύπλοκη σχέση ανάμεσα στη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και την απόδοση των ναυτιλιακών εταιριών

7. Εμπειρική Διερεύνηση

7.1 Διατύπωση Υποθέσεων

Η παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρεί, όπως έχει ήδη διατυπωθεί παραπάνω, να εξετάσει τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς των ναυτιλιακών επιχειρήσεων με την εταιρική τους απόδοση. Σύμφωνα με την μέχρι τώρα βιβλιογραφική ανασκόπηση, παρατηρείται η ύπαρξη ισχυρής συσχέτισης ανάμεσα στη μορφή ιδιοκτησίας και της εταιρικής απόδοσης. Σύμφωνα με την εμπειρική ανάλυση των Thomsen and Petersen, 2000 υπάρχει άμεση και θετική σχέση ανάμεσα στην απόδοση μιας εταιρίας και στην μορφή του ιδιοκτησιακού της καθεστώτος. Ωστόσο, έρευνες έχουν καταλήξει και στην ύπαρξη αρνητικής σχέσης μεταξύ των δύο αυτών οικονομικών μεγεθών. Οι Fama and Jensen το 1983 είχαν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι όσο μεγαλύτερη είναι η συγκέντρωση της ιδιοκτησίας τόσο αυτή επηρεάζει αρνητικά την απόδοση μιας επιχείρησης καθώς αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου ως αποτέλεσμα της έλλειψης ρευστότητας. Τέλος, μια σειρά από εμπειρικές αναλύσεις των τελευταίων χρόνων έχουν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει καμία σχέση ανάμεσα στην ιδιοκτησία μιας επιχείρησης και της εταιρικής της απόδοσης (Desmetz and Villalonga, 2001, Davies et al, 2005 κ.α.).

Η πρώτη υπόθεση που θα διατυπωθεί στην παρούσα εργασία έχει να κάνει με την επίδραση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος στην εταιρική απόδοση στο δείγμα για τα χρόνια από το 2001 έως και το 2012. Επομένως:

H₁ : Η εταιρική απόδοση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σχετίζεται θετικά με το ιδιοκτησιακό τους καθεστώς και πιο συγκεκριμένα με το ποσοστό του μεγαλομετόχου.

Ένα πολύ σημαντικό πεδίο ανάλυσης στον τομέα της ναυτιλίας αποτελεί η κυκλοφοριακή ρευστότητα των επιχειρήσεων σε σχέση πάντα με το ιδιοκτησιακό τους καθεστώς και εν τέλει την εταιρική τους απόδοση. Στη διεθνή βιβλιογραφία επικρατούν δύο μεγάλες τάσεις σχετικά με τη σχέση των δύο αυτών οικονομικών μεγεθών. Η πρώτη, όπως εκφράζεται από τους Grossman and Stiglitz, 1980, υποστηρίζει ότι όταν οι μεγαλομέτοχοι των επιχειρήσεων, διαθέτουν περισσότερη

πληροφόρηση σχετικά με τους υπόλοιπους μετόχους, αυτό δημιουργεί αντίθετα αποτελέσματα στην ρευστότητα των επιχειρήσεων καθώς οδηγεί σε μείωση των τρεχόντων διαθεσίμων (adverse selection hypothesis). Η δεύτερη τάση, σύμφωνα π.χ. με τους Demsetz,1968; Merton,1987, υποστηρίζει ότι η ασύμμετρη πληροφόρηση των μεγαλομετόχων (asymmetric information) οδηγεί σε μείωση του συναλλακτικού κόστους και κατ' επέκταση σε αύξηση της ρευστότητας (trading hypothesis). Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνει κατανοητή η πολυπλοκότητα της σχέσης ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς μιας επιχείρησης και στην τρέχουσα ρευστότητα της καθώς και στον τρόπο που επιλέγεται η ομάδα των επενδυτών με την ασύμμετρη πληροφόρηση, σε ορισμένες έρευνες γίνεται δίνεται ιδιαίτερο βάρος στους "insiders" μετόχους (π.χ. διευθυντές ή ακόμα και υπάλληλοι της εταιρίας οι οποίοι κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των συνολικών μετοχών), σε άλλες σε μεγάλους μη τραπεζικούς οργανισμούς (π.χ. αμοιβαία κεφάλαια, συνταξιοδοτικά κεφάλαια κ.α.) και τέλος σε άλλες στους θεσμικούς επενδυτές ή "block holders"(σημαντικοί μέτοχοι της εταιρίας με ποσοστό μεγαλύτερο του 10% των συνολικών μετοχών και οι οποίοι με τη ψήφο τους μπορούν να επηρεάζουν την πολιτική της εταιρίας όπως π.χ. την εκλογή του Διοικητικού Συμβουλίου ή την εκλογή του CEO).

H₂: Η ρευστότητα των ναυτιλιακών επιχειρήσεων σχετίζεται θετικά με την εταιρική της απόδοση.

Μια πολύ σημαντική σχέση που εξετάζεται από το οικονομετρικό μοντέλο της παλινδρόμησης είναι αυτό μεταξύ της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μιας εταιρίας και της απόδοσής της. Η χρηματοοικονομική μόχλευση, δίδεται συνήθως ως ο λόγος ανάμεσα στις συνολικές υποχρεώσεις προς το συνολικό ενεργητικό της επιχείρησης. Στην πράξη είναι αρκετά δύσκολο να προσδιοριστεί με ακρίβεια η συγκεκριμένη μεταβλητή καθώς εξαρτάται από μια πληθώρα παραγόντων όπως είναι η δυνατότητα για μελλοντικές επενδύσεις, η αβεβαιότητα για μελλοντικές πωλήσεις, η φύση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (υλικά ή άυλα), η πρόσβαση στις χρηματιστηριακές αγορές κ.α.

H₃: Η χρηματοοικονομική μόχλευση επηρεάζει αρνητικά την εταιρική απόδοση.

Μία ακόμη πολύ σημαντική παράμετρος που επηρεάζει την εταιρική απόδοση και το ιδιοκτησιακό καθεστώς είναι το μέγεθος της εταιρίας. Υπάρχει πληθώρα

εμπειρικών μελετών που αποδεικνύουν τη σημαντικότητα αυτής της μεταβλητής. Σύμφωνα με τους Desmetz and Villalonga, 2001, το μέγεθος της επιχείρησης μετρούμενο ως ο λογάριθμος των περιουσιακών της στοιχείων (logassets) έχει αρνητική σχέση με το ποσοστό της ιδιοκτησίας και αυτό γιατί όσο μεγαλύτερη είναι μια επιχείρηση τόσο περισσότερο κεφάλαιο θα πρέπει να επενδύσουν οι μεγαλομέτοχοι.

H₄ : Το μέγεθος της επιχείρησης έχει αρνητική σχέση με το ποσοστό του μεγαλομετόχου.

7.2. Εκτίμηση Υποδείγματος

Μετά την διεξαγωγή της παλινδρόμησης προκύπτουν αποτελέσματα τα οποία, σε γενικές γραμμές επιβεβαιώνουν την βιβλιογραφική ανασκόπηση που έχει γίνει μέχρι τώρα. Στον πίνακα 5 εμφανίζονται συνοπτικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης που έγινε με τη μέθοδο των Feasible Generalized Least Squares (FGLS) και αφορούσε 22 ναυτιλιακές επιχειρήσεις, εισηγμένες στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης, για χρονικό διάστημα 12 ετών. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης παρουσιάζονται συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα ενώ ακολουθεί η ανάλυση τους.

Πίνακας 6 Εκτιμήσεις υποδειγμάτων

VARIABLES	ROA		OWN	
	OLS	FGLS	OLS	FGLS
OWN	0.912*	0.461**		
	(1.892)	(2.502)		
OWN ²	-1.707	-0.504**		
	(-1.629)	(-2.191)		
DER	-0.00996	-0.00936**	0.00296	0.00734
	(-1.516)	(-2.509)	(0.290)	(1.099)
LIQUIDITY	0.00969	0.00555	-0.0139**	-0.00910*
	(1.538)	(1.365)	(-2.382)	(-1.933)
ASSET	0.00637***	0.0303***	-0.0496**	-0.0791***
	(3.403)	(3.393)	(-2.405)	(-7.440)
GROWTH	0.0664***	0.0398***	-0.0201	-0.0242**
	(3.227)	(3.711)	(-0.814)	(-1.999)
ROA			0.0222	0.202**
			(0.135)	(2.012)
CONSTANT	-1.484***	-0.685***	1.366***	1.923***
	(-3.274)	(-3.557)	(3.258)	(8.755)
OBSERVATIONS	138	138	138	138
R-SQUARED	0.226		0.073	
NUMBER OF FIRMS		22		22

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν από την παλινδρόμηση του δείγματος εμφανίζουν εξαιρετικό ενδιαφέρον. Αρχικά ο συντελεστής προσδιορισμού (R^2) του υποδείγματος, με εξαρτημένη μεταβλητή την εταιρική απόδοση (ROA), είναι ίσος με 0.226, ενώ ο αντίστοιχος συντελεστής προσδιορισμού με εξαρτημένη μεταβλητή το ποσοστό του μεγαλομετόχου (OWN), είναι ίσος με 0.073. Η συσχέτιση ανάμεσα στο ποσοστό του μεγαλομετόχου (OWN και OWN^2) και στην εταιρική απόδοση είναι θετική και στατιστικά σημαντική για $p<0.05$. Αντίστοιχα, η συσχέτιση ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και τη χρηματοοικονομική μόχλευση είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική για $p<0.05$. Όσον αφορά τη συσχέτιση ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και τον λογάριθμο του συνολικού ενεργητικού (ASSET) είναι θετική και στατιστικά σημαντική για $p<0.001$ όπως το ίδιο ισχύει και για τη συσχέτιση ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και το ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης (GROWTH). Σε

παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουμε αναλύοντας τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης όπου η εξαρτημένη μεταβλητή είναι το ποσοστό ιδιοκτησίας του μεγαλομετόχου (OWN). Εδώ, η συσχέτιση με τη χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρίας (DER) είναι θετική αλλά στατιστικά μη σημαντική. Αντιθέτως η αλληλεπίδραση των μεταβλητών του μεγέθους της επιχείρησης (ASSET) και της ανάπτυξης της (GROWTH) με το ιδιοκτησιακό καθεστώς είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική για $p < 0.001$ και για $p < 0.05$ αντίστοιχα. Άλλωστε μέσα από τον έλεγχο των γραμμικών περιορισμών των καταλοίπων του δείγματος με τη χρήση της στατιστικής F, εξάγεται το συμπέρασμα της μη γραμμικότητας του υποδείγματος και την ανάγκη διεξαγωγής του συγκεκριμένου μοντέλου παλινδρόμησης.

Όσον αφορά την πρώτη υπόθεση που διατυπώθηκε, φαίνεται από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης ότι υπάρχει θετική συσχέτιση ανάμεσα στην εταιρική απόδοση και στην συγκέντρωση του ιδιοκτησιακού καθεστώτος των ναυτιλιακών επιχειρήσεων. Το αποτέλεσμα αυτό ενισχύει την άποψη των Shleifer and Vishny, 1986, σύμφωνα με τους οποίους οι μεγαλομέτοχοι μπορούν να λύσουν τα προβλήματα των μικροεπενδυτών και έτσι να αυξήσουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Τα αποτελέσματα αυτά συμφωνούν επίσης και με τα ευρήματα άλλων εμπειρικών ερευνών, όπως αυτές των Wu and Cui, 2002, Lee, 2007 και άλλων. Αυτό όμως που παρουσιάζει μεγαλύτερο ενδιαφέρον στα αποτελέσματα της παρούσας παλινδρόμησης, είναι το γεγονός ότι η σχέση μεταξύ μεγαλομετόχου και εταιρικής απόδοσης, δεν είναι γραμμική αλλά παρουσιάζει τοπικό μέγιστο και ελάχιστο (hump-shaped relationship). Η παραπάνω σχέση αποδεικνύεται από την επίδραση που έχει το τετράγωνο του ποσοστού του μεγαλομετόχου (OWN^2) στην εταιρική απόδοση (ROA). Μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών, λοιπόν, υπάρχει μια μη γραμμική σχέση, όπου η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι αυξανόμενη για χαμηλά ποσοστά ιδιοκτησίας ενώ όσο αυτά αυξάνονται τόσο μειώνεται το ROA. Το σημείο στο οποίο η εταιρική απόδοση εμφανίζει τη μέγιστη τιμή της είναι όταν η συγκέντρωση ιδιοκτησίας φθάσει το 43%. Μέχρι το σημείο αυτό η εταιρική απόδοση είναι συνεχώς αυξανόμενη. Από το σημείο όμως αυτό και ύστερα αρχίζει να εμφανίζει μια ελαφρά πτώση. Αποδεικνύεται, επομένως ότι η μέγιστη απόδοση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων επιτυγχάνεται για μικρή συγκέντρωση ιδιοκτησίας ενώ παρατηρείται τελικά μείωση της για πολύ υψηλή ιδιοκτησιακή συγκέντρωση. Τα ευρήματα αυτά

έρχονται να ενισχύσουν την άποψη των Belkaoui and Pavlick, 1992, και των Xu and Wang, 1999, οι οποίοι είχαν καταλήξει στο συμπέρασμα ότι η σημαντική κατοχή μετοχών οδηγεί αρχικά σε κερδοφορία, αλλά όσο αυξάνεται περισσότερο, αποκλείοντας έτσι τους μικρότερους μετόχους, καταλήγει σε αρνητικά αποτελέσματα για την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι στην έρευνα του M. G. Tsionas et al., 2011, δεν αναφέρονται ανάλογα ευρήματα.

Σύμφωνα με τη δεύτερη υπόθεση του υποδείγματος, η ρευστότητα των ναυτιλιακών εταιριών σχετίζεται θετικά την απόδοσή της. Τα εμπειρικά όμως αποτελέσματα δείχνουν μεν τη θετική αυτή συσχέτιση των δύο μεγεθών, ωστόσο αυτή δεν κρίνεται στατιστικά σημαντική με αποτέλεσμα να επιδέχεται περαιτέρω ανάλυση. Όπως έχει ήδη εξηγηθεί, η κυκλοφοριακή ρευστότητα ορίζεται ως ο δείκτης του κυκλοφοριακού ενεργητικού (μείον τα αποθέματα) προς το ύψος των τρεχουσών υποχρεώσεων. Ο δείκτης αυτός ουσιαστικά αποδεικνύει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Μια πολύ ακόμα σημαντική διαπίστωση που προκύπτει από την ανάλυση της παλινδρόμησης είναι η αρνητική σχέση που εμφανίζεται ανάμεσα στην εταιρική απόδοση μιας ναυτιλιακής επιχείρησης και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Στο παρόν οικονομετρικό μοντέλο βλέπουμε ότι ο λόγος χρέους είναι ίσος με -0.00936 , που σημαίνει δηλαδή ότι είναι περίπου $0,94\%$. Η αρνητική αυτή συσχέτιση επιβεβαιώνει την υπόθεση που είχε διατυπωθεί παραπάνω. Εξήγηση για το παραπάνω αποτέλεσμα δίνεται από την μελέτη του Gomes, 2000, σύμφωνα με την οποία, οι μεγαλομέτοχοι επιδιώκουν να χτίζουν τη προσωπική τους φήμη από το να παίρνουν τις μετοχές της μειοψηφίας. Η φήμη αυτή δυνητικά οδηγεί σε αύξηση της εταιρικής απόδοσης και σε μείωση των όποιων ανεπαρκειών σχετίζονται με τα "agency" προβλήματα.

Όσον αφορά το μέγεθος της επιχείρησης και τη σχέση του με την απόδοσή της, αποδεικνύεται ότι είναι στατιστικά ισχυρή και θετική. Στο υπόδειγμα, χρησιμοποιήθηκε ο λογάριθμος του συνολικού ενεργητικού ως μέγεθος προκειμένου να αποφευχθούν οι επιδράσεις κλίμακας (scale effects) όπως έχει ήδη αναφερθεί από τους Myers and Marcus, 2007. Από τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης φαίνεται, επίσης, ότι το μέγεθος της επιχείρησης σχετίζεται αρνητικά με το ποσοστό του μεγαλομετόχου. Το πόρισμα αυτό συμφωνεί και με προγενέστερες εμπειρικές

αναλύσεις όπως αυτή των Demsetz and Vilallonga, 2007, και σημαίνει ότι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις απαιτούν και μεγαλύτερο όγκο επενδύσεων. Αξίζει να αναφερθεί στο σημείο αυτό και η ισχυρά θετική σχέση ανάμεσα στο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας και της αποδοτικότητας της αλλά και κατ' επέκταση την αρνητική σχέση της με το ποσοστό του μεγαλομετόχου.

Συνοπτικά τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης συνοψίζονται στον πίνακα 6.

7.3 Διαπίστωση πολυσυγγραμμικότητας

Προτού ολοκληρωθεί η παρούσα εργασία, με την αναγραφή των τελικών συμπερασμάτων, θα γίνει μία σύντομη αναφορά στον έλεγχο της πολυσυγγραμμικότητας των ερμηνευτικών μεταβλητών του υποδείγματος. Ο έλεγχος αυτός θα γίνει με τη χρήση του συντελεστή διογκώσεως της διακυμάνσεως (variance-inflation factor) που συμβολίζεται με VIF και ορίζεται ως: $VIF_j = \frac{1}{1 - R_j^2}$

όπου R_j^2 , παριστάνει το συντελεστή προσδιορισμού η στην ερμηνευτική μεταβλητή j και σε όλες τις υπόλοιπες που περιλαμβάνονται στο υπόδειγμα. Πρακτικά όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του VIF, τόσο μεγαλύτερο το πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Εμπειρικά έχει υιοθετηθεί ότι αν η τιμή του VIF υπερβαίνει το 10, τότε υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας. Αντί του συντελεστή VIF, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο συντελεστής ανεκτικότητας (tolerance coefficient), που είναι ουσιαστικά ο αντίστροφος του συντελεστή διογκώσεως, δηλαδή,

$TOL_j = 1 - R_j^2 = \frac{1}{VIF_j}$. Εάν ο συντελεστής ανεκτικότητας είναι ίσος με το 0, τότε

υπάρχει τέλεια συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών του δείγματος, ενώ αν είναι ίσος με 1 δεν υπάρχει καμία συσχέτιση. Στο υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα εργασία, όπως φαίνεται και από τον πίνακα 7,

Πίνακας 7. Διαπίστωση Πολυσυγγραμμικότητας

VARIABLE	VIF	1/VIF
CURLIQ	1.10	0.91
OWNFIRST	1.08	0.93
LOGASSET	1.07	0.93
DER	1.06	0.95
GROWTH	1.05	0.95
MEAN VIF	1.07	

ο συντελεστής VIF δεν υπερβαίνει για καμία μεταβλητή το 10, γεγονός που σημαίνει ότι δεν υπάρχει πρόβλημα πολυσυγγραμμικότητας στο δείγμα. Ωστόσο, παρακολουθώντας το συντελεστή ανεκτικότητας παρατηρείται ότι για όλες τις μεταβλητές είναι κοντά στο 1, γεγονός που πιθανόν να σημαίνει μικρή συσχέτιση ανάμεσα στις μεταβλητές του δείγματος. Αυτό ίσως να οφείλεται στην επιλογή του μοντέλου παλινδρόμησης που επιλέχθηκε, καθώς η Feasible Generalized Least Squares Method, που επιλέχθηκε εδώ, για μικρό δείγμα μπορεί να εμφανίσει τέτοιου είδους πολυπλοκότητες.

8. Συμπεράσματα

Βασικός σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας ήταν η βαθύτερη ανάλυση και επισκόπηση των σχέσεων ανάμεσα στο ιδιοκτησιακό καθεστώς και στην αποδοτικότητα των σημαντικότερων ναυτιλιακών επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στις χρηματαγορές της Νέας Υόρκης. Οι επιχειρήσεις της ναυτιλίας συμβάλλουν σε μεγάλο βαθμό στο ΑΕΠ κάθε χώρας και ειδικότερα της Ελλάδας, γεγονός που δίνει ακόμα μεγαλύτερο κίνητρο μελέτης τους. Άλλωστε η συνολικότερη μελέτη της εταιρικής διακυβέρνησης σε επιχειρήσεις τέτοιου μεγέθους κρίνεται απαραίτητη για όλους τους άμεσους και έμμεσους εμπλεκόμενους με αυτές (managers, μέτοχοι).

Προς επίρρωση των παραπάνω παρατίθενται συνοπτικά στοιχεία για τη γενικότερη συμβολή του ναυτιλιακού κλάδου στην παγκόσμια αλλά και στην ελληνική ειδικότερα οικονομία. Σύμφωνα με την ετήσια έκθεση της εταιρίας PwC για το 2013, σχετικά με το ναυτιλιακό κλάδο, η ναυτιλία κατόρθωσε να αντέξει στις πιέσεις που έχει επιφέρει η οικονομική κρίση σε όλους τους κλάδους της παγκόσμιας οικονομίας. Η παγκόσμια ανάπτυξη για το 2012 ήταν περίπου 3%, κυρίως εξαιτίας της συνεχώς μειούμενης εσωτερικής ζήτησης. Η ναυτιλία, τόσο σε παγκόσμιο όσο και σε εγχώριο επίπεδο, βρίσκεται σε μια παρατεταμένη περίοδο έντονων πιέσεων με αποτέλεσμα τις μεγάλες απώλειες κεφαλαίων. Επιπλέον, ο τραπεζικός δανεισμός έχει μειωθεί πολύ σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια, εξαιτίας φυσικά της συνεχιζόμενης ύφεσης και της οικονομικής δυστοκίας που χαρακτηρίζει την ελληνική οικονομία, αλλά και την παγκόσμια σε μικρότερο βαθμό. Η επιθυμητή ρευστότητα αναζητείται από εμπράγματα ανταλλαγές καθώς και άλλες μορφές ρευστών διαθεσίμων.

Ωστόσο, ο κλάδος της ναυτιλίας αποτελεί σημαντική παράμετρο της παγκόσμιας οικονομίας καθώς ακόμα και σήμερα το 90% περίπου των εμπορικών συναλλαγών διεξάγεται μέσω θαλάσσης. Σύμφωνα με την έκθεση του IOBE για το 2013, η ελληνική ναυτιλία κατέχει σημαντική θέση στην παγκόσμια αγορά καθώς μόνον οι ελληνικές ναυτιλιακές εταιρίες κατέχουν περίπου 4.065 φορτηγά πλοία, εκ των οποίων τα περισσότερα είναι ποντοπόρα ενώ στους σχετικούς δείκτες των χρηματιστηρίων της Νέας Υόρκης το 52% αποτελείται από μετοχές ελληνόκτητων εταιριών. Η συμβολή της ελληνικής ναυτιλίας στην οικονομική θέση της Ελλάδος είναι εξαιρετικά σημαντική. Η ναυτιλία αποτελεί περίπου το 4% του συνόλου της ελληνικής οικονομίας, με 8,4 δις ευρώ το 2009 εκ των οποίων τα 680 εκ. ευρώ αφορούν μισθούς και εισφορές εργαζομένων του κλάδου. Άλλωστε στον ευρύτερο χώρο της ναυτιλίας απασχολούνται περίπου 34.000 εργαζόμενοι σε άμεση μορφή ενώ 158.000 εργαζόμενοι απασχολούνται σε σχετικές με τη ναυτιλία επιχειρήσεις ή υπηρεσίες (λιμάνια, αποθήκευση εμπορευμάτων, ταξιδιωτικά πρακτορεία κ.α.). Δεν είναι τυχαίο ότι η Eurostat κατατάσσει τον κλάδο της ναυτιλίας στην 21^η θέση σε σύνολο 59 κλάδων όσον αφορά τον τομέα απασχόλησης. Δυνητικά η ελληνική ποντοπόρος ναυτιλία θα μπορούσε να δώσει εργασία σε ακόμα περισσότερους Έλληνες και αυτό γιατί μέχρι και το 2010 το σύνολο των υπαλλήλων σε καράβια ήταν αλλοδαπής υπηκοότητας. Η οικονομική κρίση που ξεκίνησε από το 2009 έχει οδηγήσει ξανά πολλούς Έλληνες στην αναζήτηση εργασίας στο χώρο κυρίως της

ποντοπόρου ναυτιλίας. Η στροφή αυτή θα μπορούσε να οδηγήσει και σε ανάπτυξη άλλων τομέων της ελληνικής παραγωγής όπως είναι η αγροτική παραγωγή, οι εξαγωγικές υπηρεσίες, υπηρεσίες σχετικές με την αποθήκευση κ.α. Στο σημείο αυτό πρέπει να προστεθεί ότι μέσα στην καρδιά της οικονομικής κρίσης, οι Έλληνες εφοπλιστές βρέθηκαν στην πρώτη θέση σχετικά με νέες παραγγελίες αγοράς πλοίων με συνολικό κεφάλαιο μεγαλύτερο των 13 δις δολλαρίων.

Η ελληνική ναυτιλία μαζί με τον τουρισμό αποτελούν τον βασικό παράγοντα εξωστρέφειας της οικονομίας της χώρας. Οι θαλάσσιες μεταφορές παρουσιάζουν το μεγαλύτερο εμπορικό πλεόνασμα με 12,7 δις ευρώ για το 2010. Η ελληνική ναυτιλία, ωστόσο, απολαμβάνει ειδική φορολογική μεταχείριση. Η φορολόγηση των εταιριών και κυρίως αυτών της ποντοπόρου ναυτιλίας, γίνεται σύμφωνα με τη χωρητικότητα των πλοίων τους (tonnage tax) βάση του οποίου δημιουργείται ένας συγκεκριμένος φορολογικός συντελεστής, ενώ και τα εταιρικά κέρδη απαλλάσσονται της φορολογίας. Η ευνοϊκή αυτή φορολογική αντιμετώπιση της ναυτιλίας εξηγείται από τη συμβολή της στην οικονομική εικόνα της χώρας όπως έχει αναλυθεί ήδη. Επιπλέον, ιδιαίτερα η δραστηριοποίηση της ποντοπόρου ναυτιλίας διεξάγεται σε διεθνή ύδατα, μακριά από τα Διοικητικά γραφεία γεγονός που τους επιτρέπει την επιλογή οποιουδήποτε κράτους ως φορολογικής έδρας. Αυτός είναι και ο λόγος όπου οι περισσότερες ελληνικές ναυτιλιακές, ενώ η έδρα τους βρίσκεται στην Ελλάδα, εντούτοις τα πλοία τους φέρουν τη σημαία χωρών που χαρακτηρίζονται ως φορολογικοί παράδεισοι. (Νησιά Μάρσαλ, Βερμούδες κλπ). Γίνεται επομένως πλήρως αντιληπτή η σημαντικότητα της ναυτιλίας στην οικονομική κατάσταση μιας χώρας αλλά και η πολυπλοκότητα που διέπει τις ναυτιλιακές εταιρίες σε εταιρικό και φορολογικό επίπεδο.

Μετά από μια ενδελεχή και επισταμένη βιβλιογραφική ανασκόπηση των σημαντικότερων μελετών, τόσο σε ελληνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο, έγινε προσπάθεια εμβάθυνσης του συγκεκριμένου θέματος μέσα από την εμπειρική ανάλυση των ελληνικών ναυτιλιακών επιχειρήσεων, των εισηγμένων στα χρηματιστήρια της Νέας Υόρκης για χρονικό διάστημα από το 2001 έως και το 2012. Μετά από την εξαίρεση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων όπου δεν παρουσίασαν οικονομικά στοιχεία για τουλάχιστον τέσσερα συναπτά έτη μέσα στη χρονική περίοδο που προαναφέρθηκε, δημιουργήθηκε το τελικό δείγμα 22 εταιριών με 138 παρατηρήσεις.

Η συλλογή των εμπειρικών δεδομένων του δείγματος έγινε μέσα από τη βάση δεδομένων Thomson 1 Reuters με την παράλληλη χρήση των πληροφοριών που παρέχουν τα πρακτορεία Reuters και Bloomberg. Προκειμένου να εξαχθούν τα εμπειρικά αποτελέσματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας έγινε η χρήση της μεθόδου των ελαχίστων τετραγώνων, σε μια τέτοια μορφή, που να επιτρέπει την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων (Feasible Generalized Least Squares) τόσο διαχρονικά όσο και διαστρωματικά. Το παρόν οικονομετρικό μοντέλο παρέχει τη δυνατότητα αποφυγής φαινομένων ενδογένειας, κάτι που έχει αναφερθεί και από άλλους ερευνητές. Το μέγεθος του δείγματος μπορεί να θεωρηθεί μικρό και επομένως όχι ασφαλές, ωστόσο καταλήγει σε χρήσιμα συμπεράσματα όπου μπορούν να αναλυθούν εκτενέστερα στο μέλλον.

Σύμφωνα, λοιπόν, με τα εμπειρικά ευρήματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας εξήχθησαν κάποια πολύ σημαντικά συμπεράσματα. Αρχικά, πρέπει να καταστεί σαφές ότι τα περισσότερα ευρήματα συμφωνούν σε γενικές γραμμές με το σύνολο της βιβλιογραφίας που αναλύθηκε. Ωστόσο, το σημαντικότερο συμπέρασμα της παρούσας διπλωματικής έχει να κάνει με την ισχυρή θετική σχέση ανάμεσα στην αποδοτικότητα των ναυτιλιακών εταιριών και την ιδιοκτησιακή της μορφή. Επιπλέον, αποδείχθηκε ότι η σχέση αυτή όχι μόνο είναι θετική αλλά εμφανίζει και τοπικό μέγιστο, σημείο δηλαδή μέχρι το οποίο η αύξηση της ιδιοκτησίας οδηγεί και σε αύξηση της απόδοσης (και αυτό στην παρούσα εργασία είναι το 43% της ιδιοκτησίας). Κατά τα λοιπά, η εμπειρική ανάλυση κατέληξε στην θετική σχέση ανάμεσα στο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας με την αποδοτικότητά της και σε αρνητική σχέση ανάμεσα στο δείκτη χρέους και την επίδοση της. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί και η εύρεση σημαντικής αρνητικής σχέσης ανάμεσα στο ποσοστό ιδιοκτησίας και το μέγεθος της ναυτιλιακής εταιρίας.

Πρόκειται ίσως για μια από τις πρώτες απόπειρες ανάλυσης σε τόσο ευρύ χρονικό διάστημα των σχέσεων σε αυτά τα τόσο σημαντικά οικονομικά μεγέθη και δίνει την ευκαιρία σε επόμενες αναλύσεις όπου θα μπορούσαν να παραθέσουν συγκριτικά τα αποτελέσματα αυτά με τις επιδόσεις όλων των ευρωπαϊκών ναυτιλιακών εταιριών εισηγμένων στα σημαντικότερα χρηματιστήρια του κόσμου.

9. Βιβλιογραφία

Aharony J. and I. Swary, 'Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis', *Journal of Finance*, Vol. 35, 1980, pp. 1-12.

Bhandari L.C., 'Debt-equity ratio and expected common stock returns: Empirical evidence', *Journal of Finance*, Vol. 43, 1988, pp. 507-529.

Black F. and Scholes M., 'The effects of dividend yield on stock prices', *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, 1974, pp. 1-22.

Black F., Jensen M.C. and Scholes M., 'The capital asset pricing model: Some empirical tests', in *Studies in the Theory of Capital Markets*, ed. M. C. Jensen, New York, US, Praeger, 1972.

Bodie Z., 'Common Stocks as Hedge Against Inflation', *Journal of Finance*, Vol. 3, 1976, pp. 459 – 470.

Boyd J. H., Jagannathan R., and Hu J., 'The Stock Market's Reaction to Unemployment News: Why Bad News is Usually Good for Stocks?', *Working Paper 8092*, NBER, 2001.

Chen J., Galstyan M., Huynh D., Katheerayson S., and Mendoza V., 'Shipbuilding Cluster in the Republic of Korea', Harvard Business School, Available at: http://www.isc.hbs.edu/pdf/Student_Projects/Korea_Shipbuilding_2010.pdf, Retrieved on 1/11/2013, 2010.

Chen N.F., Roll R and Ross S., 'Economic Forces and the Stock Market', *Journal of Business*, Vol. 59, 1986, pp. 383 – 403.

Cutler D.M., Poterba J.M., and Summers L.H., 'What Moves Stock Prices?', *Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, 1989, pp. 4 – 12.

Drobtz W., Schilling D., and Tsgtmeier L., 'Common Risk Factors in the Returns of Shipping Stocks', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port search*, Vol. 37, No. 2, 2010, pp. 93-120.

El-Masry A.A., Olugbode M., and Pointon J., 'The exposure of shipping firms' stock returns to financial risks and oil prices: a global perspective', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, Vol. 37, No. 5, 2010, pp. 453-473.

Elton E., Gruber M., and Rentzler J., 'A simple examination of the empirical relationship between dividend yields and deviations from the CAPM', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 7, 1983, pp. 135-146.

ERAMAR.NET – The European Maritime Research Area, Available at:<http://www.eramar.net/Eramar/page.jsp?index=12>

Errunza V. and Hogan K., 'Macroeconomical Determinants of European Stock Market Volatility', *European Financial Management*, Vol. 4, 1998, pp. 361-177.

Fama E. and French K., 'The Cross-section of Expected Stock Returns', *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, pp. 427-465.

Fama E., 'Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money', *American Economic Review*, Vol. 71, 1981, pp. 545 – 565.

Foundation for Economic & Industrial Research, 'The contribution of Ocean-Going Shipping to the Greek Economy', Athens, IOBE Publications, 2013

Foundation for Economic & Industrial Research, 'The contribution of Ocean-Going Shipping to the Greek Economy', Athens, IOBE Publications, 2013, pp. 46.

Geske R. and Roll R., 'The Fiscal and Monetary Linkage Between Stock Returns and Inflation', *Journal of Finance*, Vol. 38, 1983, pp. 1 – 34.

Grammenos C. TH. and Marcoulis S.N., 'A Cross-Section analysis of Stock Returns: The Case of Shipping Firms', *Maritime Policy & Management: The Flagship journal of international shipping and port research*, Vol 23, No. 1, 2006, pp. 67 – 80.

Hamilton J. D. and Susmel R., 'Autoregressive Conditional Heteroskedasticity and Changes in Regime', *Journal of Econometrics*, Vol. 54, 1994, pp. 307-333.

[http://www.dma.dk/SiteCollectionDocuments/Publikationer/Facts-about-
shipping/FoS-2011-engelsk-FINAL-MASTER.pdf](http://www.dma.dk/SiteCollectionDocuments/Publikationer/Facts-about-
shipping/FoS-2011-engelsk-FINAL-MASTER.pdf)

Hurst M.A., 'The Role of the Flag State in Ship Finance: Distinguish between Flags', *Marine Money Week*, Available at: www.seatransport.org, Retrieved on 1/11/2013, 18th June 2011.

IMO – International Maritime Organization, 'International Shipping Facts and Figures – Information Resources on Trade, Safety, Security, Environment', *Maritime Knowledge Centre*, Available at: <http://www.imo.org/KnowledgeCentre/ShipsAndShippingFactsAndFigures/TheRoleandImportanceofInternationalShipping/Documents/International%20Shipping%20-%20Facts%20and%20Figures.pdf>, Retrieved on 1/11/2013, 6th March 2012.

International Maritime Organization (IMO), 'International Shipping Facts and Figures – Information Resources on Trade, Safety, Security, Environment', *Maritime Knowledge Centre*, 6 March 2012, viewed on 12/2/13, < <http://www.imo.org/KnowledgeCentre/ShipsAndShippingFactsAndFigures/Statisticalresources/Documents/December%202011%20update%20to%20July%202011%20version%20of%20International%20Shipping%20Facts%20and%20Figures.pdf> >.

Jegadeesh N., 'Does market risk really explain the size-effect?', *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, pp. 337-351.

Kavussanos M.G. and Marcoulis N.S., 'Risk and Return of U.S. water transportation stocks over time and over bull and bear market conditions', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, Vol. 24, No. 2, 1997, pp. 145-158.

Kavussanos M.G. and Marcoulis S.N., 'Beta comparisons across industries – a Water transportation industry perspective', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, Vol. 25, No. 2, 1998, pp. 175-184.

Kavussanos M.G., Juell-Skielse A., and Forrest M., 'International comparison of market risks across shipping-related industries', *Maritime Policy & Management:*

The flagship journal of international shipping and port research, Vol. 30, No. 2, 2003, pp. 107-122.

Lamont O., 'Economic Tracking Portfolios', *Journal of Econometrics*, Vol. 105, 2000, pp. 161-184.

Lasher W.R., 'Practical Financial Management', 2nd Edition, Mason USA, South-Western, Cengage Learning, 2011.

Litzenberger R. and Ramaswamy K., 'The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects?', *Journal of Finance*, Vol. 37, 1982, pp. 429-433.

McQueen G. and Roley V., 'Stock Prices, News, and Business Conditions', *Review of Financial Studies*, Vol. 6, 1993, pp. 683 – 707.

Merikas A., Gounopoulos D., and Nounis C., 'Global shipping IPOs performance', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, Vol. 36, No. 6, pp. 481-505.

Merton R., 'An Intertemporal Capital Asset Pricing Model', *Econometrica*, Vol. 41, 1973, pp. 867 – 887.

Moody's Investors Service, 'Rating Methodolgy: Global Shipping Industry', *Global Credit Research*, Decemeber 2005, viewed on 12/2/13, < www.ppp-pf.ru/docs/shipping.pdf >.

Navy League of the United States, 'America's Maritime Industry: The foundation of American seapower', Available at: <http://www.navyleague.org/files/americas-maritime-industry.pdf>, Retrieved on 6/11/2013, 2012.

Odin, 'The Norwegian shipping industry', Ministry of Foreign Affairs, Available at: law.hamline.edu, Retrieved on 5/11/2013, 2007.

OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development, 'Peer Review of Japanese Government support measure to shipbuilding sector', Available

at: <http://www.oecd.org/sti/ind/C-WP6%282012%2926-FINAL-ENG.pdf>, Retrieved on 1/11/2013, 4th April 2013.

Panayides P.M., Lambertides N., and Cullinane K., 'Liquidity risk premium and asset pricing in US water', in *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 2013, viewed on 12/2/13, <<http://dx.doi.org/10.1016/j.tre.2012.11.007>>.

Randoy T., Down J., and Jenssen J., 'Corporate Governance and Board Effectiveness in Maritime Firms', *Maritime Economics and Logistics*, Vol. 5, No. 1, 2003, pp. 40-54.

Rongzi L., 'The Contribution of Marine Economy to the National Economic Development of China', SOA, China Institute of Marine Affairs, available at: http://www.pemsea.org/sites/default/files/presentation_t1-2_rongzi_0.pdf, Retrieved on 5/11/2013, 2012.

Ross S.A., 'The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing', *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, 1976, pp. 341 – 360.

Rozeff M., 'Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios', *Journal of Financial Research*, Vol. 5, 1980, pp. 249-259.

Shanken J. and Weinstein M., 'Macroeconomic Variables and Asset Pricing: Estimation and Tests', *Working Paper*, University of Rochester, 1990.

Sharpe W., 'Factors in NYSE Security Returns, 1931-1979', *Journal of Portfolio Management*, Vol. 8, No. 2, 1983, pp. 449-458.

Syriopoulos T. and Roumpis E., 'Asset allocation and value at risk in shipping equity portfolios', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, Vol. 36, No. 1, 2009, pp. 57-78.

Syriopoulos T. and Tsatsaronis M., 'The corporate governance model of shipping firms: financial performance implications', *Maritime Policy & Management: The flagship journal of international shipping and port research*, Vol. 38, No. 6, 2011, pp. 585-604.

Transport and Housing Bureau of Hong Kong, ‘Summary Statistics on Shipping Industry of Hong Kong’, Available at: http://www.mic.gov.hk/docs/mic_report.pdf , September 2013,

United Nations Conference of Trade and Development (UNCTAD), ‘Review of Maritime Transport’, New York, United Nations, 2012.

United Nations Conference of Trade and Development (UNCTAD), op.cit. , p. 42.

Westjaard S. , Frydenberg S., Jensen F.E., and Mitter K.W., ‘Economic and Financial Risk Factors and Tanker Shipping Stock Returns’, in *Maritime Economics and Logistics*, 2013, viewed on 08/2/13, <http://ssrn.com/abstract=969910>.

Mike G. Tsionas , Andreas G. Merikas , Anna A. Merika, “ Concentrated ownership and corporate performance revisited: The case of shipping”, in *Transportation Research Part E*, 2012, <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1366554512000130>

Επίσημη Ιστοσελίδα της Διεύθυνσης Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων των ΗΠΑ: <http://www.sba.gov/>

Επίσημη Ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου NASDAQ: <http://www.nasdaq.com>

Καρδακάρης Κ., ‘Ναυτιλιακή Λογιστική’, Αθήνα, Έλλην – Γ. Πάρικος & ΣΙΑ Ε.Ε., 2000.

Νόμος 27/1975, ‘Περί φορολογίας πλοίων, επιβολής εισφοράς προς ανάπτυξιν της Εμπορικής Ναυτιλίας, εγκαταστάσεως αλλοδαπών ναυτιλιακών επιχειρήσεων και ρυθμίσεως συναφών θεμάτων’, *ΦΕΚ Α’ 77/19*, 22 Απριλίου 1975.

Νόμος 89/1967, ‘Περί Εγκαταστάσεως εν Ελλάδι αλλοδαπών Εμποροβιομηχανικών Εταιρειών’, *ΦΕΚ Α’ 132*, 1 Αυγούστου 1967.

Νόμος 959/1979, ‘Περί της Ναυτικής Εταιρείας’, *ΦΕΚ Α’ 192/21*, 24 Αυγούστου 1979.

Χολέβας Ι., ‘Ναυτιλιακή Λογιστική’, Αθήνα, Εκδόσεις Σμπίλια, 2006