

**ΔΙΑΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ATHENS MBA**

**ΤΙΤΛΟΣ: Financing in the Greek ship-owning industry**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**Της**

**Δαμίγου Ελένη**

**Επιβλέπων καθηγητής:**

**Κουρέτας Γεώργιος,**

**Δεκέμβριος 2016**

**ΑΘΗΝΑ**

**ΔΗΛΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη μεταπτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων, έχει συγγραφεί από εμένα προσωπικά και δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό.

Η εργασία αυτή έχοντας εκπονηθεί από εμένα, αντιπροσωπεύει τις προσωπικές μου απόψεις επί του θέματος. Οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης μεταπτυχιακής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

**Ονοματεπώνυμο**  
**Δαμίγου Ελένη**

**Υπογραφή**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΣΧΗΜΑΤΩΝ</u> .....	5
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ</u> .....	5
<u>ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ</u> .....	5
<u>ΠΕΡΙΛΗΨΗ</u> .....	5
<u>ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ</u> .....	7
<u>Κεφάλαιο 1 : Οι Ναυτιλιακές Επιχειρήσεις και οι Οικονομικές τους Επιπτώσεις</u> .....	7
<u>1.1 Η Ναυτιλιακή Εταιρεία</u> .....	7
<u>1.2 Προβλήματα στον ναυτιλιακό κλάδο</u> .....	12
1.3 Συνολικές οικονομικές επιπτώσεις της ναυτιλιακής βιομηχανίας.....	16
<u>Κεφάλαιο 2: Μορφές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων</u> .....	20
2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση .....	20
2.1.1. Έννοια – Βασικά χαρακτηριστικά .....	20
2.1.2. Δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης .....	21
2.1.3. Μακροπρόθεσμος δανεισμός .....	21
2.1.4. Ομολογιακά Δάνεια .....	22
2.1.5. Πλεονεκτήματα τραπεζικού δανεισμού .....	22
2.1.6. Μειονεκτήματα τραπεζικού δανεισμού .....	24
<u>Κεφάλαιο 3: Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης</u> .....	25
3.1 Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing) .....	25
3.2 Factoring .....	29
3.3 Forfaiting.....	31
3.4 Venture Capital .....	34
<u>Κεφάλαιο 4: Η σημασία της χρηματοδότησης για τις Ναυτιλιακές Επιχειρήσεις</u> .....	37
4.1 Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης.....	37
4.2 Μορφές Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης.....	40
4.3 Τραπεζικά Ναυτιλιακά Δάνεια .....	42
4.4 Πλεονεκτήματα Ναυτιλιακών Δανείων .....	45
4.5 Μειονεκτήματα Ναυτιλιακών Δανείων .....	46
<u>Κεφάλαιο 5: Πιστωτική Πολιτική Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης</u> .....	49
5.1 Πιστωτική πολιτική τραπεζών .....	49
5.2 Μοντέλα αξιολόγησης ναυτιλιακών δανείων .....	53
5.2.1 Δυνατότητα ανάπτυξης μοντέλου αξιολόγησης ναυτιλιακών δανείων .....	53

5.2.2 Η Πολυκριτήρια μεθοδολογία “Utadis” .....	54
5.2.3 Κριτήρια που αξιολογούνται – Εφαρμογή του μοντέλου .....	54
5.2.4 Αποτελέσματα & Συμπεράσματα .....	54
5.3 Ανάπτυξη συστήματος υποστήριξης σχετικών αποφάσεων .....	55
5.3.1 Το σύστημα Finclas - (financial classification ) .....	56
5.4 Αναθεώρηση του Σύμφωνου της Βασιλείας του 1998 για τη Κεφαλαιακή Επάρκεια των τραπεζών και οι προβλέψεις σχετικά με τα Ναυτιλιακά Δάνεια.....	57
Κεφάλαιο 6: Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης.....	58
6.1 Γενικά.....	58
6.2 Θεωρία MODIGLIANI – MILLER χωρίς φόρους επιχειρήσεων .....	59
6.3 Θεωρία MODIGLIANI – MILLER με φόρους επιχειρήσεων .....	60
6.4 Trade off theory .....	60
6.5 Pecking order theory .....	61
6.6 Άλλες θεωρίες.....	62
6.6.1 Θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (Free cash flow theory).....	62
6.6.2 Θεωρία συγχρονισμού της αγοράς (Market Timing Theory) .....	63
6.6.3 Θεωρία σήματος (Signaling theory) .....	63
6.6.4 Θεωρία ενδυνάμωσης των μάνατζερ (Managerial entrenchment theory) .....	64
6.7 Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση. ....	65
6.7.1 Φόροι και κερδοφορία επιχειρήσεων.....	65
6.7.2 Οικονομικοί Διευθυντές, κόστος αντιπροσώπευσης, κόστος παρακολούθησης	
6.7.3 Ασύμμετρη πληροφόρηση και σήμα (signal) .....	66
6.7.4 Χαρακτηριστικά της χώρας δραστηριοποίησης .....	66
6.7.5 Το μέγεθος της επιχείρησης, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία. ....	67
6.7.6. Αναμενόμενος πληθωρισμός .....	67
6.7.7. Αντιστάθμιση κινδύνου (Hedging).....	68
Κεφάλαιο 7: Στατιστική Ανάλυση .....	68
Συμπεράσματα .....	76
Βιβλιογραφία .....	81

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σχήμα 1: .....	13
Σχήμα 2:.....	72

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΕΙΚΟΝΩΝ

Εικόνα 1: Πλοίο μεταφοράς χύμα ομοειδή φορτίου (bulk carrier).....	10
Εικόνα 2: Πλοίο μεταφοράς χύμα ομοειδή φορτίου (bulk carrier).....	10
Εικόνα 3: Πλοίο μεταφοράς υγροποιημένου αερίου πετρελαίου (Liquefied Petroleum Gases).....	11
Εικόνα 4: Δεξαμενόπλοιο (Tanker).....	11
Εικόνα 5: Πλοίο μεταφοράς υγροποιημένου φυσικού αερίου (Liquefied Natural Gases).....	12
Εικόνα 6 : Επιβατηγό ακτοπλοΐας.....	12

## ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ

<i>Διάγραμμα 1. Κατανομή Ελληνικών εμπορικών πλοίων κατά ομάδες ηλικιών.....</i>	<i>25</i>
<i>Διάγραμμα 2. Χωρητικότητα Πλοίων ανα τύπο πλοίου.....</i>	<i>49</i>
<i>Διάγραμμα 3: Δύναμη Ελληνικού Εμπορικού Στόλου.....</i>	<i>49</i>
<i>Διάγραμμα 4: Κατανομή Ελληνικών εμπορικών πλοίων κατά ομάδες ηλικιών.....</i>	<i>17</i>
<i>Γράφημα 5: Ελληνικός-Παγκόσμιος στόλος ανα τύπο Πλοίο(Greek Shipping Co-OperationCommittee .....</i>	<i>18</i>
<i>Διάγραμμα 6: Συνολικός αντίκτυπος της απασχόλησης της ναυτιλιακής βιομηχανίας της ΕΕ για το έτος 2012.....</i>	<i>18</i>
<i>Γράφημα 7: Το επίπεδο των επιτοκίων στηΕλλάδα 2008-2016 σε ένα γράφημα.....</i>	<i>24.</i>

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στη παρούσα εργασία θα αναλύθούν οι εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης που πλέον οι Ναυτιλιακές Εταιρίες Ελληνικών συμφερόντων αναζητούν δεδομένης της ασχήμες οικονομικής κατάστασης που επικρατεί στη χώρα.

Το συνολικό δανειακό χαρτοφυλάκιο της ελληνόκτητης ναυτιλίας έχει μειωθεί 2,04% το 2015 σε σύγκριση με το 2014, συνεχίζοντας την τάση συρρίκνωσης που ξεκίνησε από το 2009. Το συνολικό ύψος των εκταμιευμένων δανείων όπως και δεσμευμένων δανείων αλλά μη εκταμιευμένων δανείων ανήλθε στις 31/12/2015 στα 62,711 δισ. δολ. έναντι 64,019 δισ. δολ. το 2014.

Ο ρυθμός δανειοδότησης σήμερα έχει μειωθεί, γεγονός που οφείλεται α) στις προπληρωμές δανείων (λόγω πωλήσεως μεγαλύτερων σε ηλικία πλοίων, δεδομένων των υψηλών αξιών των μεταχειρισμένων πλοίων), β) τις συνάψεις δανείων που αφορούν υπό ναυπήγηση πλοία, των οποίων οι καταβολές είναι μελλοντικές.

Παρόλο που οι Τράπεζες που χρηματοδοτούν τη ναυτιλία βλέπουν ότι τα δανειακά τους χαρτοφυλάκια βελτιώνονται ποιοτικά λόγω αυξήσεως των άμεσων και έμμεσων εξασφαλίσεων τους ως αποτέλεσμα της πολύ καλής αγοράς, δεν εφησυχάζουν ως προς τους εγγενείς κινδύνους χρηματοδότησης τόσο ενός υπό ναυπήγηση όσο και ενός μεταχειρισμένου πλοίου, βασιζόμενοι στις ιστορικά υψηλές τιμές της αγοράς.

Στην στατιστική ανάλυση που επιχειρείται για το χρονικό διάστημα 2011-2014, παρατηρείται ότι υπάρχει θετική συσχέτιση της πορείας των ναύλων των πλοίων με την πορεία της τραπεζικής χρηματοδότησης. Εντούτοις δεν υπάρχει σχέση εξάρτησης, γεγονός που σημαίνει ότι η τραπεζική χρηματοδότηση επηρεάζεται από συνδυασμό παραγόντων, οι οποίοι και αναλύονται στην παρούσα εργασία.

## **ABSTRACT**

This paper analyses alternative financing methods the Greek owned Shipping Companies are seeking in the current adverse economic situation for our country.

The total lending of the Greek owned shipping companies, as 2,04% to 2015, amounts to 2014, continuing the downward trend that began in 2009. The total amount of loans disbursed as frozen but not disbursed at 31/12/2015 amounted to 62.711 billion USD Against 64.019 billion Dollars 2014.

The growth rate is expected to slow down due to a) debt prepaym continuing the downward trend that began in 2009.ents (cash flows stemming from the sale of older ships, as second hand ships command high values in the market), b) loans for ships under construction will be disbursed in the coming years.

Banks that finance shipping see their loan portfolios improve in quality due to higher collateral values (both direct and indirect) as a result of a very good market, however they are not complacent as the risks associated with vessels, either under construction or currently in service, as prices are at historical highs.

The statistical analysis for the period 2011-2014 shows a positive correlation between the freight rates and size of bank financing. However there is no dependency relationship, meaning that bank financing is influenced by a number of factors, which are explored and analysed in this paper.

## **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η ναυτιλιακή βιομηχανία ασχολείται με τη μεταφορά προϊόντων (υγρό και ξηρό φορτίο) διά θαλάσσιων οδών και καλύπτει παράγωγο ζήτηση. Αυτό σημαίνει ότι τα πλοία παράγουν μεταφορικές υπηρεσίες όσο υπάρχει ζήτηση για παραγωγή και κατανάλωση. Σκοπός της κάθε επιχειρηματικής ναυτιλιακής μονάδας είναι η δημιουργία κερδών, που θα επιτρέψουν όχι μόνο την επιβίωση αλλά και την ανάπτυξή της. Αυτό προϋποθέτει την πραγματοποίηση επενδύσεων για τις οποίες απαιτούνται πολύ υψηλά κεφάλαια. Κύρια πηγή άντλησης των κεφαλαίων αυτών είναι η χρηματοδότηση με διάφορους τρόπους παλιότερα η χρηματοδότηση γινόταν σχεδόν αποκλειστικά από τραπεζικό δανεισμό.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να προσεγγίσει το θέμα της τραπεζικής χρηματοδότησης της Ελληνόκτητης ναυτιλίας, διερευνώντας τα κριτήρια, τους παράγοντες και τις προϋποθέσεις χρηματοδότησης.

Για να πραγματοποιηθεί, αυτός ο στόχος μελετήθηκαν :

- Εφαρμοζόμενη πιστωτική πολιτική Ελληνικής Τράπεζας που δραστηριοποιείται στο χώρο της ναυτιλιακής χρηματοδότησης.
- Στατιστικά στοιχεία εξέλιξης ναυλαγοράς και η συμβολή τους στην διαμόρφωση της ναυτιλιακής χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα γίνεται στατιστική ανάλυση (μονομεταβλητές και διμεταβλητές παλινδρομήσεις) για τη σχέση ναυλαγοράς φορτηγών.

## **Κεφάλαιο 1 : Οι Ναυτιλιακές Επιχειρήσεις και οι Οικονομικές τους Επιπτώσεις**

### **1.1 Η Ναυτιλιακή Εταιρεία**


Στο τομέα της ναυτιλίας δραστηριοποιείται κυρίως ως διαχειριστής ή πλοιοκτήτης πλοίου. Η παροχή υπηρεσίας θαλάσσιας μεταφοράς (επιβατών, οχημάτων,

εμπορευμάτων) αποτελεί την παραγωγή και την προσφορά μίας υπηρεσίας. Για την παραγωγή των αγαθών, αλλά και των υπηρεσιών, κάθε επιχείρηση οφείλει να γνωστοποιεί τα βασικά ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά του προϊόντος ή της υπηρεσίας, ώστε αυτό να αξιολογηθεί από το πελατειακό κοινό, στο οποίο απευθύνεται. Πρέπει ταυτόχρονα να λάβει αποφάσεις που αφορούν στην τιμολόγηση του προϊόντος / υπηρεσίας, ώστε αυτό να καθίσταται ανταγωνιστικό. Η πορεία μιας επιχειρήσεως σε μία αγορά, απαιτεί κατάλληλη δομή, οργάνωση και στελέχωση με τα καταλληλότερα πρόσωπα. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο δραστηριοποιούνται και οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις οι οποίες καλούνται, προς λήψη αποφάσεων, σύμφωνα με το επιχειρηματικό και στρατηγικό τους σχέδιο. (Σαμπράκος και συν., 2008).

Μία ναυτιλιακή επιχείρηση, στα πλαίσια επίτευξης του σκοπού της που είναι η μέγιστη κερδοφορία, πρέπει να μεριμνήσει, καθώς δραστηριοποιείται εντός ενός δυναμικού και έντονα μεταβαλλόμενου περιβάλλοντος, η οργάνωση και η δομή της να είναι οι καταλληλότερες δυνατές. Προκειμένου να επιτύχει τον ανωτέρω τιθέμενο σκοπό της, μία ναυτιλιακή επιχείρηση μεριμνά στην ικανοποίηση των αναγκών των πελατών της, διατηρώντας παράλληλα το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα έναντι των άλλων επιχειρήσεων. Προβλέπει και αναλύει τις ανάγκες των πελατών ώστε να μπορεί να ανταπεξέλθει σε αυτές. Η κερδοφορία της επιχείρησης επιτυγχάνεται με:

- την πλήρη απασχόληση του πλοίου της
- την είσπραξη του μεγίστου δυνατού ναύλου
- την προμήθεια καυσίμου στις ευνοϊκότερες τιμές της αγοράς
- τις μικρότερες δυνατές καθυστερήσεις ενός πλοίου κατά τη θαλάσσια μεταφορά

Οι σύγχρονες ναυτιλιακές εταιρείες δραστηριοποιούνται σε ομίλους εταιρειών όπου για κάθε πλοίο υπάρχει συνήθως μία πλοιοκτήτρια εταιρεία, και γενικά για τη διαχείριση όλων των υπολοίπων εταιρειών, υπάρχει μία εταιρεία, η οποία ονομάζεται διαχειρίστρια εταιρεία.


 **Διαχειρίστριες Εταιρείες:** Είναι εκείνες οι εταιρείες που παρέχουν τις απαραίτητες υπηρεσίες στις πλοιοκτήτριες εταιρείες. Οι υπηρεσίες αυτές περιλαμβάνουν ναυλώσεις, ασφαλίσεις, επάνδρωση των πλοίων, τεχνικές υπηρεσίες κ.ο.κ.. Διαθέτουν όλα τα απαραίτητα τμήματα, στα οποία παρακολουθούνται όλες οι λειτουργίες της ναυτιλιακής επιχείρησης. Τα



τμήματα αυτά είναι στελεχωμένα με το κατάλληλο προσωπικό, το οποίο επιφορτίζεται με τη διεξαγωγή των αντιστοίχων εργασιών, με στόχους:

- τη ναύλωση των πλοίων της εταιρείας, επιτυγχάνοντας τους καλύτερους δυνατούς όρους
- την εφαρμογή των συστημάτων ποιότητας
- τον προγραμματισμό των στρατηγικών αποφάσεων
- τον προγραμματισμό των παραγγελιών των εξαρτημάτων, των αποθεμάτων σε εφόδια, σε καύσιμα κ.λπ.
- τη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού της (πλοίου και γραφείου)

Οι διαχειρίστριες εταιρείες αποτελούν νομικές οντότητες, οι οποίες δρουν για λογαριασμό άλλων, χωρίς όμως κανενός είδους δέσμευση και ευθύνη για τις υποχρεώσεις εκείνων για λογαριασμό των οποίων δρουν, δηλαδή των πλοιοκτητριών εταιρειών.

 **Πλοιοκτήτριες εταιρείες:** Οι πλοιοκτήτριες εταιρείες έχουν ένα μοναδικό περιουσιακό στοιχείο στην κατοχή τους που είναι το πλοίο. Ευθύνονται για τις υποχρεώσεις τους μέχρι την αξία του πλοίου και με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζονται τα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία που έχει στην κατοχή του ο όμιλος σε περιπτώσεις δυσμενών εξελίξεων. Οι πλοιοκτήτριες εταιρείες δεν διαθέτουν επιπλέον προσωπικό, ούτε και ασχολούνται με λειτουργίες διαχείρισης. Σε αυτές παρακολουθούνται τα λειτουργικά έξοδα κάθε πλοίου και μέσω αυτών γίνεται η πληρωμή των εξόδων. Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων του ομίλου παρουσιάζεται στη διαχειρίστρια εταιρεία και όχι στις πλοιοκτήτριες. (Σαμπράκος και συν., 2008).

## 1.2 Βασικότεροι Τύποι Πλοίων και σε αριθμούς

Παρακάτω θα αναλύσουμε και θα δούμε τους τύπους των πλοίων με βάση το είδος μεταφοράς και του προορισμού τους. Οι βασικές κατηγορίες πλοίων με βάση το είδος μεταφοράς και του προορισμού τους είναι οι εξής:

**ΦΟΡΤΗΓΑ ΠΛΟΙΑ** (cargo Ships) : φορτηγά χαρακτηρίζονται τα πλοία που μεταφέρουν κάθε είδος φορτίου και διαχωρίζονται σε φορτηγά πλοία ξηρών φορτίων, σε φορτηγά πλοία υγρών φορτίων και φορτηγά πλοία συνδυασμένων μεταφορών.

Φορτηγά πλοία Ξηρών φορτίων:

Διακρίνονται σε πλοία που μεταφέρουν χύμα ομοειδή φορτία (bulk carrier) και σε πλοία μεταφοράς γενικών φορτίων (general cargo).

-Χύμα ομοειδή φορτία είναι η ζάχαρη, το σάρι, το κάρβουνο κ.τ.λ.



**Εικόνα 1: Πλοίο μεταφοράς χύμα ομοειδή φορτίου (bulk carrier)**

-Τα γενικά φορτία στην σημερινή εποχή μεταφέρονται με πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων ( containership). Τέτοια φορτία μπορεί να είναι ηλεκτρικά είδη, ηλεκτρονικά είδη, ρούχα και γενικότερα οτιδήποτε μπορεί να στοιβαχτεί μέσα σε ένα εμπορευματοκιβώτιο. Ακόμα, πλοία γενικού φορτίου είναι και τα πλοία μεταφοράς οχημάτων (Roll-On/Roll-Off) τα οποία οχήματα μπορούν να μπουν μέσα στο πλοίο και να ξεφορτώσουν και φορτίο.



**Εικόνα 2: Πλοίο μεταφοράς χύμα ομοειδή φορτίου (bulk carrier)**

### **Φορτηγά πλοία υγρών φορτίων:**

Είναι τα δεξαμενόπλοια (Tanker) τα οποία διαθέτουν δεξαμενές στις οποίες, ανάλογα και με τον τύπο τους, φορτώνουν αργό πετρέλαιο, βενζίνη, νάφθα κ.τ.λ. Στα δεξαμενόπλοια συμπεριλαμβάνονται και τα πλοία που μεταφέρουν υγροποιημένο αέριο πετρελαίου (Liquefied Petroleum Gases) και υγροποιημένο φυσικό αέριο (Liquefied Natural Gases).



**Εικόνα 3: Πλοίο μεταφοράς υγροποιημένου αερίου πετρελαίου (Liquefied Petroleum Gases)**



**Εικόνα 4: Δεξαμενόπλοιο (Tanker)**



**Εικόνα 5: Πλοίο μεταφοράς υγροποιημένου φυσικού αερίου (Liquefied Natural Gases)**

**Φορτηγά πλοία συνδυασμένων μεταφορών:**

Είναι πλοία που μεταφέρουν εναλλακτικά υγρά και ξηρά χύμα φορτία. Διακρίνονται σε δύο κατηγορίες, τα ore/bulk/oil carriers- O.B.O. και τα Ore/oil carriers

**ΕΠΙΒΑΤΗΓΑ ΠΛΟΙΑ (passenger ships):** Χαρακτηρίζονται τα πλοία που μεταφέρουν επιβάτες και υπό προϋποθέσεις φορτία και οχήματα. Τέτοια πλοία είναι τα **επιβατηγά της ακτοπλοΐας**, τα **κρουαζιερόπλοια** και τα **υπερωκεάνια πλοία**.



**Εικόνα 6 :Επιβατηγό ακτοπλοΐας**

### **ΠΛΟΙΑ ΕΙΔΙΚΟΥ ΠΡΟΟΡΙΣΜΟΥ :**

Πλοία ειδικού προορισμού είναι πλοία τα οποία δημιουργήθηκαν λόγω ανάγκης για γρήγορες μεταφορές ή λόγω της εξέλιξης της τεχνολογίας η οποία μας υποχρέωσε στην κατασκευή των πλοίων αυτών. Πλοία ειδικού προορισμού είναι τα πλοία ψυγεία (Refrigerated ship), τα αλιευτικά (Fishing boat), τα ωκεανογραφικά (Oceanographic ships), τα πλοία τοποθέτησης καλωδίων (Cable ships), τα εκπαιδευτικά (Training ships), μετεωρολογικά (Meteorological ships ,Πλωτές δεξαμενές κ.α

### **1.3 Προβλήματα στον ναυτιλιακό κλάδο**

Η ναυτιλιακή βιομηχανία σήμερα έχει επηρεαστεί από μια σειρά γεωπολιτικών κρίσεων ανά την υφήλιο, την πτώση της τιμής του πετρελαίου, το οικονομικό κραχ στη Κίνα, το άνοιγμα της τρίτης σειράς locks της Διώρυγας του Παναμά, την απαγόρευση εξαγωγής από την Ινδονησία των ακατέργαστων μεταλλευμάτων με υψηλή περιεκτικότητα σε νικέλιο, τη δημιουργία δεύτερης Διώρυγας του Σουέζ (εγκαινιάστηκε τον Αύγουστο του 2015), το άνοιγμα της Αρκτικής οδού (λόγω του λιώσιμο των πάγων έχουν διαμορφωθεί δύο κύριες οδούς ναυσιπλοΐας: η βόρεια θαλάσσια οδός (North Sea route) κατά βάση παράλληλα προς τις βόρειες σιβηρικές ακτές της Ρωσίας και ο βορειοδυτικός διάυλος (Northwest Passage) κατά βάση διαμέσου των βορείων νήσων του Καναδά), τις ναυτιλιακές συμμαχίες - συγχωνεύσεις και νέες μορφές επιχειρηματικών συνεργασιών. Όλα αυτά τα γεγονότα επηρέασαν την αγορά των πλοίων μεταφοράς στερεών και υγρών χύδην φορτίων και μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων. Στις μέρες μας η ναυτιλία έχει έρθει αντιμέτωπη με δύο σοβαρά γεγονότα:

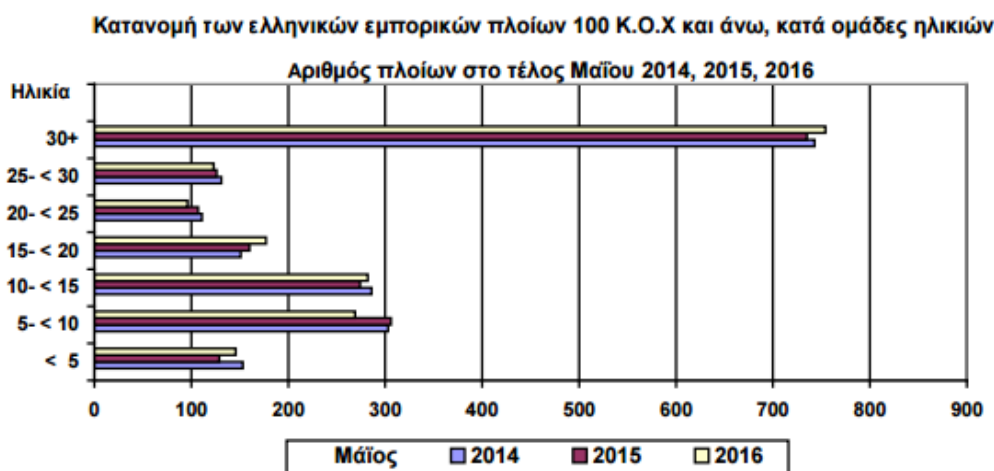
- α) την υπερπροσφορά χωρητικότητας και
- β) τις πολύ χαμηλές τιμές ναύλων στον τομέα των φορτηγών πλοίων.

Προκειμένου η ναυτιλιακή οικονομία να ξεπεράσει τα ανωτέρω προβλήματα, θα πρέπει να α)να μειωθεί σημαντικά η πλεονάζουσα χωρητικότητα πλοίων και β) η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη να αποκτήσει τέτοια δυναμική ώστε να δημιουργηθεί

ισορροπία. Επίσης τα τελευταία έτη παρατηρείται, όσον αφορά στη χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων, συνεχιζόμενη έξοδος των ευρωπαϊκών και αμερικάνικων τραπεζών από τον κλάδο της ναυτιλίας, καθώς τα κριτήρια δανεισμού έχουν καταστεί αυστηρότερα. Οι ναυτιλιακές επιχειρήσεις έχουν οδηγηθεί για αναζήτηση χρηματοδότησης προς την Ασία καθώς και προς τα μετοχικά funds και hedge funds. (Ένωση Ελλήνων Εφοπλιστών, 2015) Αναφορικά με τη χωρητικότητα πλοίων, σύμφωνα με στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής (Δύναμη των ελληνικών εμπορικών πλοίων 100 ΚΟΧ και άνω, κατά κατηγορία).

Η Δύναμη του Ελληνικού Εμπορικού Στόλου, από πλοία 100 ΚΟΧ και άνω, το μήνα Μάιο 2016 σε σύγκριση με την αντίστοιχη Δύναμη του Μαΐου 2015, παρουσίασε αύξηση κατά 0,5% έναντι μείωσης 2,2% που σημειώθηκε κατά την αντίστοιχη σύγκριση του έτους 2015 προς το 2014 (Γράφημα 1).

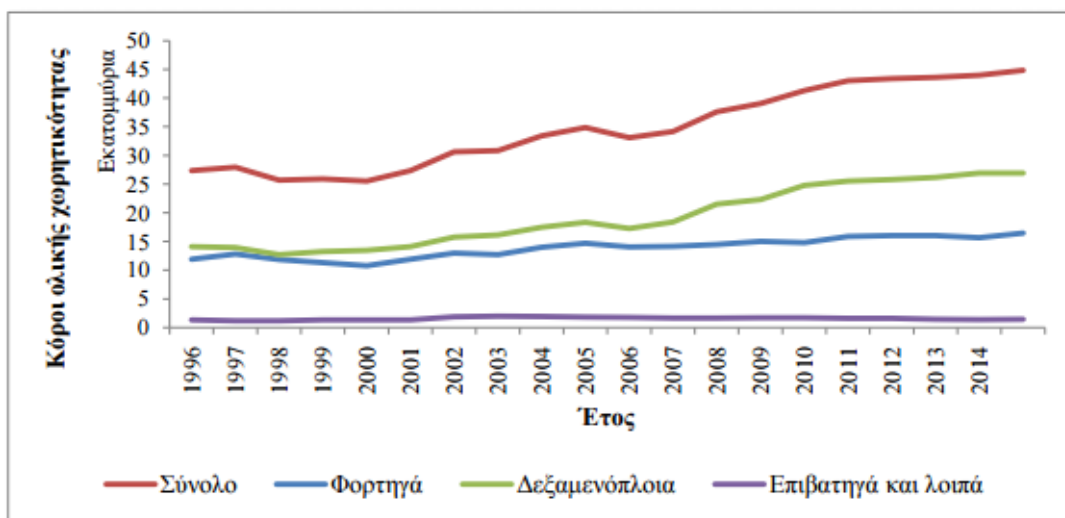
Η Ολική Χωρητικότητα του Ελληνικού Εμπορικού Στόλου, από πλοία 100 ΚΟΧ και άνω, το μήνα Μάιο 2016 σε σύγκριση με την αντίστοιχη χωρητικότητα του Μαΐου 2015, παρουσίασε αύξηση 0,7%, έναντι αύξησης 0,2% που σημειώθηκε κατά την αντίστοιχη σύγκριση του έτους 2015 προς το 2014 (Γράφημα 2).



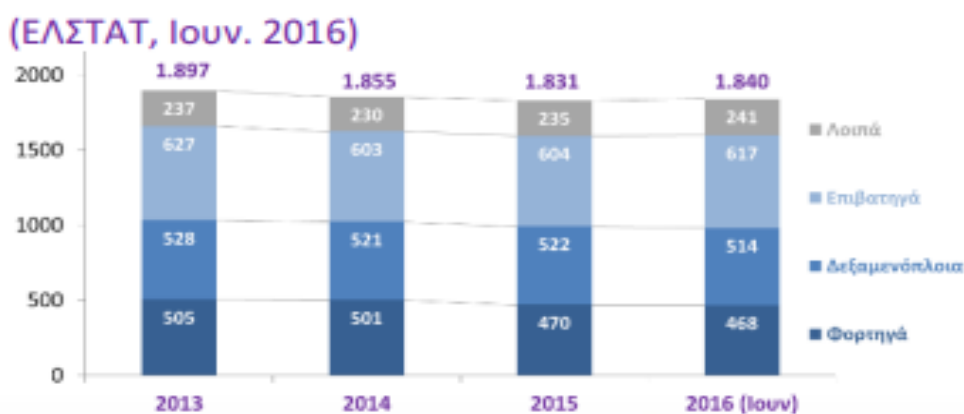
**Γράφημα 1:Κατανομή Ελληνικών εμπορικών πλοίων κατά ομάδες ηλικιών**

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να αναφέρουμε πώς οι Έλληνες έχουν και τον νεότερο στόλο στον Κόσμο.Οι Έλληνες εφοπλιστές επένδυσαν στα χαμηλά της αγοράς,καθώς οι μεγάλες πτώσεις των αξιών το προηγούμενο δωδεκάμηνο αντιμετωπίστηκαν ως ευκαιρία απόκτησης ποιοτικού τονάζ.Με τις τιμές των πλοίων να έχουν υποχωρήσει σε ιστορικά χαμηλά κατά το πρώτο μέρος του 2016,παράλληλα με την ελεύθερη πτώση των εσόδων τους,δημιουργήθηκε η δυνατότητα περαιτέρω εκσυγχρονισμού του ελληνικού στόλου.Οι Έλληνες εφοπλιστές κατέβαλαν περισσότερα από 3,75 δις.δολάρια για την απόκτηση 285 μεταχειρισμένων ποντοπόρων σύμφωνα με τα

στοιχεία του ναυλομεσιτικού οίκου Allied shipbroking. Ο μέσος όρος ηλικίας του ελληνόκτητου στόλου είναι περίπου στα 11 χρόνια ενώ του παγκοσμίου στα 14,4 έτη.



Γράφημα 2: Κοροι Ολικής Χωρητικότητας



Διάγραμμα 3 :Δύναμη Ελληνικού Εμπορικού Στόλου

Στην Ελλάδα, οι ναυτιλιακές εταιρείες, πέραν της αύξησης του ΦΠΑ, ως επακόλουθο της οικονομικής κρίσης, επιβαρύνθηκαν επιπλέον με τη λήψη δύο νέων δυσμενών για αυτούς φορολογικών μέτρων

**α) Ετήσια παροχή για τα έτη 2014, 2015 και 2016.** Στα πλαίσια οικονομικής παροχής της Ναυτιλιακής Κοινότητας για την αντιμετώπιση της οικονομικής κρίσης της χώρας, θεσμοθετήθηκε διάταξη (άρθρο 14 του Νόμου 4223 (ΦΕΚ 287 / τεύχος Α / 31.12.2013) σύμφωνα με την οποία καθορίστηκε για τα έτη, 2014, 2015 και 2016 ετήσια παροχή από τους πλοιοκτήτες ή πλοιοκτήτριες εταιρείες για τα πλοία υπό ελληνική σημαία, καθώς και από τους αλλοδαπούς πλοιοκτήτες ή πλοιοκτήτριες

εταιρείες για τα πλοία υπό ξένη σημαία τα οποία έχουν τεθεί υπό τη διαχείριση ημεδαπών ή αλλοδαπών εταιρειών οι οποίες είναι εγκατεστημένες στην Ελλάδα δυνάμει των διατάξεων του άρθρου 25 του Ν. 27 (ΦΕΚ 77 / τεύχος Α / 22.04.1975). Ο φόρος υπολογίζεται στο διπλάσιο του φόρου που υπολογίστηκε και βεβαιώθηκε από την αρμόδια υπηρεσία της Φορολογικής Διοίκησης για κάθε πλοίο κατά την προηγούμενη κάθε φορά φορολογική περίοδο, σύμφωνα με το άρθρο 26 του Ν. 27/1975, χωρίς να αφαιρούνται οι υπό του νόμου τυχόν προβλεπόμενες μειώσεις ή εκπτώσεις λόγω αργίας του πλοίου ή λόγω δρομολόγησής του σε τακτικές γραμμές, εκπίπτει όμως ο φόρος χωρητικότητας (tonnage tax) ή οποιαδήποτε παρόμοια επιβάρυνση που αποδεδειγμένα καταβλήθηκε για το πλοίο υπό ξένη σημαία και μέχρι του ποσού του φόρου που οφείλεται στην Ελλάδα.

**β) Αύξηση του φόρου χωρητικότητας (tonnage tax) κατά 4%.** Με το Νόμο 4336 «Συνταξιοδοτικές διατάξεις – Κύρωση του Σχεδίου Σύμβασης Οικονομικής Ενίσχυσης από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Σταθερότητας (Ε.Μ.Σ.) και ρυθμίσεις για την υλοποίηση της Συμφωνίας Χρηματοδότησης» (ΦΕΚ 94 / τεύχος Α / 14.08.2015), άρθρο 26α , καθορίστηκε αύξηση της φορολόγησης του φόρου χωρητικότητας (tonnage tax) κατά 4% ετησίως στα πλοία με ελληνική και ξένη σημαία για την επόμενη πενταετία έως το 2020. Επισημαίνεται ότι ο φόρος χωρητικότητας καταβάλλεται κάθε χρόνο ανάλογα με τους κόρους που έχει κάθε πλοίο αλλά και την ηλικία του.

Ο φόρος χωρητικότητας (tonnage tax) στα πλοία υπό ξένη σημαία, η διαχείριση των οποίων γίνεται από εταιρείες εγκατεστημένες στην Ελλάδα, επιβλήθηκε για πρώτη φορά με το άρθρο 24 του Νόμο 4110 (ΦΕΚ 17 / τεύχος Α / 23.01.2013) και υπολογίζεται με τα ίδια κριτήρια, συντελεστές και κλιμάκια που ισχύουν για το φόρο χωρητικότητας (tonnage tax) του Νόμου 27/1975 που περιλαμβάνει πλοία με ελληνική σημαία.

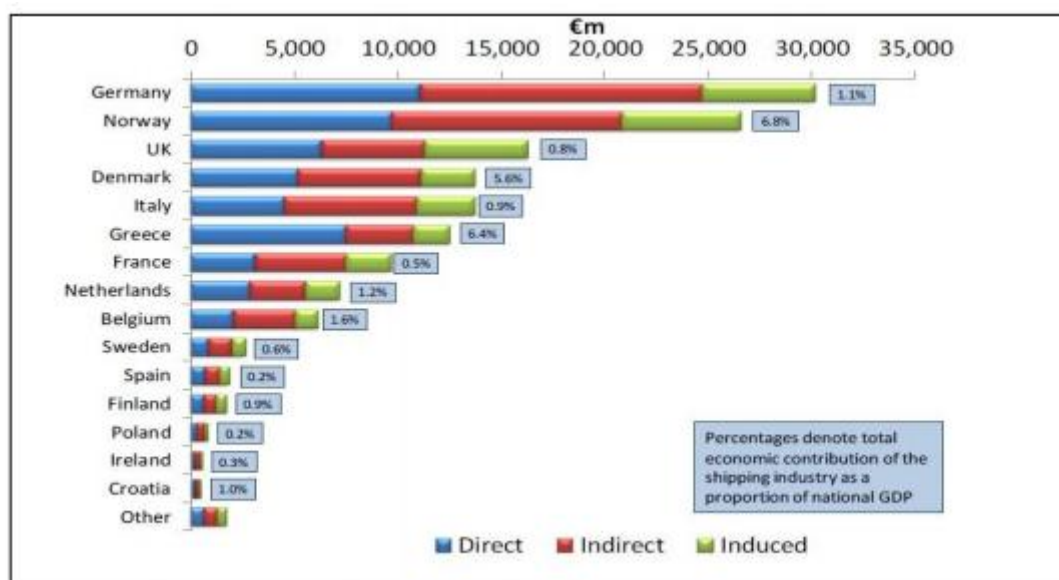
Σύμφωνα με τα ανωτέρω, ο κλάδος της ναυτιλίας στην Ελλάδα έχει έρθει αντιμέτωπος με δύο οικονομικές κρίσεις. Από τη μια η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2009 όπου το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν είχε κατακυλήσει σε αρνητικό ρεκόρ της τάξεως του -2,1% με τους δείκτες του ΑΕΠ στην ΕΕ και στην Ελλάδα να βρίσκονται στο -4,4% και -4,3% αντίστοιχα και από την άλλη η σοβαρή δημοσιονομική οικονομική κρίση που πλήττει τη χώρα με αρνητικούς δείκτες ΑΕΠ από το 2009 και μετά.

Συμπεραίνεται ότι οι ναυτιλιακές εταιρείες που εδρεύουν στην Ελλάδα, εκτός των καθολικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν (υπερπροσφορά χωρητικότητας και πολύ χαμηλές τιμές ναύλων στον τομέα των φορτηγών πλοίων), πρέπει να αναζητούν τρόπους εξοικονόμησης πόρων προκειμένου να ανταπεξέλθουν στην

αύξηση φόρου χωρητικότητας κατά 4% και στην ετήσια παροχή για τα έτη 2014, 2015 και 2016 ενώ παράλληλα να διατηρήσουν τον ανταγωνιστικό τους χαρακτήρα ως προς την προσφορά των υπηρεσιών τους. Συνδυάζοντας την αύξηση χωρητικότητας κατά 8,6% των ελληνικών εμπορικών πλοίων για χρονική περίοδο (2009-2014) με την αύξηση του φόρου χωρητικότητας του 4%, αντιλαμβάνεται κανείς ότι τα έσοδα του κράτους το 2015, μόνο από την εφαρμογή του παραπάνω μέτρου, έχουν αυξηθεί κατά 5,12% με αποτέλεσμα να απομειώνεται η κερδοφορία των ναυτιλιακών εταιρειών.

#### 1.4 Συνολικές οικονομικές επιπτώσεις της Ναυτιλιακής βιομηχανίας

Αθροίζοντας τις άμεσες, έμμεσες και προκαλούμενες επιδράσεις υπολογίζεται η συνολική οικονομική συμβολή της ευρωπαϊκής ναυτιλιακής βιομηχανίας. Η συνολική συνεισφορά της ακαθάριστης προστιθέμενης αξίας στο ΑΕΠ από τη ναυτιλιακή βιομηχανία της Ευρωπαϊκής Ένωσης εκτιμάται ότι το 2012 ανήλθε σε 145.000.000.000 €. Το 39% αυτού του συνολικού (ήτοι 57.000.000.000€) προήλθε από δύο μόνο χώρες: Τη Γερμανία και τη Νορβηγία. Συνολικά, το 99% των συνολικών επιπτώσεων δημιουργήθηκαν από τις 15 μεγαλύτερες χώρες. Η συνολική οικονομική συνεισφορά της ναυτιλίας αντιστοιχεί σε 1,1% του ΑΕΠ της Ευρωπαϊκής Ένωσης, όμως σε ορισμένες χώρες το ποσοστό αυτό μπορεί να είναι σημαντικά υψηλότερο και να κυμαίνεται μεταξύ του 5 % και 7% όπως αυτό συμβαίνει στη Νορβηγία, στην Ελλάδα και στη Δανία.



**Γράφημα 4: Συνολική προστιθέμενη ακαθάριστη αξία που συνεισφέρει στον ΑΕΠ η ναυτιλιακή βιομηχανία σε χώρες της ΕΕ για το έτος 2012, (Oxford Economics, 2014)**

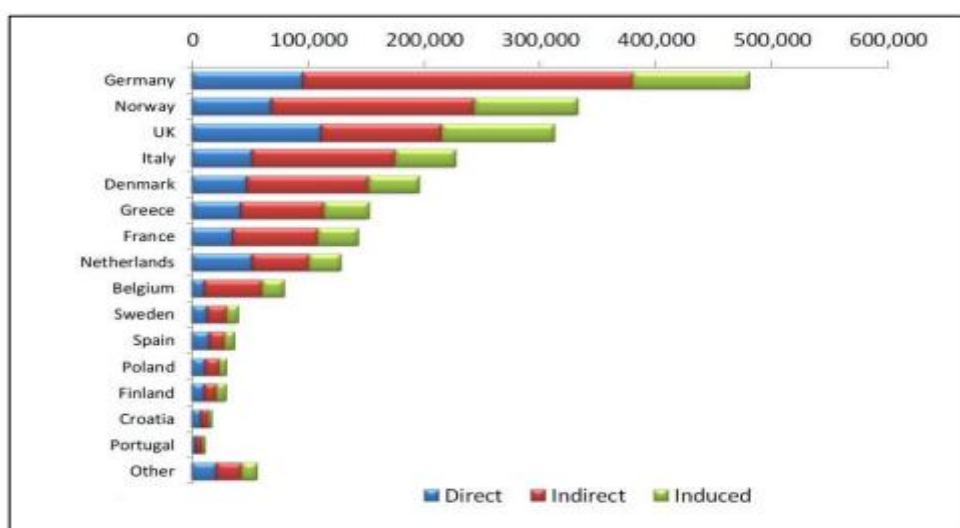
Με κάθε 1.000.000,00 € που συμβάλλει η ευρωπαϊκή ναυτιλιακή βιομηχανία στο ΑΕΠ της κάθε χώρας, δημιουργείται επιπλέον 1.600.000,00 € σε άλλους τομείς



στην ευρωπαϊκή οικονομία. Συμπεραίνεται ότι ο συγκεκριμένος κλάδος παραγωγής έχει έναν πολλαπλασιαστή του ΑΕΠ της τάξεως του 2,6.

Ακολουθώντας μια παρόμοια προσέγγιση, η ευρωπαϊκή ναυτιλιακή βιομηχανία εκτιμάται ότι για το έτος 2012 έχει υποστηρίξει συνολικά 2.300.000 θέσεις εργασίας, είτε άμεσα μέσω των δραστηριοτήτων της, είτε μέσω της εφοδιαστικής αλυσίδας ή των προκαλούμενων δαπανών από τους εργαζομένους της και όσων εργάζονται στο τομέα της εφοδιαστικής αλυσίδας. Για κάθε άμεση δημιουργούμενη θέση απασχόλησης δημιουργούνται άλλες 2,8 σε άλλους τομείς στην ευρωπαϊκή οικονομία. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ότι ο πολλαπλασιαστής απασχόλησης της ναυτιλιακής βιομηχανίας είναι 3,8. Το 50% της συνολικής συνεισφοράς της απασχόλησης του κλάδου της ναυτιλίας συμβαίνει στη Γερμανία, στη Νορβηγία και στο Ηνωμένο Βασίλειο.

Επιπλέον στην Ελλάδα που αποτελεί μια χώρα με μεγάλο εμπορικό έλλειμμα, αυτό καλύπτεται κυρίως από τα κέρδη του συναλλάγματος από το τομέα της ναυτιλίας και του τουρισμού. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι για τα έτη 2004 και 2005 η ναυτιλία κάλυπτε τι 31% αυτού του ελλείμματος. Τέλος, σύμφωνα και με μελέτες της ΕΕ, η ναυτιλία στην Ελλάδα έχει έναν υψηλό πολλαπλασιαστή στο τομέα της απασχόλησης (1:5). Στη πράξη αυτό σημαίνει ότι η απασχόληση κάθε ναυτικού σε ελληνικό πλοίο συνεπάγεται τη διατήρηση πέντε θέσεων εργασίας στη ξηρά (όπως στη κατασκευή – επισκευή πλοίου, ανταλλακτικά, ελλιμενισμός, προμήθεια πλοίου, καύσιμα κλπ). (Corres, 2007)



**Διάγραμμα 5: Συνολικός αντίκτυπος της απασχόλησης της ναυτιλιακής βιομηχανίας της ΕΕ για το έτος 2012, (Oxford Economics, 2014),**

Εκτιμάται ότι τα φορολογικά έσοδα της από τη ναυτιλιακή βιομηχανία της ΕΕ ανέρχονται συνολικά σε 41.000.000.000,00 €, (είτε άμεσα μέσω των δραστηριοτήτων της, είτε μέσω της εφοδιαστικής αλυσίδας ή ακόμα μέσω των προκαλούμενων δαπανών από τους εργαζομένους της και όσων εργάζονται στο τομέα της εφοδιαστικής αλυσίδας).

Παρά τις δυσμενείς συνθήκες της αγοράς, οι μικρές αυξήσεις και οι μειώσεις ποσοστών αριθμών πλοίων που αναφέρονται παρακάτω είναι αρκετά ενθαρρυντικές.

#### **Δεξαμενόπλοια του πετρελαίου(Oil Tankers)**

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 27,1

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων 2016: 25,2

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2015: 26,6

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2016: 24,8

#### **Χημικά & Προϊόντα Tankers (Chemical & Products Tankers)**

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 8,0

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2016:7.8

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2015:13,0

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2016: 13.3

#### **Πλοία μεταφοράς υγροποιημένου αερίου Liquefied Gas Carriers**

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 10,9

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων 2016: 11,7

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2015: 10,4

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2016: 11,4

#### **Ξηρού Φορτίο (Bulk Carriers)**

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 15,5

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων 2016: 15.7

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2015: 16,9

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2016: 17,4

#### **Πλοία μεταφοράς εμπορευματοκιβωτίων(Container Ships)**

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 6,5

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων 2016: 6,6

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2015: 7,9

Ποσοστό επί του συνόλου DW 201 6: 8,0

**Φορτηγά πλοία(Cargo Ships)**

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 1,8

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων 201 6: 1,7

Ποσοστό επί του συνόλου DW 2015: 1,9

Ποσοστό επί του συνόλου DW 201 6: 1,8

**Επιβατηγά πλοία Passenger Ships**

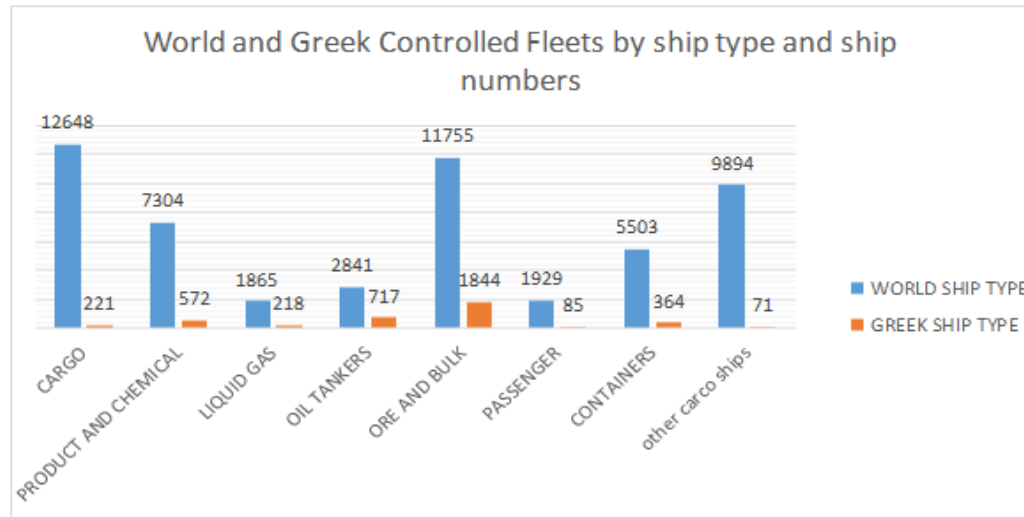
Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 2015: 4,9

Ποσοστό του αριθμού των πλοίων, 201 6: 4.4

Ποσοστό επί του συνόλου GT 2015: 4,0

Ποσοστό επί του συνόλου GT, 201 6: 3.6

Η συμμετοχή των Ελλήνων ιδιοκτητών είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις κατηγορίες των πλοίων που φέρουν το μεγαλύτερο μέρος του παγκόσμιου χύδην φορτίου. Συνολικά, η Ελληνική στόλος ως ποσοστό του παγκόσμιου στόλου ανέρχεται σε 7,6 όσον αφορά τον αριθμό των πλοίων, 13,5 σε GT και 15. 8 από την άποψη της DWT.



**Γράφημα 6:Ελληνικός-Παγκόσμιος στόλος ανα τύπο Πλοίο(Greek Shipping Co-Operation Committee ,2016)**

## Κεφάλαιο 2: Μορφές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

### 2.1 Τραπεζική χρηματοδότηση

#### 2.1.1. Έννοια – Βασικά χαρακτηριστικά

Ο Τραπεζικός Δανεισμός είναι ο πιο συνηθισμένος τρόπος χρηματοδότησης. Οι τράπεζες προσφέρουν δύο μεγάλες κατηγορίες δανείων προς τις επιχειρήσεις. Τα δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης, τα οποία είναι μικρής διάρκειας (βραχυπρόθεσμα) και έχουν σκοπό τη βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης και τα Μακροπρόθεσμα δάνεια που περιλαμβάνουν τα δάνεια εγκατάστασης και τα δάνεια επαγγελματικού εξοπλισμού. Έχουν χαμηλότερο επιτόκιο λόγω της μεγαλύτερης διάρκειας αποπληρωμής τους. Τα δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης χωρίζονται σε ανοιχτά δάνεια και σε αλληλόχρεους λογαριασμούς ενώ τα Μακροπρόθεσμα δάνεια χωρίζονται σε δάνεια για επαγγελματική στέγη και δάνεια για εξοπλισμό. Μια Τρίτη μικρότερη κατηγορία είναι τα ομολογιακά δάνεια<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Αγγελόπουλος Π., Ηρειώτης Ν., Συριόπουλος Κ., «Χρηματοοικονομικά εργαλεία στήριξης των ειδικών μορφών πίστης», σελ. 64

### **2.1.2. Δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης**

Τα δάνεια κεφαλαίου κίνησης είναι μικρής διάρκειας και αποσκοπούν στη βελτίωση της ρευστότητας και στην αύξηση των πωλήσεων κυρίως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Ορισμένοι από τους παράγοντες που ωθούν στην ανάγκη απόκτησης συγκεκριμένου δανείου είναι το είδος των εργασιών, η εποχικότητα, το ύψος των πωλήσεων, η φάση του επιχειρηματικού κύκλου και η ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων της επιχείρησης. Στα Δάνεια Κεφαλαίου Κίνησης εμπίπτουν τα ανοιχτά δάνεια και οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί.

Στα ανοιχτά δάνεια οι τράπεζες δίνουν ένα πιστωτικό όριο στον πελάτη μέχρι το οποίο μπορεί να δανείζεται. Ο δανειολήπτης μπορεί αν θέλει να εξοφλήσει μέρος ή το σύνολο της οφειλής του, ενώ μπορεί να επαναδανείζεται όταν έχει ανάγκη μέχρι το όριο που του έχει χορηγηθεί.

Οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί είναι χορήγηση που ανακυκλώνεται σε τακτά χρονικά διαστήματα με μέγιστη διάρκεια το ένα έτος. Με το πέρας του έτους γίνεται επανεξέταση της επιχείρησης για το αν θα ανανεωθεί το συγκεκριμένο όριο που έχει εγκριθεί ή αν θα πρέπει να μειωθεί. Ο πιστούχος μπορεί να εξοφλήσει μέρος ή το σύνολο της οφειλής του, ενώ μπορεί να το επαναχρησιμοποιεί όποτε το χρειάζεται. Το ύψος του ορίου που εγκρίνεται εξαρτάται από τον τζίρο της εταιρίας τον γενικότερο δανεισμό της και τις εγγυήσεις που προσφέρει ενώ δεν υπάρχει συγκεκριμένο ποσοστό επί του τζίρου για την διαμόρφωση του ορίου. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα των δανείων κεφαλαίου κίνησης είναι η αύξηση της ρευστότητας της επιχείρησης, η δυνατότητα αύξησης των πωλήσεων, η δυνατότητα αγοράς πρώτων υλών σε καλύτερη τιμή και τέλος προσφέρουν φορολογικές απαλλαγές.

### **2.1.3. Μακροπρόθεσμος δανεισμός**

Τα Μακροπρόθεσμα δάνεια είναι μεγάλης διάρκειας και περιλαμβάνουν δάνεια για αγορά επαγγελματικής στέγης ή για αγορά εξοπλισμού<sup>2</sup>. Τα δάνεια επαγγελματικής στέγης μπορεί να χρηματοδοτήσουν μέχρι και το 100% της αξίας του ακινήτου και η διάρκεια τους κυμαίνεται συνήθως από 3 μέχρι 30 χρόνια, ανάλογα με την τράπεζα και την πιστοληπτική ικανότητα του πελάτη. Για τους νέους επιχειρηματίες οι τράπεζες παρέχουν συνήθως περίοδο χάριτος μέχρι δύο έτη, διάστημα κατά το οποίο οι νέοι επιχειρηματίες καλούνται να πληρώσουν μόνο τους τόκους ή μικρότερες δόσεις και όχι το κεφάλαιο, το οποίο γίνεται απαιτητό στη συνέχεια.

---

<sup>2</sup> Θάνος Γ, Κιόχος Π, Παπανικολάου Γ. (2002) Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

Τα δάνεια αγοράς πάγιου εξοπλισμού έχουν συνήθως διάρκεια αποπληρωμής που φτάνει τα 15 χρόνια. Η τεχνολογική απαξίωση του πάγιου εξοπλισμού και ο διαρκής εκσυγχρονισμός τους απαιτεί απασχόληση σημαντικών κεφαλαίων της επιχείρησης, η απόδοση των οποίων δεν είναι άμεση αλλά κατανέμεται καθ' όλη τη διάρκεια ζωής του παγίου. Γι' αυτό το λόγο οι επιχειρήσεις προκειμένου να μην απασχολούν δικά τους κεφάλαια, είτε γιατί δεν έχουν είτε γιατί προτιμούν να τα διαθέσουν για τον κύκλο εργασιών τους, καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό. Λόγω του μεγάλου χρονικού ορίζοντα των δανείων αυτών, εμπεριέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο, γι' αυτό και συνήθως απαιτείται εμπράγματο εξασφάλιση όπως η υποθήκη του ακινήτου ή η δέσμευση του εξοπλισμού υπέρ της τράπεζας.

#### **2.1.4. Ομολογιακά Δάνεια**

Μια μορφή χρηματοδότησης δημόσιων αλλά και ιδιωτικών ανώνυμων εταιρειών είναι η έκδοση ομολόγων. Πρόκειται για τίτλους δανεισμού από το ευρύ επενδυτικό κοινό με την υποχρέωση καταβολής των συμφωνηθέντων τοκομεριδίων σε καθορισμένα χρονικά διαστήματα και επιστροφής του κεφαλαίου κατά τη λήξη του δανείου<sup>3</sup>. Τα ομολογιακά δάνεια διαιρούνται σε ισόποσα ομόλογα τα οποία διατίθενται στους επενδυτές οι οποίοι με αυτό τον τρόπο δανείζουν την επιχείρηση που έχει εκδώσει τα ομόλογα. Οι επενδυτές που αγοράζουν τα ομόλογα μπορούν να τα κρατήσουν μέχρι τη λήξη τους καταβάλλοντας όπως προείπαμε τοκομερίδια σε συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα, ή μπορούν να τα διαπραγματευτούν στην δευτερογενή αγορά πριν την ημερομηνία λήξης τους.

#### **2.1.5. Πλεονεκτήματα τραπεζικού δανεισμού**

Τα βασικά πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης μιας επιχείρησης από μία τράπεζα είναι τα εξής:

1. Όπως και όλες μορφές χρηματοδότησης, έτσι και η λήψη δανείου από μια τράπεζα, εξασφαλίζει στις επιχειρήσεις το αναγκαίο κεφάλαιο που θα χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές τους και θα αυξήσει τη ρευστότητά τους.
2. Το ρίσκο που αναλαμβάνει η τράπεζα στην περίπτωση χορήγησης δανείου σε μια επιχείρηση είναι πολύ μικρότερο από το αντίστοιχο ρίσκο που έχουν άλλες μορφές χρηματοδότησης, γι' αυτό και το επιτόκιο δανεισμού είναι αρκετά χαμηλό. Το επιτόκιο δανεισμού καθορίζεται από δύο παράγοντες. Ο πρώτος παράγοντας είναι η διατραπεζική αγορά από την οποία και δανείζονται οι εγχώριες τράπεζες προκειμένου

---

<sup>3</sup> Αγγελόπουλος Π.,(2004) Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Β Έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

να χρηματοδοτήσουν τον πελάτη (στην περίπτωση της Ευρώπης είναι το επιτόκιο Euribor, η τιμή του οποίου αλλάζει καθημερινά). Ο δεύτερος παράγοντας είναι η ίδια επιχείρηση που ζητά το δάνειο. Το χαρτοφυλάκιο της, το μέγεθός της, οι εγγυήσεις που παρέχει, το είδος και το ύψος του δανείου που επιθυμεί, η σχέση της με την τράπεζα επηρεάζουν το περιθώριο κέρδους (spread-margin) το οποίο καθορίζεται από την τράπεζα. Το περιθώριο μαζί με το Euribor συνιστά το επιτόκιο δανεισμού. Σε αυτά τα δύο προστίθεται και η κρατική εισφορά του Ν. 128/75 που επιβαρύνει την επιχείρηση.

3. Η αποπληρωμή των δανείων ορισμένης διάρκειας μπορεί να πραγματοποιηθεί με πολλούς διαφορετικούς τρόπους, προσαρμοζόμενη στις ανάγκες της κάθε επιχείρησης γεγονός που καθιστά αυτόν τον τρόπο χρηματοδότησης ιδιαίτερα ευέλικτο και προσίτο από τις επιχειρήσεις.

4. Η επιχείρηση που λαμβάνει το δάνειο, σε αντίθεση με άλλες μορφές χρηματοδότησης, διατηρεί την άμεση κυριότητα όλων των παγίων στοιχείων της καθώς και το δικαίωμα να καθορίσει εκείνη τον τρόπο χρήσης και οικονομική εκμετάλλευσής τους, χωρίς να υπόκειται σε οποιασδήποτε μορφής έλεγχο.

5. Η τράπεζα, μετά την σύναψη του δανείου και της χορήγησης του ποσού, δεν έχει περαιτέρω ανάμειξη στην επένδυση της πίστωσης, ούτε ελέγχει την επιχείρηση για το εάν και κατά πόσο η επένδυση που πραγματοποίησε ήταν επικερδής. Η αρμοδιότητα της τράπεζας περιορίζεται στη λήψη των χρηματικών δόσεων σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα.



**Γράφημα 7: Το επίπεδο των επιτοκίων στη Ελλάδα 2008-2016 σε ένα γράφημα**

### **2.1.6. Μειονεκτήματα τραπεζικού δανεισμού**

Ο τραπεζικός δανεισμός, εκτός από τα πλεονεκτήματα που αναφέρθηκαν παραπάνω, έχει και τα εξής μειονεκτήματα:

1. Προκειμένου μια τράπεζα να προχωρήσει στη δανειακή χρηματοδότηση μιας επιχείρησης θα πρέπει να έχει εξασφαλίσει ότι η επιχείρηση θα είναι σε θέση να αποπληρώσει το δάνειο καθ' όλη τη διάρκεια αποπληρωμής που έχει προσυμφωνηθεί. Η επιχείρηση λοιπόν πρέπει, για να λάβει την χρηματοδότηση, να παρέχει τις απαραίτητες εγγυήσεις στην τράπεζα, όπως είναι υποθήκες, προσημειώσεις, εκχώρηση εσόδων, ενέχυρο επί μετοχών ή είσοδος εγγυήτριας εταιρίας στην σύναψη του δανείου. Το γεγονός αυτό καθιστά τον τραπεζικό δανεισμό αρκετά δύσκολο έως αδύνατο, σε περίπτωση που δεν δοθούν οι παραπάνω εγγυήσεις.
2. Η διαδικασία από τη στιγμή της αίτησης ενός δανείου έως και την έγκριση και εκταμίευση του χρηματικού ποσού είναι ιδιαίτερα χρονοβόρα . Τα συνοδευτικά δικαιολογητικά που χρειάζονται είναι πολλά και όπως προείπαμε η ανάγκη παροχής εγγυήσεων από τη μεριά της επιχείρησης αφαιρούν την ευελιξία. Στην περίπτωση που πρέπει να υλοποιηθεί άμεσα ένα επενδυτικό σχέδιο και δεν υπάρχουν τα απαραίτητα κεφάλαια, ο τραπεζικός δανεισμός αποκλείεται.
3. Στις περισσότερες περιπτώσεις δανείων, το επιτόκιο δανεισμού είναι κυμαινόμενο, γεγονός που ενέχει και έναν κίνδυνο για την επιχείρηση εφόσον, είναι πιθανό να αυξηθεί αρκετά κατά τη διάρκεια του δανείου.
4. Ένα πολύ σημαντικό μειονέκτημα του συγκεκριμένου τρόπου χρηματοδότησης είναι το γεγονός ότι δεν εξασφαλίζει φορολογικές ελαφρύνσεις στην επιχείρηση, όπως άλλα είδη χρηματοδότησης.
5. Η δανειακή χρηματοδότηση συνήθως καλύπτει ένα μέρος της επένδυσης που θέλει να υλοποιήσει η επιχείρηση και σπάνια καλύπτει το 100% του ποσού. Αυτό σημαίνει ότι αν η επιχείρηση δεν έχει το υπολειπόμενο ποσό που χρειάζεται, θα πρέπει να καταφύγει σε άλλες μορφές χρηματοδότησης.
6. Σαν πλεονέκτημα αναφέραμε ότι η τράπεζα, μετά την σύναψη του δανείου και της χορήγησης του ποσού, δεν έχει περαιτέρω ανάμειξη στην επένδυση της χορήγησης, ούτε ελέγχει την επιχείρηση για το εάν και κατά πόσο η επένδυση που πραγματοποίησε ήταν επικερδής. Το γεγονός αυτό μπορεί ταυτόχρονα να θεωρηθεί και μειονέκτημα, μιας και η επιχείρηση ίσως και να επωφελούνταν από την παροχή συμβουλών σε θέματα τεχνικά, οργανωτικά και χρηματοδοτικά.



7. Τέλος υπάρχει για την επιχείρηση κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής του δανείου. Σε περιόδους οικονομικής ύφεσης, η αποπληρωμή δανείων μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα δύσκολη και να αναγκάσει την επιχείρηση να προβεί σε ζημιογόνες αποφάσεις προκειμένου να ανταπεξέλθει στους όρους της συμφωνίας με την τράπεζα.

### **Κεφάλαιο 3: Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης**

#### **3.1 Χρηματοδοτική Μίσθωση (Leasing)**

Το leasing, το οποίο αποδίδεται στα ελληνικά "χρηματοδοτική μίσθωση" είναι μία μορφή σύμβασης χρηματοδότησης ανάμεσα σε μία Εταιρεία leasing και σε μία επιχείρηση ή επαγγελματία, σύμφωνα με την οποία η πρώτη παραχωρεί για ορισμένο χρονικό διάστημα και έναντι μισθώματος στον δεύτερο τη χρήση επιχειρησιακού ή επαγγελματικού εξοπλισμού<sup>4</sup>. Μετά τη λήξη της σύμβασης leasing και ανάλογα με τους όρους που προβλέπει, η κάθε επιχείρηση έχει τη δυνατότητα είτε να την ανανεώσει, είτε να τη διακόψει επιστρέφοντας τον κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, είτε να αγοράσει αυτό τον εξοπλισμό<sup>5</sup>.

Οι συμβαλλόμενοι στη σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί να είναι: ως εκμισθωτής: α) Τράπεζα που έχει την έδρα της στην Ελλάδα ή έχει συσταθεί στο εξωτερικό και έχει υποκατάστημα στην Ελλάδα β) Ανώνυμη Εταιρεία που έχει συσταθεί αποκλειστικά για αυτό το σκοπό με μετοχικό κεφάλαιο ορισμένου ύψους για την ίδρυση και λειτουργία της οποίας απαιτείται ειδική άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδας<sup>6</sup> ως μισθωτής:

γ) Επιχείρηση ή Επαγγελματία που επιθυμεί να προμηθευτεί επαγγελματικό εξοπλισμό ή ακίνητο για επαγγελματική εγκατάσταση<sup>7</sup>.

Οι βασικές προϋποθέσεις της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι : α) Η παραχώρηση της χρήσης πράγματος, κινητού ή ακίνητου, που προορίζεται αποκλειστικά για επαγγελματική χρήση του μισθωτή β) το μίσθωμα το οποίο καθορίζεται με βάση το κεφάλαιο του εκμισθωτή για την απόκτηση του αγαθού, τη διάρκεια απόσβεσης του, τα έξοδα χρηματοδότησης και τα ποσοστά κέρδους του

---

<sup>4</sup> Γεωργιάδης Α., (2008) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

<sup>5</sup> Κοντος Γ. (2007) , Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών, leasing & factoring , Εκδόσεις Γραφιά, Αθήνα

<sup>6</sup> Αλεξανδρίδης Μ. (2004) Χρηματοοικονομική διαχείριση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

<sup>7</sup> Γεωργιάδης Α. (2008) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

εκμισθωτή. γ) η διάρκεια της σύμβασης η οποία είναι πάντοτε ορισμένου χρόνου δ) η παροχή στον μισθωτή του δικαιώματος είτε να αγοράσει το αντικείμενο της μίσθωσης είτε να ανανεώσει τη μίσθωση για ορισμένο χρόνο<sup>8</sup>. Διαδικασία σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης Η διαδικασία που ακολουθείται στο Leasing έχει ως εξής :

1. Ο μισθωτής έρχεται σε επαφή με τον προμηθευτή, επιλέγει τον εξοπλισμό που χρειάζεται και λαμβάνει προσφορά για αυτό.
2. Υποβάλλει αίτηση στην εταιρεία leasing μαζί με τα απαιτούμενα δικαιολογητικά .
3. Η εταιρεία leasing μελετά την αίτηση και εφόσον την εγκρίνει υπογράφεται η σχετική σύμβαση η οποία αναφέρει τη διάρκεια της μίσθωσης, το ύψος των μισθωμάτων και τις άλλες συμφωνηθείσες υποχρεώσεις.
4. Η εταιρεία Leasing αγοράζει τον εξοπλισμό και τον παραδίδει στον μισθωτή ο οποίος υπογράφει το «πιστοποιητικό αποδοχής εξοπλισμού».
5. Ξεκινάει η καταβολή των συμφωνηθέντων δόσεων προς την εταιρεία Leasing<sup>9</sup>.

Με τη λήξη της σύμβασης και ανάλογα με τη περίπτωση ο μισθωτής μπορεί: α) Να αγοράσει τον εξοπλισμό, συνήθως στο κόστος της υπολειμματικής αξίας του β) Να ανανεώσει τη σύμβαση για μια ακόμη χρονική περίοδο με νέους ή με τους ίδιους όρους γ) Να διακόψει τη συνεργασία με τον εκμισθωτή επιστρέφοντας τον εξοπλισμό. Η εταιρεία leasing μελετά την αίτηση και εφόσον την εγκρίνει υπογράφεται η σχετική σύμβαση η οποία αναφέρει τη διάρκεια της μίσθωσης, το ύψος των μισθωμάτων και τις άλλες συμφωνηθείσες υποχρεώσεις.

Με τη λήξη της σύμβασης και ανάλογα με τη περίπτωση ο μισθωτής μπορεί: α) Να αγοράσει τον εξοπλισμό, συνήθως στο κόστος της υπολειμματικής αξίας του β) Να ανανεώσει τη σύμβαση για μια ακόμη χρονική περίοδο με νέους ή με τους ίδιους όρους γ) Να διακόψει τη συνεργασία με τον εκμισθωτή επιστρέφοντας τον εξοπλισμό<sup>10</sup>.

Πριν από την εφαρμογή του Leasing, όταν μια επιχείρηση χρειαζόταν κεφαλαιουχικά αγαθά υψηλού κόστους κατέφευγε είτε στο να εκταμιεύσει τα αναγκαία ποσά για την αγορά τους μειώνοντας έτσι τη ρευστότητα της, είτε να δανειστεί αυτά τα ποσά από πιστωτικά ιδρύματα πληρώνοντας τόκους και παρέχοντας εγγυήσεις. Το leasing είναι μία εναλλακτική μορφή μεσομακροπρόθεσμης χρηματοδότησης που συνδυάζει τα χαρακτηριστικά του τραπεζικού δανεισμού και της μίσθωσης

---

<sup>8</sup> Γεωργιάδης Α. (2008) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

<sup>9</sup> Βάρκα Αδάμη Α. (2009), Εισαγωγή στο Αστικό Δίκαιο και Τριανταφυλλάκης Γ. Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη

<sup>10</sup> Γεωργιάδης Α. (2008) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.

κεφαλαιουχικών αγαθών, παρέχοντας τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν σύγχρονο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό χωρίς να δεσμεύουν το δικό τους κεφάλαιο ή να καταφεύγουν στον τραπεζικό δανεισμό<sup>11</sup>.

Συνεπώς, δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να επεκτείνουν διαρκώς τις δραστηριότητές τους αλλά και να χρησιμοποιούν σύγχρονο και συνεχώς ανανεούμενο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό. Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι το Leasing ωφελεί κυρίως τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, οι οποίες συχνά χρειάζονται εκσυγχρονισμό ή επέκταση των παραγωγικών εγκαταστάσεών τους και είναι δύσκολο να τους χορηγηθούν μικρά δάνεια από τράπεζες εξαιτίας της πολύπλοκης διαδικασίας που απαιτείται, του χρόνου καθώς και του υψηλού κόστους<sup>12</sup>.

Ο θεσμός του leasing στο πλαίσιο μιας Εθνικής Οικονομίας, ως ένας σύγχρονος εξειδικευμένος χρηματοδοτικός μηχανισμός συντελεί στην ανάπτυξη κυρίως των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, αυξάνει την παραγωγικότητα τους και βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα τους στο διεθνή επιχειρηματικό στίβο. Το leasing έχει πλεονεκτήματα τόσο για τον μισθωτή όσο και για τον εκμισθωτή. Σε ότι αφορά τον μισθωτή του παρέχει :

1) Δυνατότητα χρηματοδότησης μέχρι και 100% της αξίας του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού του ενώ ο τραπεζικός δανεισμός καλύπτει μέχρι και το 70% της αξίας<sup>13</sup>.

2) Φορολογική ωφέλεια δεδομένου ότι τα μισθώματα θεωρούνται δαπάνες που εκπίπτουν εξολοκλήρου από τον φόρο και μειώνουν το φορολογικό εισόδημα<sup>14</sup>.

3) Διατήρηση της ταμειακής ρευστότητας της επιχείρησης, δεδομένου ότι δεν είναι υποχρεωμένη να δεσμεύσει ίδια κεφάλαια, ούτε να αυξήσει τις υποχρεώσεις της προς τρίτους για την απόκτηση του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού.

4) Ευελιξία διότι το leasing παρέχει στην επιχείρηση τη δυνατότητα να ρυθμίσει το ποσό και τον χρόνο καταβολής των μισθωμάτων ανάλογα με την οικονομική της κατάσταση.

---

<sup>11</sup> Myron B. Slovin, Marie E. Sushka and John A. Polonchek (1990) Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth, The Journal of Finance Volume 45, Issue 1, pages 289–299

<sup>12</sup> Gallardo, J. (1997). Leasing to support small businesses and microenterprises, The World Bank, Policy Research Working Paper 1857.

<sup>13</sup> De Laurentis, G. and Mattei, J. (2009). Lessors' recovery risk management capability, Managerial Finance, Vol. 35, No. 10, pp. 860-873

<sup>14</sup> Αλεξάνδριδης Μ. (2004) Χρηματοοικονομική διαχείριση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

5) Εκσυγχρονισμό της επιχείρησης εφόσον μπορεί να ανανεώνει, να συμπληρώνει και να βελτιώνει τον εξοπλισμό της χωρίς να δεσμεύει ίδια κεφάλαια.

6) Μετά τη λήξη της σύμβασης ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να αποκτήσει την κυριότητα του αντικειμένου της σύμβασης έναντι προσυμφωνημένου ανταλλάγματος.

Σε ότι αφορά τον εκμισθωτή του παρέχει :

1) Περιορισμό του επιχειρηματικού κινδύνου, σε περίπτωση που ο μισθωτής δεν εκπληρώσει τους όρους της συμφωνίας, δεδομένου ότι το αντικείμενο της σύμβασης παραμένει στη κυριότητά του.

2) Ευνοϊκή φορολογική μεταχείριση δεδομένου ότι με την αγορά του κεφαλαιουχικού εξοπλισμού του παρέχεται η δυνατότητα απόσβεσης αυτής της δαπάνης και συνεπώς μειώνεται η φορολογητέα ύλη της εταιρείας leasing<sup>15</sup>.

3) Διεύρυνση του κύκλου εργασιών της εκμισθώτριας εταιρείας προσφέροντας επιπλέον ευκαιρίες επιχειρηματικής δραστηριότητας

4). Ταχύτερη και λιγότερο δαπανηρή διαδικασία υπογραφής της σύμβασης χρηματοδοτικής μίσθωσης σε σχέση με άλλες μορφές χρηματοδοτικού δανεισμού.

Η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει και ορισμένα μειονεκτήματα όπως είναι :

1) Το ονομαστικό κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης φαίνεται να είναι υψηλότερο από το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού, ωστόσο αντισταθμίζεται λόγω φορολογικών ελαφρύνσεων<sup>16</sup>.

2) Ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους από τυχαία περιστατικά ή ανωτέρα βία έναντι του εκμισθωτή και σε περίπτωση αθέτησης κάποιου όρου της σύμβασης για μεγάλο χρονικό διάστημα, διατρέχει τον κίνδυνο της έκτακτης καταγγελίας της. Σε τέτοια περίπτωση, ο εκμισθωτής έχει το δικαίωμα να του αφαιρέσει τον εξοπλισμό και να απαιτήσει την άμεση πληρωμή όλων των μισθωμάτων μέχρι τη λήξη της σύμβασης.

---

<sup>15</sup> Λαζαρίδης Ι., (2001) Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης, Leasing - Factoring Forfaiting - Venture Capital , Νέα Τραπεζικά Προϊόντα, Τεύχος Α, Β' Έκδοση, Σύγχρονη Εκδοτική, Θεσσαλονίκη

<sup>16</sup> Δασκάλου Γ., (1999) Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων (Χρηματιστική Διαχείριση Επενδύσεων), Σύγχρονη Εκδοτική, Β' Έκδοση , Αθήνα.

3) Ο μισθωτής υποβάλλεται στους ελέγχους του εκμισθωτή για να διαπιστωθεί η καλή λειτουργία του εξοπλισμού.

### 3.2 FACTORING

Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring) είναι μία σύμβαση μεταξύ ενός πράκτορα επιχειρηματικών απαιτήσεων, που είναι είτε τράπεζα, είτε ειδική ανώνυμη εταιρεία (συνήθως θυγατρική τράπεζας), και μιας επιχείρησης που ασχολείται με την πώληση αγαθών ή την παροχή υπηρεσιών. Περιεχόμενο της σύμβασης είναι ότι η εταιρεία Factoring αναλαμβάνει να παρέχει στην επιχείρηση του πελάτη της, για το διάστημα που συμφωνείται και έναντι αμοιβής, υπηρεσίες σχετικές με την προεξόφληση, τη λογιστική και νομική παρακολούθηση καθώς και την είσπραξη απαιτήσεων κατά των πελατών της<sup>17</sup>.

Με τη σύμβαση factoring επιδιώκονται τρεις σκοποί ενώ αντίστοιχες είναι και οι λειτουργίες που επιτελεί το factoring. Χρηματοδοτικός σκοπός Ο προμηθευτής μεταβιβάζει στον πράκτορα τις εκκρεμείς απαιτήσεις του, που ήδη υπάρχουν ή πρόκειται να δημιουργηθούν, από τη διάθεση αγαθών ή την παροχή υπηρεσιών. Ο πράκτορας αφού αφαιρέσει ένα ποσοστό που αντιστοιχεί στον προεξοφλητικό τόκο, καταβάλλει στον προμηθευτή το σύνολο ή μέρος αυτών των απαιτήσεων. Με αυτό τον τρόπο, επιτυγχάνεται η άμεση ρευστοποίηση των απαιτήσεων της επιχείρησης και εξασφαλίζεται ευχέρεια οικονομικής κίνησης.

Με τη σύμβαση factoring, ο πράκτορας απαλλάσσει τον προμηθευτή από ενέργειες και δαπάνες που σχετίζονται με τη λογιστική και οργανωτική παρακολούθηση των χρηματικών απαιτήσεων, την τακτική είσπραξή τους, ακόμα δε και τη δικαστική επιδίωξη της είσπραξης αυτών των απαιτήσεων. Για τις υπηρεσίες αυτές ο πράκτορας λαμβάνει ως αμοιβή ένα ποσοστό της απαίτησης που κυμαίνεται συνήθως από 0,5% ως 1,5%. Εξασφαλιστικός σκοπός Στη σύμβαση factoring ο πράκτορας συμφωνεί να πιστώσει τον λογαριασμό του πελάτη του με το ποσό της απαίτησης, ακόμη και αν δεν μπορέσει να το εισπράξει από τον οφειλέτη. Στην περίπτωση αυτή, ο πράκτορας αναλαμβάνει τον κίνδυνο της μη είσπραξης της απαίτησης χωρίς να έχει καμία αξίωση κατά του προμηθευτή. Αυτό προϋποθέτει το ότι

---

<sup>17</sup> Γεωργιάδης Α., (2008) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλας Αθήνα.

η απαίτηση είναι ελεύθερη από ενστάσεις, όπως λόγω ελαττώματος του πράγματος ή του έργου, πλάνης, εικονικότητας, συμψηφισμού κτλ.

Το factoring είναι μια πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης που προσελκύει όλο και περισσότερο το ενδιαφέρον των επιχειρήσεων, κυρίως των μικρομεσαίων. Έχει διαπιστωθεί ότι το factoring έχει αναπτυχθεί περισσότερο σε χώρες με μεγαλύτερη οικονομική ανάπτυξη όπου μάλιστα υπάρχει και καλύτερη ενημέρωση για τις δυνατότητες και τις ευκαιρίες που προσφέρει<sup>18</sup>. Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι το factoring δεν συνδέεται με την συνολική πιστοληπτική ικανότητα του προμηθευτή αλλά την αξία των λογαριασμών που θα εισπραχθούν.

### **Πλεονεκτήματα του Factoring**

1. Η δυνατότητα άμεσης είσπραξης του αντίτιμου των απαιτήσεων και κατά συνέπεια εξασφάλιση άνεσης στην ταμειακή ρευστότητα συντελεί στην επέκταση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης και στη συνεχή της ανάπτυξη.

2. Η διασφάλιση των εισπράξεων εξοικονομεί στην επιχείρηση πολύτιμο χρόνο και την προστατεύει από ενδεχόμενες διαμάχες με τους πελάτες της διατηρώντας την καλή συνεργασία τους.

3. Η διαχείριση των λογαριασμών των πελατών από τον factor ελαφρύνει την επιχείρηση από διαχειριστικές δαπάνες με αποτέλεσμα τη βελτίωση της ευελιξίας της.

4. Η έγκυρη εκτίμηση της φερεγγυότητας των οφειλετών μειώνει τον επιχειρηματικό κίνδυνο και παρέχει ασφαλιστική κάλυψη των απαιτήσεων.

5. Η ένταξη των υπηρεσιών Factoring στις δραστηριότητες των Τραπεζών έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κύκλου εργασιών τους αυξάνοντας τις χρηματοδοτήσεις για τη βελτίωση των παραγωγικών δυνατοτήτων των επιχειρήσεων.

6. Σε ότι αφορά την εθνική οικονομία μίας χώρας το factoring συμβάλλει στη προώθηση και ενίσχυση των εξαγωγικών δραστηριοτήτων και βοηθά στη καταπολέμηση της φοροδιαφυγής διότι αυξάνει τις δυνατότητες ελέγχου των επιχειρήσεων από τις φορολογικές αρχές<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Αλεξανδρίδης Μ. (2004) Χρηματοοικονομική διαχείριση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

<sup>19</sup> Αλεξανδρίδης Μ. (2004) Χρηματοοικονομική διαχείριση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

## Μειονεκτήματα του Factoring

1. Το σοβαρότερο μειονέκτημα είναι το υψηλό κόστος που έχει το factoring, το οποίο εξαρτάται από το εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών.

2. Οι άμεσες επαφές μεταξύ επιχειρηματία και πελάτη περιορίζονται και υπάρχει η πιθανότητα δυσαρέσκειας από την παρέμβαση του factor στις μεταξύ τους σχέσεις.

Ο θεσμός του factoring αποτελεί ένα ευέλικτο χρηματοδοτικό μέσο, το οποίο αποφέρει σημαντικά οφέλη στις επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν δυσκολίες ρευστότητας, λογιστικής παρακολούθησης και είσπραξης των απαιτήσεων τους. Παρέχει επίσης τη δυνατότητα σε μια επιχείρηση να μειώσει τα λειτουργικά της έξοδα, να βελτιώσει την ανταγωνιστικότητά της και να επικεντρωθεί στη συνεχή ανάπτυξή της.

## 3.3 FORFAITING

Το Forfaiting είναι μια μορφή χρηματοδότησης που συνάπτεται μεταξύ ενός εξαγωγέα και μιας τράπεζας ή εταιρείας factoring για την προεξόφληση γραμματίων, συναλλαγματικών, εγγυητικών επιστολών κλπ.. Κατά τη σύμβασης forfaiting η εκχωρούμενη απαίτηση είναι συνήθως μεσο-μακροπρόθεσμη (από 6 μέχρι 10 χρόνια) και ο πιστωτικός φορέας δεν έχει δικαίωμα αναγωγής κατά του εξαγωγέα σε περίπτωση που δεν ικανοποιηθεί από τον οφειλέτη<sup>20</sup>.

Διαχρονική εξέλιξη και ανάπτυξη του forfaiting Το forfaiting εμφανίστηκε κατά τη διάρκεια της μεταπολεμικής περιόδου που αναπτύχθηκε το εμπόριο μεταξύ Ανατολής και Δύσης και οι εξαγωγείς είχαν ανάγκη χρηματοδότησης των εργασιών τους. Πρωτοπόροι στο forfaiting υπήρξαν οι Τράπεζες της Ζυρίχης ενώ στις μέρες μας τα σημαντικότερα κέντρα είναι η Μεγάλη Βρετανία και η Γερμανία λόγω της ισχύουσας νομοθεσίας σε αυτές τις χώρες<sup>21</sup>. Το 2013 οι διεθνείς συναλλαγές μέσω forfaiting υπολογίστηκε ότι ξεπέρασαν τα usd 300 δις60.

Τα στοιχεία που χαρακτηρίζουν τον θεσμό του forfaiting είναι τα ακόλουθα:

---

<sup>20</sup> Αρτίκης Γ. (2002) Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Interbooks, Αθήνα

<sup>21</sup> Γαλάνης Β., 2000, Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

1. Το forfaiting εφαρμόζεται ευρύτατα ως μορφή χρηματοδότησης του εξαγωγικού εμπορίου αλλά μπορεί να εφαρμοστεί και σε εμπορικές δραστηριότητες που πραγματοποιούνται στο εσωτερικό μίας χώρας.

2. Οι απαιτήσεις που γίνονται αντικείμενο σύμβασης forfaiting είναι συνήθως μεσοπρόθεσμες αλλά δεν αποκλείεται και η περίπτωση των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων.

3. Οι απαιτήσεις που γίνονται αντικείμενο σύμβασης forfaiting προέρχονται κυρίως από πώληση κεφαλαιουχικών αγαθών στο εξωτερικό και σπανιότερα από πωλήσεις καταναλωτικών αγαθών.

4. Η προεξόφληση των απαιτήσεων γίνεται χωρίς δικαίωμα αναγωγής με αποτέλεσμα η τράπεζα του εξαγωγέα να επωμίζεται το μεγαλύτερο ρίσκο ενώ η τράπεζα του εισαγωγέα εγγυάται την φερεγγυότητα του πελάτη της<sup>22</sup>.

Η τεχνική του forfaiting παρουσιάζει τα παρακάτω πλεονεκτήματα για τον εξαγωγέα και τον εισαγωγέα

#### A) Για τον εξαγωγέα

1. Αυξάνεται η ρευστότητα του πριν την σύναψη της συμφωνίας με τον εισαγωγέα χωρίς να είναι απαραίτητη η διάθεση δικού του κεφαλαίου<sup>23</sup>.

2. Η εταιρεία forfaiting χρηματοδοτώντας τον εξαγωγέα «χωρίς δικαίωμα αναγωγής» αναλαμβάνει τους οικονομικούς, πολιτικούς και συναλλαγματικούς κινδύνους που μπορεί να προκύψουν.

3. Οι τραπεζικές συμφωνίες που ήδη έχει συνάψει δεν επηρεάζονται από την χρηματοδότηση forfaiting.

4. Η συγκεκριμένη χρηματοδότηση είναι απλή και γρήγορη και τον αποδεσμεύει από τη διαδικασία παρακολούθησης της είσπραξης<sup>24</sup>.

5. Έχει πλήρη εικόνα για το χρηματοοικονομικό κόστος που θα προκύψει διότι τα επιτόκια προεξόφλησης μπορεί να συμφωνηθούν προκαταβολικά.

---

<sup>22</sup> Αλεξανδρίδης Μ. (2004) Χρηματοοικονομική διαχείριση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

<sup>23</sup> Γεωργιάδης Απ. , (2000) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Leasing, factoring, forfaiting, franchising , Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

<sup>24</sup> Μητσιόπουλος Γ. (1989) Factoring-Forfaiting, Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα,



6. Η χρηματοδότηση για κάθε εμπορική συναλλαγή του εξαγωγέα γίνεται ξεχωριστά με αποτέλεσμα να μην χρειάζεται να εκχωρήσει όλες τις απαιτήσεις του. 7. Ο εξαγωγέας μπορεί να εισχωρήσει σε αγορές όπου οι πελάτες ζητούν απαιτητικούς τρόπους πληρωμής<sup>25</sup>.

B) Για τον εισαγωγέα

1. Η συμφωνία με τον εξαγωγέα μπορεί να διατηρηθεί εμπιστευτική.

2. Διευκολύνει τη σύναψη της εμπορικής συμφωνίας και επιταχύνει τις διαδικασίες μειώνοντας το διοικητικό και νομικό κόστος<sup>26</sup>.

Τα μειονεκτήματα της χρηματοδότησης αυτής είναι περιορισμένα και είναι τα ακόλουθα:

1. Ο εγγυητής που θα επιλέξει ο εξαγωγέας πρέπει να γίνει αποδεκτός από την εταιρεία *forfaiting*.

2. Το επιτόκιο χρηματοδότησης σε μια σύμβαση *forfaiting* είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο επιτόκιο της τραπεζικής χρηματοδότησης για να καλυφθεί ο τυχόν πολιτικός και συναλλαγματικός κίνδυνος.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται διεθνώς ανάπτυξη της χρηματοδότησης του *Forfaiting* που εφαρμόζεται κυρίως στον εξαγωγικό τομέα δεδομένου ότι έχει ως κύριο πλεονέκτημα την πλήρη διασφάλιση των πληρωμών. Επιπλέον, η συγκεκριμένη χρηματοδότηση παρέχει ρευστότητα στην επιχείρηση και διευκολύνει τις εμπορικές σχέσεις. Ένα σημαντικό βήμα για την περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου, έγινε τον Ιανουάριο του 2013 με την υιοθέτηση διεθνών κανόνων *Forfaiting* (URF) από το Διεθνές Εμπορικό Επιμελητήριο (ICC). Με την παροχή ενός συγκεκριμένου πλαισίου για τη χρήση των τεχνικών *Forfaiting*, το Διεθνές Εμπορικό Επιμελητήριο, σε συνεργασία με την Ένωση Διεθνούς *Forfaiting* (IFA), πιστεύουν ότι θα αυξηθεί η ευαισθητοποίηση σχετικά με τα οφέλη αυτής της χρηματοδότησης, θα δοθεί επιπλέον ρευστότητα στην αγορά και θα μετριαστούν οι πιθανοί κίνδυνοι<sup>27</sup>.

---

<sup>25</sup> Γεωργιάδης Απ., (2000) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, *Leasing, factoring, forfaiting, franchising*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα

<sup>26</sup> Μητσιόπουλος Γ. (1989) *Factoring-Forfaiting*, Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα,

<sup>27</sup> Μητσιόπουλος Γ. (1989) *Factoring-Forfaiting*, Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα,

### 3.4 VENTURE CAPITAL

Το venture capital που αποδίδεται στα ελληνικά ως κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών αποτελεί μια εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης για επιχειρήσεις που έχουν προοπτικές ανάπτυξης. Ορίζεται ως ένας τρόπος χρηματοδότησης της ίδρυσης, ανάπτυξης ή εξαγοράς μιας εταιρείας, βάσει του οποίου ο επενδυτής αποκτά τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου της ως αντάλλαγμα για την παροχή χρηματοδότησης<sup>28</sup>.

Το venture capital είναι ένας τρόπος επένδυσης υψηλής απόδοσης και υψηλού κινδύνου με συμμετοχή στα ίδια κεφάλαια εταιρειών μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο. Τη μεγαλύτερη συμμετοχή διεθνώς στο venture capital έχουν τα ασφαλιστικά ταμεία, οι τράπεζες, οι ιδιωτικοί επενδυτές, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι εταιρείες επενδύσεων, οι κυβερνητικές πηγές κλπ<sup>29</sup>.

Το venture capital συνδέει τρεις παράγοντες:

- α) το επενδυτικό κοινό,
- β) τον διαχειριστή του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου και
- γ) τις επιχειρήσεις που υλοποιούν τα επενδυτικά σχέδια με την προοπτική της υψηλής αποδοτικότητας.

Το venture capital καλύπτει τις ανάγκες εταιρειών που εξελίσσονται με γρήγορους ρυθμούς και έχουν ανάγκη από κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους. Παρατηρείται επίσης και στην περίπτωση μεταβίβασης της εταιρείας σε μετόχους μειοψηφίας ή σε στελέχη της διοίκησης (management buy-outs), διότι παρέχει την αναγκαία χρηματοδότηση για την υλοποίηση των στόχων της επιχείρησης<sup>30</sup>. Η χρηματοδότηση μέσω venture capital επιτρέπει σχεδόν πάντα στον κύριο μέτοχο να κρατήσει τον έλεγχο της εταιρείας του. Υλοποιείται μέσω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων είτε με αύξηση ή με εξαγορά κάποιου τμήματος ή με έκδοση νέας σειράς προνομιούχων μετοχών ή μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Η κεφαλαιακή ενίσχυση μιας εταιρείας μπορεί να γίνει είτε σε αρχικό στάδιο (seed ή start-up capital) αλλά και σε μεταγενέστερο (development capital) οδηγώντας την σε μεγάλη ανάπτυξη.

---

<sup>28</sup> B. S.Black, R.J Gilson ( 1998) Venture capital & the structure of capital markets: Banks versus stock markets', Journal of financial Economics, V 47 pp 243-277

<sup>29</sup> Μητσόπουλος Γ. (1997) Σύγχρονες Χρηματοοικονομικές Αγορές και Προϊόντα, Εκδόσεις. Ipirotiki, Αθήνα

<sup>30</sup> Plummer J (1987) Oed report on venture capital financial analysis, Oed Research, inc, Palo Alto, CA,

Τα βασικά χαρακτηριστικά της πολιτικής που ακολουθούν οι εταιρείες Venture Capital είναι:

1) Είναι απαραίτητη η καλή συνεργασία μεταξύ επενδυτών και επιχειρηματιών αφού μέσω της χρηματοδότησης, η εταιρεία venture capital συμμετέχει ενεργά σε όλους τους τομείς της επιχείρησης και την στηρίζει διαρκώς.

2) Η εταιρεία venture capital συμμετέχει στον επιχειρηματικό κίνδυνο γι' αυτό και επιλέγουν χρηματοδότηση δυναμικών επιχειρήσεων που έχουν προοπτικές εξέλιξης σε βάθος χρόνου και θα τους αποφέρουν κέρδη.

3) Συχνά, οι εταιρείες venture capital χρηματοδοτούν εταιρείες που αναπτύσσουν νέες τεχνολογίες και καινοτόμα προϊόντα<sup>31</sup>.

Οι σπουδαιότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την απόφαση ενός venture capital να επενδύσει σε μία εταιρεία είναι:

1. Η αρχική επιχειρηματική ιδέα και κατά πόσο αυτή υποστηρίζεται από ένα αξιόπιστο επιχειρηματικό πλάνο.

2. Η αγορά στην οποία η εταιρεία απευθύνεται και η εκτίμηση για το αν και κατά πόσο η εταιρεία μπορεί ή όχι να κυριαρχήσει στην αγορά στην οποία απευθύνεται.

3. Ο ίδιος ο επιχειρηματίας και η Ομάδα Διοίκησης της επιχείρησης που θα πρέπει να αποδείξουν την επιθυμία τους για ανάπτυξη της επιχείρησης με νέες επενδύσεις

4. Κατά πόσο υπάρχει ξεκάθαρη και εύκολη διαδικασία εξόδου από την επένδυση.

Ο επιχειρηματίας, και ιδιαίτερα ο νέος επιχειρηματίας, δεν θα πρέπει κατά την επιλογή του Venture Capitalist με τον οποίο θα συνεργαστεί να δίνει σημασία μόνο στους οικονομικούς όρους της συνεργασίας τους αλλά και στην γενικότερη βοήθεια (γνωριμίες, εμπειρία) που μπορεί αυτός να του προσφέρει για την ανάπτυξη της εταιρείας του<sup>32</sup>.

Τα επιχειρηματικά κεφάλαια έχουν τα ακόλουθα πλεονεκτήματα σε σχέση με τις άλλες μορφές χρηματοδότησης:

---

<sup>31</sup> Zopounidis, C. (1994) Venture capital modelling: Evaluation criteria for the appraisal of investments, *The Financier*, vol. 1, no. 2, 54-64.

<sup>32</sup> Plummer J (1987) *Oed report on venture capital financial analysis*, Oed Research, inc, Palo Alto, CA,

1. Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν μέσο-μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δημιουργώντας μια ισχυρή κεφαλαιακή βάση για τη μελλοντική ανάπτυξη της επιχείρησης. Παράλληλα έχουν τη δυνατότητα να καλύψουν τις μελλοντικές ανάγκες χρηματοδότησης και σε συνεργασία και με άλλους επενδυτές, εφόσον αυτό απαιτείται για την περαιτέρω ανάπτυξη.
2. Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων γίνονται συντάιροι στην επιχείρηση, αφού μοιράζονται τόσο τους κινδύνους όσο και τις επιτυχίες.
3. Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων παρέχουν συμβουλές σε θέματα στρατηγικής, οργάνωσης και χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων και διαθέτουν εκτεταμένα δίκτυα επαφών σε διάφορους κλάδους, γεγονός ιδιαίτερα χρήσιμο για μια επιχείρηση σε θέματα προσέλκυσης πελατών, πρόσληψης στελεχών, καθώς και αναζήτησης επενδυτών<sup>33</sup>.
4. Η συμμετοχή μιας εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων προσδίδει κύρος σε μια επιχείρηση και διευκολύνει την πρόσβαση σε παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης όπως π.χ. στον τραπεζικό δανεισμό.
5. Οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων διαθέτουν εμπειρία στην προετοιμασία μιας επιχείρησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο καθώς και σε θέματα εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Το Venture Capital πέρα από τα πλεονεκτήματά του παρουσιάζει και τα εξής μειονεκτήματα<sup>34</sup>:

1. Περιορίζει την «ελευθερία κινήσεων» του επιχειρηματία δεδομένου ότι η εταιρεία Venture Capital παρακολουθεί στενά και ελέγχει τις κινήσεις της εταιρείας μέχρι τη ρευστοποίηση της συμμετοχής της.
2. Η χρηματοδότηση μέσω των εταιρειών Venture Capital απευθύνεται σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στην ανάπτυξη των καινοτομιών, στη χρησιμοποίηση και στη παραγωγή υψηλής τεχνολογίας.
3. Η διάθεση των κεφαλαίων στην εταιρεία δε γίνεται εφάπαξ, αλλά σταδιακά αφού ολοκληρωθούν οι τιθέμενοι στόχοι.

---

<sup>33</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ. (2002) Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

<sup>34</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ. (2002) Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα

Η χρηματοδότηση μέσω του θεσμού του venture capital μπορεί να οδηγήσει σε ανάπτυξη των εταιρειών που την αξιοποιούν. Υποστηρίζει ειδικά τις νέες επιχειρήσεις, βελτιώνει την διοίκηση και αυξάνει την αποδοτικότητα εστιάζοντας στην προσπάθεια για καινοτομία. Ωστόσο, χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα και κίνδυνο που εξαρτώνται από πολλούς παράγοντες με σημαντικότερο το στάδιο ανάπτυξης της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.

## **Κεφάλαιο 4: Η σημασία της χρηματοδότησης για τις Ναυτιλιακές Επιχειρήσεις**

### **4.1 Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης**

Για την δημιουργία μιας ναυτιλιακής επιχείρησης, αλλά και για την ανάπτυξη του στόλου της στα μελλοντικά χρόνια απαιτείται τεχνογνωσία, καλό ανθρώπινο δυναμικό και χρηματοδότηση με την έννοια της διάθεσης ιδίων και ξένων κεφαλαίων. Σκοπός κάθε επιχειρηματικής ναυτιλιακής μονάδας είναι η δημιουργία κερδών, που θα επιτρέψουν όχι μόνο την επιβίωση αλλά και την ανάπτυξη της.

Η χρηματοδότηση των ναυτιλιακών επιχειρήσεων εμφανίζει ιδιαιτερότητα σε σχέση με την χρηματοδότηση άλλων δραστηριοτήτων. Η διαφορά της χρηματοδότησης της ναυτιλίας από τις άλλες μορφές χρηματοδότησης εντοπίζεται :

- ✚ Στην ένταση κεφαλαίου. Η ναυτιλία είναι βιομηχανία/κλάδος που απαιτεί πολύ υψηλά κεφάλαια.
- ✚ Πρόκειται για μια διεθνοποιημένη βιομηχανία.

Διεθνοποίηση υπάρχει όταν η «εθνικότητα των συντελεστών της παραγωγής και των λοιπών αναγκαίων συντελεστών εκμετάλλευσης μιας ναυτιλιακής εταιρείας, είναι άλλη από αυτή του πλοιοκτήτη» (Μεταξάς, 1985).

Ο ορισμός αυτός δεν περιορίζεται στην «εθνικότητα» του κεφαλαίου (προέλευση πλοίου) και του εργατικού δυναμικού γραφείου και πλοίου, ούτε και στο ποια είναι η χώρα εγκατάστασης του γραφείου μιας ναυτιλιακής εταιρείας. Επεκτείνεται και στους λοιπούς παράγοντες μιας ολοκληρωμένης δράσης της ναυτιλιακής επιχείρησης όπως:

- α) η εθνικότητα των φορτίων,
- β) η προέλευση του χρηματικού κεφαλαίου,
- γ) η χρησιμοποίηση άλλης σημαίας,
- δ) η χρησιμοποίηση ξένων λιμένων και

ε) η εξυπηρέτηση των αναγκών των καταναλωτών τρίτων χωρών.

Επομένως η εξάρτηση της ναυτιλιακής επιχείρησης από διεθνείς παράγοντες υπόκειται σε βαθμιαία αύξηση και η πατροπαράδοτη σχέση εθνικής οικονομίας και των συντελεστών παραγωγής υπόκεινται σε βαθμιαία εξασθένηση.

✚ Η ναυτιλιακή χρηματοδότηση δεν ενδείκνυται για μακροχρόνιες επενδύσεις ιδίως εξαιτίας της μεταβλητότητας των εισπράξεων σαν αποτέλεσμα των ναυτιλιακών κύκλων (shipping cycle) που την καθιστούν ενίοτε επισφαλή. Ο ναυτιλιακός κύκλος ακολουθεί τη σειρά :

- Ύφεση (Recession)
- Κρίση (Crisis)<sup>35</sup>
- Ανάκαμψη (Recovery)
- Άνθηση (Boom).

Αυτό συνεπάγεται ότι σε περιόδους κρίσεων απαιτείται ιδιαίτερη ευκαμψία των δανειστών αλλά και ευελιξία σχέσεων δανειστών και δανειζομένων.

✚ Υπάρχει αδυναμία πρόβλεψης των κινήσεων των ναύλων. Αυτό έχει σαν συνέπεια να μην μπορεί η ναυτιλιακή επιχείρηση να προβλέψει τα έσοδά της.

✚ «Το εργοστάσιο» της ναυτιλιακής επιχείρησης (πλοίο) είναι πολύ μακριά από το επιτελικό γραφείο, δηλαδή αλλού είναι ο manager και αλλού το πλοίο. Αυτό δημιουργεί προβλήματα συντονισμού, επικοινωνίας και ελέγχου, αλλά και κόστους για την επικοινωνία λόγω της απόστασης. Επομένως, η επικοινωνία δεν μπορεί να είναι συχνή. Οι παραπάνω διαπιστώσεις οδηγούν στην μεγάλη σημασία των στελεχών των πλοίων και ειδικότερα του πλοιάρχου, ο οποίος λόγω της απόστασης και του κόστους επικοινωνίας, οφείλει να λαμβάνει μεγάλο αριθμό σημαντικών αποφάσεων μόνος του. Επομένως, η ποιότητα του ανθρώπινου δυναμικού τόσο των πλοίων όσο και των γραφείων είναι ζωτικής σημασίας σε μια ναυτιλιακή επιχείρηση.

---

<sup>35</sup> Κατά την περίοδο των τελευταίων 55 ετών, οι κορυφές των ναύλων ήταν έξι (6) μικρής ή μέσης διάρκειας (1951-1952, 1957, 1973, 1980-1981, 1995, 2003-2005), ενώ η υπόλοιπη περίοδος των 45 ετών ήταν περίοδος ναύλων μετρίων ή ζημιολόγων επιπέδων της ναυλαγοράς. Ειδικότερα, σοβαρή ήταν η βαθιά και διαρκής κρίση 1981-1987, όπου πλοιοκτήτες και Τράπεζες υπέστησαν σοβαρότατες ζημιές, εξαιτίας των μεγάλων παραγγελιών ναυπήγησης δεξαμενοπλοίων πριν από την πετρελαική κρίση του 1973, οι οποίες έφεραν τις μεγάλες ύψους παραδόσεις νεότευκτων πλοίων της τριετίας 1974-1976 (ασύμμετρη προς τις υπάρχουσες ανάγκες αύξηση της χωρητικότητας των πλοίων και επομένως υπέρμετρη προσφορά σε σχέση προς τη ζήτηση). Παρόμοιας υφής ναυτιλιακές κρίσεις ήταν των ετών 1921-1924, 1957-1958, 1971.

Οι Τράπεζες ως εκ τούτου, χρηματοδοτούν σε μεγάλο βαθμό τη «φήμη» του πλοιοκτήτη.

✚ Ένα άλλο χαρακτηριστικό της ναυτιλιακής επιχείρησης συνδέεται με την ευελιξία της. Όταν οι ναύλοι μειώνονται, η ναυτιλιακή επιχείρηση έχει την δυνατότητα να μειώσει το κόστος μέσω ορισμένων ενεργειών, π.χ. (αλλαγή σημαίας, απασχόληση αλλοδαπών, αναβολή των μη απαραίτητων επισκευών του πλοίου). Όταν τα εργαλεία αυτά εξαντλήσουν τα όρια τους, προχωρούν στον παροπλισμό των πλοίων τους, περιμένοντας την βελτίωση των ναύλων για την επανενεργοποίησή τους. Αυτή την δυνατότητα δεν την έχει μια επιχείρηση της ξηράς. Σε περίπτωση όμως παροπλισμού ενός ενυπόθηκου πλοίου που βαρύνεται με τραπεζικό δανεισμό, η αποπληρωμή του δανείου θα πρέπει να γίνει από ίδια διαθέσιμα του πλοιοκτήτη. Ως εκ τούτου οι Τράπεζες δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην ρευστότητα τόσο των διαχειριστριών/πλοιοκτητριών εταιρειών όσο και του πλοιοκτήτη.

✚ Στην ναυτιλιακή βιομηχανία οι περισσότεροι κίνδυνοι είναι ασφαλίσιμοι, ακόμη και ο κίνδυνος απώλειας των ναύλων, ενώ οι Τράπεζες προβαίνουν πάντα σε ασφάλιση του κεφαλαίου που έχουν χορηγήσει με έξοδα του πλοιοκτήτη (Ασφάλεια συμφέροντος ενυπόθηκου δανειστή & πρόσθετων κινδύνων-Morgagees' Interest Insurance & Additional Perils).

Οι αποδόσεις είναι κάποτε μεγάλες, καθώς τα κεφαλαιουχικά κέρδη είναι ενίοτε ψηλά. Πρόσθετα, οι τράπεζες, άλλοτε δύσκολα και άλλοτε εύκολα, χρηματοδοτούν μέχρι 80% τις ναυτιλιακές επενδύσεις. Τα εισοδήματα είναι σε συνάλλαγμα και η φορολογία είναι σχετικά χαμηλή. Σημαντικό χαρακτηριστικό είναι επίσης ότι ο ανταγωνισμός μεταξύ των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι στη βάση του κόστους και όχι στη βάση της τιμής (ναύλου) που είναι δεδομένη από την προσφορά και ζήτηση των μεταφορικών υπηρεσιών του πλοίου.

Τέλος οι ναυτιλιακές εταιρείες δεν παρέχουν δημοσιότητα όσον αφορά την διαχείρισή τους, συνήθως κάθε πλοίο ανήκει σε ξεχωριστή εταιρεία. Ως εκ τούτου δεν είναι πάντοτε εύκολη η ανάλυση της οικονομικής κατάστασης του δανειολήπτη, καθιστώντας έτσι την ναυτιλιακή χρηματοδότηση τολμηρή επενδυτική πρωτοβουλία. **Ως εκ τούτου οι Τράπεζες χρηματοδοτούν σε μεγάλο βαθμό τη «φήμη» του πλοιοκτήτη.**

## 4.2 Μορφές Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης

Οι μορφές της χρηματοδότησης των ναυτιλιακών επιχειρήσεων είναι :

- ✚ τραπεζικά δάνεια,
- ✚ ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private Equity)
- ✚ Ενδιάμεση Χρηματοδότηση
- ✚ χρηματοδότηση μέσω κεφαλαιαγοράς
- ✚ χρηματοδοτική μίσθωση
- ✚ χρηματοδότηση με έκδοση ομολογιών
- ✚ αυτοχρηματοδότηση
- ✚ δάνεια ναυπηγείων
- ✚ κρατικές επιδοτήσεις και εγγυήσεις
- ✚ η γυμνή ναύλωση (Bare boat charter)<sup>36</sup>

Η τραπεζική δανειοδότηση ήταν ο συχνότερος και κυριότερος τρόπος χρηματοδότησης, για τον οποίο θα γίνει εκτενής αναφορά και ανάλυση. Σήμερα είναι γεγονός ότι τα τραπεζικά δάνεια όλο και μειώνονται.

Η νέα τάση αντλήσης κεφαλαίων των ναυτιλιακών Εταιριών είναι τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια ( **Private Equity**).

### 4.2.1 Επενδυτικά κεφάλαια ( Private Equity)

Η άντληση κεφαλαίων μέσω ιδιωτικών επενδυτικών συμμετοχών αναφέρεται σε επιχειρήσεις που ψάχνουν να αντλήσουν κεφάλαια από επενδυτές. Συνήθως ένας επενδυτής επενδύοντας σε ένα συγκεκριμένο κεφάλαιο που ήδη διαχειρίζεται μια εταιρία, γίνεται περιορισμένος συνεταιίρος με αυτήν, κάτι που συνήθως είναι προτιμότερο από το να γίνει άμεσος επενδυτής στην εταιρία. Ο επενδυτής αυτός θα επωφεληθεί ή θα ζημιωθεί αντίστοιχα από τις επενδύσεις στις οποίες θα προχωρήσει με το συγκεκριμένο κεφάλαιο και όχι ανάλογα με τη γενική επενδυτική στρατηγική της. Ο χρόνος σύμφωνα με τον οποίο μια εταιρία επένδυσης σε ιδιωτικά κεφάλαια διαφέρει και είναι ανάλογος του συνολικού επιπέδου ενδιαφέροντος από τους επενδυτές, το οποίο με τη σειρά του καθορίζεται από τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, και από τα κεφάλαια που είχε αναπτύξει η εταιρία αυτή στο παρελθόν. Για παράδειγμα εταιρείες μπορεί να ξοδέψουν ένα με δύο μήνες για να αντλήσουν το επιθυμητό

---

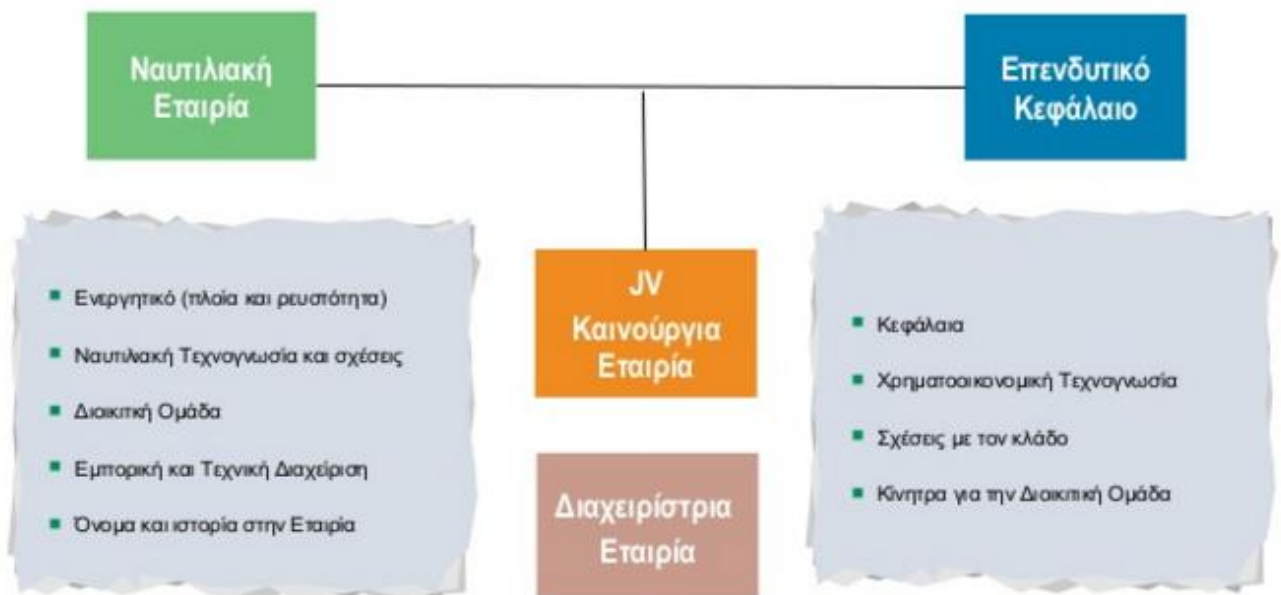
<sup>36</sup> Ο ναυλωτής υποκαθιστά τον πλοιοκτήτη, επιλέγει πλοίαρχο και πλήρωμα και αναλαμβάνει την ασφάλιση του πλοίου.



κεφάλαιο είτε δεσμεύοντας ήδη υπάρχοντες επενδυτές (που επένδυσαν σε παλαιότερα κεφάλαια) είτε από την ιδιαίτερη αύξηση του ενδιαφέροντος των επενδυτών λόγω μιας πολύ καλής παρελθοντικής επίδοσης. Άλλες εταιρίες μπορεί να χρειαστούν μέχρι και χρόνια για να βρουν το επιθυμητό κεφάλαιο αν το ενδιαφέρον των επενδυτών είναι μικρό. Όταν ένα κεφάλαιο καλύψει το στόχο για τον οποίο συγκεντρώθηκε, κλείνει. Σε αυτό το σημείο νέοι επενδυτές δεν μπορούν να λάβουν μέρος στα συμφέροντα του κεφαλαίου εκτός εάν τα εξαγοράσουν μέσω της δευτερογενούς αγοράς χρεογράφων.(wikipedia)

Τα επενδυτικά κεφάλαια ήρθαν για να καλύψουν το κενό που δημιουργήσαν οι τράπεζες. Αυτό το κενό προήρθε από την αποχώρηση τραπεζών, τις δυσκολίες στις αγορές των ναύλων και στην περιορισμένη πρόσβαση των τελευταίων ετών στις αγορές κεφαλαίου. Ως εκ τούτου, τα επενδυτικά κεφάλαια, κυρίως Αμερικάνικων συμφερόντων, έστρεψαν το ενδιαφέρον τους προς την Ελλάδα, και ειδικότερα, προς την κάλυψη αυτού του κενού.

Τα επενδυτικά κεφάλαια για να συμμετάσχουν σε ναυτιλιακές εταιρίες έχουν ορισμένα σημαντικά κριτήρια Απόδοσης = Τουλάχιστον 20% - 25% εσωτερική αξία (IRR) στην επένδυση τους Ελάχιστου ποσού = Τα επενδυτικά κεφάλαια διαχειρίζονται πολύ μεγάλα ποσά, και το ενδιαφέρον τους επικεντρώνεται κυρίως σε ευκαιρίες συμμετοχής μεγαλύτερες των \$ 50 εκτ. Διοίκηση = Συνήθως απαιτούν να έχουν την εποπτεία, κυρίως στα χρηματοοικονομικά θέματα της νέας εταιρίας.



Γράφημα :Δομή μιας εταιρίας με συμμετοχή Επενδυτικού

#### 4.2.2 Τραπεζικά Ναυτιλιακά Δάνεια

##### Μορφές

Κυριότερες μορφές τραπεζικής χρηματοδότησης της ναυτιλίας είναι :

##### - Βραχυπρόθεσμη Χρηματοδότηση Κεφαλαίου Κίνησης σε Ευρώ ή Συν/γμα :

Παρέχονται για την κάλυψη :

(α) των επισκευών/μετασκευών πλοίων (π.χ. εργασίες γενικής επιθεώρησης ή εργασίες δεξαμενισμού ή προσθήκη ειδικών μηχανημάτων ή εξειδικευμένων μετατροπών πλοίων)

(β) των εποχιακών ταμειακών αναγκών των ακτοπλοϊκών κυρίως επιχειρήσεων που σχετίζονται άμεσα με τον εσωτερικό και εξωτερικό τουρισμό κατά τη διάρκεια των θερινών μηνών.

Η διάρκεια των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων είναι ανάλογη με το παραγωγικό και το συναλλακτικό κύκλωμα της επιχείρησης, τις συνθήκες της αγοράς και του κλάδου. Συνήθως φτάνει μέχρι 1 έτος και πάντα υπάρχει η δυνατότητα επαναχορήγησης.

Το τελικό επιτόκιο των βραχυπροθέσμων χρηματοδοτήσεων διαμορφώνεται ανάλογα με την κατηγορία της πηγής άντλησης των κεφαλαίων, ως ακολούθως :

- ✚ Από τα ίδια διαθέσιμα της Τράπεζας που είναι : το Βασικό Επιτόκιο Χρηματοδοτήσεων της Τράπεζας που δημοσιεύεται στον τύπο (BEX, σήμερα 6%) + περιθώριο που κυμαίνεται από 1,5% έως 3,5% + 0,6% εισφορά του Ν.128/75.
- ✚ Από τη διατραπεζική αγορά ευρώ (short term) που είναι : το επιτόκιο βάσης που διαμορφώνεται καθημερινά στη διατραπεζική αγορά ευρώ + περιθώριο που κυμαίνεται από 1,5% έως 3% + 0,6% εισφορά του Ν. 128/75.
- ✚ Από τη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος (νομισμάτων εκτός ζώνης) που είναι : το επιτόκιο βάσης που διαμορφώνεται καθημερινά από τη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος + περιθώριο που κυμαίνεται από 1% έως 3% + 0,6% εισφορά του Ν.128/75.

### - Μακροπρόθεσμη Χρηματοδότηση ναυπήγησης πλοίων σε Ευρώ ή Συν/γμα

Παρέχεται για την κάλυψη κατασκευής νέων πλοίων. Η χρηματοδότηση μπορεί να φτάνει μέχρι τα 10 έτη, ανάλογα με τα ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά της επένδυσης.

### - Μακροπρόθεσμη ή Βραχυπρόθεσμη Χρηματοδότηση αγοράς, ανακατασκευής, μετασκευής, επισκευής πλοίου

Η χρηματοδότηση κυμαίνεται από 1 έως 6 έτη ανάλογα με διάφορες παραμέτρους όπως η ηλικία του πλοίου, η εμπορική του αξία, οι συνθήκες της ναυλαγοράς κ.α.

Το τελικό επιτόκιο αυτών των χρηματοδοτήσεων διαμορφώνεται ανάλογα με την κατηγορία της πηγής άντλησης των κεφαλαίων, ως ακολούθως :

- + Από τη διατραπεζική αγορά ευρώ που είναι : το επιτόκιο βάσης που διαμορφώνεται καθημερινά στη διατραπεζική αγορά ευρώ Euribor + περιθώριο που κυμαίνεται από 1% έως 2% + 0,6% εισφορά του Ν. 128/75, όπου εμπίπτει.
- + Από τη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος (νομισμάτων εκτός ζώνης) που είναι : το επιτόκιο βάσης που διαμορφώνεται καθημερινά από τη διατραπεζική αγορά συναλλάγματος Libor + περιθώριο που κυμαίνεται από 1% έως 2% + 0,6% εισφορά του Ν.128/75, όπου εμπίπτει.

### Τα Ναυτιλιακά οικονομικά ρίσκα. Τραπεζικοί παράγοντες που τα επηρεάζουν

‘Ο ναυτιλιακός δανεισμός είναι μια άσκηση στον περιορισμό του ρίσκου/κινδύνου’. Ο επιτυχημένος ναυτιλιακός δανεισμός απαιτεί την αποφυγή ή την ελαχιστοποίηση του ναυτιλιακού ρίσκου. Εδώ , θα πρέπει η τράπεζα να αναγνωρίσει και να εκτιμήσει όλα τα ρίσκα και να κτίσει μηχανισμούς άμυνας για την ελαχιστοποίηση αυτών.

Αναφέρονται κύριες περιοχές ρίσκου/κινδύνου όπως έχει διαπιστωθεί από την πλευρά των Τραπεζών :

- + Κίνδυνος της αγοράς (Market Risk). Αλλαγή στις συνολικές συνθήκες της αγοράς. Μεταβολές των ναύλων.
- + Φυσικοί Κίνδυνοι (Physical Risk), οι λεγόμενοι και “Perils of the Sea”, που προέρχονται από τη λειτουργία και κίνηση του πλοίου στη θάλασσα.
- + Επιτοκιακός κίνδυνος. Οι μεταβολές στο κόστος κεφαλαίου μπορεί να είναι πολύ σημαντικές ειδικά σε μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου.
- + Κίνδυνος από τις μεταβολές των τιμών των καυσίμων.

- ✚ Συναλλαγματικός κίνδυνος. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να μην υπάρχει για τον πλοιοκτήτη από τη στιγμή που κάνει όλες του τις εισπράξεις και τις πληρωμές στο ίδιο νόμισμα.
- ✚ Managerial Risk. Η ικανότητα του manager να διαχειριστεί όλους τους επιμέρους κινδύνους. Διοικητικά και οργανωτικά ρίσκα.
- ✚ Κίνδυνοι σχετιζόμενοι με την ασφάλεια, σημαία και το λιμάνι.
- ✚ Ρίσκα σχετιζόμενα με περιβαλλοντικές απαγορεύσεις.

Η παραπάνω λίστα δεν είναι εξαντλητική αλλά περιέχει κύριες περιοχές ρίσκου όπως έχει διαπιστωθεί από την πλευρά των τραπεζών. Παρ' όλα αυτά, τα ρίσκα στη ναυτιλιακή χρηματοδότηση συνήθως **επηρεάζονται** από τους ακόλουθους τραπεζικά σχετιζόμενους παράγοντες:

- ✚ Εμπειρία του προσωπικού της τράπεζας.
- ✚ Πείρα της πιστωτικής έγκρισης και έλεγχος των τμημάτων.
- ✚ Πίεση στους δανειστές για να συμμορφωθούν με τους προϋπολογισμούς και τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων.
- ✚ Ελεγκτικοί μηχανισμοί των τμημάτων που ασχολούνται με τον δανεισμό της ναυτιλίας.
- ✚ Δυνατότητα παροχής νομικών, τεχνικών, ασφαλιστικών συμβουλών.
- ✚ Προσωπικός παράγοντας.
- ✚ Υποστήριξη πελατών, ήθος, παράγοντες πανικού.
- ✚ Παράγοντες επηρεασμού πέρα αυτών του ναυτιλιακού τμήματος.
- ✚ Αλλαγή πολιτικής / διοίκησης.

Ιστορικά , ο τομέας του ναυτιλιακού δανεισμού δείχνει συνολικά φτωχές επιδόσεις αν συνυπολογίσουμε το γεγονός ότι όλες οι τράπεζες έχουν υποστεί απώλειες κατά περιόδους λόγω των ανωτέρω παραγόντων. Σε μερικές περιπτώσεις, αυτές οι απώλειες ήταν σημαντικές και οδήγησαν κάποιες τράπεζες να αποχωρήσουν από ναυτιλιακό δανεισμό όπως για παράδειγμα η Bank of America , RBS κ.α ενώ άλλες έμειναν με αυστηρότερο δανεισμό και μικρότερο προϋπολογισμό και επιλογή μεγαλύτερων και πιο ποιοτικών ονομάτων.

Μεταξύ 2014 και 2015, ο συνολικός αριθμός των σκαφών του παγκόσμιου στόλου αυξήθηκε κατά 1,76%, από 89.676 έως 91.256 σκάφη (Clarkson Παγκόσμιο Μητρώου Στόλου). Τέτοια ανάπτυξη και τις επενδύσεις στόλου επιτεύχθηκε χωρίς αύξηση στη χρηματοδότηση του πλοίου. Ως εκ τούτου, είναι λογικό να συμπεράνουμε ότι

υπήρχε περισσότερη εξάρτηση από τις πηγές χρηματοδότησης μη τραπεζικών και / ή ενισχυμένη μετοχών από ιδιοκτήτες.

#### 4.3 Πλεονεκτήματα Ναυτιλιακών Δανείων

Τα ναυτιλιακά δάνεια παρουσιάζουν ορισμένα πλεονεκτήματα όπως :

- ✚ Το επιτόκιο δανεισμού είναι συνάρτηση του επιτοκίου LIBOR ή EURIBOR πλέον του SPREAD/περιθωρίου αμοιβής (κέρδος της τράπεζας). Καθώς τα επιτόκια αυτά είναι διαπραγματεύσιμα καθημερινά για διαστήματα από 1 μήνα έως 12 μήνες, έγκειται στις ικανότητες του manager της εταιρείας να χρηματοδοτήσει, με το χαμηλότερο δυνατό κόστος την αγορά του πλοίου του επιλέγοντας την κατάλληλη χρονική διάρκεια.
- ✚ Η διάρκεια αποπληρωμής των δανείων για νέα ναυπηγούμενα πλοία είναι αρκετά μεγάλη, επιτρέποντας την ομαλή απόσβεση του παγίου και αφήνοντας ρευστότητα στο ταμείο της εταιρείας. Οι περισσότερες Τράπεζες δανείζουν από 5 ως και 15 έτη, ανάλογα με τις περιπτώσεις. Ένας συνήθης εμπειρικός κανόνας είναι ότι τα φορτηγά πλοία ξηρού φορτίου (bulk carriers) έχουν χρήσιμη ζωή 20-23 χρόνια. Ένα δεξαμενόπλοιο, έχει χρήσιμη διάρκεια ζωής μόνο 15 χρόνια, λόγω του ότι είναι τεχνολογικής εντάσεως.
- ✚ Η συμμετοχή της τράπεζας είναι υψηλή και μπορεί να κυμαίνεται από 50% - 80% ανάλογα με τις εξασφαλίσεις που παρέχονται από την πλευρά της ναυτιλιακής εταιρείας, τον τύπο του πλοίου, την ηλικία, από την πολιτική δανειοδότησης της τράπεζας, από τον τραπεζικό ανταγωνισμό, την ήδη υπάρχουσα σχέση με τον πελάτη, κ.α.
- ✚ Τα ναυτιλιακά δάνεια συνήθως δίνονται σε νόμισμα που απαιτούν οι ανάγκες της ναυτιλίας, και συνήθως είναι σε δολάρια. Επειδή συνήθως και τα έσοδα των πλοίων είναι σε Δολάρια, δεν τίθεται θέμα συν/κών διαφορών.
- ✚ Το πρόγραμμα αποπληρωμής του δανείου προσαρμόζεται ανάλογα με το είδος της επένδυσης, τον τύπο του πλοίου, την ηλικία του και τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά. Συνήθως επιλέγονται ισόποσες δόσεις και στη λήξη του δανείου πληρωμή ενός ποσού που αποτελεί συνήθως την υπολειμματική αξία του πλοίου, στο τέλος της επένδυσης, τη λεγόμενη πληρωμή «μπαλόνη». Επίσης παρέχεται και περίοδος χάριτος, η οποία συνήθως είναι 3-6 μήνες από την εκταμίευση του δανείου. Η περίοδος χάριτος βοηθάει την αποφυγή μείωσης της ταμειακής θέσης του υπόλοιπου στόλου του Ομίλου, που θα γινόταν αν η ναυλαγορά δεν ήταν αρκετά καλή για να καλύψει τις πληρωμές της επιστροφής του κεφαλαίου και δίνει τη δυνατότητα στον πλοιοκτήτη να αντιμετωπίσει το

υψηλό αρχικό λειτουργικό κόστος της νέας του επένδυσης. Την τρέχουσα περίοδο και λόγω της ιστορικά υψηλής ναυλαγοράς, οι Τράπεζες επιλέγουν προγράμματα αποπληρωμής, όπου τα δύο πρώτα χρόνια της ζωής του δανείου, να εισπράττεται σχεδόν το 40% της αρχικής δανειοδότησης (frond – end – loading).

- ✚ Οι παρεχόμενες εξασφαλίσεις που ζητούν οι τράπεζες ποικίλουν αλλά σήμερα πιο πολύ χρησιμοποιείται η μέθοδος υπολογισμού της ταμειακής ροής “Cash Flow Finance” μαζί με αυτή της πρώτης προτιμώμενης ναυτικής υποθήκης. Η μέθοδος αυτή έχει φυσικά πλεονεκτήματα και για τις τράπεζες. Απαραίτητο στοιχείο είναι η ύπαρξη χρονοαύλωσης<sup>37</sup> (της οποίας γίνεται ειδική εκχώρηση στην Τράπεζα) που να εξασφαλίζει μια ροή εσόδων για το πλοίο, η οποία να είναι ικανή να ανταποκριθεί με συνέπεια στην αποπληρωμή του δανείου. Σημαντικό στοιχείο που ελέγχεται με προσοχή από την Τράπεζα είναι **«το αξιόπιστο του ναυλωτή»**<sup>38</sup>. Η ύπαρξη ισχυρής χρονοαύλωσης εξασφαλίζει την ομαλή αποπληρωμή του δανείου και διευκολύνει την Τράπεζα στην απόφασή της για άμεση δέσμευση δανειακού κεφαλαίου υπέρ του πελάτη.
- ✚ Μεγάλο πλεονέκτημα του παραπάνω τρόπου χρηματοδότησης είναι ότι η ναυτιλιακή εταιρεία έχει τη δυνατότητα ταχείας λήψης των αποφάσεων στην αγορά. Παράγοντας πολύ σημαντικός αφού η χρονική τοποθέτηση των επενδύσεων στη ναυτιλία είναι από τους σπουδαιότερους.
- ✚ Οι δανειστές μπορούν να μειώσουν το ρίσκο ενός μεγάλου δανείου μοιράζοντας αυτό μεταξύ μιας κοινοπραξίας τραπεζών. Έτσι μοιράζεται το ρίσκο μεταξύ των τραπεζών και γίνεται ευκολότερος ο δανεισμός για μεγάλα ποσά δανείων<sup>39</sup>.

#### 4.4 Μειονεκτήματα Ναυτιλιακών Δανείων

Τα ναυτιλιακά δάνεια παρουσιάζουν και ορισμένα μειονεκτήματα όπως :

- ✚ Συνήθως οι τράπεζες δανείζουν ευκολότερα τις μεγάλες ναυτιλιακές εταιρείες απ’ ότι τις μικρού και μεσαίου μεγέθους, διότι οι τελευταίες είναι που θα έχουν μεγαλύτερο πρόβλημα αποπληρωμής του δανείου σε μια ύφεση σε σχέση με τις

---

<sup>37</sup> Χρονοαύλωση είναι η συμφωνία δύο μερών, με την οποία ο ένας από τους συμβαλλόμενους, πλοιοκτήτης (owner), ή ο διαχειριστής/εφοπλιστής (manager), που λέγεται εκναυλωτής, αναλαμβάνει την υποχρέωση να μισθώσει (νοικιάσει) στον άλλο συμβαλλόμενο, τον λεγόμενο ναυλωτή (charterer) το πλοίο ολόκληρο με το προσωπικό του και τον εξοπλισμό του για την πραγματοποίηση θαλάσσιας μεταφοράς φορτίου, εισπράττοντας για αυτή την υποχρέωση χρηματικό αντάλλαγμα που λέγεται ναύλος.

<sup>38</sup> Martin Stopford, “Maritime Economics”, Edition 2000

<sup>39</sup> Martin Stopford, “Maritime Economics”, Edition 2000

μεγαλύτερες εταιρείες. Οι μεγάλες ναυτιλιακές επιχειρήσεις μπορούν μέσα από την σταυροειδή χρηματοδότηση να χρηματοδοτήσουν την κρίση και να καλύψουν τις ζημιές, και να έχουν τα αναγκαία κεφάλαια κίνησης για το στόλο τους. Τα πλοία που είχαν θετικά αποτελέσματα μπορούν να βοηθήσουν στην περίοδο της ύφεσης τα υπόλοιπα που είχαν αρνητική πορεία. Η δυνατότητα αυτή στις μικρές και μεσαίες ναυτιλιακές επιχειρήσεις είναι φυσικά περιορισμένη, όπως και στις επιχειρήσεις που έχουν μόνο ένα πλοίο. Γι' αυτό και παραδοσιακά αποφεύγεται η δανειοδότηση «μοναχοβάπορων εταιρειών».

✚ Δυσκολία χρηματοδότησης των μεγάλων σε ηλικία πλοίων. Υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ των μεγάλων σε ηλικία πλοίων με την καθυστέρηση πληρωμής δόσεων ή την αδυναμία ολοσχερούς καταβολής του δανείου. Ο κυριότερος λόγος που τα παλαιότερα πλοία αντιμετωπίζουν πρόβλημα είναι ο εξής. Σε περιόδους που η ναυλαγορά βρίσκεται στην κορυφή ή είναι σε έντονα ανοδική τροχιά, το παλαιότερο πλοίο κατορθώνει και βρίσκει φορτία και συνεπώς απασχόληση και κέρδη. Το πρόβλημα ξεκινάει με την καθίζηση της ναυλαγοράς, δεδομένου ότι ένα πλοίο μεγάλης ηλικίας δύσκολα επιλέγεται για χρονοναύλωση, υποχρεωτικά τα έσοδα του ακολουθούν την πορεία της ναυλαγοράς. Αυτό έχει σαν συνέπεια πλοία των 20 ετών και άνω να αδυνατούν να βρουν ικανοποιητική ή καθόλου ναύλωση ακόμη και για μήνες. Ένα δάνειο που αφορά πλοίο 15 ετών μπορεί κάλλιστα να θεωρηθεί αποτυχημένο αν οι συγκυρίες και μια κρίση της ναυλαγοράς διαρκέσουν πολλά έτη.

✚ Για τον υπολογισμό του ταμειακού προγράμματος απαιτείται υπολογισμός των πιθανών εσόδων των πλοίων και λαμβάνεται υπόψη η ύπαρξη κάποιας χρονοναύλωσης. Αλλά εδώ χρειάζεται προσοχή γιατί η μέθοδος δεν είναι αλάνθαστη. Η χρόνια ναύλωση συγκαλύπτει ορισμένους κινδύνους όπως : Αγνοεί το γεγονός ότι η ναύλωση δεν αξίζει περισσότερα από το ναυλωτή. Ευνοεί κάποιον να αγνοήσει την υποχρέωση του εφοπλιστή να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του σε σχέση με το ναυλοσύμφωνο. Αν δεν ανταποκριθεί, ο ναύλος δεν θα πληρωθεί και η χρόνια ναύλωση χάνει την αξία της σαν εξασφάλιση της τράπεζας. Ο εφοπλιστής μπορεί να αντιμετωπίσει ανερχόμενες λειτουργικές δαπάνες στα επόμενα από την έναρξη του δανείου χρόνια, εάν η χρονοναύλωση δεν περιέχει όρο αναπροσαρμογής.

✚ Τόσο οι ναύλοι όσο και οι αξίες των πλοίων ακολουθούν μια καμπύλη που έχει ονομαστεί ναυτιλιακός κύκλος. Έτσι λοιπόν τόσο τα προβλεπόμενα έσοδα και η από αυτά εξαρτώμενη δυνατότητα εξυπηρέτησεως του αιτούμενου δανείου, όσο και αξία των προσφερόμενων σε ασφάλεια πλοίων είναι πολύ σημαντική.

Σε μια ύφεση όπου επικρατούν χαμηλοί ναύλοι οι αξίες των πλοίων πέφτουν με αποτέλεσμα οι μικρές και μεσαίες ναυτιλιακές επιχειρήσεις να δυσκολεύονται στην εξόφληση του δανείου αλλά και η αξία του ενυπόθηκου πλοίου, που έχει ληφθεί ως εξασφάλιση μέσω της προτιμώμενης υποθήκης, πέφτει σε μια περίοδο ύφεσης. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα πολλές φορές να μην καλύπτει η αξία του πλοίου την αξία του δανείου.

✚ Σε περίπτωση δυσμενούς εξέλιξης του δανείου, που εκδηλώνεται με την μη πληρωμή των δόσεων, η τράπεζα μπορεί να αποφασίσει ότι η επιστροφή των κεφαλαίων της θα εξασφαλιστεί μόνο με εκποίηση του πλοίου και έχει δυο εναλλακτικές λύσεις:

- ✓ Την ιδιωτική πώληση
- ✓ Την αναγκαστική εκποίηση σε δημόσιο πλειστηριασμό.

Πριν όμως δρομολογηθούν οι ενέργειες αυτές η τράπεζα φροντίζει να εξασφαλίσει τη δέσμευση των τυχόν υφιστάμενων πιστωτικών υπολοίπων στους λογαριασμούς καταθέσεων του δανειολήπτη, τα έσοδα των οποίων είναι ήδη εκ συμβάσεως εκχωρημένα στην Τράπεζα<sup>40</sup>.

- ✚ Κίνδυνος της αγοράς (Market Risk). Αλλαγή στις συνολικές συνθήκες της αγοράς. Μεταβολές των ναύλων.
- ✚ Φυσικοί Κίνδυνοι (Physical Risk), οι λεγόμενοι και “Perils of the Sea”, που προέρχονται από τη λειτουργία και κίνηση του πλοίου στη θάλασσα.
- ✚ Επιτοκιακός κίνδυνος. Οι μεταβολές στο κόστος κεφαλαίου μπορεί να είναι πολύ σημαντικές ειδικά σε μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου.
- ✚ Κίνδυνος από τις μεταβολές των τιμών των καυσίμων.
- ✚ Συναλλαγματικός κίνδυνος. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να μην υπάρχει για τον πλοιοκτήτη από τη στιγμή που κάνει όλες του τις εισπράξεις και τις πληρωμές στο ίδιο νόμισμα.
- ✚ Managerial Risk. Η ικανότητα του manager να διαχειριστεί όλους τους επιμέρους κινδύνους. Διοικητικά και οργανωτικά ρίσκα.
- ✚ Κίνδυνοι σχετιζόμενοι με την ασφάλεια, σημαία και το λιμάνι.
- ✚ Ρίσκα σχετιζόμενα με περιβαλλοντικές απαγορεύσεις.

---

<sup>40</sup> Martin Stopford, “Maritime Economics”, Edition 2000.



#### 4.5 Ενδιάμεση Χρηματοδότηση (Mezzanine Finance/Bridge Loans)

Η ενδιάμεση χρηματοδότηση αποτελεί εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης και κατατάσσεται στις χρηματοδοτήσεις κεφαλαίου και λαμβάνει πολλές μορφές με την πιο συνηθισμένη αυτή του δανείου με δεύτερη υποθήκη. Το πιο κλασσικό παράδειγμα δανείου με υποθήκη όπου ο πλοιοκτήτης έχοντας ήδη μια δανειακή σύμβαση με κάποια τράπεζα και έχοντας εξασφαλίσει χρηματοδότηση για το 70% επιχειρηματικού του σχεδίου, αποφασίζει ότι δεν επιθυμεί να δεσμεύσει τα κεφάλαια από τα διαθέσιμα του κι έτσι απευθύνεται σε μια ακόμα τράπεζα ή χρηματοδοτικό οργανισμό και ζητά ένα επιπλέον 20% για το συγκεκριμένο σχέδιο. Η δεύτερη τράπεζα συμφωνεί την χορήγηση του ποσού αυτού για πολύ μικρό χρονικό διάστημα π.χ 2 χρόνια λαμβάνοντας ως αμοιβή μεγαλύτερη προμήθεια διαχείρισης (Arrangement Fees) και μεγαλύτερο επιτόκιο (spread) ύψους Libor + 3,5% (όταν στην 1η υποθήκη η αμοιβή από τόκους ήταν Libor+2% > το περισσότερο). Φυσικά για να πραγματοποιηθεί απαιτείται η σύμφωνη γνώμη και έγκριση της πρώτης τράπεζας που χρηματοδότησε με πρώτη υποθήκη και η χρηματοδότηση αυτή δεν έχει τόσο μεγάλες εξασφαλίσεις όσες η χρηματοδότηση με πρώτη υποθήκη, αφού είναι δύσκολο να επιτευχθεί ισχυρό ταμειακό πρόγραμμα (cash flow) ώστε να εξυπηρετηθεί εκτός από το καινούργιο χρέος και το ενδιάμεσο, παρέχει στην δεύτερη τράπεζα τη δυνατότητα στην περίπτωση που η εταιρεία δεν αποπληρώσει το ποσό που έλαβε το συμφωνηθέν χρονικό διάστημα των π.χ. 2 χρόνων, τότε η τράπεζα να λάβει αυτομάτως μερίδιο στο επιχειρηματικό σχέδιο που εξελίσσεται σαν να πρόκειται για ανεξάρτητο επενδυτή.

### Κεφάλαιο 5: Πιστωτική Πολιτική Ναυτιλιακής Χρηματοδότησης

#### 5.1 Πιστωτική πολιτική τραπεζών

Για κάθε Τράπεζα είναι βασική η διαμόρφωση μιας πιστωτικής πολιτικής της ναυτιλιακής χρηματοδότησης που θα της επιτρέψει την ενιαία προσέγγιση και αντίληψη του αναλαμβανομένου κινδύνου. Η διεξοδική επεξεργασία της πρέπει να εκφράζει:

- ✚ Την πιστωτική φιλοσοφία κάθε τράπεζας.
- ✚ Τις επικρατούσες ιδιομορφίες της ναυτιλιακής βιομηχανίας γενικότερα, όπως εκφράζονται μέσα από την κατάσταση της προσφοράς και ζήτησης πλοίων.
- ✚ Τις ιδιαιτερότητες της ελληνόκτητης ακτοπλοϊκής ή ποντοπόρου ναυτιλίας. Οι όροι και οι προϋποθέσεις που θα υιοθετούνται από την συγκεκριμένη πολιτική θα πρέπει να εξασφαλίζουν τη μακρόχρονη ενασχόληση της τράπεζας με τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση με σταθερότητα, συνέχεια και συνέπεια, έτσι ώστε αυτή η ίδια η πολιτική να αναπροσαρμόζεται μέσα από συγκεκριμένες εμπειρίες. Για μια

νεοεισερχόμενη τράπεζα ειδικότερα, η απόφαση χορήγησης ναυτιλιακών δανείων πρέπει να στηρίζεται σε μία κατεξοχήν συντηρητική πολιτική που σαν προτεραιότητα πρέπει να έχει την ποιότητα των δανείων.

- ✚ Να υποστηρίζει το επιχειρηματικό πλάνο του εξειδικευμένου ναυτιλιακού υποκαταστήματος.

### **Εφαρμοζόμενα Κριτήρια Αξιολόγησης πιστοδοτήσεων**

- ✚ ΚΡΙΤΗΡΙΟ 1: Πρωταρχικός έλεγχος:

- των ποιοτικών στοιχείων των δανειζομένων (ιστορικό, εμπειρία ,φήμη στην αγορά).
- των ποσοτικών στοιχείων των δανειζομένων καθώς και της οικονομικής επιφάνειας του πλοιοκτήτη.
- των συνθηκών της αγοράς που δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη επιχείρηση.
- των ποιοτικών στοιχείων των πλοίων (ηλικία, πιστοποιητικό αξιοπλοίας, τρέχουσα αξία πλοίου) της ασφαλιστικής κάλυψης των πλοίων σε ασφαλιστικές αγορές, αποδεκτές από την Τράπεζα.
- της δυνατότητας λήψης εναλλακτικών μορφών εξασφαλίσεων.

Το σημείο του ναυτιλιακού κύκλου : να εξετάζεται εάν η αγορά αναμένεται να ακολουθήσει ανοδική ή καθοδική πορεία τα επόμενα χρόνια.

- ✚ ΚΡΙΤΗΡΙΟ 2: Δυνατότητας αποπληρωμής του δανείου.

Αναλύονται και αξιολογούνται:

- οι πραγματικές πιστωτικές ανάγκες τις οποίες θα καλύψει η πιστοδότηση.
- Η δυνατότητα του πελάτη να ανταποκριθεί στις πιστωτικές του υποχρεώσεις. Στο σημείο αυτό εξετάζονται, οι κατηγορίες και η ηλικία πλοίων που θα χρηματοδοτούνται, ο λόγος πιστοδότησης προς την αξία καλύψεων καθώς και η διάρκεια αποπληρωμής των δανείων.

Κατηγορίες πλοίων που χρηματοδοτούνται :

Οι τύποι πλοίων που χρηματοδοτούνται είναι:

- Ποντοπόρα (υγρού & ξηρού φορτίου).
- Ακτοπλοϊκά.
- Ειδικά πλοία (μεταφοράς πόσιμο νερού, σκάφη αναψυχής που χρησιμοποιούνται για εμπορικούς σκοπούς)

Ανεξάρτητα από τον τύπο και το μέγεθος πλοίου που χρηματοδοτείται, οι δανειολήπτες οφείλουν να εφαρμόζουν τους εθνικούς νόμους των διαφόρων χωρών, όπως διεθνείς συμβάσεις που αφορούν την προστασία του περιβάλλοντος.

- ✚ ΚΡΙΤΗΡΙΟ 3 : Ηλικία πλοίων :

Η πολιτική της τράπεζας συνίσταται στην αποφυγή χρηματοδότησης πλοίων μεγάλης ηλικίας. Βέβαια ο παράγων της ηλικίας εξετάζεται κατά περίπτωση.

- Η ηλικία των χρηματοδοτούμενων πλοίων στην εκπνοή δανείου δεν θα είναι μεγαλύτερη των 25 ετών για ποντοπόρα πλοία.
- Εξαιρέση αποτελούν τα δεξαμενόπλοια μεταφοράς χημικών, η ωφέλιμη ζωή των οποίων είναι δυνατό να φθάνει τα 30 χρόνια.
- Το παραπάνω όριο ηλικίας, δεν αφορά τα επιβατικά, ακτοπλοϊκά ή κρουαζιερόπλοια των οποίων η εκμεταλλεύσιμη διάρκεια ζωής υπερβαίνει σημαντικά το όριο αυτό. Ο παράγων της ηλικίας των πλοίων αυτών εξετάζεται κατά περίπτωση. Υπέρβαση του ορίου ηλικίας των χρηματοδοτούμενων πλοίων δεν μπορεί να υπάρξει σε καμία περίπτωση.

#### ΚΡΙΤΗΡΙΟ 4 : Αξία σιδήρου

Ειδικά εάν το πλοίο είναι μεγάλης ηλικίας, εξετάζεται η αξία σιδήρου του (scrap value) γιατί αυτή είναι η ελάχιστη τιμή που μπορεί να λάβει η αξία του πλοίου.

Η τιμή του σιδήρου scrap ακολουθεί το νόμο της προσφοράς και της ζήτησης. Σε περιόδους κρίσεως η τιμή σιδήρου scrap υποχωρεί ενώ σε περίοδο ανακάμψεως αυξάνει.

Η αξία του πλοίου ως σιδήρου είναι ευθεία συνάρτηση της κατά τα άνω τιμής του σιδήρου και του βάρους του πλοίου μετά την αφαίρεση καυσίμων, προμηθειών και φορτίου (Light Displacement ή LDT)<sup>41</sup>.

#### ΚΡΙΤΗΡΙΟ 5 : Λόγος ύψους πιστοδότησης προς αξία καλύψεων :

Σαν εξασφάλιση του δανείου, κατά πάγια τακτική, λαμβάνονται, πέραν

Σαν εξασφάλιση του δανείου, κατά πάγια τακτική, λαμβάνονται, πέραν της εγγραφής υποθήκης επί του χρηματοδοτούμενου πλοίου, και πρόσθετες καλύψεις, με την μορφή υποθηκών επί άλλων πλοίων ή άλλων πάγιων στοιχείων. Οι πρόσθετες αυτές καλύψεις, αντιπροσωπεύουν και την ίδια συμμετοχή του πλοιοκτήτη στην όλη επένδυση. Ως εκ τούτου αυτό που έχει πραγματική σημασία είναι ο λόγος του ύψους της πιστοδότησης προς την συνολική αξία των υποθηκευμένων πλοίων και λοιπών εξασφαλίσεων που προσφέρονται ως κάλυψη.

Ο λόγος αυτός επηρεάζεται:

- Από τις συνθήκες της αγοράς που ανήκει το πλοίο.
- Την ηλικία του πλοίου.
- Την ύπαρξη μακροχρόνιας χρονονάυλωσης.

---

<sup>41</sup> Δ.Κ.Βανδώρος, «Η χρηματοδότηση της Ναυτιλίας», 1991

- Τα αποτελέσματα που δείχνει η προβλεπόμενη ταμειακή ροή (cash flow) των υποθηκευμένων πλοίων.
- Την ύπαρξη άλλων, πέραν των υποθηκευμένων πλοίων, αποδεκτών εξασφαλίσεων.
- Την οικονομική ευρωστία του πελάτη.

Όταν ο λόγος ύψος πιστοδότησης προς αξία καλύψεων είναι μεγαλύτερος του 70%, τότε η πιστοδότηση εγκρίνεται.

#### ΚΡΙΤΗΡΙΟ 6 : Διάρκεια αποπληρωμής :

Η διάρκεια δανείου συναρτάται από:

- Την ηλικία του υποθηκευμένου πλοίου.
- Την ύπαρξη χρονοναυλώσεων.
- Την προϋπολογιζόμενη ταμειακή ροή.
- Τις συνθήκες της ναυλαγοράς.

Η αποπληρωμή πραγματοποιείται με ίσες δόσεις κεφαλαίου συνήθως, όχι μεγαλύτερες του εξαμήνου και κατά προτίμηση τριμήνου. Εδώ θα πρέπει να αναφέρουμε και το balloon payment. Το balloon είναι μια εφάπαξ πληρωμή στην ημερομηνία εξόφλησης του δανείου, την οποία καθορίζουν οι τράπεζες. Η ύπαρξη balloon μπορεί να δικαιολογηθεί με το γεγονός ότι το ποσό του balloon και η υπολειμματική αξία του πλοίου στο τέλος του δανείου, ενδεχόμενα να είναι ίσα. Σε μια περίπτωση balloon η τράπεζα θα πρέπει να προσέξει, ώστε το ποσό του balloon να μην υπερβαίνει την εκτιμηθείσα αξία σιδήρου του πλοίου και με κάποιους συντηρητικούς υπολογισμούς.

#### ΚΡΙΤΗΡΙΟ 7 : Ταξινόμηση πιστοδοτήσεων :

Η ταξινόμηση των πιστοδοτήσεων αποτελεί μια εσωτερική διαδικαστική λειτουργία αξιολόγησης του χαρτοφυλακίου της τράπεζας, που αφορά αποκλειστικά και μόνο τις υπηρεσίες χορηγήσεων της Τράπεζας. Γνώση, δηλαδή, της ταξινόμησης μπορούν να έχουν μόνο οι λειτουργοί των υπηρεσιών χορηγήσεων και τα ελεγκτικά όργανα της Τράπεζας. Ο εμπιστευτικός χαρακτήρας της ταξινόμησης σημαίνει επίσης πως, σε καμία περίπτωση και για κανένα λόγο, δε μπορεί να γνωστοποιηθεί σε τρίτους, συναλλασσόμενους ή όχι με την Τράπεζα.

Σκοπός : Η ταξινόμηση έχει σαν σκοπό να ξεχωριστούν οι πιστοδοτήσεις, που παρουσιάζουν αρνητικά πιστωτικά στοιχεία ή μια χειροτέρευση της οικονομικής κατάστασης του πελάτη, να μελετηθούν τα σχετικά προβλήματα, να εκτιμηθεί ο βαθμός του κινδύνου και να μεθοδευτούν, στη συνέχεια, διαδικασίες και μέτρα για επανόρθωση ή και περιορισμό των ζημιών, που μπορεί να υπάρξουν.

## 5.2 Μοντέλα αξιολόγησης ναυτιλιακών δανείων

### 5.2.1 Δυνατότητα ανάπτυξης μοντέλου αξιολόγησης ναυτιλιακών δανείων

Όπως έχει αναφερθεί και στα προηγούμενα κεφάλαια, η ναυτιλία αποτελεί μια βιομηχανία υψηλού κινδύνου κυρίως λόγω της μεγάλης μεταβλητότητας των εισπράξεων της Ναυτιλιακής επιχείρησης, που οφείλεται της μεγάλες διακυμάνσεις των ναύλων και στην αδυναμία πρόβλεψης των κινήσεων της.

Η ύπαρξη υψηλού κινδύνου δημιουργεί προβλήματα ευχερούς χρηματοδότησης της Ναυτιλιακής Επιχείρησης, συνεπώς η εξάρτηση της επιχείρησης από την τραπεζική χρηματοδότηση είναι παράγων κλειδί για την περαιτέρω ανάπτυξη της. Το ποσοστό χρηματοδότησης του πλοίου από μια τράπεζα φτάνει το 60-80% της αξίας του, δηλαδή η ανάγκη δανειακού κεφαλαίου είναι πολύ μεγάλη.

Σύμφωνα με σχετική μελέτη των «*A.Dimitras, T.Petropoulos, I. Constantinidou*», οι περισσότερες Ναυτιλιακές Εταιρίες έχουν κάνει τουλάχιστον μία αίτηση για δάνειο και έχουν στενή συνεργασία με τα πιστωτικά ιδρύματα. Η απόφαση επένδυσης από μια Ναυτιλιακή Εταιρία εξαρτάται από την ικανότητα της εταιρείας να πάρει δάνειο από κάποια τράπεζα. Από τα παραπάνω καταδεικνύεται η αναγκαιότητα για την ανάπτυξη εργαλείων αξιολόγησης των αιτήσεων για την χορήγηση ναυτιλιακών δανείων, ώστε να είναι σε θέση τα στελέχη των τραπεζών να ελέγχουν τον κίνδυνο που συνεπάγεται η χορήγηση ναυτιλιακών δανείων σε αναξιόπιστους πελάτες που δεν ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους.

Ο βασικός στόχος των εργαλείων αυτών είναι η ταξινόμηση (ομαδοποίηση) των αιτήσεων για την χορήγηση ναυτιλιακών δανείων, σε αυτές οι οποίες θα πρέπει να εγκριθούν και σε αυτές οι οποίες θα πρέπει να απορριφθούν, βάσει του προσωπικού και επιχειρηματικού προφίλ της κάθε εταιρείας. Επιπλέον μπορεί να χρησιμοποιηθεί και μια τρίτη ομάδα, στην οποία μπορούν να ενταχθούν οι αιτήσεις για τις οποίες δεν είναι δυνατή η εξαγωγή μιας άμεσης απόφασης με βεβαιότητα, αλλά αντίθετα απαιτείται πιο αναλυτική και εμπειριστατωμένη εξέταση.

Η αντιμετώπιση προβλημάτων ταξινόμησης, όπως αυτό της αξιολόγησης του κινδύνου των ναυτιλιακών δανείων μπορεί να επιτευχθεί μέσω της πολυκριτήριας μεθόδου Utadis.

### 5.2.2 Η Πολυκριτήρια μεθοδολογία “Utadis”

Η μέθοδος Utadis προερχόμενη από το χώρο της πολυκριτήριας ανάλυσης αποφάσεων, σκοπό έχει την αντιμετώπιση προβλημάτων ταξινόμησης, όπως είναι αυτό της αξιολόγησης αιτήσεων για την χορήγηση ναυτιλιακών δανείων.

**Η επιλογή αυτής της μεθόδου στην περίπτωση της αξιολόγησης των ναυτιλιακών δανείων, οφείλεται στην ύπαρξη πολλών ποιοτικών και όχι ποσοτικών κριτηρίων που εξετάζονται.** Στο πρώτο στάδιο εφαρμογής της μεθόδου, ο πιστωτικός αναλυτής καθορίζει μια ομαδοποίηση ενός συνόλου αιτήσεων για την χορήγηση ναυτιλιακών δανείων ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της κάθε εταιρείας. Η ομαδοποίηση των αιτήσεων μπορεί να γίνει σε δύο ή και περισσότερες ομάδες, ανάλογα με την πολιτική που ακολουθεί η κάθε τράπεζα.

Έχοντας ως δεδομένη την προκαθορισμένη αυτή ομαδοποίηση, η μέθοδος Utadis αναπτύσσει ένα μοντέλο αξιολόγησης, το οποίο αναπαριστά όσο το δυνατό ακριβέστερα τις προτιμήσεις του πιστωτικού αναλυτή και ταξινομεί τις αιτήσεις στις ομάδες στις οποίες ανήκουν με την υψηλότερη δυνατή ακρίβεια.

Η ταξινόμηση των αιτήσεων επιτυγχάνεται συγκρίνοντας την ολική χρησιμότητα που επιτυγχάνει η κάθε αίτηση βάσει του μοντέλου που αναπτύσσεται, με τα όρια που διαχωρίζουν τις ομάδες μεταξύ τους, όπως αυτά υπολογίζονται βάσει της μεθόδου.

Τόσο η προσθετική συνάρτηση χρησιμότητας ( μοντέλο ταξινόμησης ), όσο και τα όρια χρησιμότητας, υπολογίζονται μέσω της μεθόδου Utadis χρησιμοποιώντας τεχνικές γραμμικού προγραμματισμού, με στόχο την ελαχιστοποίηση του μεγέθους των εσφαλμένων ταξινομήσεων<sup>42</sup>.

### 5.2.3 Κριτήρια που αξιολογούνται – Εφαρμογή του μοντέλου

Σε αυτό το σημείο θα γίνει μια σύντομη αναφορά στον τρόπο κατασκευής του μοντέλου, καθώς και στα κριτήρια που εξετάζονται για την αξιολόγηση των αιτήσεων των ναυτιλιακών δανείων.

Το πρώτο στάδιο είναι η συλλογή ενός δείγματος αιτήσεων ναυτιλιακών δανείων από τράπεζα που δραστηριοποιείται στον χώρο της ναυτιλίας. Προτιμάται οι αιτήσεις που θα συλλεχθούν να έχουν σχέση με την αγορά πλοίου και όχι με πιο πολύπλοκα σχέδια. Επίσης οι αιτήσεις θα πρέπει να κυμαίνονται στην ίδια χρονική περίοδο.

Στο δεύτερο στάδιο οι αιτήσεις ταξινομούνται σε τρεις κατηγορίες ως ακολούθως:

<sup>42</sup> Κ.Ζοπουνίδης, «Ανάλυση και διαχ/ση χρημ/κων κινδύνων», εκδ. Κλειδάριθμος, 1998

- ✚ **Ομάδα C1:** αποδεκτές αιτήσεις οι οποίες μπορούν να εγκριθούν χωρίς ενδοιασμό.
- ✚ **Ομάδα C2:** αιτήσεις οι οποίες θα πρέπει να υποβληθούν σε μία πιο λεπτομερή ανάλυση και εξέταση από τα ανώτερα στελέχη της τράπεζας.
- ✚ **Ομάδα C3:** απορριπτέες αιτήσεις, οι οποίες κρίνονται ιδιαίτερα επισφαλείς, καθώς οι αντίστοιχες εταιρείες βάσει των χαρακτηριστικών τους παρουσιάζονται αναξιόπιστες.

Η κατηγοριοποίηση των αιτήσεων στις παραπάνω κατηγορίες γίνεται με την εξέταση των οκτώ βασικών κριτηρίων, που είναι τα ακόλουθα:

- **Διοίκηση ( Ιδιοκτησία & Management )** : λαμβάνονται υπόψη 19 παράγοντες.
- **Στόλος** : λαμβάνονται υπόψη 6 παράγοντες.
- **Ιστορικό πιστώσεων** : λαμβάνονται υπόψη 5 παράγοντες.
- **Λειτουργικά ,Τεχνικά και Πρόσληψη Προσωπικού** : λαμβάνονται υπόψη 10 παράγοντες.
- **Εργοδοσία** : λαμβάνονται υπόψη 8 παράγοντες
- **Οικονομικά χαρακτηριστικά του στόλου** : λαμβάνονται υπόψη 11 παράγοντες.
- **Χαρακτηριστικά της Συγκεκριμένης πρότασης** : λαμβάνονται υπόψη 10 παράγοντες.
- **Άλλα χαρακτηριστικά** : λαμβάνεται υπόψη η προθυμία της Τράπεζας να συνεργαστεί με τον συγκεκριμένο όμιλο.

Κάθε ένα από τα παραπάνω κριτήρια αποτελείται από πολλούς συναφείς παράγοντες. Η αξιολόγηση του κάθε κριτηρίου είναι αποτέλεσμα του συνδυασμού αυτών των παραγόντων. Οι παράγοντες αξιολογούνται σε μια κλίμακα 1-10 (αύξουσα προτίμηση) από τα ανώτερα στελέχη της τράπεζας.

Η αξιολόγηση του κάθε κριτηρίου είναι το άθροισμα των βαθμών των παραγόντων που εξετάζονται. Ο μέγιστος βαθμός του κάθε κριτηρίου ποικίλει εξαιτίας του διαφορετικού αριθμού παραγόντων και των βαρών του κάθε κριτηρίου<sup>43</sup>.

### 5.3 Ανάπτυξη συστήματος υποστήριξης σχετικών αποφάσεων

Ένα Σύστημα Υποστήριξης Αποφάσεων, μπορεί να οριστεί ως ένα πληροφοριακό σύστημα, το οποίο παρέχει υποστήριξη στους αποφασίζοντες κατά την διαδικασία

---

<sup>43</sup> A.Dimitras, T.Petropoulos, I. Constantinidou, «Multicriteria evaluation of loan application in shipping”.

λήψης αποφάσεων σε ημι-δομημένα ή μη δομημένα προβλήματα, παρέχοντας τους πρόσβαση σε βάσεις δεδομένων και σε μοντέλα και τεχνικές ανάλυσης.

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό των πολυκριτήριων Σ.Υ.Α αποτελεί η ενσωμάτωση στην δομή τους τεχνικών από τον χώρο της πολυκριτήριας ανάλυσης αποφάσεων, οι οποίες έχουν την δυνατότητα αξιοποίησης ποσοτικών αλλά και ποιοτικών δεδομένων, και παράλληλα αποτελούν μια ρεαλιστική προσέγγιση στην αντιμετώπιση πολύπλοκων προβλημάτων λήψης αποφάσεων.

Όσον αφορά τις τράπεζες που ασχολούνται με τον κλάδο της ναυτιλίας, η δημιουργία Σ.Υ.Α για την χορήγηση νέων δανείων και για την εκτίμηση της ποιότητας του κινδύνου που αναλαμβάνουν, φαίνεται να είναι περισσότερο από ποτέ αναγκαία, λόγω των αλλαγών που θα επιφέρει στην τραπεζική δανειοδότηση η εφαρμογή του αναθεωρημένου συμφώνου της συνθήκης της Βασιλείας περί κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, το 2005.

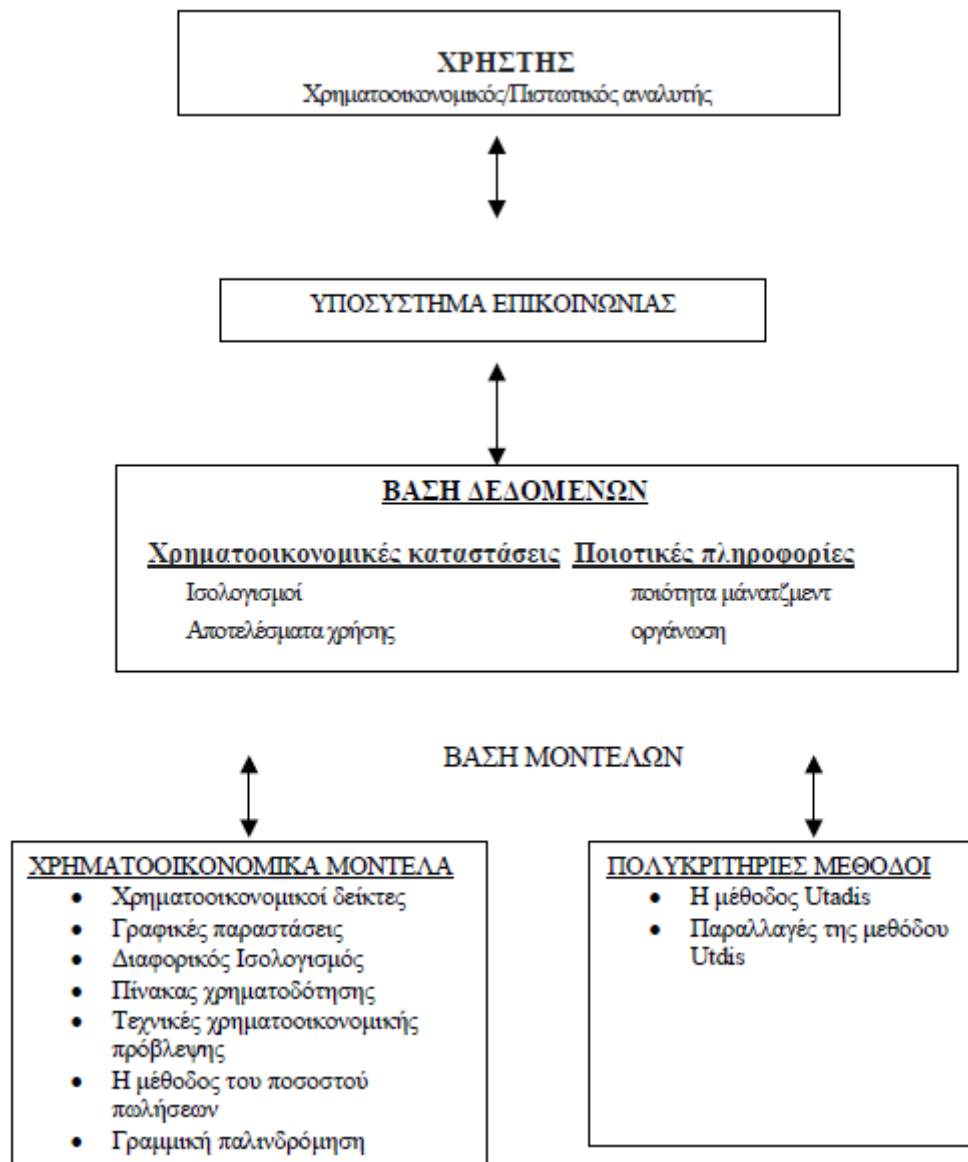
Στη συνέχεια γίνεται μία σύντομη αναφορά στο σύστημα Finclas (financial classification) το οποίο παρέχει ολοκληρωμένη υποστήριξη στους πιστωτικούς αναλυτές για την λήψη διαφόρων χρηματοοικονομικών αποφάσεων (χορήγησης δανείων, κ.α).

### **5.3.1 Το σύστημα Finclas - (financial classification )**

Είναι ένα πολυκριτήριο Σ.Υ.Α το οποίο είναι προσανατολισμένο στην αντιμετώπιση κάθε είδους χρηματοοικονομικών προβλημάτων ταξινόμησης. Βασικό εργαλείο του συστήματος αποτελεί η πολυκριτήρια μέθοδος Utadis (που αναφέραμε στην προηγούμενη ενότητα), μέσω της οποίας επιτυγχάνεται η ταξινόμηση των διαφόρων ενεργειών (αιτήσεις χορήγησης δανείων, κ.τ.λ) σε ομογενείς ομάδες κινδύνου.

Η δομή του συστήματος Finclas είναι η ακόλουθη :





**Η δομή του συστήματος Finclas<sup>44</sup>**

Η βάση δεδομένων του συστήματος, περιλαμβάνει χρηματοοικονομικά στοιχεία που μπορούν να αντληθούν από τις βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις, αλλά και ποιοτικές πληροφορίες (ποιότητα της Διοίκησης κ.α).

Η βάση των χρηματοοικονομικών μοντέλων του συστήματος FINCLAS περιλαμβάνει πάνω από χρηματοοικονομικούς δείκτες (αποδοτικότητα, φερεγγυότητα, ρευστότητα, απόδοση της διαχείρισης), το διαφορικό ισολογισμό, τον πίνακα χρηματοδότησης, τη μέθοδο γραμμικής παλινδρόμησης, και τη μέθοδο του ποσοστού των πωλήσεων, παρέχοντας έτσι την απαραίτητη υποστήριξη στον αποφασίζοντα

<sup>44</sup> Zorounidis & Doumpos, 1998

κατά τον καθορισμό των βασικών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών των επιχειρήσεων. Η ταξινόμηση των εναλλακτικών ενεργειών (επιχειρήσεις, αιτήσεις δανείων, επενδυτικά έργα, κλπ.) από το σύστημα FINCLAS γίνεται μέσω της μεθόδου UTADIS. Σκοπός της μεθόδου UTADIS είναι η ανάπτυξη ενός μοντέλου προσθετικής χρησιμότητας και ο υπολογισμός των κατάλληλων ορίων χρησιμότητας ώστε να επιτευχθεί η ταξινόμηση των εναλλακτικών ενεργειών στις ομάδες στις οποίες ανήκουν τα Σ.Υ.Α ακολουθώντας το μεθοδολογικό πλαίσιο της πολυκριτήριας ανάλυσης και συνδυάζοντας την με την πληροφορική, αποτελούν ένα ισχυρό εργαλείο για την αντιμετώπιση προβλημάτων λήψης αποφάσεων. Το σύστημα FINCLAS που παρουσιάστηκε, μπορεί να αποτελέσει ένα σημαντικό εργαλείο για την αντιμετώπιση τέτοιου είδους προβλημάτων. Μπορεί να βοηθήσει τις τράπεζες στον περιορισμό του ρίσκου, που εμπεριέχει η χορήγηση ενός δανείου και ιδίως στην ναυτιλία που ο πιστωτικός κίνδυνος είναι υψηλότερος<sup>45</sup>.

## **Κεφάλαιο 6: Θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης**

### **6.1 Γενικά**

Όταν μιλάμε για «κεφαλαιακή διάρθρωση» των επιχειρήσεων, εννοούμε την αναλογία των ιδίων και των δανεικών κεφαλαίων που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της και η οποία είναι το αποτέλεσμα χειρισμών των οικονομικών υπευθύνων της, των μάνατζερ. Η χρηματοδότηση μιας εταιρίας μπορεί να γίνει με αρκετούς τρόπους όπως: τραπεζικά δάνεια (βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα), εταιρικά ομόλογα (μετατρέψιμα ή όχι), αύξηση μετοχικού κεφαλαίου (κοινές ή προνομιούχες μετοχές), παρακρατηθέντα κέρδη και ειδικά αποθεματικά. Έχει επικρατήσει με τον όρο δανεικά κεφάλαια, να αναφερόμαστε σε μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους.

Ο λόγος που οι ερευνητές έχουν ασχοληθεί τόσο πολύ με την «διοίκηση» της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι ο εντοπισμός της «άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης» (optimal capital structure), δηλαδή της αναλογίας εκείνης των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων της επιχείρησης και της μεταβολή της σύνθεσης των κεφαλαίων προς αυτή την άριστη αναλογία, η οποία να μεγιστοποιεί την τρέχουσα συνολική αξία της εταιρίας (μεγιστοποίηση της κοινής μετοχής) ή εναλλακτικά να ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου της. Η έρευνα πολλές φορές στρέφεται στα κίνητρα που ωθούν τα ανώτερα στελέχη ή τη διοίκηση των εταιριών να επιλέξουν την αναλογία των μεσοπρόθεσμων δανείων προς ιδίων

---

<sup>45</sup> Κ. Ζοπουνίδης, «Ανάλυση και διαχείριση χρημ/κών κινδύνων», 1998

κεφαλαίων και στον αντίκτυπο που έχουν οι αποφάσεις τους στους υφιστάμενους ή τους νέους μετόχους, καθώς και στους δανειστές. Την ύπαρξη όμως της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης δεν την δέχονται όλες οι θεωρίες. Επίσης κάποιες θεωρίες δέχονται ότι υπάρχει ένα άριστο «εύρος» στην παραπάνω αναλογία (Fischer, Heinkel και Zechner 1989), στο οποίο οι εταιρίες επιτρέπουν το λόγο δανεισμού να κυμαίνεται. Σύμφωνα με αυτή, μια επιχείρηση προσαρμόζει τις πηγές χρηματοδότησης της μόνο όταν η μόχλευση φτάσει σε ένα από τα όρια. Όπως τονίζει ο Vernimmen (2005) η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι μια πολιτική που εξειδικεύεται για κάθε επιχείρηση και αλλάζει μέσα στο χρόνο.

## 6.2 Θεωρία MODIGLIANI – MILLER χωρίς φόρους επιχειρήσεων

Το 1958, οι F. Modigliani and M. Miller, σε άρθρο που δημοσίευσαν στο 'The American Economic Review', διατύπωσαν τις εξής απόψεις: α) η αξία οποιασδήποτε εταιρίας, είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή της διάρθρωση και δίνεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων εσόδων με το μέσο κόστος κεφαλαίου. Επίσης και το συνολικό κόστος κεφαλαίου της εταιρίας είναι εντελώς ανεξάρτητο από την κεφαλαιακή της διάρθρωση και είναι ίσο με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης μιας εταιρίας που δεν χρησιμοποιεί δανεικά και β) το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια είναι ίσο με το κόστος του καθαρού μετοχικού κεφαλαίου (δηλαδή μιας εταιρίας που δεν χρησιμοποιεί δανεικά αλλά βρίσκεται στην ίδια κατηγορία κινδύνου), συν ένα premium σχετικό με τον οικονομικό κίνδυνο, το οποίο εξαρτάται από την αναλογία των δανεικών κεφαλαίων και τη διαφορά μεταξύ κόστους κοινών μετοχών και δανεικών κεφαλαίων. Η αύξηση των δανειακών φθινών κεφαλαίων σε μια επιχείρηση, αντισταθμίζεται πλήρως από την αύξηση του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο, με τελικό αποτέλεσμα το συνολικό κόστος κεφαλαίου να παραμένει σταθερό και ανεξάρτητο από τη μόχλευση. Για να ισχύουν όμως όλα τα παραπάνω έχουν γίνει οι εξής περιοριστικές υποθέσεις :

- Δεν υπάρχουν φόροι για τις επιχειρήσεις και τους ιδιώτες.
- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος μετριέται από την τυπική απόκλιση των κερδών και οι επιχειρήσεις που έχουν τον ίδιο βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου, θεωρούμε ότι ανήκουν σε κατηγορία ομογενούς κινδύνου, είναι δηλαδή τέλεια υποκατάστατα η μία της άλλης.
- Όλοι οι ιδιώτες επενδυτές βρίσκονται σε συμφωνία σχετικά με τις εκτιμήσεις τους για τα μελλοντικά κέρδη, δηλαδή έχουν ομογενείς προσδοκίες.

- Οι ταμειακές ροές των επιχειρήσεων είναι διηνεκείς, με σταθερά κέρδη που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις θα έχουν μηδενικό ρυθμό ανάπτυξης.

- Οι μετοχές όπως και τα ομόλογα, διαπραγματεύονται σε τέλειες κεφαλαιαγορές, δηλαδή δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών και αντιπροσώπευσης και τόσο οι επιχειρήσεις όσο και οι ιδιώτες μπορούν να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο.

- Όλες οι ομολογίες αποφέρουν σταθερό εισόδημα στη μονάδα του χρόνου και θεωρείται σίγουρο από όλους τους διαπραγματευτές ανεξάρτητα τον εκδότη.

### 6.3 Θεωρία MODIGLIANI – MILLER με φόρους επιχειρήσεων

Στη δημοσίευση<sup>46</sup> που έκαναν οι Modigliani and Miller (1963) και με την οποία διόρθωναν την προηγούμενη δημοσίευση του 1958, διατυπώνουν την άποψη ότι εάν λάβουμε υπόψη τη φορολογία των επιχειρήσεων, η φορολογική εξοικονόμηση από τα δανεικά κεφάλαια ή οποιαδήποτε άλλη μορφή χρηματοδότησης από την οποία υπάρχει έκπτωση φόρου, δημιουργεί επιπλέον κέρδος στην επιχείρηση, άρα όσο περισσότερα τα δάνεια τόσο μεγαλύτερα τα κέρδη. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να επηρεάζεται θετικά η μετοχή της και να αυξάνει η αξία της επιχείρησης. Επίσης η φορολογική εξοικονόμηση συντελεί και στη μείωση του συνολικού κόστους κεφαλαίου που επιδρά θετικά στην τιμή της μετοχής. Οι συγγραφείς βέβαια στο κείμενό τους αναφέρουν ότι παρά τη φορολογική εξοικονόμηση, οι εταιρίες δεν θα πρέπει να επιδιώκουν να μεγιστοποιήσουν τη χρήση δανείων διότι άλλες μορφές κεφαλαίου ίσως είναι πιο φθηνές (π.χ. παρακρατημένα κέρδη), οι δανειστές επιβάλλουν περιορισμούς στη χρήση των δανεικών και θα έπρεπε να κρατούν ένα απόθεμα αχρησιμοποίητου δανεισμού για μελλοντική χρήση. Μία συνέπεια της αύξησης της δανειακής επιβάρυνσης, είναι και η αύξηση του κόστους δανεισμού και τα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, αφού αυξάνεται η πιθανότητα για χρεωκοπία. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα τη σταδιακή μείωση του οφέλους της φορολογικής εξοικονόμησης, μέχρι να μηδενιστεί εντελώς και εάν συνεχιστεί η μόχλευση να έχει αρνητική επίπτωση στα αποτελέσματα της εταιρίας και την αξία της.

### 6.4 Trade off theory

Από την θεωρία των MM, προέρχεται και η θεωρία αντισταθμίματος (trade off theory), η οποία μας λέει ότι οι επιχειρήσεις προσπαθούν να αντισταθμίσουν την αυξημένη φορολογική ωφέλεια από τη χρήση δανεικών κεφαλαίων, με την αύξηση του

---

<sup>46</sup> *Corporate income Taxes and the Cost of Capital: A correction*, F. Modigliani, M. Miller, 1963, *American Economic Review*, June, 433-443.

κόστους της χρηματοοικονομικής δυσχέρειας ή δυσπραγίας (financial distress)<sup>47</sup>. Ο όρος χρηματοοικονομική δυσχέρεια αναφέρεται σε άμεσα ή έμμεσα κόστη πτώχευσης ή αναδιοργάνωσης εξαιτίας του υπερβολικού δανεισμού, τα οποία συνήθως εμφανίζονται πολύ πριν η εταιρία φτάσει στο τελικό σημείο της πτώχευσης. Συνήθως χρησιμοποιούμε τον όρο στατική (static) για τη θεωρία και τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται σε αυτή, όταν εξετάζονται σαν καθοριστικοί παράγοντες οι φόροι και τα κόστη χρεωκοπίας. Επιγραμματικά μπορούν να αναφερθούν τα εξής: απώλεια παραγγελιών από πελάτες λόγω της αβεβαιότητας που δημιουργείται για τη συνέχιση της ύπαρξης της εταιρίας, άρνηση των προμηθευτών να χορηγούν πιστώσεις στην επιχείρηση, αύξηση του κόστους των επόμενων δανείων λόγω αύξησης του πιστωτικού κινδύνου, δυσκολία εύρεσης νέων κεφαλαίων και απόρριψη επενδυτικών ευκαιριών με θετική παρούσα αξία, πώληση περιουσιακών στοιχείων σε τιμές χαμηλότερες από τις πραγματικές, υποβάθμιση της ποιότητας των προϊόντων λόγω απαξίωσης και μη αντικατάστασης του μηχανολογικού εξοπλισμού, παραίτηση των στελεχών της επιχείρησης και ενίσχυση των ανταγωνιστών κ.α.

Ένας άλλος παράγοντας είναι και τα κόστη αντιπροσώπευσης (agency costs), που προκύπτουν εξαιτίας των ελέγχων που επιβάλλουν οι μέτοχοι της εταιρίας για τη διασφάλιση των συμφερόντων τους στους αντιπροσώπους τους στη διοίκηση της εταιρίας, δηλαδή τους μάντζερ (όπως λογιστικοί έλεγχοι, νομικοί, διοικητικοί κ.α.), καθώς και οι περιοριστικοί όροι – ρήτρες (restrictive covenants) των δανειακών συμβάσεων που επιβάλλουν οι δανειστές, όπως για παράδειγμα να αλλάξει σημαντικά τις εργασίες της και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο, να έχει μειωμένα μερίσματα, περιορισμός στην πώληση και απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, έλεγχος των μισθών των στελεχών, περαιτέρω αύξηση δανεισμού ή του κόστους αυτού<sup>48</sup> κ.α., θέτοντας έτσι όρια στη δραστηριότητα της επιχείρησης. Η εταιρία δηλαδή, δανείζεται έως το σημείο όπου η οριακή αξία της φορολογικής εξοικονόμησης του πρόσθετου χρέους αντισταθμίζεται από την αύξηση της παρούσας αξίας του κόστους της οικονομικής δυσχέρειας<sup>49</sup>.

## 6.5 Pecking order theory

Η θεωρία αυτή ξεκίνησε από τον Gordon Donaldson το 1961 και δέχεται ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις, χρηματοδοτούν τις επενδύσεις τους ακολουθώντας μια συγκεκριμένη σειρά (ιεραρχία της χρηματοδότησης), πρώτα με εσωτερικές πηγές ό-

<sup>47</sup> *Capital Structure*. Stewart C. Myers, *Journal of economic perspectives*, V. 15, Spring 2001, p.81-102

<sup>48</sup> *Principles of Managerial Finance*, Lawrence J. Gitman, Tenth Edition, p. 532

<sup>49</sup> *Capital Structure*. Stewart C. Myers, *Journal of economic perspectives*, V. 15, Spring 2001, p.81-102

πως τα παρακρατηθέντα κέρδη, εφόσον αυτά δεν επαρκούν χρησιμοποιούν εξωτερικό δανεισμό και σαν τελευταία λύση έχουν την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου, χρησιμοποιώντας δηλαδή κάθε φορά αυτή την πηγή κεφαλαίων που εμφανίζεται να έχει το μικρότερο κόστος. Οι Myers και Majluf (1984), συμπλήρωσαν τα παραπάνω, θεωρώντας πως όταν οι εταιρίες (οι διοικούντες και οι μάνατζερ) διαθέτουν πληροφορίες για την αξία της εταιρίας, τις οποίες δεν έχουν οι επενδυτές, υπάρχει δηλαδή ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information), αποφασίζουν να μην εκδώσουν νέο μετοχικό κεφάλαιο, αλλά να επιλέξουν άλλους τρόπους χρηματοδότησης, για να μη δώσουν αρνητικό σήμα στους επενδυτές, το οποίο θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στη μετοχή και κατ' επέκταση στην αξία της επιχείρησης. Με αυτό το σκεπτικό οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διατηρούν συνέχεια ένα απόθεμα δανειακής ικανότητας (reserve borrowing capacity), έτσι ώστε να μπορούν να αναλάβουν μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες, χωρίς να υποχρεωθούν στην έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου σε χαμηλή τιμή και με αυξημένο κόστος.

Στη θεωρία αυτή δεν υπάρχει άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση και κάποιος στόχος για την αναλογία μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τα ίδια κεφάλαια. Αυτό όμως που αφήνει ανεξήγητο η θεωρία, είναι η έκδοση μετοχικού κεφαλαίου σε ακατάλληλες στιγμές όπως αναφέρουν οι Fama και French (2005) και Leary και Roberts (2007), με δεδομένο ότι πάνω από το 50% του δείγματος των πρώτων δεν επιβεβαίωσαν την κεντρική πρόβλεψη της θεωρίας, ενώ οι Frank και Goyal (2003) βρήκαν ότι η δανειακή χρηματοδότηση δεν κυριαρχεί της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου σε μέγεθος.

## **6.6 Άλλες θεωρίες**

### **6.6.1 Θεωρία των ελεύθερων ταμειακών ροών (Free cash flow theory)**

Υπάρχουν εταιρίες που έχουν ταμειακές ροές που υπερβαίνουν τις ανάγκες χρηματοδότησης των αξιόλογων επενδυτικών τους σχεδίων. Αυτά τα παραπάνω χρήματα, οι μέτοχοι θα ήθελαν να μοιραστούν με τη μορφή μερίσματος ή επαναγοράς μετοχών, ενώ οι μάνατζερ οι οποίοι ενεργούν με άλλα κριτήρια, θα ήθελαν να μεγαλώσουν όσο μπορούν περισσότερο την επιχείρηση έτσι ώστε να αυξηθεί η δύναμή τους και φυσικά να αυξηθούν οι αμοιβές τους και στην προσπάθειά τους αυτή υπάρχει ο κίνδυνος να σπαταλήσουν τους διαθέσιμους πόρους<sup>50</sup>, κάνοντας αποδεκτές επενδύσεις με αρνητική καθαρή παρούσα αξία μειώνοντας έτσι τον πλούτο των μετόχων. Αυτή η διαμάχη έχει κόστος (agency cost), το οποίο μειώνεται με τη χρήση

---

<sup>50</sup> Over-Investment of free cash flow. Scott Richardson, 23 June 2006, Springer Science+Business media, LLC 2006.

δανεικών κεφαλαίων από την εταιρία, διότι οι μελλοντικές πληρωμές αυτών μειώνουν το διαθέσιμο για δαπάνες ποσό των ταμειακών ροών που βρίσκεται στη διακριτικότητα των μάντζερ και έτσι ελέγχονται καλύτερα. Η θεωρία λέει πως παρόλο που η αυξημένη χρήση δανεικών κεφαλαίων αυξάνει το κόστος της οικονομικής δυσχέρειας (financial distress), αυξάνει ταυτόχρονα και την αξία της μετοχής της εταιρίας, ιδιαίτερα όταν οι λειτουργικές ταμειακές ροές υπερβαίνουν σημαντικά τις κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες<sup>51</sup>.

### 6.6.2 Θεωρία συγχρονισμού της αγοράς (Market Timing Theory)

Αυτή η θεωρία αναφέρεται στην τάση που έχουν οι επιχειρήσεις να εκδίδουν μετοχικό κεφάλαιο όταν η τιμή της μετοχής τους δηλαδή η αξία τους είναι υψηλή( όπως μετρείται με το λόγο market/book) και να επαναγοράζουν μετοχές όταν η αξία τους είναι χαμηλή<sup>52</sup>. Αυτές οι ενέργειες βοηθούν τις εταιρίες να εκμεταλλευτούν το χαμηλό κόστος του μετοχικού κεφαλαίου (σε σύγκριση με άλλες πηγές χρηματοδότησης) και τον ενθουσιασμό της αγοράς τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή και οδηγούν σε μεταβολές της κεφαλαιακής διάρθρωσης οι οποίες κρατάνε για αρκετά χρόνια.

Οι Hovakimian κ.α. (2001) υποστηρίζουν ότι όταν η τιμή της μετοχής ανεβαίνει, αυτό συνδέεται με αυξημένες προοπτικές ανάπτυξης, οι οποίες με τη σειρά τους μειώνουν τον άριστο λόγο δανεισμού της επιχείρησης. Αυτή η αρνητική σχέση μεταξύ περασμένων αποδόσεων των μετοχών και αύξηση δανεισμού, είναι σύμφωνη με την άποψη ότι οι μάντζερ είναι απρόθυμοι να αυξήσουν το μετοχικό κεφάλαιο όταν η τιμή της μετοχής είναι χαμηλά και αντί αυτού να αυξήσουν το δανεισμό. Οι Baker και Wurgler (2002) πιστεύουν, ότι η θεωρία που βασίζεται στο συγχρονισμό της αγοράς εξηγεί καλύτερα τα αποτελέσματα της έρευνάς τους και ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση εξελίσσεται σαν το σωρευτικό αποτέλεσμα προηγούμενων προσπαθειών, να συγχρονίσουν την αγορά κεφαλαίων και δεν υπάρχει άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Λένε, στα πλαίσια του συγχρονισμού, πως οι εταιρίες εκδίδουν μετοχές όταν είναι υπερτιμημένες και δεν θα είναι κάτι προσωρινό (όπως προβλέπεται με την tradeoff).

### 6.6.3 Θεωρία σήματος (Signaling theory)

Είναι μια ξεχωριστή θεωρία που στηρίζεται στο γεγονός ότι τα διοικητικά στελέχη μιας επιχείρησης έχουν καλύτερη πληροφόρηση από τους επενδυτές. Αυτή η θεωρία βασίζεται στο ότι οι ενέργειες χρηματοδότησης που γίνονται από τους υπεύθυνους της επιχείρησης, είναι σχεδιασμένες με τέτοιο τρόπο, που να περνάνε ένα

---

<sup>51</sup> Capital Structure. Stewart C. Myers, Journal of economic perspectives, V. 15, Spring 2001, p.81-102.

<sup>52</sup> Market Timing and Capital Structure. Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler. The Journal of Finance, Feb. 2002.

σήμα στις αγορές σχετικά με τις προοπτικές της επιχείρησης. Όπως επισημαίνουν οι Batclay και Smith (2005), η επιδίωξη των οικονομικών διευθυντών είναι να βρουν έναν αξιόπιστο «μηχανισμό» σινιάλου και η αύξηση του δανεισμού τους δίνει αυτή τη δυνατότητα. Αυξάνοντας λοιπόν το δανεισμό, ο οποίος συνεπάγεται και μεγάλες πληρωμές από την επιχείρηση, δίνουν σήμα στους επενδυτές για μεγάλες αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές, επιδιώκοντας την αύξηση της τιμής των μετοχών.

#### **6.6.4 Θεωρία ενδυνάμωσης των μάνατζερ (Managerial entrenchment theory)**

Στη θεωρία αυτή, οι μάνατζερ θέλοντας να ενδυναμώσουν τη θέση τους στην εταιρία, τόσο στο να τη διασφαλίσουν όσο και να έχουν μεγαλύτερες απολαβές, επηρεάζουν τις χρηματοδοτικές αποφάσεις της εταιρίας με τρόπο που να ικανοποιούνται τα συμφέροντά τους και όχι έχοντας πάντα γνώμονα τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρίας<sup>53</sup>. Είναι πιθανόν οι μάνατζερ να επιδιώκουν την μικρότερη δυνατή χρήση δανείων, έτσι ώστε να μην είναι αναγκασμένη η εταιρία να βρίσκει τις πολύ κερδοφόρες επενδύσεις που θα της επιτρέψουν να πληρώνει μεγαλύτερα ποσά στο μέλλον για τοκοχρεολύσια, ενώ θα επιθυμούσαν να λάβουν μεγαλύτερα ποσά ως αποζημίωση<sup>54</sup>. Οι πιο διαδεδομένες από τις παραπάνω θεωρίες, οι οποίες θεωρούνται από τους επιστήμονες ότι εξηγούν καλύτερα την κεφαλαιακή διάρθρωση και μπορούν να προβλέψουν τις αλλαγές της, είναι οι “Tradeoff” και η “Pecking order” οι οποίες θα μας απασχολήσουν κατά κύριο λόγο στη συνέχεια (Graham και Leary 2011, Eckbo 2007, Lemmon και Zender 2004). Αυτές είναι και οι θεωρίες που θεωρούν τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, σαν τον σκοπό κάθε επιχείρησης. Είναι οι θεωρίες που έχουν εξεταστεί περισσότερο από τους ερευνητές και που χρησιμοποιούνται σαν βάση για την εξήγηση των χρηματοδοτικών αποφάσεων των εταιριών και που πολλοί ερευνητές με τη χρήση «δυναμικών» μοντέλων τους, θεωρούν ότι επιτυγχάνουν καλύτερα αποτελέσματα. Επίσης και οι δύο αυτές θεωρίες μπορούν να χαρακτηριστούν σαν «απόψεις», οι οποίες δίνουν κατευθυντήριες γραμμές στην ανάπτυξη και εξέλιξη εξειδικευμένων μοντέλων και ελέγχων<sup>55</sup>. Οι υπόλοιπες θεωρίες χρειάζονται καλύτερη ανάπτυξη και νέα μοντέλα έτσι ώστε τα αποτελέσματά τους να είναι συγκρίσιμα με τις κυρίαρχες θεωρίες (Miglo 2010).

---

<sup>53</sup> Jensen M., Meckling W. “Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure, 1976, Journal of Financial Economics”, pp. 305-360.

<sup>54</sup> Michael C. Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329

<sup>55</sup> Murray Frank, Vidhan Goyal. Trade-off and Pecking Order Theories of Debt. 2008. Handbook of corporate finance, Vol.2: Empirical corporate finance.



## **6.7 Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση.**

### **6.7.1 Φόροι και κερδοφορία επιχειρήσεων**

Η χρησιμοποίηση δανεικών κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις προσφέρει φορολογικές ελαφρύνσεις στις επιχειρήσεις διότι οι τόκοι των δανείων εκπίπτουν από τα έσοδα της επιχείρησης και είναι μεγαλύτερες όσο πιο μεγάλος είναι ο συντελεστής φορολόγησης τους. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι πολύ κερδοφόρες εταιρίες οι οποίες έχουν και μεγάλους φορολογικούς συντελεστές, θα έπρεπε να αυξάνουν το δανεισμό τους πάρα πολύ, έτσι ώστε να επιτύχουν τη μέγιστη δυνατή φορολογική εξοικονόμηση, δηλαδή να καλύπτουν τις χρηματοδοτικές τους ανάγκες αποκλειστικά με δάνεια. Επιπλέον οι φορολογικές ελαφρύνσεις που προκύπτουν από μη δανειακά προϊόντα (όπως οι αποσβέσεις, φορολογικές πιστώσεις λόγω επενδύσεων, επιδόματα εξάντλησης, depletion allowances κ.α.), μειώνουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να έχει φορολογικό όφελος από τη χρήση δανείων, επηρεάζοντας έτσι αρνητικά το άριστο επίπεδο δανεισμού<sup>56</sup>.

Σύμφωνα με τον Graham (2008), η έρευνα σχετικά με τις μη δανειακές φοροελαφρύνσεις, όπως τα stock options που δίνονται στους εργαζόμενους και οι συσσωρευμένες φορολογικές ελαφρύνσεις του εξωτερικού (accumulated foreign tax credits), ίσως προσφέρουν εξηγήσεις σχετικά με τη μη αναμενόμενη συντηρητική χρήση δανείων (conservative leverage puzzle) που παρουσιάζουν κάποιες επιχειρήσεις, η οποία δεν μπορεί να εξηγηθεί με τις υπάρχουσες θεωρίες. Βέβαια, όπως υποστηρίζουν οι Frank και Goyal (2007), η χρηματοδότηση με δανεισμό προϋπήρχε της εισαγωγής των εταιρικών φόρων, με αποτέλεσμα, χωρίς να τους αγνοούμε, να μη μπορούν από μόνοι τους να δικαιολογήσουν πλήρως τη χρήση δανείων.

### **6.7.2 Οικονομικοί Διευθυντές, κόστος αντιπροσώπευσης, κόστος παρακολούθησης**

Οι οικονομικοί υπεύθυνοι, ενεργούν πάντα για το δικό τους συμφέρον, είτε αυτό είναι καλύτεροι μισθοί και αποζημιώσεις, ασφάλεια εργασίας κ.α., για αυτό και τα αυξημένα κόστη αντιπροσώπευσης και παρακολούθησης. Έτσι θα επιλέξουν για χρηματοδότηση των επενδύσεων εκείνη την πηγή που δεν θα είναι εμπόδιο στην πορεία τους και συνήθως επιλέγουν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου για να αποφύγουν την πειθαρχία των αγορών που προέρχεται από τη χρήση δανεικών

---

<sup>56</sup> Chingfu Chang, Alice C. Lee, Cheng F. Lee. Determinants of Capital Structure Choice: A Structural Equation Modeling Approach. 2005.

κεφαλαίων. Όπως αναφέρουν οι Friend και Lang (1988), όταν οι οικονομικοί διευθυντές έχουν ισχυρό λόγο στις αποφάσεις, τότε επιλέγουν χαμηλότερο δανεισμό.

Ο Leland (1998) υποστηρίζει ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση αλλάζει με την παρουσία των κοστών αντιπροσώπευσης και ότι αυτά τα κόστη είναι μέτρια, λιγότερο από το 1/5 του φορολογικού οφέλους που σχετίζεται με τα δάνεια. Όταν όμως, αυξάνεται και ο κίνδυνος της επιχείρησης, τότε τα κόστη αντιπροσώπευσης, αν και μικρά, μπορεί να έχουν σημαντική επίδραση στην απόδοση του εταιρικού χρέους.

### 6.7.3 Ασύμμετρη πληροφόρηση και σήμα (signal)

Επειδή οι μάνατζερ ξέρουν καλύτερα από τον καθένα τις προοπτικές ανάπτυξης που έχει η επιχείρηση, γνωρίζοντας πότε οι μετοχές είναι υπέρ ή υποτιμολογημένες, χρησιμοποιούν αυτές τις πληροφορίες ανάλογα με την περίπτωση και επιλέγουν νέα δάνεια ή αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η σύναψη νέων δανείων π.χ. μπορεί να είναι μια κίνηση τακτικής των μάνατζερ, θέλοντας να δώσουν ένα σήμα στην αγορά, πως σύμφωνα με την ανώτερη πληροφόρηση που έχουν, οι μελλοντικές προοπτικές και η κερδοφορία της επιχείρησης θα είναι θετικές, άρα η μετοχή τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή είναι υποτιμημένη. Το αντίθετο συμβαίνει με την ανακοίνωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο δίνει αρνητικό σήμα στην αγορά, αφού οι επενδυτές θεωρούν πως η μετοχή είναι υπερτιμημένη. Επίσης η ύπαρξη δανείων σε μια επιχείρηση, την κάνει μη ελκυστική σε περίπτωση εξαγοράς, κάτι το οποίο ίσως το επιθυμούν οι υπεύθυνοί της.

### 6.7.4 Χαρακτηριστικά της χώρας δραστηριοποίησης

Οι ειδικοί παράγοντες κάθε χώρας μπορούν να επηρεάσουν την εταιρική μόχλευση. Τέτοιοι καθοριστικοί παράγοντες στην κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων είναι οι παρακάτω: η προστασία των δικαιωμάτων των δανειστών, η ανάπτυξη της αγοράς ομολόγων και ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ. Οι παραπάνω παράγοντες σε συνδυασμό με μερικούς ειδικούς παράγοντες των επιχειρήσεων, παίζουν καθοριστικό ρόλο στις αποφάσεις δανεισμού παγκοσμίως<sup>57</sup>. Για παράδειγμα σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες και στην Ιαπωνία, επιτρέπεται στις τράπεζες να επενδύουν στο μετοχικό κεφάλαιο μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων, κάτι που απαγορεύεται στις ΗΠΑ<sup>58</sup>. Επίσης όπως εξηγεί ο Rutherford (1988), τα συνολικά επίπεδα δανεισμού σε χώρες με τραπεζικό προσανατολισμό όπως η Ιαπωνία, η Γαλλία

<sup>57</sup> Capital structure around the world: The roles of firm- and country- specific determinants. Abe de Jong, Rezaul Kabir, Thuy Thu Nguyen, Journal of Banking & Finance 32 (2008) 1954-1969.

<sup>58</sup> Principles of Managerial Finance, Lawrence J. Gitman, Tenth Edition, pp. 524.

και η Γερμανία, είναι υψηλότερα από χώρες όπως οι ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο με προσανατολισμό στις αγορές.

#### **6.7.5 Το μέγεθος της επιχείρησης, το ιδιοκτησιακό καθεστώς και τα ενσώματα περιουσιακά στοιχεία**

Αυτοί οι παράγοντες, σύμφωνα με τους ερευνητές, ενισχύουν τον δανεισμό των επιχειρήσεων. Μια μεγάλη, ώριμη επιχείρηση, η οποία είναι περισσότερο διαφοροποιημένη, ενέχει μικρότερο κίνδυνο χρεωκοπίας και οικονομικής δυσπραγίας, δίνοντάς της την ευκαιρία να δανειστεί για να χρηματοδοτήσει τα επενδυτικά σχέδιά της ή να προσαρμόσει την κεφαλαιακή της διάρθρωση με ευνοϊκούς όρους και χαμηλότερα επιτόκια<sup>59</sup>. Αντίθετα μια μικρή, αναπτυσσόμενη επιχείρηση με άυλα περιουσιακά στοιχεία, θα έχει σαν πρώτη επιλογή της την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου, αφού οι επενδυτές δεν θα είναι πρόθυμοι να την δανείσουν με ευνοϊκούς όρους, θα είναι πρόθυμοι όμως να συμμετάσχουν στη μελλοντική της ανάπτυξη, αγοράζοντας μετοχές στα χαμηλά.

Όπως σημειώνουν οι Frank και Goyal (2007), οι ιδιωτικές επιχειρήσεις στηρίζονται σε παρακρατημένα κέρδη και τραπεζικό δανεισμό, μια μικρή εισηγμένη επιχείρηση χρησιμοποιεί πολύ ενεργά το μετοχικό κεφάλαιο, ενώ μια μεγάλη εισηγμένη χρηματοδοτείται με παρακρατημένα κέρδη και εταιρικά ομόλογα. Η κεφαλαιακή διάρθρωση επίσης μπορεί να επηρεάζεται από την ύπαρξη πολλών και ιδιαίτεως ενσώματων περιουσιακών στοιχείων (τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για καλύμματα των δανείων), μειώνοντας έτσι το κόστος και τα έξοδα δανεισμού, κάτι το οποίο μπορεί να είναι ελκυστικό από τις επιχειρήσεις. Ένα ακόμα ζήτημα σύμφωνα με τον Verimmen (2005) είναι οι προτιμήσεις των μετόχων, οι οποίοι εάν δεν επιθυμούν την διασπορά των μετοχών μπλοκάρουν την αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, που οδηγεί σε αύξηση του δανεισμού, ενώ το αντίθετο συμβαίνει όταν κάποιοι δεν θέλουν να αυξήσουν τον κίνδυνο της επιχείρησης.

#### **6.7.6. Αναμενόμενος πληθωρισμός**

Όταν ο πληθωρισμός αναμένεται να είναι υψηλός, σε σχέση με τα τρέχοντα επιτόκια, τότε είναι πιθανό να υπάρχει αύξηση στον δανεισμό των επιχειρήσεων, όπως υποδεικνύεται από την trade-off. Όπως σημειώνουν οι Frank και Goyal (2007), υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ της μόχλευσης και του αναμενόμενου πληθωρισμού.

---

<sup>59</sup> The Determinants of Capital Structure Choice. Sheridan Titman, Roberto Wessels, The Journal of Finance, 1998, p. 6

### 6.7.7. Αντιστάθμιση κινδύνου (Hedging)

Τα νεώτερα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τα παράγωγα, επιτρέπουν την αντιστάθμιση κινδύνου. Ο Leland (1998) επισημαίνει ότι η αντιστάθμιση επιτρέπει μεγαλύτερη μόχλευση, ακόμα και όταν δεν μπορεί να το κάνει εκ των προτέρων. Ακόμα συμπληρώνει ότι τα οφέλη της αντιστάθμισης είναι μεγαλύτερα όταν τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι μικρά και ότι οι μέτοχοι μπορεί εθελοντικά να επιλέξουν την αντιστάθμιση του κινδύνου, λόγω των φορολογικών ωφελειών από την αύξηση των δανείων, παρόλο που αυτό συνεπάγεται μεταφορά αξίας στους ομολογιούχους. Παρόλο που οι εμπειρικές έρευνες έχουν δείξει τη σπουδαιότητα που έχουν οι συγκεκριμένοι παράγοντες στο καθορισμό της αναλογίας ξένων προς ίδια κεφάλαια, υπάρχουν ακόμα κάποια αναπάντητα ερωτήματα. Όπως σημειώνει ο Myers (2001) οι λόγοι δανεισμού εισηγμένων επιχειρήσεων που λειτουργούν μέσα στο σταθερό περιβάλλον των ΗΠΑ, διαφέρουν πολύ ακόμα και μέσα σε ομοιογενείς κλάδους. Ο ίδιος συμπληρώνει ότι παρουσιάζονται παρεκκλίσεις στη διάρκεια του χρόνου, ακόμα και όταν η φορολογία, οι διαφορές στην πληροφόρηση και τα προβλήματα αντιπροσώπευσης παραμένουν σταθερά, ενώ καμία θεωρία δεν δίνει μια γενική εξήγηση για την χρηματοδοτική στρατηγική. Ο Welch (2010) υποστηρίζει ότι οι φόροι σπρώχνουν τις επιχειρήσεις στο δανεισμό, τα κόστη οικονομικής δυσπραγίας στο μετοχικό κεφάλαιο και τα κόστη συναλλαγής προς την απραξία.

### Κεφάλαιο 7: Στατιστική Ανάλυση

Στο σημείο αυτό διερευνάται η σχέση της Τραπεζικής χρηματοδότησης της Ελληνόκτητης ναυτιλίας με το γενικό δείκτη ναύλων για τα φορτηγά πλοία (BDI) και των ναύλων των δεξαμενόπλοιων στην spot αγορά.

Το υπό εξέταση δείγμα περιλαμβάνει τις μεταβλητές :

- Μηνιαία υπόλοιπα τραπεζικής χρηματοδότησης της Ελληνόκτητης ναυτιλίας Ελληνικών Τραπεζών, Ξένων Τραπεζών και συνόλου,
- Μηνιαίες τιμές του πιο αντιπροσωπευτικού δείκτη τιμών ναύλων φορτηγών πλοίων, του B.D.I.
- Μέσος όρος μηνιαίων τιμών Spot αγοράς για όλες τις κατηγορίες των Δεξαμενόπλοιων.

Οι ναυλοδείκτες αποτελούν τα χρηματοοικονομικά εργαλεία με τα οποία παρακολουθούνται οι συνθήκες αλλά και η τάση της ναυλαγοράς. Η αγορά των ναύλων δεν είναι μια ενιαία και ομοιογενής αγορά μέσα στην οποία κάθε είδους τάσεις

ακολουθούν ομοιόμορφη πορεία. Αποτελείται από διαφορετικές επί μέρους αγορές, οι οποίες δεν είναι αυστηρά διαχωρισμένες μεταξύ τους και δεν είναι αναγκαία αλληλοεξαρτώμενες με αποτέλεσμα να δημιουργούνται συχνά ποικιλόμορφες και ανομοιογενείς τάσεις μέσα στο σύνολο της ναυλαγοράς. Με κριτήριο τον τύπο και τη φύση του μεταφερόμενου φορτίου, οι ναυλοδείκτες διακρίνονται σε ναυλοδείκτες ξηρού φορτίου και ναυλοδείκτες υγρού φορτίου.

Η περίοδος εξέτασης αναφέρεται στο διάστημα Μαΐου 2011 - Νοεμβρίου 2014.

Θα εκτελεστούν μονομεταβλητές και διμεταβλητές παλινδρομήσεις, όπου εξαρτημένη μεταβλητή θα είναι η Τραπεζική χρηματοδότηση.

Επίσης για λόγους σύγκρισης θα εξετάσουμε το δείγμα μας στα επιμέρους στοιχεία του, δηλ. χρηματοδότηση από Ξένες Τράπεζες και χρηματοδότηση από Ελληνικές Τράπεζες σε σχέση με τις ανεξάρτητες μεταβλητές των ναύλων.

Σημειώνεται ότι στις σειρές που χρησιμοποιούμε παίρνουμε τις λογαριθμικές διαφορές των διαδοχικών τιμών τους, προκειμένου να γίνουν συγκρίσιμες και να εξομοιωθούν ως προς τη μονάδα μέτρησης.

	Bultic Dry Index (B.D.I.)	Χαρτοφυλάκιο Ελληνικών Τραπεζών	Χαρτοφυλάκιο Ξένων Τραπεζών	Σύνολο Χαρτ/κίωv	B.D.I.	Ναύλα Δεξαμενόπλοιων
31/5/2011	1389,00	3040,00	13675,00	16715,00	1389,00	25500,00
30/6/2011	1386,00	3077,00	13608,00	16685,00	1386,00	25500,00
31/7/2011	1049,00	3115,00	13542,00	16657,00	1049,00	25531,00
31/8/2011	927,00	3153,00	13476,00	16629,00	927,00	24863,00
30/9/2011	952,00	3191,00	13410,00	16601,00	952,00	25031,00
31/10/2011	861,00	3230,00	13345,00	16575,00	861,00	23813,00
30/11/2011	868,00	3270,00	13279,00	16549,00	868,00	20000,00
31/12/2011	876,00	3310,00	13215,00	16525,00	876,00	19563,00
31/1/2012	908,00	3419,00	13558,00	16977,00	908,00	19563,00
29/2/2012	1031,00	3531,00	13910,00	17441,00	1031,00	19000,00
31/3/2012	1082,00	3647,00	14272,00	17919,00	1082,00	19188,00
30/4/2012	1027,00	3766,00	14642,00	18408,00	1027,00	19125,00
31/5/2012	1042,00	3890,00	15022,00	18912,00	1042,00	18063,00
30/6/2012	1005,00	3968,00	15263,00	19231,00	1005,00	18250,00

31/7/2012	968,00	4048,00	15507,00	19555,00	968,00	18125,00
31/8/2012	1036,00	4130,00	15755,00	19885,00	1036,00	17875,00
30/9/2012	1367,00	4213,00	16007,00	20220,00	1367,00	17500,00
31/10/2012	1417,00	4298,00	16264,00	20562,00	1417,00	18250,00
30/11/2012	1560,00	4384,00	16524,00	20908,00	1560,00	20438,00
31/12/2012	1738,00	4472,00	16789,00	21261,00	1738,00	22000,00
31/1/2013	1530,00	4598,00	17218,00	21816,00	1530,00	26050,00
28/2/2013	1764,00	4728,00	17659,00	22387,00	1764,00	24425,00
31/3/2013	1939,00	4862,00	18111,00	22973,00	1939,00	25050,00
30/4/2013	2142,00	4999,00	18574,00	23573,00	2142,00	22863,00
31/5/2013	2127,00	5140,00	19049,00	24189,00	2127,00	22375,00
30/6/2013	2125,00	5285,00	19536,00	24821,00	2125,00	22250,00
31/7/2013	2181,00	5343,00	19598,00	24941,00	2181,00	21625,00
31/8/2013	2265,00	5401,00	19661,00	25062,00	2265,00	21225,00
30/9/2013	2993,00	5461,00	19724,00	25185,00	2993,00	24050,00
31/10/2013	4555,00	5520,00	19786,00	25306,00	4555,00	22625,00
30/11/2013	4417,00	5581,00	19850,00	25431,00	4417,00	27313,00
31/12/2013	4765,00	5642,00	19913,00	25555,00	4765,00	28975,00
31/1/2014	5551,00	5561,00	19845,00	25406,00	5551,00	30100,00
28/2/2014	5263,00	5481,00	19777,00	25258,00	5263,00	28563,00
31/3/2014	4822,00	5402,00	19709,00	25111,00	4822,00	28688,00
30/4/2014	3958,00	5324,00	19642,00	24966,00	3958,00	29438,00
31/5/2014	3286,00	5248,00	19575,00	24823,00	3286,00	29688,00
30/6/2014	3005,00	5397,00	19790,00	25187,00	3005,00	33200,00
31/7/2014	4048,00	5549,00	20008,00	25557,00	4048,00	34250,00
31/8/2014	4186,00	5706,00	20228,00	25934,00	4186,00	35063,00
30/9/2014	4105,00	5868,00	20450,00	26318,00	4105,00	35813,00
31/10/2014	4922,00	6034,00	20675,00	26709,00	4922,00	44375,00
30/11/2014	6051,00	6205,00	20902,00	27107,00	6051,00	43000,00

	<b>R - Square</b>	<b>Coefficients</b>	<b>t-stat</b>
Ελλ. Τράπεζες/B.D.I.	0,0769	0,0280	1,8266
Ξένες Τράπεζες/B.D.I.	0,0552	0,0199	1,5298
Σύνολο Τραπεζών/B.D.I.	0,0677	0,0221	1,7047
Ελλ. Τράπεζες/ναύλα δ/ξ	0,0033	0,0110	0,3669
Ξένες Τράπεζες/ναύλα δ/ξ	0,0039	0,0100	0,4004
Σύνολο Τραπεζών/ναύλα δ/ξ	0,0047	0,0110	0,4362
Ελλ. Τράπεζες/B.D.I.+ ναύλα δ/ξ	0,0803	0,0109 0,0280	0,3749 1,8064
Ξένες Τράπεζες/B.D.I.+ ναύλα δ/ξ	0,0592	0,0100 0,0198	0,4049 1,5132
Σύνολο Τραπεζών/B.D.I.+ ναύλα δ/ξ	0,0724	0,0109 0,0221	0,4441 1,6870

Παρατηρήσεις :

- Coefficient - Παρατηρούμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση της πορείας των δεικτών που χρησιμοποιούμε για τα ναύλα με την πορεία της Τραπεζικής χρηματοδότησης τόσο στο σύνολό της όσο και στα επιμέρους της στοιχεία.
- t-stat – Εντούτοις κανένας συντελεστής δεν είναι στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 95%, γεγονός που σημαίνει πως έχουμε ελλιπή πληροφόρηση με την έννοια ότι η Τραπεζική χρηματοδότηση επηρεάζεται από συνδυασμό παραγόντων που δεν έχουμε λάβει υπόψη μας στη συγκεκριμένη στατιστική ανάλυση.
- R-Square – Τέλος παρατηρούμε ότι σε κάθε παλινδρόμηση είναι ελάχιστο το ποσοστό της μεταβλητότητας της Τραπεζικής χρηματοδότησης της Ελληνόκτητης ναυτιλίας, που εξαρτάται από την μεταβλητότητα των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Με το Σύμφωνο της Βασιλείας του 1988 (BASEL I) επιβλήθηκε ένας ενιαίος ελάχιστος δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών για αντιμετώπιση του πιστωτικού κινδύνου ίσος προς 8%. Ο πιστωτικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει η Τράπεζα αναφέρεται στην ικανότητα του δανειολήπτη να ανταποκρίνεται προς τις υποχρεώσεις του.

Ο κίνδυνος αυτός υπολογίζεται από τα στοιχεία του ενεργητικού της Τράπεζας σταθμισμένα με διαφορετικούς συντελεστές ανάλογα με την ομάδα στην οποία ανήκει ο δανειολήπτης – κατηγορία χορηγήσεως : 0%, 20%, 50% και 100%.

Στο ένα άκρο του φάσματος οι καταθέσεις των εμπορικών Τραπεζών στις κεντρικές τράπεζες σταθμίζονται με συντελεστή 0%, αφού θεωρείται ανύπαρκτη η πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεων του δανειολήπτη. Στην περίπτωση αυτή δεν απαιτείται η διατήρηση ιδίων κεφαλαίων από πλευράς εμπορικής τράπεζας έναντι αυτού του στοιχείου του ενεργητικού της. Στο άλλο άκρο του φάσματος, οι χορηγήσεις δανείων προς τις εταιρείες του ιδιωτικού τομέα – όπως οι πλοιοκτήτριες εταιρείες – σταθμίζονται με συντελεστή 100%. Δηλαδή η Τράπεζα πρέπει να διαθέσει 8% ίδια κεφάλαια έναντι της αξίας του δανείου για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου.

Το 1996, ύστερα από σχετική τροποποίηση των κανόνων του Συμφώνου της Βασιλείας εισήχθη και η έννοια του κινδύνου της αγοράς στον προσδιορισμό της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών. Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται στις αυξομειώσεις της αξίας των επενδυτικών στοιχείων στις αγορές τους.

Η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Ευθύνη δημοσίευσε το 2001 μία διακήρυξη με τον τίτλο 'Overview of New Basel Capital Accord' (Επισκόπηση της Νέας Κεφαλαιακής Συμφωνίας της Βασιλείας) και πρότεινε ένα νέο σχέδιο (BASEL II) συμφωνίας που θα βασίζεται σε τρεις πυλώνες με έναρξη ισχύος από 1.5.2005 :

- α) τις ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις για τα πιστωτικά ιδρύματα
- β) την αποτελεσματική εποπτεία
- γ) την αυξημένη πειθαρχία της αγοράς.

Ο πρώτος πυλώνας διακρίνει τρία είδη κινδύνων που αναλαμβάνει μια Τράπεζα :

- Τον πιστωτικό κίνδυνο που υπολογίζεται από τα στοιχεία του ενεργητικού σταθμισμένα ως προς τον κίνδυνο.
- Τον κίνδυνο της αγοράς και



- Το λειτουργικό κίνδυνο, που εισάγεται για πρώτη φορά και αναφέρεται στο σύστημα λειτουργίας των τραπεζών και τα συστήματα εσωτερικού ελέγχου.

Ειδικά για τον προσδιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, που ενδιαφέρει άμεσα τους δανειολήπτες, προτείνονται δύο εναλλακτικές προσεγγίσεις που μπορούν να επιλέξουν οι Τράπεζες:

- α) την τυποποιημένη προσέγγιση (standardized approach) και
- β) την προσέγγιση που βασίζεται στην εσωτερική αξιολόγηση (internal rating based approach).

Η δεύτερη αυτή προσέγγιση διαφοροποιείται περαιτέρω σε :

- i) θεμελιώδη (foundation internal rating based approach)
- ii) προηγμένη (advanced internal rating based approach)

Η προτεινόμενη τυποποιημένη προσέγγιση αποτελεί μια μετεξέλιξη της ισχύουσας πρακτικής αντιμετώπισης του πιστωτικού κινδύνου, όπου οι συντελεστές στάθμισης θα προσδιορίζονται βάσει της αξιολόγησης του δανειολήπτη από εξωτερικούς αξιολογητές (π.χ. Moody's, S & P κ.λ.π.).

Σήμερα τα δάνεια προς τις επιχειρήσεις σταθμίζονται με συντελεστή 100%. Με τη νέα τυποποιημένη προσέγγιση θα υπάρξει σημαντική διαφοροποίηση του συντελεστή ανάλογα με την αξιολόγηση του δανειολήπτη από 20% έως 150%. Εταιρείες που κατατάσσονται στην κατηγορία AAA έχουν συντελεστή 20% ενώ εκείνες που κατατάσσονται στην κατηγορία BB θα έχουν συντελεστή 150%. Στην πρώτη περίπτωση η Τράπεζα θα έχει διαθέσει ίδιο κεφάλαιο 1,6% της αξίας του δανείου και στη δεύτερη 12%.

Με το σύστημα αυτό θα υπάρξει μεγάλη διαφοροποίηση στο κόστος δανεισμού ανάλογα με την αξιολόγηση του δανειολήπτη.

Οι εταιρείες χωρίς αξιολόγηση θα έχουν συντελεστή 100% και θα βρίσκονται σε καλύτερη μοίρα από εκείνες που έχουν αξιολογηθεί και καταταγεί στη θέση BB.

Η εναλλακτική προσέγγιση της εσωτερικής αξιολόγησης προϋποθέτει την καθιέρωση από τις Τράπεζες πολύπλοκων συστημάτων αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου που παρουσιάζει ο δανειολήπτης.

Για το σκοπό αυτό η Τράπεζα που υιοθετεί αυτή τη προσέγγιση θα πρέπει να συγκεντρώσει επαρκή ιστορικά στοιχεία σχετικά με την κατανομή κινδύνων διάφορων τύπων δανείων και να αποδείξει στις εποπτικές αρχές ότι γνωρίζει πώς να χρησιμοποιεί αυτά τα στοιχεία.

Η προσέγγιση αυτή έχει σημαντικό κόστος για κάθε Τράπεζα και δεν είναι βέβαιο ότι θα υιοθετηθεί από τις μικρού μεγέθους Τράπεζες. Προσφέρει όμως το πλεονέκτημα της μεγαλύτερης ακρίβειας στον προσδιορισμό των συντελεστών στάθμισης του πιστωτικού κινδύνου.

Οι αρχικές προτάσεις της Επιτροπής της Βασιλείας δεν αναγνωρίζουν το πλοίο ως “collateral” που μειώνει τον κίνδυνο του δανείου και κατά προσέγγιση τα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια της τράπεζας και το κόστος δανεισμού.

Μετά τη δημοσιοποίηση των αρχικών προτάσεων το 2001 και τα σχόλια που υποβλήθηκαν από πιστωτικά ιδρύματα, η Επιτροπή της Βασιλείας τροποποίησε την αρχική πρόταση και δίνει τη δυνατότητα αναγνώρισης των “physical collateral” και “receivables”. Ειδικότερα αναγνωρίζονται οι υποθήκες επί των πλοίων για τη μείωση του πιστωτικού κινδύνου στις περιπτώσεις των Τραπεζών που υιοθετούν την εναλλακτική προσέγγιση της εσωτερικής αξιολόγησης.

Επειδή όμως η υιοθέτηση αυτής της προσέγγισης θα προκαλέσει σημαντικές δαπάνες, όπως εφαρμογή νέων πληροφοριακών συστημάτων, οι μέχρι στιγμής ενδείξεις είναι ότι οι μικρότερες τράπεζες που δραστηριοποιούνται το χώρο της ναυτιλίας θα επιλέξουν την τυποποιημένη προσέγγιση. Αποτέλεσμα αυτής της επιλογής θα είναι η αύξηση του κόστους των ναυτιλιακών δανείων αλλά και η μείωση του exposure των μικρών τραπεζών σε ναυτιλιακά δάνεια.

Συγχρόνως, η επιβολή των παραπάνω μεθόδων αποτίμησης του πιστωτικού κινδύνου πιθανολογείται ότι θα αποθαρρύνει τη συμμετοχή των “stuffed” που συμμετέχουν στα κοινοπρακτικά δάνεια προς την ναυτιλία, βασιζόμενοι στις διαδικασίες αξιολόγησης των κινδύνων που εφαρμόζουν άλλες τράπεζες.

Κατόπιν προτροπής της Ευρωπαϊκής Ένωσης η Επιτροπή της Βασιλείας έκανε δεκτή την πρόταση για ευνοϊκότερη μεταχείριση των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, που ορίζονται ως εκείνες με ετήσιο κύκλο εργασιών κάτω των 50 εκατομμυρίων ευρώ.

Η χρηματοδότηση προς τις επιχειρήσεις αυτές θα έχει μικρότερους συντελεστές στάθμισης για τον πιστωτικό κίνδυνο, ενώ αναγνωρίζονται περισσότερες κατηγορίες “collaterals”.

Με τις νέες απαιτήσεις που επιβάλλουν συσχέτιση κεφαλαιακών αναγκών και πιστοληπτική διαβάθμιση των δανειοληπτικών, υπολογίζεται ότι ένα αρκετά σημαντικό ποσοστό των χρηματοπιστωτικών σχέσεων των τραπεζών με τη ναυτιλία θα αποδειχθούν ζημιογόνες. Οι τράπεζες θα αναγκαστούν εκ των πραγμάτων να μειώσουν το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου τους και να στραφούν σε δάνεια υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης. Συνεπώς, είτε τα περιθώρια των δανείων (loan margins) που παρέχονται στη ναυτιλία θα αυξηθούν σημαντικά, για να εξασφαλιστούν

κέρδη, γεγονός που στην πράξη δεν έχει εφαρμοστεί λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού για ποιοτικούς πελάτες, είτε κεφάλαια θα μετακινηθούν προς άλλους τομείς οικονομικής δραστηριότητας που προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις.

Οι κεφαλαιαγορές και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις αναμένεται σταδιακά να παίξουν σπουδαιότερο ρόλο στην ικανοποίηση των αναγκών χρηματοδότησης της ναυτιλίας. Ωστόσο, και η άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά απαιτεί εταιρείες μεγάλου μεγέθους, μεγάλες εκδόσεις μετοχών ή ομολόγων, καθώς και υψηλό βαθμό διαφάνειας.

Στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης(NYSE) είναι εισηγμένες οι κάτωθι Εταιρείες Ελληνικών συμφερόντων :

## Dry Bulk Carrier & Containership Company Peer Group

Company	Equity Market Capitalization	Enterprise Value	EV/EBITDA 2017	P/EPS 2017	P/NAV	Dividend Yield 2017
Name	current	current/ reported	EV fully delivered	current	NAV current charter adj.	consensus
Diana Shipping Inc	232.0	680.8	738.4x	NM	136.3%	-
DryShips Inc	10.0	202.9	-	-	23.1%	-
Eagle Bulk Shipping Inc	355.3	514.1	-	-	162.3%	-
Euroseas Ltd	16.1	86.7	25.4x	NM	140.1%	-
Scorpio Bulkers Inc.	261.0	479.9	3,985.2	NM	52.6%	-
Genco Shipping & Trading Ltd	35.3	503.2	NM	NM	13.9%	-
Globus Maritime Ltd	7.3	70.5	-	-	NM	-
Navios Maritime Holdings Inc	129.3	976.5	11.4x	NM	NM	-
Navios Maritime Partners LP	120.4	505.1	5.4x	NM	31.3%	-
Safe Bulkers Inc	127.7	707.5	16.9x	NM	NM	-
Star Bulk Carriers Corp	259.6	959.1	29.5x	NM	76.2%	-
<b>Median</b>			<b>25.4x</b>	<b>NM</b>	<b>64.4%</b>	<b>0.0%</b>
<b>Average</b>			<b>687.5x</b>	<b>NM</b>	<b>79.5%</b>	<b>0.0%</b>

**Dry bulk Carrier Peer Group:** όλες είναι Ελληνικές Εταιρίες εκτός από : Eagle Bulk Shipping, Scorpio Bulkers

Company	Equity Market Capitalization	Enterprise Value	EV/EBITDA 2017	P/EPS 2017	P/NAV	Dividend Yield 2017
Name	current	current/ reported	EV fully delivered	current	NAV current charter adj.	consensus
Costamare Inc.	688.4	2,244.8	7.6x	6.5x	149.0%	12.5%
Danaos Corporation	301.9	2,737.7	7.7x	2.0x	169.4%	-
Diana Containerships Inc.	32.0	185.9	113.8x	NM	15.8%	0.3%
Global Ship Lease Inc.	89.6	504.8	-	-	78.1%	-
Seaspan Corporation	1,414.9	4,855.9	9.6x	11.6x	153.9%	11.2%
<b>Median</b>			<b>8.7x</b>	<b>6.5x</b>	<b>149.0%</b>	<b>11.2%</b>
<b>Average</b>			<b>34.7x</b>	<b>6.7x</b>	<b>113.2%</b>	<b>8.0%</b>

**Containership Peer Group:** όλες είναι Ελληνικές Εταιρίες εκτός από Global Ship Lease, Seaspan Corporation

## Tanker Vessel & Gas Carrier Company Peer Group

Company	Equity Market Capitalization	Enterprise Value	EV/EBITDA 2017	P/EPS 2017	P/NAV	Dividend Yield 2017
Name	current	current/ reported	EV fully delivered	current	NAV current charter adj.	consensus
Capital Product Partners	391.3	992.6	6.7x	8.7x	59.8%	9.3%
Double Hull Tankers	385.6	879.4	6.2x	8.2x	69.5%	8.6%
Euronav NV	1,240.2	2,157.2	5.6x	8.1x	83.5%	11.0%
Gener8 Maritime Inc.	402.7	959.9	6.3x	3.1x	46.4%	-
Ardmore Shipping Corp.	237.1	493.8	7.7x	7.8x	78.7%	7.3%
Navios Maritime Acquisition Corp.	193.9	1,371.3	8.7x	2.9x	70.9%	15.5%
Navios Maritime Midstream Partners LP	210.2	369.5	5.4x	9.7x	96.8%	16.9%
Nordic American Tankers	891.4	1,159.1	8.4x	24.3x	206.9%	10.3%
Scorpio Tankers	810.2	2,452.5	9.4x	9.9x	87.4%	9.9%
Teekay Corporation	520.8	5,566.6	7.6x	13.9x	81.8%	3.2%
Teekay Tankers	382.7	1,345.2	5.4x	3.0x	82.6%	11.8%
Tsakos Energy Navigation	410.9	1,473.4	7.8x	3.9x	61.4%	6.7%
<b>Median</b>			<b>7.1x</b>	<b>8.2x</b>	<b>80.2%</b>	<b>9.9%</b>
<b>Average</b>			<b>7.1x</b>	<b>8.6x</b>	<b>85.5%</b>	<b>10.0%</b>

**Tanker Vessel Peer Group:** όλες είναι Ελληνικές Εταιρίες εκτός από Double Hull Tankers, Euronav NV, Ardmore Shipping, Nordic American Tankers, Scorpio Tankers, Teekay Corporation & Teekay Tankers

Company	Equity Market Capitalization	Enterprise Value	EV/EBITDA 2017	P/EPS 2017	P/NAV	Dividend Yield 2017
Name	current	current/ reported	EV fully delivered	current	NAV current charter adj.	consensus
Awilco LNG	50.9	292.4	17.0x	NM	38.5%	-
Dorian LPG Ltd.	314.6	1,014.3	9.2x	16.9x	-	-
Dynagas LNG Partners LP	553.5	1,264.2	10.3x	9.8x	157.1%	11.1%
GasLog Ltd.	1,067.3	3,919.8	13.9x	20.4x	96.7%	4.3%
GasLog Partners LP	732.1	1,347.7	11.7x	8.9x	97.4%	9.4%
Golar LNG Ltd.	1,898.2	2,556.4	37.8x	NM	107.9%	1.0%
Golar LNG Partners	1,198.7	2,471.3	6.4x	6.9x	154.2%	12.0%
Hoegh LNG	821.7	1,570.6	13.4x	15.2x	102.9%	4.4%
Hoegh LNG Partners LP	453.9	1,069.7	9.7x	9.2x	131.6%	10.1%
Navigator Holdings Ltd	393.5	901.8	7.4x	6.4x	-	-
StealthGas Inc.	139.5	427.5	8.3x	5.5x	24.5%	-
Teekay LNG Partners LP	1,152.2	1,753.8	10.1x	6.2x	71.3%	4.0%
<b>Median</b>			<b>10.2x</b>	<b>9.1x</b>	<b>100.1%</b>	<b>6.9%</b>
<b>Average</b>			<b>12.9x</b>	<b>10.5x</b>	<b>98.2%</b>	<b>7.0%</b>

**Gas Carrier Peer Group:** Ελληνικές Εταιρίες είναι μόνο : Dorian LPG, Dynagas LNG Partners, Gaslog Ltd, Stealthgas Inc (πηγή:Seaborn Capital)

### Συμπεράσματα

Τα σημάδια ανάπτυξης της ναυτιλίας δεν είναι αρκετά αισιόδοξα. Αν και ο δείκτης BalticDryIndex (BDI) τους τελευταίους μήνες είναι αυξημένος σχεδόν 100%, τα αποτελέσματα που παρουσιάζουν τα πλοία που μεταφέρουν ξηρά φορτία δεν είναι ενθαρρυντικά. Οι τιμές των πλοίων, ειδικά για τα πλοία ξηρού φορτίου, είναι πολύ χαμηλές. Εκτός από τη σημαντική πτώση της ναυλαγοράς, οι τιμές των πλοίων είναι σημαντικά επηρεασμένες από διάφορους παράγοντες, ο σημαντικότερος από τους οποίους είναι η διαθεσιμότητα κεφαλαίων χρηματοδότησης.

Η χρηματοδότηση στον τομέα της ναυτιλίας εξακολουθεί να είναι αρκετά δαπανηρή. Οι περισσότερες ναυτιλιακές τράπεζες έχουν ήδη εγκαταλείψει τη ναυτιλία ή έχουν πουλήσει τα χαρτοφυλάκια που σχετίζονται με αυτήν.

Οι κεντρικές τράπεζες και οι διάφορες ρυθμιστικές αρχές ζητούν υψηλής πιστοληπτικής σημασίας περιουσιακά στοιχεία ως εγγύηση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να πιέζουν τις τράπεζες να συμμετέχουν μόνο σε ιδιαίτερα ασφαλή επενδυτικά έργα. Από την πλευρά τους οι τράπεζες επέλεξαν συνήθως συμπυκνωμένο χρηματοπιστωτικό ρίσκο, ιδιαίτερα όταν τα επιτόκια ήταν χαμηλά.

Αυτό οδήγησε τις τράπεζες να επικεντρωθούν σε συγκεκριμένες, μεγαλύτερες εταιρείες και έτσι να αποκλείεται η δυνατότητα χρηματοδότησης σε περισσότερες εταιρείες.

Για τους παραπάνω λόγους, οι ναυτιλιακές εταιρείες ολοένα και περισσότερο προσπαθούν να ανακαλύψουν εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης.

Οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων είναι μια σταθερή πηγή χρηματοδότησης για τη ναυτιλιακή βιομηχανία, ιδιαίτερα όσον αφορά τις ναυτιλιακές εταιρείες οι οποίες παραγγέλνουν νέα πλοία στα ναυπηγεία της Ασίας. Οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων σχετίζονται με ρυθμιστικούς φορείς της κυβέρνησης.

Ο μεγαλύτερος στον κόσμο οργανισμός εξαγωγικών πιστώσεων είναι η Export Import Bank of China (CEXIM), η οποία ελέγχεται από την κινέζικη κυβέρνηση. Πριν από την οικονομική κρίση, οι οργανισμοί εξαγωγικών πιστώσεων αντιπροσώπευαν περίπου το 10% της χρηματοδότησης του χρέους της ναυτιλίας. Μέχρι περίπου το τέλος του 2015, το μερίδιό των οργανισμών εξαγωγικών πιστώσεων αυξήθηκε σε περισσότερο από 33%, το οποίο ανέρχεται σε US \$ 15 δισεκατομμύρια το χρόνο. Τον Ιούλιο του 2015, η CEXIM χρηματοδότησε τη γαλλική ναυτιλιακή CMA CGM, σε ποσό που ανερχόταν στα US \$ 1 δισεκατομμύριο.

Ο κλάδος της ναυτιλίας αποκτά ένα πρόσθετο πλεονέκτημα από τις κεφαλαιαγορές, δεδομένου του ότι είναι σε θέση να εκδώσουν χρέος μεγαλύτερης διάρκειας και σταθερού επιτοκίου. Παραδοσιακά, οι αρχικές δημόσιες προσφορές (Initial Public Offers (IPOs)) έγιναν δημοφιλής μεταξύ των επενδυτών.

Ωστόσο, εφόσον οι ναύλοι παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, η ελκυστικότητα των IPOs είναι πολύ χαμηλή και τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private Equities (PE) funds) που εστιάζουν σε ευκαιρίες επένδυσης κερδίζουν έδαφος. Ορισμένα PE funds έχουν δημιουργήσει κεφάλαια ύψους δισεκατομμυρίων που εστιάζονται ειδικά στον κλάδο της ναυτιλίας. Τα PE funds παρέχουν ευελιξία στην επέκταση της πίστωσης και μπορούν επίσης να χορηγήσουν δάνεια σε πιο ριψοκίνδυνα επενδυτικά έργα σε αντίθεση με τις τράπεζες.

Τα τελευταία χρόνια υπάρχουν αυξημένες συνεργασίες μεταξύ της πλειοψηφίας των ευρωπαϊκών τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων της Ασίας, έχοντας ως στόχο την εδραίωση τους στην Ασιατική αγορά. Οι συνεργασίες αυτές επιτρέπουν στις ασιατικές εταιρείες να χρηματοδοτήσουν την αγορά και την κατασκευή νέων πλοίων. Για παράδειγμα, η HSHNordbank συνεργάστηκε με την EximBank της Κορέας για τη χρηματοδότηση Κορεάτικων και διεθνών ναυτιλιακών εταιρειών και παρείχε χρηματοδότηση εξαγωγών, κοινοπρακτικών δανείων και αναχρηματοδοτήσεων.

Η προσέλκυση χρηματοδοτήσεων θα εξαρτηθεί από την απόδοση της ναυτιλιακής βιομηχανίας. Σε συνδυασμό με τις αλλαγές που ζητούνται από την πλευρά των τραπεζών, ο ναυτιλιακός κλάδος είναι απαραίτητο να διερευνήσει περισσότερο τις εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, προκειμένου να εξασφαλίσει τη χρηματοδότηση των νέων πλοίων και να παραμείνει σε ανταγωνιστικά επίπεδα.

Οι προβλέψεις της Petrofin είναι ότι, σε περίπου 8 χρόνια, ο αριθμός των μεγάλων τραπεζών, που ασχολούνται με τη ναυτιλιακή χρηματοδότηση, θα αναπτυχθεί και θα φτάσει τις περισσότερες από 75. Αυτό δεν θα πρέπει να ανησυχήσει τους μεγάλους δανειστές αφού η ανάπτυξη έρχεται από τις μικρότερες τράπεζες η οποία προσθέτει την επιζητούμενη ικανότητα στην αγορά.

Ο ρόλος των συγχωνεύσεων και εξαγορών αναμένεται να συνεχισθεί με τον ίδιο ρυθμό και επομένως αναμένεται να συνεχισθούν και οι συνενώσεις μεταξύ των βασικών πιστωτών. Οι βασικές τράπεζες θα προσπαθήσουν να μονοπωλήσουν και να εκμεταλλευθούν πλήρως εκτός από τις πιστωτικές και τις μη-πιστωτικές ανάγκες των πελατών τους. Οι πελάτες πρέπει να αναπτύξουν πολύ στενές σχέσεις με τουλάχιστον μία ή δύο βασικές τράπεζες, ώστε να αποκτήσουν την αναγκαία υποστήριξη στην προσπάθειά τους για ανανέωση και επέκταση του στόλου τους.

Τόσο η Ελληνική και η διεθνής ναυτιλία βρίσκονται σε ένα πολύ κρίσιμο σταυροδρόμι. Οι γεωπολιτικές εξελίξεις, το επικείμενο Brexit, οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης του παγκόσμιου εμπορίου και της κινεζικής οικονομίας, οι νέοι κανονισμοί σε όλο το φάσμα των λειτουργιών της, με έμφαση σε θέματα προστασίας του περιβάλλοντος και ασφάλειας, δημιουργούν προκλήσεις αλλά και νέο ευρύ πεδίο ευκαιριών για όσους μπορούν και τολμούν να οραματιστούν ένα πιο αποδοτικό μέλλον. Ορισμένες πρωτοβουλίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής προκαλούν επιπλέον επιβαρύνσεις και έχουν ως αποτέλεσμα διεθνή ναυτιλιακά κέντρα εκτός Ευρώπης να κερδίζουν τη μάχη του ανταγωνισμού και να περιμένουν οικονομικά οφέλη από την προσέλκυση ενός κλάδου, πρωταγωνιστή των διεθνών μεταφορών.

Μέσα σε αυτό το σύνθετο περιβάλλον, οι Έλληνες πλοιοκτήτες παραμένουν πρωτοπόροι στη διεθνή ναυτιλία, διαθέτουν αξιοζήλευτη ρευστότητα και επενδύουν αυξάνοντας μερίδιο αγοράς σε έναν κλάδο που πλήττεται την τρέχουσα περίοδο και από χρηματοδοτική «ανομβρία».

Η ναυτιλιακή βιομηχανία αναμένεται να σημειώσει νέα ύφεση και το 2017 καθώς το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο προβλέπει το χαμηλότερο επίπεδο παγκόσμιας ανάπτυξης από το 2009. Το 2017 ο ανταγωνισμός θα ενταθεί περισσότερο και πιθανόν να επηρεαστεί και η αγορά των tankers. Στην αγορά των containers, οι διαλύσεις πλοίων και οι συγχωνεύσεις εταιρειών αναμένεται να σημειώσουν επίπεδα ρεκόρ, ενώ τέλος και στην αγορά των dry bulk προβλέπονται παρόμοιες κινήσεις. Επί οκτώ χρόνια η παγκόσμια οικονομία ήρθε αντιμέτωπη με τεράστιες αλλαγές και προκλήσεις, απόρροια της χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008. Οι προκλήσεις που προέκυψαν δεν αντιμετωπίστηκαν πάντα με τον καλύτερο τρόπο, με αποτέλεσμα πολλές οικονομίες να είναι ακόμα σε φάση ανασύνταξης.

Η ανόρθωση της ναυτιλιακής βιομηχανίας θα απαιτήσει ακόμα μερικά χρόνια: η υπερπροσφορά χωρητικότητας σε όλους τους τύπους πλοίων πρέπει να μειωθεί. Οι κρατικές ενισχύσεις στο σύνολο της οικονομίας, συμπεριλαμβανομένης της ναυτιλίας, ίσως αποτελούν θετικό στοιχείο, παράλληλα ωστόσο αποτελούν τροχοπέδη για την ανάπτυξη του εμπορίου και υποβαθμίζουν το πεδίο δράσης των υγιών επιχειρήσεων. Σε καθαρά οικονομικούς όρους, το 2016 η Ευρώπη είδε την οικονομία της να αναπτύσσεται – έστω και σε οριακό βαθμό, ενώ ΗΠΑ και Ιαπωνία λίμνασαν στη στασιμότητα. Στη ναυτιλία παρατηρήθηκαν ανισοροπίες στις αγορές πρώτων υλών, στην ενέργεια και στα μεταποιητικά αγαθά. Η Κίνα παρέμεινε ο κυρίαρχος τόσο των εισαγωγών όσο και των εξαγωγών στο σύνολο του έτους.

Για το 2017, το παγκόσμιο ΑΕΠ θα αυξηθεί σε όρους που θα ευνοήσουν την ανάπτυξη της ναυτιλίας; Καθώς η άνοδος του παγκόσμιου ΑΕΠ ωθείται κυρίως από τους τομείς των υπηρεσιών από τις αναπτυσσόμενες χώρες, αναμένεται να μειωθεί ο πολλαπλασιαστής παγκόσμιου ΑΕΠ/παγκόσμιου εμπορίου (GDP-to-trade multiplier), που πιθανότατα να δημιουργήσει μειωμένες ανάγκες που σχετίζονται με την ναυτιλία, σε σχέση με ό,τι είχαμε συνηθίσει στο παρελθόν.

#### **Ανα κατηγορία πλοίου ο απολογισμός του 2016 ήταν ο εξής:**

- **Dry bulk:** η χειρότερη ιστορικά χρονιά το 2016

Το 2016 υπήρξε μια καταστροφική χρονιά για τα dry bulks. Μετά τα ιστορικά χαμηλά του BDI στις 290 μονάδες που καταγράφηκαν στις 10 Φεβρουαρίου, ο δείκτης

ανέκαμψε σταθερά για να φτάσει τις 1.261 μονάδες στα μέσα Νοεμβρίου, ωθούμενος από τις κινέζικες ανάγκες για χάλυβα που επηρέασαν τα Capesize.

Για το 2017, είναι ζωτικής σημασίας να μπορέσουν οι πλοιοκτήτες να διαχειριστούν με ιδιαίτερη προσοχή την υπερπροσφορά χωρητικότητας. Η συνέχιση του χαμηλού επιπέδου διαλύσεων που παρατηρήθηκε στο δεύτερο εξάμηνο του 2016, απλά δεν θα μπορέσει να βοηθήσει την αναιμική ζήτηση πλοίων, δεδομένου ότι αναμένονται παραδόσεις πλοίων τόσο για το 2017 όσο και για το 2018. Για να διατηρηθεί απλά μια ουδέτερη κατάσταση, θα πρέπει οι διαλύσεις πλοίων ετησίως να ανέλθουν σε 30 εκατομμύρια DWT.

➤ **Tankers:** αναστροφή του κλίματος μετά το ικανοποιητικό 2016

Η αυξημένη παραγωγή των διυλιστηρίων έδωσε ώθηση στις ναυλαγορές των tankers το 2016, έτος κατά το οποίο ο στόλος αυξήθηκε κατά 6% ωστόσο, σταδιακά, περιορίστηκε η ζήτηση δημιουργώντας μια σχετική ανισορροπία.

Η παγκόσμια παραγωγή πετρελαίου συνέχισε να αυξάνει, παρά τα πολλά προβλήματα που υπήρξαν σε πετρελαιοπαραγωγά κράτη-κλειδιά, ενώ κυριάρχησε σαν γεγονός η επάνοδος του Ιράν στο προσκήνιο.

Όσον αφορά τη ζήτηση, η Κίνα, η Ινδία και εν γένει η ασιατική αγορά αναμένεται να αποτελέσουν τους σημαντικότερους παίκτες και το 2017. Ο στόλος προβλέπεται να αυξηθεί κατά 3% για πλοία αργού πετρελαίου και κατά 2,5% για πλοία μεταφοράς παραγώγων του πετρελαίου. Οι διαλύσεις θα αγγίξουν υψηλά πέντε ετών.

➤ **Container:**

Το 2016 ξεκίνησε πολύ άσχημα, με πολλές μελλοντικές παραδόσεις πλοίων και υψηλό βαθμό αύξησης χωρητικότητας, με αναντιστοιχία προσφοράς και ζήτησης. Για να αντιμετωπιστεί αυτή η ανισορροπία, αυξήθηκαν οι διαλύσεις και κυρίως οι συγχωνεύσεις εταιρειών και η δημιουργία νέων μεγάλων συμμαχιών προκειμένου να εκμεταλλευτούν τις οικονομίες κλίμακας. Το σημαντικότερο γεγονός της χρονιάς αποτέλεσε χωρίς αμφισβήτηση η χρεωκοπία της νοτιοκορεατικής Hanjin.

Η αγορά των containers επηρεάζεται από τον πολλαπλασιαστή του παγκόσμιου ΑΕΠ, ο οποίος για το 2016 άγγιξε το 1, σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη όπου υπερέβαινε σταθερά το 2. Αν ο πολλαπλασιαστής παραμείνει και το 2017 κοντά στο 1 και επιβεβαιωθούν οι προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου για ανάπτυξη κατά 3,4%, η αγορά των container αναμένεται να διατηρηθεί σταθερή.



## **Βιβλιογραφία**

### **Ελληνική:**

- Αγγελόπουλος Π.(2004) Τράπεζες και Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Β Έκδοση, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα
- Αλεξανδρίδης Μ. (2004) Χρηματοοικονομική διαχείριση, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα
- Αρτίκης Γ. (2002) Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Interbooks, Αθήνα
- Βάθης Β. (1995) Η σύμβαση factoring, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα
- Βάρκα Αδάμη Α., (2009) Εισαγωγή στο Αστικό Δίκαιο, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη
- Γαλάνης Β. (2000) Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας, Εκδόσεις Σταμούλης, 2η έκδοση, Αθήνα
- Γκαγκάτσιος Ι. (2011) Καινοτομία – Επιχειρηματικότητα – Επιχειρήσεις, Εθνικό Κέντρο Τεκμηρίωσης, Υπουργείο Εκπαίδευσης και Δια Βίου Μάθησης, Θεσσαλονίκη
- Γεωργιάδης Α. (2008) Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας, Εκδόσεις Σάκκουλας, Αθήνα.
- Δασκάλου Γ. (1999) Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων (Χρηματιστική Διαχείριση Επενδύσεων), Σύγχρονη Εκδοτική, Β' Έκδοση , Αθήνα.
- Θάνος Γ, Κιόχος Π., Παπανικολάου Γ. (2002) Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα
- Κόντος Γ. (2007) Λογιστική Τραπεζών και εταιρειών, leasing & factoring, Εκδόσεις Γραφιά , Αθήνα
- Λαζαρίδης Ι. (2001) Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης, Leasing - Factoring Forfeiting-Venture Capital , Νέα Τραπεζικά Προϊόντα, Τεύχος Α, Β' Έκδοση, Σύγχρονη Εκδοτική, Θεσσαλονίκη
- Μητσιόπουλος Γ. (1997) Σύγχρονες Χρηματοοικονομικές αγορές και προϊόντα, Εκδόσεις Irirotiki, Αθήνα

- Μητσιόπουλος Γ. (1989) Factoring-Forfaiting, Εκδόσεις Σμπίλιας, Αθήνα, • Μαλακός Π. (1990) Νέοι χρηματοδοτικοί θεσμοί : Factoring - Forfaiting , Ινστιτούτο Εξαγωγικών Σπουδών
- Ρόκα Ν.&Γκόρτσο Χρ. (2012) Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, 2η Έκδοση, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη
- Τριανταφυλλάκης Γ. Σύγχρονες Εμπορικές Εταιρείες & Θεσμοί (2001) Αθήνα: Νομική βιβλιοθήκη
- Φίλιο Παύλο (2011) Ενοχικό Δίκαιο Εκδόσεις Σάκκουλας Αθήνα.
- Χατζηπαύλου Π. - Γόντικα Β.(1982 ) Θεωρία και πρακτική της χρηματοδοτικής μισθώσεως, Εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα
- Ψυχομάνη Σ. (1996) Το factoring ως σύμβαση πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα
- Beranard Boringe (1973) Πότε εμφανίστηκαν οι πρώτες τράπεζες, Ιστορία Εικονογραφημένη. τχ.61 σελ.62-70 Ξένη:
- Bygrave, D. William (1994) The portable MBA in Entrepreneurship, New York: John Willey & Sons Inc. 1994, σελ. 67.
- Boivard C.(1990) Introduction to Venture Capital Finance Pitman Publishing London
- Khanin D. M. (2006) Venture Capitalists' investment and reinvestment decisions, Maryland
- Plummer J. (1987) Oed report on venture capital financial analysis Oed Research, inc, Palo Alto, CA,

#### **Άρθρα:**

- Berger A. and Udell G. (2005) A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises. W.B. Pol. Research W.Paper No. 3795. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/8553/wps3795.pdf>
- Bill Stephenson (2014) The future of leasing, The Capital Markets Intelligence <http://www.capitalmarketsintelligence.com/wpcontent/uploads/2014/11/Stephenson.pdf>

- Bernard S.Black, Ronald J Gilson ( 1998) Venture capital & the structure of capital markets: Banks versus stock markets', Journal of financial Economics,
- Capital.gr (2014) <http://www.capital.gr/story/1976361>
- De Laurentis G. and Mattei, J. (2009). Lessors' recovery risk management capability, Managerial Finance, Vol. 35, No. 10, pp. 860-873
- Deshpande P. (2013) Forfaiting. <http://tradesamaritan.com/worldtrade/products/forfaiting>
- Gallardo J. (1997). Leasing to support small businesses and microenterprises, The World Bank, Policy Research Working Paper 1857.
- Green P. (2011) Trade & Supply Chain Finance 2011: Forfaiting, <https://www.gfmag.com/magazine/october-2011/trade-a-supply-chain-finance-2011-forfaiting>
- GTR, Global Trade Review (2013) Forfaiting report: Get set <http://www.gtreview.com/news/global/forfaiting-report-get-set/>
- Izumi Y. (2006). Leasing and factoring for SME finance. Asian Development Bank Institute (ADBI) Seminar on SME Finance.
- Klapper L.(2005) The role of factoring for financing small and enterprises , The world Bank Group • Myron B. Slovin, Marie E. Sushka and John A. Polonchek (1990) Corporate Saleand-Leasebacks and Shareholder Wealth, The Journal of Finance Volume 45, Issue 1, pages 289–299
- Moran John F Jr (2002) Forfaiting a user's guide. What it is, who uses it and why? <https://crfonline.org/orc/pdf/Forfaiting.pdf>
- Papageorgiou A. and Partners Law Firm (2012) factoring-forfaiting-forfeiting <http://www.greeklawdigest.gr/topics/financial-contracts/item/58-factoring-forfaitingforfeiting>
- Patrick Beselaere (2014) Leasing 2.0 , The Capital Markets Intelligence <http://www.capital-markets-intelligence.com/leasing-2-0/>
- Tyzoon T. Tyebjee and Albert V. Bruno (1984) A model of venture capitalist investment activity Management Science, Vol. 30, No 4, pp 1051-1066

- Velentzas J. Broni G. (2013) The Leasing Contract as a Modern Form of Financing in the Contemporary Economy, The Greek regulation <http://www.wseas.us/elibrary/conferences/2013/Chania/ICFA/ICFA-10.pdf>
- Vinod Angadharan (2014) Forfeiting: Updating the Guidelines for Trade Financing [http://gtnews.afponline.org/Articles/2014/Forfeiting\\_\\_Updating\\_the\\_Guidelines\\_for\\_Trade\\_Financing.html](http://gtnews.afponline.org/Articles/2014/Forfeiting__Updating_the_Guidelines_for_Trade_Financing.html)
- Zopounidis C. (1994) Venture capital modelling: Evaluation criteria for the appraisal of investments, The Financier, vol. 1, no. 2, 54-64.

Διαδίκτυο :

[petrofin.gr](http://petrofin.gr)

[www.reporter.GR](http://www.reporter.GR)

[www.balticexchange.com](http://www.balticexchange.com)

[www.capital.com](http://www.capital.com)

[www.clarksons.com](http://www.clarksons.com)

[www.container-transportation.com](http://www.container-transportation.com)

[www.dryships.com](http://www.dryships.com)

[www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)

[www.indexmundi.com](http://www.indexmundi.com)

[www.lloydslist.com](http://www.lloydslist.com)

[www.shipping-capitallink.com](http://www.shipping-capitallink.com)

<http://www.naftikachronika.gr>

**Εφημερίδες :**

ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ

CAPITAL

ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ (ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΕΝΘΕΤΟ)