



Η Αντίδραση των Τιμών στις Εταιρικές Ανακοινώσεις Κερδών των ναυτιλιακών επιχειρήσεων για τη περίοδο 2006-2017

Καράλη Ελισσάβητ - Μαρία

*Εργασία υποβληθείσα στο
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση
Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης*

Αθήνα

Αύγουστος, 2017

Εγκρίνουμε την εργασία της
ΚΑΡΑΛΗ ΕΛΙΣΣΑΒΕΤ-ΜΑΡΙΑΣ

[ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΤΣΕΚΡΕΚΟΣ ΑΝΔΡΙΑΝΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΕΠΙΣΚΟΠΟΣ ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ

.....

[ΟΝΟΜΑ ΣΥΝΕΞΕΤΑΣΤΗ ΚΑΘΗΓΗΤΗ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΚΑΒΟΥΣΑΝΟΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ

.....

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η συγκεκριμένη πτυχιακή εργασία για τη λήψη του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική 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 διπλωματικής αναφέρονται στο σύνολό τους, δίνοντας πλήρεις αναφορές στους συγγραφείς, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο».

[ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΦΟΙΤΗΤΡΙΑΣ]

[ΥΠΟΓΡΑΦΗ]

ΚΑΡΑΛΗ ΕΛΙΣΣΑΒΕΤ – ΜΑΡΙΑ

.....

Πίνακας περιεχομένων

Περίληψη	6
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	7
1.1 Θέμα Παρούσας Εργασίας	7
1.2 Σκοπός και Στόχοι Παρούσας Εργασίας	8
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ	
Κεφάλαιο 2: Στοιχεία του Κλάδου της Ναυτιλίας	9
2.1 Ναυτιλιακές Αγορές	9
2.1.1 Ναυλαγορά (Freight Market)	12
2.1.2 Αγορά Ναυπήγησης Νέων Πλοίων (New Building Market)	15
2.1.3 Αγορά Μεταχειρισμένων Πλοίων – Αγοραπωλησίες (Sale and Purchase Market)	16
2.1.4 Αγορά Διάλυσης Πλοίων (Demolition Market)	18
2.2 Είδη Πλοίων	18
2.2.1 Χύδην Ξηρό Φορτίο (Dry Bulk Carrier)	18
2.2.2 Δεξαμενόπλοια (Tanker)	19
2.2.3 Πλοία Εμπορευματοκιβωτίων (Containership)	22
2.2.4 Επιβατηγός Ναυτιλία (Passenger Market)	23
2.3 Ναυτιλιακοί Κύκλοι και Διακυμάνσεις	23
Κεφάλαιο 3: Αποτελεσματικότητα της Αγοράς	26
3.1 Έννοια της Αποτελεσματικότητας Αγοράς	26
3.2 Μορφές Αποτελεσματικότητας της Αγοράς	27
3.2.1 Ασθενής Μορφή	27
3.2.2. Ημί-Ισχυρή Μορφή	28
3.2.3. Ισχυρή Μορφή	28
3.3 Χρηματιστηριακές Ανωμαλίες	29
Κεφάλαιο 4: Επίδραση της Ανακοίνωσης των Κερδών στις Τιμές των Μετοχών	33
4.1 Ανακοινώσεις Κερδών και Επιλογή Χρονικού Σημείου Ανακοίνωσης	33
4.2 Ανακοινώσεις Κερδών και Εσωτερική Πληροφόρηση	34
4.3 Εμπειρικές Μελέτες Επίδρασης Ανακοίνωσης Κερδών στις Τιμές και Αποδόσεις των Μετοχών	35
4.4 Εμπειρικές Μελέτες Επίδρασης Ανακοίνωσης Κερδών στις Τιμές και Αποδόσεις των Μετοχών Ναυτιλιακών Εταιρειών	38
Κεφάλαιο 5: Μεθοδολογία	40
5.1 Ανασκόπηση Μεθοδολογίας Event Study	40

5.2 Εκτίμηση Αναμενόμενων – «Κανονικών» Αποδόσεων	43
5.2.2 Μοντέλο Μέσων Αποδόσεων (Mean Adjusted Return Model)	43
5.3 Εκτίμηση Σωρευτικών Μη Κανονικών Αποδόσεων	45
5.4 Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας Μη Κανονικών Αποδόσεων	46
5.5 Δείγμα	47
Κεφάλαιο 6: Αποτελέσματα	49
6.1 Αποτελέσματα στο Σύνολο του Δείγματος	49
6.2 Αποτελέσματα στην Περίοδο Προ Κρίσης και στην Περίοδο Κρίσης.....	51
6.3 Αποτελέσματα για Κάθε Πρώτο και Δεύτερο Εξάμηνο που Ανακοινώνονται τα Κέρδη	56
Κεφάλαιο 7: Τελικά Συμπεράσματα	60
7.1 Σύνοψη Αποτελεσμάτων	60
7.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων	61
Βιβλιογραφία	63

Περίληψη

Η παρούσα εργασία ασχολείται με την επίδραση της ανακοίνωση των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών με έμφαση στις μετοχές ναυτιλιακών εταιρειών. Σε μια αγορά που λειτουργεί αποτελεσματικά θα έπρεπε να μην υπάρχουν μη κανονικές αποδόσεις ακόμα και από την ανακοίνωση κάποιων καλών ή κακών νέων, όπως είναι, για παράδειγμα, η ανακοίνωση των κερδών. Εντούτοις, διάφορες έρευνες στο παρελθόν έχουν δείξει ότι ακόμα και σε προηγμένες χρηματιστηριακές αγορές η ανακοίνωση κερδών συνοδεύεται με μη κανονικές αποδόσεις για κάποιες ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση. Η ναυτιλία είναι ένας κλάδος που έχει αρκετές ιδιαιτερότητες οι οποίες και παρουσιάζονται και για αυτό κρίθηκε ενδιαφέρον να εξεταστεί εάν για τις εταιρίες του κλάδου η ανακοίνωση κερδών συνοδεύεται με μη κανονικές αποδόσεις.

Στο πλαίσιο αυτό διεξήχθη η μεθοδολογία της μελέτης γεγονός (event study). Με δείγμα 101 ναυτιλιακών εταιρειών για την περίοδο 2006-2007 και 1498 ανακοινώσεων κερδών βρέθηκε ότι για τις ναυτιλιακές εταιρείες δεν προκύπτουν γενικά υψηλές μη κανονικές αποδόσεις, υπονοώντας ότι για τις εταιρείες αυτές η αγορά λειτουργεί αρκετά αποτελεσματικά, γεγονός που ενισχύεται από το ότι υψηλότερες μη κανονικές αποδόσεις προέκυπταν κυρίως για πριν την ανακοίνωση των κερδών. Η εξέταση ως προς την κρίση έδειξε ότι την περίοδο της κρίσης οι αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις ήταν και πάλι χαμηλές, αλλά λίγο πιο έντονες, ενώ η εξέταση ως προς την εποχικότητα, έδειξε ότι ενώ σε κάθε πρώτο εξάμηνο οι ανακοινώσεις των κερδών δεν συνοδεύονται με μη κανονικές αποδόσεις, σε κάθε δεύτερο εξάμηνο προκύπτουν κάποιες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις πριν την ανακοίνωση των κερδών.

Τα αποτελέσματα αυτά δείχνουν ότι η χρηματιστηριακή αγορά για τις ναυτιλιακές εταιρείες λειτουργεί με υψηλό επίπεδο αποτελεσματικότητας και ότι οι επενδυτές τους γνωρίζουν αρκετά καλά τις εταιρίες του κλάδου και διαθέτουν την απαιτούμενη πληροφόρηση για να προβαίνουν σε αξιόπιστες αποτιμήσεις.

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Θέμα Παρούσας Εργασίας

Το θέμα της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί η επίδραση εταιρικών ανακοινώσεων, και πιο συγκεκριμένα της ανακοίνωσης των εταιρικών κερδών, στις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών των εταιρειών που προβαίνουν στις σχετικές ανακοινώσεις. Μάλιστα, η εργασία αυτή ασχολείται αποκλειστικά και μόνο με εταιρείες του ευρύτερου ναυτιλιακού κλάδου σε παγκόσμιο επίπεδο.

Η λογική είναι ότι σε μια αποτελεσματική αγορά οι επενδυτές αντιδρούν στο άκουσμα καλών ή κακών ειδήσεων που αφορούν άμεσα ή έμμεσα τις διάφορες εταιρείες και προσαρμόζουν ανάλογα ένα νέο επίπεδο στην τιμή της μετοχής, έτσι ώστε να προκύπτουν «κανονικές» αποδόσεις που βασίζονται σε μοντέλα ισορροπίας, με την έννοια ότι οι δίκαιες τιμές των μετοχών δικαιολογούν κάποιες αντίστοιχες αποδόσεις. Συνεπώς, σε μια αποτελεσματική αγορά δεν δικαιολογείται η συστηματική ύπαρξη μη-κανονικών αποδόσεων. Εντούτοις, υπάρχει και ο ψυχολογικός παράγοντας, όπου πολλές φορές οι επενδυτές στο άκουσμα κάποιων ανακοινώσεων αντιδρούν παραπάνω από το κανονικό, με συνέπεια να εμφανίζονται θετικές ή αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις ανάλογα με το εάν τα νέα ήταν καλά ή κακά.

Η πλέον δημοφιλής ανακοίνωση από τη μεριά των εταιρειών είναι η ανακοίνωση που αφορά την κερδοφορία τους και που γίνεται σε τακτά διαστήματα κάποιες φορές το χρόνο. Έχει αποδειχθεί ότι ακόμα και σε ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές που λειτουργούν υπό καθεστώς υψηλής ισχύος αποτελεσματικότητας, η ανακοίνωση κερδών είναι δυνατό να προκαλέσει μη-κανονικές αποδόσεις με συστηματικό τρόπο και για ένα εύλογο χρονικό διάστημα πριν και μετά την σχετική ανακοίνωση.

Κατά συνέπεια αυτό, αποτελεί μια παραβίαση της αποτελεσματικότητας της αγοράς και είναι μια χρηματιστηριακή ανωμαλία. Εντούτοις, είναι ένα γεγονός που έχει παρατηρηθεί σε διάφορα χρηματιστήρια παγκοσμίως τόσο σε ανεπτυγμένες όσο και σε λιγότερο ανεπτυγμένες αγορές. Υπάρχουν διάφορες ερμηνείες και εξηγήσεις για αυτό το φαινόμενο που έχουν δοθεί κατά καιρούς, ώστε να δικαιολογηθεί η ύπαρξη του.

Ο κλάδος της ναυτιλίας, που αποτελεί το αντικείμενο μελέτης στην προκειμένη περίπτωση, χαρακτηρίζεται από πληθώρα επιμέρους αγορών όπου προέρχονται χρηματικές ροές για τις εταιρείες του κλάδου, αλλά και από έντονες διακυμάνσεις που δημιουργούν τους ναυτιλιακούς κύκλους και αυξάνουν τους κινδύνους για τους επενδυτές. Συνεπώς, κρίνεται ενδιαφέρον να εξεταστεί κατά πόσο η ανακοίνωση κερδών και για εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο αυτό επηρεάζει τις τιμές των μετοχών προκαλώντας μη-κανονικές αποδόσεις, όπως έχει παρατηρηθεί σε όλους τους άλλους κλάδους. Για να εξεταστεί εάν οι ανακοινώσεις κερδών των ναυτιλιακών εταιρειών προκαλούν μη-κανονικές αποδόσεις με συστηματικό τρόπο, θα εφαρμοστεί η στατιστική μεθοδολογία μελέτη γεγονότος (event study), όπου με χρήση μεγάλου δείγματος ανακοινώσεων κερδών θα εξεταστεί εάν δημιουργούνται στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές σωρευτικές αποδόσεις κάποιο διάστημα πριν και μετά τις σχετικές ανακοινώσεις.

1.2 Σκοπός και Στόχοι Παρούσας Εργασίας

Πρωταρχικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξεταστεί εάν οι ανακοινώσεις κερδών συνδυάζονται με συστηματικό τρόπο με εμφάνιση μη-κανονικών αποδόσεων το διάστημα πριν και μετά την ανακοίνωση και για τις μετοχές του ναυτιλιακού κλάδου, όπως συμβαίνει, κατά κανόνα, και με μετοχές άλλων κλάδων, όπως έχει δείξει η σχετική εμπειρία, άλλωστε, μέσα από πολλές έρευνες σε ανεπτυγμένες και λιγότερο ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές.

Έπειτα, επιμέρους στόχοι της εργασίας είναι να παρουσιαστούν εκείνα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κλάδου της ναυτιλίας που τον κάνουν να διαφέρει από αρκετούς άλλους κλάδους υπηρεσιών αλλά και μεταφορών. Ένας ακόμα στόχος είναι να ειπωθεί με μεγαλύτερη λεπτομέρεια η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς, οι υποθέσεις που τη διέπουν και οι μορφές ισχύος της, αλλά και οι διάφορες χρηματιστηριακές ανωμαλίες. Ένας τρίτος στόχος, τέλος, σε θεωρητικό επίπεδο, είναι να αναδειχθεί εκτενέστερα η επίδραση που έχει η ανακοίνωση των κερδών στις τιμές και αποδόσεις των μετοχών και μέσα από διάφορες εμπειρικές μελέτες που αφορούν διάφορες εταιρείες, γενικότερα, αλλά και αυτές του ναυτιλιακού κλάδου ειδικότερα.

Εκτός από τους θεωρητικούς στόχους της εργασίας, υπάρχει και ο εμπειρικός στόχος που υπηρετεί άλλωστε το βασικό σκοπό και έχει να κάνει με το να εξεταστεί μέσα από την εφαρμογή της μεθοδολογίας μελέτης γεγονότος εάν όντως οι ανακοινώσεις κερδών σε ναυτιλιακές εταιρείες προκαλούν εμφάνιση μη-κανονικών αποδόσεων, όπως παρατηρείται και γενικότερα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Κεφάλαιο 2: Στοιχεία του Κλάδου της Ναυτιλίας

2.1 Ναυτιλιακές Αγορές

Η ναυτιλιακή αγορά είναι ο κλάδος των μεταφορών που έχει ως αντικείμενο τη παροχή υπηρεσιών μεταφοράς αγαθών μέσω θαλάσσης. Η συγκεκριμένη αγορά αποτελείται από ένα σύνολο επιμέρους αγορών οι οποίες διαφοροποιούνται βάσει κάποιων συγκεκριμένων κριτηρίων, όπως ως προς το τύπο του πλοίου, ως προς τη φύση του φορτίου, ως προς το γεωγραφικό καταμερισμό και ως προς τη χρονική διάρκεια της ναύλωσης, όπως αναφέρει ο Stopford (2009).

Η πρώτη διάκριση με κριτήριο το τύπο του πλοίου αποτελεί τη κυριότερη μορφή διάκρισης. Οι τύποι πλοίων περιλαμβάνουν το χύδην ξηρό φορτίο, τα δεξαμενόπλοια, τα εμπορευματοκιβώτια και τα πλοία της επιβατηγού ναυτιλίας.

Η δεύτερη διάκριση με κριτήριο τη φύση του φορτίου, κατηγοριοποιείται βάσει των παρακάτω τεσσάρων μεγάλων κατηγοριών φορτίων: 1) χύδην υγρά φορτία (*αργό πετρέλαιο, υποπροϊόντα πετρελαίου, υγροποιημένα αέρια LNG/LPG, υγρά χημικά*), 2) χύδην ξηρά φορτία (*άνθρακα/coal, σιδηρομετάλλευμα/iron ore, δημητριακά/grain, βωξίτης και αλουμίνα/bauxite and alumina, φωσφάτα/phosphate rock*), 3) ειδικά φορτία (*κατεψυγμένα φορτία, παγωμένα φορτία και φορτία που απαιτούν πλήρως ελεγχόμενες θερμοκρασίες μεταφοράς*) και 4) γενικά φορτία (*απεριόριστο εύρος εμπορευμάτων που μπορεί να μεταφερθεί*).

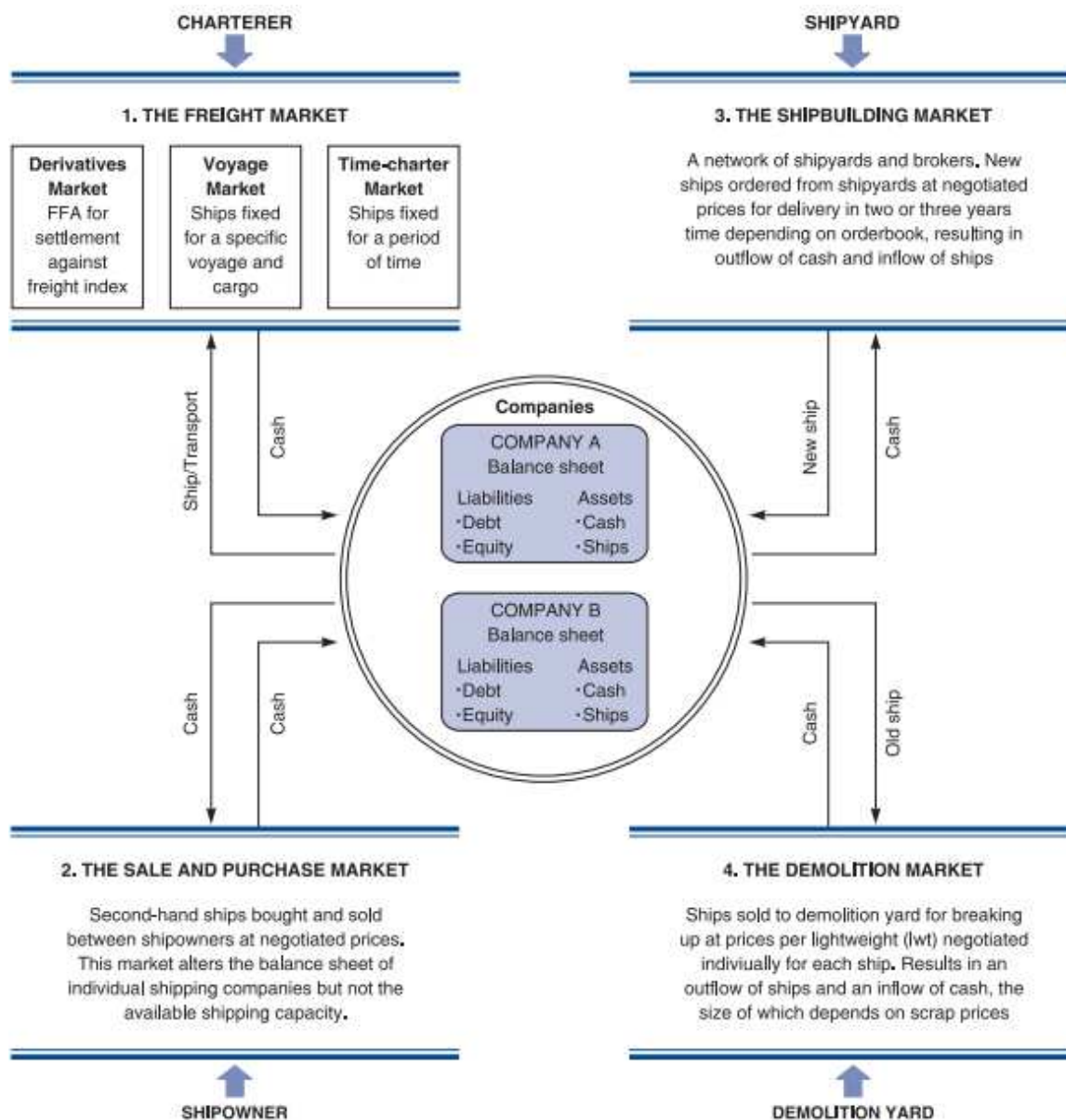
Σύμφωνα με τους Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, Πλωμαρίτου (2010), η τρίτη διάκριση με κριτήριο το γεωγραφικό καταμερισμό κατηγοριοποιείται βάση των παρακάτω: 1) αγορά γραμμών (“*liner*”) όπου τα πλοία εκτελούν προγραμματισμένα τακτικά δρομολόγια μεταξύ προκαθορισμένων λιμένων και 2) της αγοράς χύδην φορτίων (“*tramp*” ή ελεύθερη φορτηγός ναυτιλία) όπου τα φορτία μεταφέρονται από ελεύθερα πλοία που δεν έχουν προκαθορισμένο πρόγραμμα.

Η τέταρτη και τελευταία διάκριση με κριτήριο τη χρονική διάρκεια της ναύλωσης κατηγοριοποιείται ως εξής: 1) αγορά ναυλώσεων ταξιδίου (*voyage charter market/ spot market or open market*), 2) αγορά χρονοναυλώσεων (*time charter market*), 3) αγορά μισθώσεων γυμνού

πλοίου (bareboat market) και 4) αγορά εργολαβικών μεταφορών (contracts of affreightment market).

Στη ναυτιλιακή αγορά δραστηριοποιούνται πλοιοκτήτες, οι οποίοι προσφέρουν τη θαλάσσια μεταφορά με διάφορους τύπους πλοίων, και ναυλωτές, οι οποίοι προσφέρουν αντίτιμο για αυτή την παροχή, και αποτελείται από τέσσερις διαφορετικούς επιμέρους τομείς:

- **Αγορά Ναύλων (Freight Market)**
- **Αγορά / Πώληση Μεταχειρισμένων Πλοίων (Sale and Purchase Market)**
- **Αγορά Ναυπήγησης Νέων Πλοίων (New Building Market)**
- **Αγορά Διάλυσης Πλοίων (Demolition Market)**



[Maritime Economics, Third Edition, Stopford, 2009]

Η αλληλεπίδραση αυτών των επιμέρους αγορών δημιουργεί χρηματοροές για τις ναυτιλιακές εταιρίες. Στο παραπάνω διάγραμμα φαίνεται πως οι αγορές αυτές συνδέονται μεταξύ τους από τις χρηματοροές μέσω των ισολογισμών. Η ναυλαγορά δημιουργεί χρήμα και είναι η κυρίαρχη πηγή χρήματος, η Sale and Purchase Market ή αλλιώς η αγορά από δεύτερο χέρι το μετακινεί από τον ένα ισολογισμό στον άλλο καθώς τα χρήματα που επενδύονται απλώς αλλάζουν χέρια από ένα πλοιοκτήτη σε άλλο και συνεχίζουν να υπάρχουν στην αγορά, η New Building Market

απορροφά διαθέσιμα για τη ναυπήγηση νεότευκτων πλοίων και τέλος η αγορά διάλυσης αποτελεί εισροή χρήματος από τα πλοία που πηγαίνουν για scrap και είναι μια αξιοσημείωτη πηγή εσόδων σε περιόδους κρίσης.

Όπως είναι φανερό η αλληλεπίδραση αυτή των αγορών δημιουργεί ένα κύκλο. Στην αρχή του κύκλου οι τιμές των ναύλων αυξάνονται και η ρευστότητα αρχίζει επίσης να αυξάνεται, επιτρέποντας έτσι στους πλοιοκτήτες να πληρώσουν υψηλότερες τιμές για πλοία από δεύτερο χέρι. Καθώς οι τιμές μειώνονται, οι επενδυτές στρέφονται προς την ναυπήγηση νεότευκτων πλοίων κλείνοντας οικονομικότερες συμφωνίες. Με τη πεποίθηση ότι υπάρχει επαρκής ρευστότητα κάνουν πολλές παραγγελίες πλοίων. Μερικά χρόνια αργότερα, τα νέα πλοία βγαίνουν στην αγορά και έτσι το θετικό κλίμα αντιστρέφεται. Οι τιμές των ναύλων καταρρέουν και οι επενδυτές καλούνται να πληρώσουν για τα νεότευκτα. Πλοιοκτήτες που δεν μπορούν να ανταποκριθούν σε αυτές τις υποχρεώσεις με βάση τα χρηματοοικονομικά τους πλάνα αναγκάζονται να στραφούν στην αγορά από δεύτερο χέρι και πουλήσουν τα πλοία τους. Σε κάποιες περιπτώσεις, εμφανίζονται κάποιες ευκαιρίες όπου ορισμένοι αγοράζουν πλοία σε χαμηλή τιμή και ύστερα τα πωλούν σε υψηλότερη. Τα πλοία με μεγάλη ηλικία έχουν λίγες προσφορές από επίδοξους αγοραστές, έτσι οι πλοιοκτήτες είναι αναγκασμένοι να τα δώσουν προς διάλυση για ένα έχουν ρευστότητα (ένα παλιό πλοίο δημιουργεί περισσότερα έξοδα παρά έσοδα). Η προσφορά αρχίζει να πέφτει, τα ναύλα αυξάνονται και η όλη διαδικασία συνεχίζει τη κυκλικότητα της. Ο μηχανισμός της αγοράς επιδιώκει να κρατήσει στο κύκλο επιχειρήσεις αποτελεσματικές και να τους επιστρέψει να αποκτήσουν μερίδιο.

Παρακάτω παραθέτονται αναλυτικά τα χαρακτηριστικά των επιμέρους τομέων της ναυτιλιακής αγοράς.

2.1.1 Ναυλαγορά (Freight Market)

Η αγορά ναύλων είναι μια διεθνής αγορά μέσα στην οποία διαπραγματεύεται και τιμολογείται η θαλάσσια μεταφορά φορτίου ανάμεσα σε πλοιοκτήτες και ναυλωτές. Οι τιμές των ναύλων¹ συμπεριφέρονται ανάλογα το τύπο του πλοίου. Εντούτοις, καθώς οι επενδυτές

¹ Ο ναύλος γενικά ορίζεται ως μια τιμή στην οποία ένα ορισμένο φορτίο παραδίδεται από το ένα σημείο σε ένα άλλο. Η τιμή εξαρτάται από τη μορφή του φορτίου, τον τρόπο μεταφοράς του (φορηγό, πλοίο, αεροπλάνο, τρένο κλπ.), το βάρος του, και την απόσταση του προορισμού παράδοσης. [Kavussanos M. & Visvikis I., 2011]

δραστηριοποιούνται στον ίδιο τομέα, η επίδραση των τιμών σε μια επιμέρους αγορά αμέσως αντανακλάται και στις άλλες.

Η έννοια της ναυλαγοράς περιλαμβάνει τον τρόπο με τον οποίο καθορίζεται το επίπεδο των ναύλων. Προσδιορίζεται από το γεωγραφικό χώρο μέσα στον οποίο εκτελούνται αυτές οι μεταφορές περιλαμβάνοντας ένα σύνολο από φυσικά και νομικά πρόσωπα με αντικρουόμενα συμφέροντα που διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση των ναύλων. Η ναυλαγορά, λοιπόν, είναι ένα σύμπλεγμα από διαδικασίες και παράγοντες που αλληλεπιδρούν για να διαμορφώσουν το τελικό ύψος του ναύλου. Τα επίπεδα των ναύλων διαμορφώνονται διαφορετικά ανάλογα το τύπο του πλοίου και τη κατηγορία του φορτίου αλλά και επίσης και τη περιοχή στην οποία δραστηριοποιείται.

Σύμφωνα με τους Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, Πλωμαρίτου (2010) καθώς και με τους Βλάχος και Ψύχου (2011) υπάρχουν πέντε διαφορετικοί τρόποι προσφοράς της μεταφορικής υπηρεσίας στα πλαίσια της ναυλαγοράς οι οποίοι παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω:

A. Ναύλωση κατά ταξίδι: ο πλοιοκτήτης είναι προς που αναλαμβάνει εξ ολοκλήρου την υποχρέωση έναντι του ναυλωτή να μεταφέρει ορισμένη ποσότητα φορτίου από συμφωνημένο λιμάνι φόρτωσης προς συμφωνημένο λιμάνι εκφόρτωσης (υπάρχει το ενδεχόμενο να προταθούν παραπάνω από ένα λιμάνια τα οποία είναι κοντά σε απόσταση και ο τελικός προορισμός ανακοινώνεται κατά τη διάρκεια του ταξιδιού), σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, προσφέροντας ως αντίτιμο καθορισμένο ποσό ναύλου, το ύψος του οποίου διαμορφώνεται ανάλογα με το κλίμα προς αγοράς ναύλων. Ο πλοιοκτήτης είναι υποχρεωμένος να παραδώσει το πλοίο αξιόπλοο και επιβαρύνεται με όλα τα κόστη για τη μεταφορά του φορτίου έτσι ώστε να είναι στην καθορισμένη ώρα στο τόπο φορτοεκφόρτωσης. Τα εμπλεκόμενα μέλη, δηλαδή ναυλωτής και πλοιοκτήτης, επιλέγουν συγκεκριμένο τύπο ναυλοσυμφώνου μέσα στο οποίο συντάσσονται όλοι οι όροι προς συμφωνίας π.χ. είδος και ποσότητα φορτίου, ημερομηνίες, ύψος ναύλου, ρήτρα παρέκκλισης, χρηματικό ύψος επισταλιών (demurrage) και επίσπευσης (dispatch) κ.α.

B. Χρονο-ναύλωση (time charter): Ο πλοιοκτήτης εκμισθώνει το πλοίο του στο ναυλωτή για ένα προσυμφωνημένο χρονικό διάστημα έναντι αντιτίμου το οποίο καλείται μίσθωμα (hire). Ο πλοιοκτήτης συνεχίζει να έχει τη διαχείριση του πλοίου ενώ ο ναυλωτής αναλαμβάνει τα

λειτουργικά κόστη. Ανάλογα με τον τρόπο και το σκοπό προς απασχόλησης του πλοίου, καθώς προς το τόπο και το χρόνο παράδοσης, οι χρονο-ναυλώσεις εμπεριέχουν τρεις μορφές: τη χρονοναύλωση κατά ταξίδι, τη κυκλική χρονο-ναύλωση και τη περιοδική χρονο-ναύλωση. Στη χρονο-ναύλωση κατά ταξίδι έχουμε την ίδια περίπτωση με τη ναύλωση κατά ταξίδι, αφού το πλοίο μισθώνεται για ένα συγκεκριμένο ταξίδι. Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι το μίσθωμα είναι ημερήσιο, αντί ναύλου ανά μονάδα φορτίου. Η κυκλική χρονο-ναύλωση αποτελεί μια μικτή μορφή ναύλωσης καθώς ο ναυλωτής ναυλώνει το πλοίο για την εκτέλεση προς κυκλικού ταξιδιού και κατά συνέπεια ο ναυλωτής είναι υποχρεωμένος να επιστρέψει στο λιμάνι ή στη περιοχή που παρέλαβε το πλοίο. Η περιοδική χρονο-ναύλωση έχει κυρίως γεωγραφικό χαρακτήρα καθώς το πλοίο ναυλώνεται για ορισμένο χρονικό διάστημα και απασχολείται στα πλαίσια μιας ευρύτερης γεωγραφικής περιοχής. Η περίοδος ναύλωσης μπορεί να είναι από προς ημέρες ή και χρόνια. Και σε αυτή τη περίπτωση υπάρχουν τυποποιημένα χρονο-ναυλοσύμφωνα έτσι ώστε να καλύπτονται τα συμφέροντα και των δύο εμπλεκόμενων μερών. Σε κάθε περίπτωση, ο ναυλωτής αναλαμβάνει να καλύψει το μεταβλητό κόστος του πλοίου (λιμενικά τέλη, καύσιμα κλπ.) και το μίσθωμα προς τον πλοιοκτήτη. Τα σταθερά κόστη, η διαχείριση (επισκευή, πλήρωμα) και κόστος κεφαλαίου είναι στην ευθύνη του πλοιοκτήτη.

Γ. Ναύλωση Πλοίου Γυμνού (bare boat charter): Σε αυτή τη περίπτωση, ο πλοιοκτήτης παραχωρεί το πλοίο του γυμνό (χωρίς πλήρωμα, εφόδια) στο ναυλωτή για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα που ίσως να φτάνει σε κάποιες περιπτώσεις ολόκληρη την οικονομική ζωή του πλοίου. Ο πλοιοκτήτης λαμβάνει ένα συμφωνημένο μίσθωμα. Ο ναυλωτής ουσιαστικά αναλαμβάνει τα χρέη (διαχείριση, επάνδρωση, έλεγχος, ασφάλιση, ναυσιπλοΐα κλπ.) του πλοιοκτήτη χωρίς να έχει την ιδιοκτησία του.

Δ. Εργολαβική Ναύλωση (contract of affreightment): Και προς ο τύπος αποτελεί ένα μικτό τύπο ναύλωσης, ο οποίος χρησιμοποιεί στοιχεία από άλλα είδη ναύλωσης. Ειδικότερα είναι ένα συμβόλαιο μεταφοράς κυρίως ομοιογενούς φορτίου σε μεγάλες ποσότητες και σε μεγάλες χρονικές περιόδους, ανάμεσα σε καθορισμένα λιμάνια και σε συγκεκριμένα ταξίδια. Ο πλοιοκτήτης δεσμεύεται να ικανοποιήσει την ανάγκη προς μεταφοράς προς συγκεκριμένης ποσότητας μέσα σε μια χρονική περίοδο. Συμφωνείται συνήθως ο αριθμός φορτώσεων και ταξιδιών, χωρίς να αναφέρεται συγκεκριμένο πλοίο. Ο ναύλος υπολογίζεται με βάση τη μεταφερόμενη ποσότητα.

Ε. Ναύλωση συνεχών ταξιδιών (consecutive voyage charter): Είναι μια ειδική περίπτωση προς ναύλωσης κατά ταξίδι. Ουσιαστικά είναι η εκτέλεση συνεχών ταξιδιών ανάμεσα σε προκαθορισμένα λιμάνια, μέσα σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η μορφή αυτή ναύλωσης είναι πιο διαδεδομένη στην αγορά δεξαμενοπλοίων και στην αγορά πλοίων ξηρού φορτίου. Οι υποχρεώσεις και οι ευθύνες του πλοιοκτήτη και του ναυλωτή αντίστοιχα επιμερίζονται με τον ίδιο ακριβώς τρόπο προς σε μια ναύλωση κατά ταξίδι.

Τέλος, η ναυλαγορά επηρεάζεται άμεσα από το παγκόσμιο πολιτικό σκηνικό. Σύμφωνα με μια επισκόπηση του BRS Group, μέχρι το τέλος του 2017 θα επέλθουν κάποιες αλλαγές στα παγκόσμια ρεύματα μεταφοράς πετρελαίου. Μεγαλύτερος όγκος φορτίου θα διανεμηθεί από Βραζιλία σε Ασία ενώ θα υπάρχει μείωση όγκου φορτίου από τις αραβικές χώρες προς την Ασία. Τα συμβάντα που επηρεάζουν τις τιμές των ναύλων είναι: η επιβολή μεγαλύτερης φορολογίας με την εκλογή του Ντόναλντ Τραμπ, ο πόλεμος για το μερίδιο της παγκόσμιας αγοράς πετρελαίου ανάμεσα στις χώρες της κεντρικής Ευρώπης, η χαοτική κατάσταση στη Βενεζουέλα μηδενίζει το ενδιαφέρον των επενδυτών, το Ιράν απαιτεί μεγαλύτερη εξωτερική επένδυση για να αυξήσει τη παραγωγή και ο αποκλεισμός καραβιών με σημαία Κατάρ από λιμάνια για λόγους εθνικής ασφάλειας.

2.1.2 Αγορά Ναυπήγησης Νέων Πλοίων (New Building Market)

Η αγορά ναυπήγησης νέων πλοίων πραγματεύεται πλοία, τα οποία δεν έχουν ακόμη κατασκευαστεί. Έτσι, πρέπει να καθοριστεί, αρχικά, το σχέδιο του πλοίου, μια δύσκολη διαδικασία, καθώς η κατασκευάστρια εταιρεία προτείνει δικό προς σχέδιο το οποίο μπορεί και να διαφέρει από αυτό του επίδοξου πλοιοκτήτη, κάτι που συνεπάγεται νέα κόστη για επιπλέον διαφοροποιήσεις στο αρχικό σχέδιο.

Το νέο πλοίο, μετά την συμφωνία ναυπήγησης, παραδίδεται, συνήθως, σε χρονικό διάστημα από ενάμιση έως και τρία χρόνια μετά, γεγονός που δημιουργεί ασάφεια για τη φάση της αγοράς που θα ισχύει κατά την παραλαβή. Ωστόσο η παραγγελία επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό την πορεία της αγοράς ναύλων.

Ο πλοιοκτήτης θα επιλέξει ναυπηγοεπισκευαστική εταιρεία ανάλογα με το τύπο του πλοίου που έχει επιλέξει, όπου και πάλι εμπλέκεται κάποιος ναυλομεσίτης για να διαχειριστεί τις

διαπραγματεύσεις, ο οποίος αναλαμβάνει να βρει ναυπηγεία, τα οποία συντάσσουν τις προσφορές που ύστερα αξιολογούνται οι καλύτερες προσφορές βάσει κριτηρίων που έχουν τεθεί από μέρους πλοιοκτήτη. Η διαδικασία αυτή είναι αρκετά χρονοβόρα, καθώς πέρα από τη προσφορά όπου λόγω σχεδιασμού πλοίου απαιτείται κάποιο εύλογο χρονικό διάστημα, θα πρέπει και το ναυπηγείο να είναι διαθέσιμο για τη κατασκευή του πλοίου τη χρονική στιγμή που επιθυμεί ο πλοιοκτήτης. Στο σημείο αυτό, τα ναυπηγεία εκμεταλλεύονται το χρονικό ορίζοντα που έχουν στη διάθεση τους οι πλοιοκτήτες προτείνοντας δικά τους σχέδια σε πιο προνομακείς τιμές.

Οι πληρωμές για τη ναυπήγηση του πλοίου γίνονται κατά κύριο λόγο με την παρακάτω σειρά: 1) αρχικά ο πλοιοκτήτης καταθέτει στο ναυπηγείο ένα 10% του συνολικού ποσού με την υπογραφή του συμβολαίου κατασκευής του πλοίου, 2) στη συνέχεια όταν κοπεί ο ναυπηγικός χάλυβας για την εκκίνηση κατασκευής του καραβιού, κατατίθεται ένα ακόμη 10% (Steel Cutting), 3) με τη τοποθέτηση τρόπιδας ο πλοιοκτήτης δίνει πάλι 10% (Keel Laying Assembly), 4) στην πρώτη καθέλκυση του πλοίου, που είναι η πιο σημαντική φάση του προς ναυπήγησης πλοίου, ακόμη ένα 10% πληρώνονται στο ναυπηγείο (Launching), 5) η τελευταία φάση ναυπήγησης είναι όταν το πλοίο κάνει δοκιμές στη θάλασσα τεστάροντας την απόδοση του εξοπλισμού και ύστερα παραδίδεται στον ιδιοκτήτη. Σε αυτό το σημείο γίνεται η εξόφληση του ποσού (60%) και το ναυπηγείο εγγυάται συνήθως από 12 έως 24 μήνες για την ομαλή λειτουργία όλου του εξοπλισμού (Sea Trial – Delivery).

Αξίζει να σημειωθεί ότι, υπάρχουν φορές που οι τιμές μεταχειρισμένων πλοίων ίσως και να είναι πιο συμφέρουσες από αυτές που ισχύουν για τα νέα πλοία και αυτό συμβαίνει λόγω της μεταβλητότητας που αναφέρθηκε παραπάνω.

2.1.3 Αγορά Μεταχειρισμένων Πλοίων – Αγοραπωλησίες (Sale and Purchase Market)

Ο πλοιοκτήτης συμμετέχει στην αγορά αυτή με αντικείμενο το πλοίο που διαθέτει προς πώληση ή με μετρητά για να αγοράσει ένα μεταχειρισμένο πλοίο. Τυπικά, το πλοίο θα πρέπει να πωληθεί με έγκαιρη παράδοση, για μετρητά, ελεύθερο από ναυλώσεις, υποθήκες ή άλλα οικονομικά βάρη. Σε κάποιες περιπτώσεις μπορεί να πωληθεί και αφού έχει ήδη κλειστεί για μελλοντική χρονο-ναύλωση.

Οι λόγοι που οδηγούν προς πλοιοκτήτες να πωλήσουν καράβια διαφέρουν ανάλογα με τη πολιτική που ακολουθεί ο καθένας. Για παράδειγμα, κάποιες εταιρείες θέλουν να κρατούν μικρό μέσο όρο ηλικίας των πλοίων προς ή απλά ο πλοιοκτήτης πιστεύει ότι οι τιμές θα πέσουν. Οι αγοραστές από την άλλη πλευρά μπορεί να θέλουν να αγοράσουν έναν άλλο τύπο πλοίου από αυτόν που ήδη εμπορεύονται ή απλά ο επενδυτής έχει τη πεποίθηση ότι είναι μια συμφέρουσα περίοδος για αγορά πλοίων.

Είναι σκόπιμο να αναφέρουμε πως η πλειοψηφία των αγοραπωλησιών συντελείται μέσω ναυλομεσιτών. Ο πλοιοκτήτης ενημερώνει τον ναυλομεσίτη πως επιθυμεί να πουλήσει κάποιο καράβι του και εκείνος με τη σειρά του αναλαμβάνει να βρει αγοραστή.

Σύμφωνα με τον Stopford (2009), τα στάδια αγοραπωλησίας έχουν ως εξής: 1) το πλοίο μπαίνει στην αγορά αγοραπωλησίας μέσω του ναυλομεσίτη, 2) μόλις βρεθεί αγοραστής γίνεται η διαπραγμάτευση τιμής και όρων, 3) αφού η πρόταση έχει γίνει αποδεκτή συνάπτεται το Memorandum of Agreement που θέτει προς βασικούς όρους αγοραπωλησίας, 4) γίνεται η επιθεώρηση του πλοίου από τον αγοραστή έτσι ώστε να έχει πλήρη εικόνα, 5) τέλος, υπογράφεται το συμβόλαιο και κανονίζεται ο ακριβής τόπος και χρόνος παράδοσης του πλοίου.

Οι τιμές της αγοράς των μεταχειρισμένων πλοίων χαρακτηρίζονται από έντονα υψηλή μεταβλητότητα, με αποτέλεσμα να προσελκύουν τους επενδυτές, αλλά ταυτόχρονα να προβληματίζουν τους δανειστές. Οι παράγοντες που επηρεάζουν την έντονη μεταβλητότητα είναι: 1) τιμές των ναύλων: Οι πλοιοκτήτες κοιτούν προς συνθήκες προς αγοράς και εξετάζουν προς ναυτιλιακούς δείκτες για να μπορέσουν να πάρουν τη σωστή απόφαση για τη τιμή στην οποία θα πουλήσουν, 2) ηλικία του πλοίου: είναι εύλογο ένα πλοίο με μικρή ηλικία να αξίζει περισσότερο από ένα μεγαλύτερο πλοίο το οποίο επιβαρύνεται με επιπλέον κόστη λόγω παλαιότητας, 3) πληθωρισμός: έχει διαπιστωθεί μέσα από έρευνες ότι επηρεάζει ως ένα βαθμό τη διαμόρφωση προς τιμής πώλησης, και 4) προσδοκίες των αγοραστών και πωλητών: αποτελούν ίσως τον πιο σημαντικό παράγοντα, επειδή πάντοτε ο ανθρώπινος παράγοντας είναι αστάθμητος.

2.1.4 Αγορά Διάλυσης Πλοίων (Demolition Market)

Ο πλοιοκτήτης που δεν μπορεί να πουλήσει κάποιο πλοίο στην αγορά μεταχειρισμένων οδηγείται στα διαλυτήρια, όπου και πάλι κάποιος μεσίτης αναλαμβάνει να βρει γιάρδα διάλυσης και διαπραγματεύεται την τιμή πώλησης του πλοίου. Η τιμή αυτή εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα των προς διάλυση πλοίων και τη ζήτηση για παλιοσίδερα.

Σε περιόδους κρίσης το διεθνές εμπόριο μειώνεται, με αποτέλεσμα να μην ναυπηγούνται νέα πλοία και να αυξάνεται η ζήτηση για τη διάλυση πλοίων, ιδιαίτερα μεγαλύτερης ηλικίας. Επειδή κατά τη διάλυση του πάνω από το 95% του βάρους του ανακυκλώνεται, αποτελεί σημαντικό κομμάτι στρατηγικής ανάπτυξης.

Τέλος, σύμφωνα με μια έρευνα του BRS Group σχετικά με την επιβολή της νομοθεσίας του IMO για την μείωση ρύπων μέχρι το 2020, διαπιστώνεται ότι η αγορά διάλυσης θα έχει ανάπτυξη μέχρι και το 2022 καθώς προβλέπεται πως αρκετά πλοία μεγάλης ηλικίας θα διαλυθούν καθώς το κόστος που απαιτείται για τη συμμόρφωση με τον διεθνή κανονισμό είναι υψηλό και καλύτερη λύση είναι η διαμέλιση τους.

2.2 Είδη Πλοίων

Υπάρχουν τρεις κατηγορίες πλοίων στο πλαίσιο της μεταφορικής ναυτιλίας που περιλαμβάνουν το χύδην ξηρό φορτίο, τα δεξαμενόπλοια και τα εμπορευματοκιβώτια. Μια τέταρτη κατηγορία πλοίων είναι αυτά που χρησιμοποιούνται στην επιβατηγό ναυτιλία. Παρακάτω παρουσιάζονται λεπτομέρειες για κάθε είδος πλοίου.

2.2.1 Χύδην Ξηρό Φορτίο (Dry Bulk Carrier)

Η αγορά χύδην κηρού φορτίου ορίζεται ως η θαλάσσια μεταφορά χύδην εμπορευμάτων (όχι μέσα σε εμπορευματοκιβώτια), μεταφέρονται σε μεγάλες ποσότητες και μπορούν να στοιβάζονται ενιαία με μειωμένο κίνδυνο βλάβης και φθοράς του φορτίου. [Kavussanos & Visvikis, 2006]. Η αγορά των πλοίων μεταφοράς ξηρού φορτίου χαρακτηρίζεται από μια ποικιλομορφία λόγω της ευρείας γκάμας των φορτίων που μεταφέρουν. Τα κυριότερα φορτία

χύδην ξηρού φορτίου είναι πέντε: 1) σιδηρομετάλλευμα, 2) άνθρακας, 3) σιτηρά, 4) βωξίτης και 5) αλουμίνα και φωσφάτα.

Κοινό χαρακτηριστικό μεταξύ σιδηρομεταλλεύματος, άνθρακα και βωξίτη και αλουμίνας είναι ότι αποτελούν πρώτη ύλη της βιομηχανίας και η ανάγκη για την παραγωγή τους είναι σταθερή σημαίνει ότι υπάρχει μια σχετικά προκαθορισμένη ζήτηση στην αγορά πράγμα που αντανακλάται στη ναυλαγορά. Στα υπόλοιπα προϊόντα από τις κυριότερες κατηγορίες (σιτηρά και φωσφάτα) αλλά και δευτερεύοντα (δασικά προϊόντα, ζάχαρη και αλάτι) δεν μπορεί να γίνει η ίδια πρόβλεψη λόγω του ότι απαιτείται η συντήρηση τους αλλά και η γρήγορη μεταφορά τους. Τέσσερα δισεκατομμύρια τόνοι ξηρού φορτίου μεταφέρονται δια θαλάσσης το χρόνο, γεγονός που τονίζει τη ζωτικότητα του τομέα της ναυτιλίας αλλά και του παγκόσμιου εμπορίου. Το ξηρό φορτίο συμπεριλαμβανομένων όλων των παραπάνω υποδιαιρέσεων αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μερίδιο στην αύξηση του παγκόσμιου ΑΕΠ (70,2%).

Η αγορά αυτή, από οικονομική σκοπιά, έχει δομή που πλησιάζει το μοντέλο του τέλειου ανταγωνισμού. Η μεγιστοποίηση των κερδών είναι κυρίαρχος στόχος πλοιοκτητή και ναυλωτή, υπάρχει μεγάλος αριθμός πλοιοκτητών και ναυλωτών στην αγορά οπότε μεμονωμένα δεν επηρεάζεται το επίπεδο των ναύλων, η μεταφορική υπηρεσία είναι σχεδόν ομοιόμορφη, η είσοδος και η έξοδος στην αγορά γίνεται χωρίς περιορισμούς και υπάρχει πλήρης ενημέρωση των ενδιαφερόμενων μερών για τις εξελίξεις.

Οι μεγαλύτερες κατηγορίες πλοίων ξηρού φορτίου είναι: Handysize (10-39,999 dwt), Handymax/Supramax (40-59,999 dwt), Ultramax (60-67,999 dwt), Panamax/Kamsarmax (68-89,999 dwt), Post Panamax (90-99,999 dwt), Mini-Capes (100-119,999 dwt), Capesize (120-199,999 dwt) and Very Large Ore Carriers (more than 200,000 dwt). Υπάρχουν αρκετές υποκατηγορίες πλοίων που εξυπηρετούν τη μεταφορά συγκεκριμένων φορτίων ή συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές, ωστόσο χρησιμοποιούνται σε μικρή κλίμακα.

2.2.2 Δεξαμενόπλοια (Tanker)

Τα πλοία αυτά χρησιμοποιούνται για να μεταφέρονται χύδην υγρά φορτία, όπως το αργό πετρέλαιο (crude oil) και όλα τα προϊόντα πετρελαίου (oil products).

Σε αυτή την αγορά το σημαντικότερο χαρακτηριστικό είναι ότι υπάρχει μικρός αριθμός μεγάλων ναυλωτών οι οποίοι είναι και οι μεγαλύτεροι παίκτες της αγοράς, καθώς είναι οι μεγαλύτερες πετρελαϊκές εταιρείες, έχουν μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη και καθορίζουν τη διεξαγωγή του πετρελαίου. Ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό της αγοράς δεξαμενοπλοίων είναι ότι αποτελεί εξαιρετικά σπάνιο γεγονός να βρουν φορτίο από τα καταναλωτικά κέντρα προς τα σημεία φόρτωσης πετρελαίου και για αυτό η επιστροφή τους γίνεται υπό έρμα.

Δεν υπάρχει συγκεκριμένος τύπος ναύλωσης που προτιμάται, καθώς η εκάστοτε πλοιοκτήτρια εταιρεία είναι αυτή που καθορίζει τη πολιτική ναυλώσεων. Είναι εύλογο, βέβαια, να σκεφτεί κανείς ότι όταν η αγορά κινείται σε χαμηλά επίπεδα είναι καλύτερο τα πλοία είναι χρονοναυλωμένα. Εντούτοις, εάν ξαφνικά η αγορά ανέβει τότε οι πλοιοκτήτες χάνουν μέρος από τις καλύτερες απολαβές που θα μπορούσε να αποφέρει το ευνοϊκό κλίμα.

Η αγορά αυτή είναι τμηματοποιημένη με κριτήριο το τύπο του μεταφερόμενου φορτίου και το μέγεθος των πλοίων. Με βάση το τύπο του μεταφερόμενου φορτίου έχουμε το διαχωρισμό σε πλοία μεταφοράς αργού πετρελαίου (Crude Tankers) και πλοία μεταφοράς προϊόντων πετρελαίου (Product Tankers). Αυτή η διαφοροποίηση τους γίνεται λόγω του φορτίου, δηλαδή οι προδιαγραφές που απαιτούνται για τη μεταφορά αργού πετρελαίου είναι διαφορετικές από αυτές για τα προϊόντα πετρελαίου. Τα δεξαμενόπλοια αργού πετρελαίου δεν πληρούν τις απαραίτητες τεχνικές προδιαγραφές έτσι ώστε να μεταφέρουν και προϊόντα πετρελαίου. (Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, Πλωμαρίτου, 2010)

Τα Crude Tankers τμηματοποιούνται ως εξής: Ultra Large Crude Carriers ULCC (320.000-550.000 dwt), Very Large Crude Carriers (200.000-320.000 dwt), Suezmax (120.000-200.000 dwt), Aframax (80.000-120.000 dwt), Panamax (60.000-80.000 dwt), Handysize (10.000-60.000 dwt). Τα Crude Tankers τμηματοποιούνται ως εξής: Large Range 1 LR1 (55,000–79,999 dwt), Large Range 2 LR2 (80,000–159,999 dwt), Medium Range 1 MR1 (35,000–44,999 dwt).

Λόγω της ιδιαιτερότητας και επικινδυνότητας του φορτίου (εύφλεκτο) αλλά και του γεγονότος ότι κάθε φορτίο προέρχεται από διαφορετική γεωγραφική περιοχή και κατά συνέπεια έχει διαφοροποιημένα ποιοτικά χαρακτηριστικά είναι ιδιαίτερα προσεκτική η διαχείριση του στα τερματικά. Όταν το φορτίο έρχεται σε επαφή με τον αέρα υπάρχει κίνδυνος ανάφλεξης, να γίνει

μόλυνση του περιβάλλοντος, να καταστραφούν ιδιοκτησίες αλλά και να χαθεί ανθρώπινη ζωή. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιείται το Inert Gas System με σκοπό να διαφυλαχτεί η ασφάλεια της ανθρώπινης ζωής αλλά και του περιβάλλοντος.

Η δομή της αγοράς έχει αλλάξει κατά τη διάρκεια των χρόνων και αυτό γιατί είχε ολιγοπωλιακό χαρακτήρα κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '60 λόγω του ότι οι επτά μεγάλες πετρελαϊκές κατείχαν το 1/3 του παγκόσμιου στόλου. Στη σημερινή εποχή η αγορά πλησιάζει τις συνθήκες του τέλειου ανταγωνισμού: Πλοιοκτήτες και ναυλωτές επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση του κέρδους, υπάρχει μεγάλος αριθμός ναυλωτών, μεγάλος αριθμός πλοιοκτητών, ομοιογενής υπηρεσία, ελεύθερη είσοδος και έξοδος από την αγορά χωρίς εμπόδια και πλήρης ενημέρωση των μερών.

Για να επιβεβαιωθεί το συνεχώς μεταβαλλόμενο κλίμα στην αγορά δεξαμενοπλοίων, πρέπει να αναφέρουμε ότι με τη πρόσφατη είσοδο του Μεξικού (Ιούνιος 2017) στο International Energy Agency και την επιθετική στρατηγική τιμολογιακής πολιτικής στην Ασία, οι επενδυτές αντιλαμβάνονται το προοδευτικό άνοιγμα της αγοράς αυτής και διαβλέπουν ευκαιρίες. Αυτό συνεπάγεται ανάκαμψη της τιμής του πετρελαίου και άρα περισσότερες εξαγωγές αλλά και αύξηση της ζήτησης μεταφοράς.

Η αγορά των δεξαμενοπλοίων έχει επηρεαστεί από θεσμικές μεταβολές που επιβλήθηκαν από διεθνείς οργανισμούς IMO (International Maritime Organization) αλλά και από τις αμερικανικές κυβερνήσεις, ύστερα από θαλάσσια ατυχήματα που συνέβησαν. Όλοι αυτοί οι κανονισμοί και οι νομοθεσίες, επέφεραν αλλαγές στη ναυπήγηση αυτών των πλοίων και μέσω των κανονισμών που συνεχίζουν να διέπουν τη λειτουργία τους έχουν αυξήσει το κόστος κτίσης αλλά και διαχείρισης τους. Επίσης, καθοριστικής σημασίας είναι και το γεγονός ότι υπάρχει μικρός αριθμός περιοχών που εξάγουν πετρέλαιο αλλά και οι παράκτιοι τερματικοί σταθμοί φορτοεκφόρτωσης είναι εξειδικευμένοι και συγκεκριμένοι γεωγραφικά.

Στην αγορά δεξαμενοπλοίων έχει έρθει να ενταχθεί τις τελευταίες δεκαετίες μια άλλη αγορά, αυτή της μεταφοράς υγραερίου (Gas Tankers). Η συγκεκριμένη αγορά είναι κλειστή και περίπλοκη. Έχει περιορισμούς εισόδου, υψηλό κόστος αρχικής επένδυσης, έντονη μεταβλητότητα, μεγάλη τεχνογνωσία και υπάρχει μικρός αριθμός ναυλωτών, πλοιοκτητών και ναυλομεσιτών. Δύο είναι οι κύριες κατηγορίες διάκρισης τους: πλοία μεταφοράς υγροποιημένου

πετρελαϊκού αερίου LPG (Liquefied Petroleum Gas) και πλοία μεταφοράς υγροποιημένου φυσικού αερίου LNG (Liquefied Natural Gas).

Ένας άλλος τομέας που αξίζει να αναφερθεί είναι αυτός της παράκτιας βιομηχανίας εξόρυξης υποθαλάσσιων φυσικών πόρων, οποίος ασχολείται με την εξόρυξη και εκμετάλλευση πετρελαίου και φυσικού αερίου στην ανοικτή θάλασσα με τη χρήση μόνιμων/σταθερών ή πλωτές/μετακινούμενες εγκαταστάσεις (oil platforms/oil rigs) καθώς και τα πλοία που έχουν αναλάβει τον ανεφοδιασμό (platform supply vessels). Αυτή η αγορά είναι μικρή και σε συγκεκριμένες γεωγραφικές περιοχές όπου κρίνεται πέρα από εφικτή αλλά και οικονομικά βιώσιμη η εξόρυξη πετρελαίου. (Γκιζιάκης, Παπαδόπουλος, Πλωμαρίτου ,2010)

2.2.3 Πλοία Εμπορευματοκιβωτίων (Containership)

Σύμφωνα με τους Σαμπράκο και Γιαννόπουλο(2017), η αγορά Ε/Κ είναι ένας ειδικά σχεδιασμένος τύπος πλοίων για τη μεταφορά τελικών προϊόντων τα οποία συσκευάζονται και τοποθετούνται μέσα στα Ε/Κ.

Η αγορά χρονοναυλώσεων των πλοίων Ε/Κ αντιδρά πρώτη σε μια μεταβολή στο παγκόσμιο θαλάσσιο εμπόριο καθώς μεταφέρουν αγαθά υψηλής τεχνολογίας. Οπότε μια μεταβολή στην οικονομία έχει ως άμεσο αποτέλεσμα οι τιμές των ναύλων να αλλάζουν αντίστοιχα αλλά πρώτα σε αυτή την αγορά.

Οι τύποι των πλοίων σε αυτήν την αγορά περιλαμβάνουν: 1) Fully cellular containerships, που μεταφέρουν αποκλειστικά Ε/Κ και φορτώνονται με τη βοήθεια κάθετων οδηγών δημιουργώντας κελιά, 2) Cellular Ships with Ro-Ro Capability, που έχουν τη δυνατότητα μεταφοράς τροχοφόρων οχημάτων εκτός από τα Ε/Κ, 3) Multi-purpose containerships, που μεταφέρουν διάφορα φορτία (Ε/Κ, χύδην φορτία, τροχοφόρα), 4) Ro-Ro, τα οποία διαθέτουν ειδικό εξοπλισμό για να καταστήσουν εφικτή την ασφαλή μεταφορά οχημάτων.

Η φύση της αγοράς Ε/Κ έχει βάση τη ναυτιλία γραμμών και για αυτό το λόγο λειτουργεί υπό ολιγοπωλιακές συνθήκες.

2.2.4 Επιβατηγός Ναυτιλία (Passenger Market)

Η επιβατηγός ναυτιλία αποτελεί το βασικό κομμάτι της ναυτιλίας γραμμών. Η διαφοροποίηση με τις άλλες αγορές είναι ότι εδώ δεν υπάρχει φορτίο που μεταφέρονται, αλλά φυσικά πρόσωπα. Τα δρομολόγια μεταξύ των λιμένων είναι τακτικά και προκαθορισμένα.

Οι Σαμπράκος και Γιαννόπουλος (2017), τονίζουν πως το κόστος αρχικής επένδυσης σε πλοία αυτής της αγοράς είναι υψηλό καθώς πρόκειται για μεταφορά ανθρώπων και όχι εμπορευμάτων, οπότε οι εγκαταστάσεις (καμπίνες, εστιατόρια, πισίνες) που απαιτούνται έχουν υψηλότερο κόστος. Το μεγαλύτερο μέρος του κόστους είναι σταθερό που σημαίνει ότι δεν επηρεάζεται από τον αριθμό των επιβατών που μεταφέρονται. Επομένως για να καλυφθεί το κόστος θα πρέπει να επιτευχθεί η μέγιστη δυνατή πληρότητα, για το λόγο αυτό είναι σημαντική η επιλογή δρομολογίου καθώς για να εξασφαλισθεί η πληρότητα όλη τη διάρκεια του χρόνου πρέπει να τεθούν πολλοί παράγοντες υπό σκέψη.

Η ζήτηση είναι κυρίως εποχιακή γιατί η Ελλάδα έχει ένα ευρύ νησιωτικό σύμπλεγμα και το καλοκαίρι έχει περισσότερη κίνηση. Οπότε οι ακτοπλοϊκές γραμμές ανήκουν στη ναυτιλία μικρών αποστάσεων και συνδέουν τη νησιωτική με την ηπειρωτική χώρα.

Τέλος, η κρουαζιέρα είναι μια μορφή επιβατηγούς ναυτιλίας η οποία έχει πάλι εποχιακό χαρακτήρα και ακόμη πιο υψηλό αρχικό κόστος επένδυσης λόγω της περισσότερο πολυτελής διαμόρφωσης του πλοίου να υποδεχτεί τους επιβάτες. (Γουλιέλμος, Σαμπράκος, 2002)

2.3 Ναυτιλιακοί Κύκλοι και Διακυμάνσεις

Στη ναυτιλιακή αγορά παρατηρείται αρκετά έντονα το φαινόμενο των ναυτιλιακών κύκλων, που αποτυπώνεται σε κυκλικές διακυμάνσεις στις τιμές των ναύλων με παροδικές αυξήσεις και μειώσεις. Οι κύκλοι ανάλογα με τη χρονική διάρκεια τους, διακρίνονται ως εξής:

- Μακροχρόνιος κύκλος: μπορεί να διαρκέσει έως και 60 έτη και δείχνει τις μεταβολές της αγοράς σε βάθος χρόνου.
- Βραχυχρόνιος κύκλος: διαρκεί από 3 έως 12 έτη και δείχνει εντονότερα τις όποιες μεταβολές στην αγορά.

- Εποχιακοί κύκλοι: αφορούν τις διακυμάνσεις μέσα σε κάθε έτος, όπου για παράδειγμα στα χύδην ξηρά φορτία κατά τη διάρκεια του καλοκαιριού περιορίζονται οι ποσότητες μεταφοράς φορτίου ή σε περιόδους χαμηλής ζήτησης αποθηκεύεται πετρέλαιο.

Οι ναυτιλιακοί κύκλοι επηρεάζουν και επηρεάζονται από τη ζήτηση και τη προσφορά (χωρητικότητα) του παγκόσμιου στόλου. Με δεδομένη τη σημαντικότητα των ναυτιλιακών κύκλων θεωρείται ότι η οικονομική ανάλυση της ναυλαγοράς θα ήταν ελλιπής χωρίς τη μελέτη αυτού του φαινομένου (Χαρλαύτη, 2012).

Σύμφωνα με τον Stopford (2009), η αλληλεπίδραση των επιμέρους αγορών της ναυτιλίας είναι που δημιουργεί τους ναυτιλιακούς κύκλους. Οι φάσεις των ναυτιλιακών κύκλων είναι ύφεση, ανάκαμψη, κορύφωση και κατάρρευση. Δεν μπορεί να προβλεφθεί η διάρκεια κάθε φάσης του κύκλου, ενώ δεν γίνεται και να παραληφθεί κάποια φάση. Για παράδειγμα, ένα ισχυρό θετικό (αρνητικό) σοκ στην αγορά μπορεί να εκτινάξει στα ύψη τις τιμές των ναύλων (να τις ρίξει σε πολύ χαμηλά επίπεδα). Οι φάσεις αυτές περιγράφονται αμέσως παρακάτω:

Φάση 1: Ύφεση → υπάρχει πλεονάζουσα χωρητικότητα στόλου, χαμηλοί ναύλοι που οδηγούν σε παροπλισμό πλοίων, επικρατεί αρνητικό κλίμα στην αγορά. Οι πλοιοκτήτες αντιμετωπίζουν πρόβλημα ρευστότητας και πλοία οδηγούνται σε διαλυτήρια, με αποτέλεσμα η τιμή των μεγαλύτερων πλοίων να μειώνεται.

Φάση 2: Ανάκαμψη → επικρατεί σχετική ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης στόλου, οι ναύλοι είναι υψηλότεροι από το λειτουργικό κόστος του πλοίου και μειώνονται τα παροπλισμένα πλοία. Το θετικό κλίμα στην αγορά αυξάνει τις τιμές στην αγορά μεταχειρισμένων.

Φάση 3: Κορύφωση → τα επίπεδα ναύλων είναι ιδιαίτερα υψηλά, υπάρχουν ελάχιστα παροπλισμένα πλοία, υπάρχει ρευστότητα στην αγορά, οι τιμές των μεταχειρισμένων αυξάνονται πολύ με αποτέλεσμα να αυξάνονται και οι τιμές στα νεότευκτα, τα οποία πολλές φορές κοστίζουν περισσότερο από την αξία τους. Οι παραγγελίες για νέα πλοία αυξάνονται με αργό ρυθμό στην αρχή και έπειτα με πιο γρήγορο.

Φάση 4: Κατάρρευση → η ζήτηση είναι πλέον μικρότερη από τη προσφορά στόλου, λόγω του ότι στην αγορά έχουν εισέλθει πολλά πλοία. Οι ναύλοι μειώνονται, τα πλοία

χρησιμοποιούν οικονομική ταχύτητα, η ρευστότητα των πλοιοκτητών έχει έντονες διακυμάνσεις και το κλίμα στην αγορά είναι αβέβαιο.

Τέλος, πρέπει να αναφερθεί ότι οι ναυτιλιακοί κύκλοι συνδέονται με την ανάληψη επιχειρηματικών κινδύνων. Όσο μεγαλύτερη διάρκεια έχει ένας κύκλος τόσο αυξάνονται οι επιχειρηματικοί κίνδυνοι.

Η ναυτιλία είναι μια βιομηχανία εντάσεως κεφαλαίου και κατά συνέπεια οι αποφάσεις που λαμβάνονται από μεγάλους επιχειρηματίες του κλάδου ουσιαστικά επηρεάζουν το μέλλον της αγοράς. Οι ναυτιλιακοί κύκλοι είναι επιρρεπείς σε εξωγενή γεγονότα (πολιτικά, οικονομικά, καιρικά, τεχνολογικά) και, έτσι, οι διακυμάνσεις τους εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από αυτά.

Κεφάλαιο 3: Αποτελεσματικότητα της Αγοράς

3.1 Έννοια της Αποτελεσματικότητας Αγοράς

Η θεωρία που αφορά την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς (market efficiency) αναφέρει ότι οι αγοραίες τιμές διαπραγματεύσιμων τίτλων (πχ μετοχών) θα πρέπει να προσαρμόζονται εγκαίρως ώστε να αντανακλούν κάποια πληροφορία που είναι διαθέσιμη στην αγορά. μια τέτοια πληροφορία, θα μπορούσε να είναι και η ανακοίνωση κερδών.

Συμβατός με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς είναι και ο ορισμός του τυχαίου περιπάτου. Με τον όρο αυτό νοείται η τυχαία μεταβολή στις τιμές των μετοχών, ανεξάρτητα από το επίπεδο που είχαν την προηγούμενη ημέρα, δηλαδή στον αντίκτυπο που προκαλούν στην τιμή οι νέες πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στην αγορά. Καθώς οι διάφορες μελλοντικές πληροφορίες, οι οποίες θα καθορίσουν τις μελλοντικές τιμές των μετοχών, δεν μπορούν να προβλεφθούν εκ των προτέρων, τότε και οι τιμές, αντίστοιχα, δε θα μπορούν να προβλεφθούν, επίσης και εξελίσσονται με τυχαίο τρόπο, όπως ακριβώς και η ροή των πληροφοριών.

Ο Fama (1970) ήταν από τους πρώτους που ασχολήθηκε με την ιδέα της αποτελεσματικής αγοράς έχοντας μεγάλη συμβολή στο πεδίο αυτό. Σύμφωνα με αυτόν, λοιπόν, όταν η αγορά γίνεται αποδέκτης νέων πληροφοριών, τότε προκαλείται είτε υπέρ-αντίδραση (overreact), είτε υπό-αντίδραση (under-react) ως προς την προσφορά και τη ζήτηση μετοχών και, άρα, ως προς την μεταβολή των τιμών τους. Στο ίδιο πλαίσιο ο Samuelson (1965) επίσης ισχυριζόταν ότι οι αντιδράσεις της αγοράς είναι τυχαίες, καθοδηγούμενες από τυχαία γεγονότα – πληροφορίες.

Συνοψίζοντας, η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς αναφέρει ότι οι τιμές των τίτλων αντανακλούν τις πληροφορίες που υπάρχουν διαθέσιμες έτσι ώστε να υπάρχει άμεση προσαρμογή των τιμών σε νέα επίπεδα, ανάλογα με το εάν τα νέα είναι καλά ή κακά, ενώ καθώς οι μελλοντικές πληροφορίες είναι άγνωστες εκ των προτέρων, αντίστοιχα άγνωστες και αδύνατο να προβλεφθούν με συστηματικό τρόπο είναι και οι τιμές των τίτλων.

3.2 Μορφές Αποτελεσματικότητας της Αγοράς

Ανάλογα με το σύνολο της πληροφορίας που είναι διαθέσιμη στην αγορά, η αποτελεσματική αγορά διακρίνεται στις παρακάτω τρεις μορφές:

- *Ασθενής μορφή (Weak Form)*
- *Ημί-Ισχυρή μορφή (Semi-Strong Form)*
- *Ισχυρή μορφή (Strong Form)*

Σε κάθε μορφή αποτελεσματικής αγοράς υπάρχει ένα σύνολο πληροφοριών διαθέσιμο στην αγορά το οποίο όλο και γίνεται μεγαλύτερο. Επιπρόσθετα, για κάθε επίπεδο το σύνολο πληροφοριών είναι υποσύνολο του ανώτερου επιπέδου. Παρακάτω, προσδιορίζονται οι σχετικές λεπτομέρειες για κάθε μορφή.

3.2.1 Ασθενής Μορφή

Στην περίπτωση της ασθενής μορφής, μια αγορά θεωρείται ότι είναι ασθενώς αποτελεσματική όταν οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν μόνο τις ιστορικές τιμές τους, ως διαθέσιμη πληροφορία στην αγορά.

Έτσι, οι ιστορικές και οι τρέχουσες τιμές δεν περιέχουν καμία πληροφορία σχετικά με τις μελλοντικές τιμές, μην παρέχοντας καμία δυνατότητα συστηματικής και αξιόπιστης πρόβλεψης τους (Saad, et al., 1998). Αυτό σημαίνει ότι με τη διαθέσιμη πληροφορία που περιλαμβάνει μόνο τις ιστορικές τους τιμές δεν γίνεται να προκύψουν υπέρ-αποδόσεις για το σύνολο της αγοράς. Για αυτό και η χρήση της τεχνικής ανάλυσης δεν μπορεί να φέρει, συστηματικά, υπέρ-αποδόσεις, διότι η ανάλυση αυτή αξιοποιεί μόνο τη διαθέσιμη πληροφορία (ιστορικές τιμές).

Εντούτοις, η χρήση της θεμελιώδους ανάλυσης, η όποια αξιοποιεί δημοσιευμένη πληροφόρηση οικονομικών στοιχείων και δεν είναι διαθέσιμη στο σύνολο της αγοράς, κάτω από την ασθενή μορφή, μπορεί να εξασφαλίσει υπέρ-αποδόσεις για όσους επενδυτές μπορούν να την εφαρμόσουν.

3.2.2. Ημί-Ισχυρή Μορφή

Στην περίπτωση της ημί-ισχυρής μορφής, μια αγορά θεωρείται ότι είναι ημί-ισχυρώς αποτελεσματική όταν οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν, ως διαθέσιμη πληροφορία στην αγορά, και τις ιστορικές τιμές τους, αλλά και όλη τη νέα δημοσιευμένη πληροφόρηση (Malkiel, 1992).

Έτσι, κάτω από την ημί-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, οι τρέχουσες και ιστορικές τιμές των μετοχών, αλλά και πληροφόρηση όπως διάφορες ανακοινώσεις και δημοσιευμένα στοιχεία των εταιριών δεν προσφέρουν κανένα σημαντικό στοιχείο για πρόβλεψη των τιμών, καθώς οι τρέχουσες αγοραίες τιμές ήδη έχουν απορροφήσει αυτήν την πληροφόρηση. Για αυτό και η χρήση της τεχνικής ανάλυσης, αλλά και της θεμελιώδους ανάλυσης δεν φέρουν, συστηματικά, υπέρ-αποδόσεις για το σύνολο της αγοράς.

Εντούτοις, όποιοι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα πρόσβασης σε εσωτερική πληροφόρηση (inside information), αυτοί είναι που μπορούν να επιτύχουν υπέρ-αποδόσεις, με τη λογική ότι διαθέτουν μια επιπλέον πληροφόρηση που δεν διαθέτει γενικά το σύνολο της αγοράς, κάτω από την υπόθεση της ημί-ισχυρής μορφής.

3.2.3. Ισχυρή Μορφή

Στην περίπτωση της ισχυρής μορφής, μια αγορά θεωρείται ότι είναι ισχυρώς αποτελεσματική όταν οι τρέχουσες τιμές των μετοχών αντανακλούν, ως διαθέσιμη πληροφορία στην αγορά, και τις ιστορικές τιμές τους, και όλη τη νέα δημοσιευμένη πληροφορία, αλλά και οποιαδήποτε ιδιωτική εσωτερική πληροφορία που δεν έχει γίνει ακόμη δημοσιευμένη.

Έτσι, κάτω από την ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, όλες οι διαθέσιμες πληροφορίες που περιλαμβάνουν ιστορικές τιμές, δημοσιευμένες πληροφορίες αλλά και εσωτερικές – ιδιωτικές πληροφορίες δεν προσφέρουν καμία δυνατότητα συστηματικής και αξιόπιστης πρόβλεψης των τιμών, καθώς οι τρέχουσες τιμές έχουν ήδη απορροφήσει όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Έτσι, ούτε η τεχνική ανάλυση, ούτε και η θεμελιώδης ανάλυση, αλλά ούτε και η αξιοποίηση εσωτερικής πληροφορίας μπορούν να φέρουν, συστηματικά, υπέρ-αποδόσεις για το σύνολο της αγοράς.

Πράγματι, σε μία ισχυρώς αποτελεσματική αγορά υπάρχουν εκείνοι οι επενδυτές οποίοι είναι απλώς τυχεροί, αποκομίζοντας συγκυριακά, υπέρ-αποδόσεις, και εκείνοι που δεν είναι. Ουσιαστικά, σε μια ισχυρώς αποτελεσματική αγορά, ακόμη και η πρόσβαση σε εσωτερική - ιδιωτική πληροφόρηση μόνο συγκυριακά φέρνει υπέρ-αποδόσεις, καθώς είναι διαθέσιμη σε όλη την αγορά.

3.3 Χρηματιστηριακές Ανωμαλίες

Η εμφάνιση χρηματιστηριακών ανωμαλιών έχει να κάνει με το κατά πόσο δεν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Είναι λογικό να υπάρχει αμφισβήτηση μιας υπόθεσης που στηρίζεται στην ανθρώπινη συμπεριφορά, καθώς συχνά οι άνθρωποι τείνουν να υπέρ-αντιδρούν ή να υπό-αντιδρούν σε διάφορες πληροφορίες, διαπράττοντας λάθη ως προς την επεξεργασία τους. Για αυτό και προκαλείται, έτσι, υψηλότερη μεταβλητότητα στις τιμές των τίτλων από ότι θα έπρεπε βάσει των γεγονότων που συμβαίνουν και θα έπρεπε να προκαλέσουν μια κάποια μεταβλητότητα. Αυτό επιβεβαιώθηκε και εμπειρικά μέσα από σχετικές μελέτες των Leroy & Porter (1981) και Shiller (1981) στο χρηματιστήριο των ΗΠΑ. Με άλλα λόγια, διαφαίνεται ότι οι τιμές των τίτλων εμφανίζουν μεταβλητότητα όχι μόνο λόγω των διαφόρων οικονομικών γεγονότων, αλλά και λόγω του ανθρώπινου - ψυχολογικού παράγοντα.

Γενικά έρευνες έχουν δείξει ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς πιο εύκολα ισχύει σε ανεπτυγμένες χρηματιστηριακές αγορές (Ball & Brown, 1968, Fama et al, 1969, Spyrou & Mandalis, 2004), παρά σε λιγότερο ανεπτυγμένες (Dockery & Kavussanos, 1996, Νιάρχος & Αλεξάκης, 1998, Curci et al 2002, Smith et al, 2002, Magnusson & Wydick, 2002). Αξίζει, επίσης, να σημειωθεί ότι η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δε φαίνεται να ισχύει και πολύ και σε περιόδους κρίσεων, καθώς σύμφωνα με τους Fox (2009) και Nocera (2009) είναι λογικό, τότε, ο ψυχολογικός παράγοντας να παίζει πολύ πιο σημαντικό ρόλο αντιδράσεις των επενδυτών σε σχέση με τα οικονομικά γεγονότα.

Η αμφισβήτηση της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς διερευνήθηκε στο πλαίσιο διαφόρων χρηματιστηριακών ανωμαλιών οι οποίες είχαν να κάνουν, βασικά, με ημερολογιακά φαινόμενα, όπου οι αποδόσεις των τίτλων ήταν συστηματικά μη-κανονικές κάποιες συγκεκριμένες χρονικές περιόδους παρέχοντας ευκαιρίες για υπέρ-κανονικές αποδόσεις, σε

αντίθεση με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Παρακάτω παραθέτονται ορισμένες από τις πιο δημοφιλείς χρηματιστηριακές ανωμαλίες.

- **Επίδραση του Ιανουαρίου (January Effect)**

Η επίδραση του Ιανουαρίου αναφέρει ότι κατά τον μήνα αυτό οι αποδόσεις των μετοχών τείνουν να είναι συστηματικά υψηλότερες από ό,τι τους υπόλοιπους μήνες. Σε σχετική μελέτη τους στις ΗΠΑ, οι Rozeff and Kinney (1976) σε δείγμα αποδόσεων μετοχών κατά την περίοδο 1904-1974, βρήκαν ότι κάθε Ιανουάριο, οι αποδόσεις ήταν, κατά μέσο όρο, 3,5%, ενώ για τους υπόλοιπους μήνες οι αποδόσεις ήταν, κατά μέσο όρο, μόλις 0,5%, επιβεβαιώνοντας ότι κατά τον συγκεκριμένο μήνα εμφανιζόταν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις.

Το φαινόμενο αυτό παρατηρήθηκε και σε άλλες αγορές. Σε αντίστοιχη έρευνα του, ο Keim (1983) βρήκε και αυτός υψηλές αποδόσεις τον Ιανουάριο, για εταιρείες μικρού μεγέθους, κατά τα έτη 1963-1979. Το φαινόμενο αυτό έδειχνε ύπαρξη μιας εποχικότητας στις αποδόσεις και θεωρείται ότι αποτελεί μια ευθεία παραβίαση της αποτελεσματικότητας της αγοράς.

- **Επίδραση του Σαββατοκύριακου (Weekend Effect)**

Η επίδραση του Σαββατοκύριακου αναφέρει ότι οι μετοχές τείνουν να έχουν συστηματικά χαμηλότερες αποδόσεις στο διάστημα ανάμεσα στο κλείσιμο της κάθε Παρασκευής και το κλείσιμο της κάθε Δευτέρας. Σε σχετική έρευνα, ο French (1980) βρήκε ότι οι αποδόσεις των μετοχών είναι συστηματικά θετικές κάθε Παρασκευή και συστηματικά αρνητικές κάθε Δευτέρα, επιβεβαιώνοντας αυτό το φαινόμενο. Σε νεότερη αντίστοιχη έρευνα, οι Agrawal & Tandon (1994) βρήκαν και αυτοί παρόμοια αποτελέσματα, με βάση δείγμα από 18 χρηματιστηριακές αγορές.

- **Επίδραση των Αργιών (Holiday Effect)**

Η επίδραση των αργιών αναφέρει ότι οι αποδόσεις των μετοχών τείνουν συστηματικά να αυξάνονται τις μέρες λίγο πριν από την έναρξη των διακοπών. Σε σχετική του έρευνα ο Ariel (1987) βρήκε αποτελέσματα που επιβεβαίωσαν αυτό το φαινόμενο. Μια αντίστοιχη πολύ πρόσφατη έρευνα των Kamstra et al (2015) στον Καναδά και την Αυστραλία έδειξε ότι υπάρχει μια τάση οι επενδυτές να προτιμούν μετοχές με υψηλότερο ρίσκο την Άνοιξη και χαμηλότερο ρίσκο τον Φθινόπωρο.

- **Επίδραση Απρόβλεπτων Κερδών**

Η επίδραση των απρόβλεπτων κερδών αναφέρει, σύμφωνα με τους Βασιλείου και Ηρειώτη (2008), ότι υπάρχει τάση για μια καθυστερημένη αντίδραση της αγοράς σε πληροφόρηση που αφορά «θετικές εκπλήξεις κερδών». Μάλιστα, έχει βρεθεί ότι η όποια αργοπορία στην προσαρμογή της τιμής έχει να κάνει και με το μέγεθος των απρόβλεπτων κερδών που ανακοινώνονται.

- **Επίδραση Μεγέθους (Size Effect)**

Η επίδραση του μεγέθους αναφέρει ότι οι αποδόσεις των εταιρειών χαμηλής κεφαλαιοποίησης είναι συστηματικά υψηλότερες σε σχέση με τις αποδόσεις των εταιρειών μεγάλης κεφαλαιοποίησης.

Σχετικές έρευνες των Banz (1981), Reinganum (1981) και Fama & French (1992) επιβεβαίωσαν και εμπειρικά αυτό το φαινόμενο. Οι Βασιλείου και Ηρειώτης (2008) επισημαίνουν ότι η ανωμαλία αυτή ισχύει άσχετα και από το επίπεδο κινδύνου της κάθε μετοχής.

- **Επίδραση Χρηματιστηριακών Δεικτών (P/E & P/BV Ratio Effect)**

Η επίδραση χρηματιστηριακών δεικτών αναφέρει ότι οι αποδόσεις μετοχών με κάποια επίπεδα σε κάποιους τέτοιους δείκτες είναι συστηματικά διαφορετικές σε σχέση με τις αποδόσεις μετοχών που έχουν άλλα επίπεδα.

Σε σχετική τους έρευνα, οι Dreman & Berry (1995) βρήκαν, για παράδειγμα, ότι μετοχές με χαμηλό δείκτη P/E εμφάνισαν συστηματικά υψηλότερες αποδόσεις. Μάλιστα, ο Dreman (1998) υποστήριξε ότι οι υψηλότερες αυτές αποδόσεις δεν μπορούσαν να εξηγηθούν από υψηλότερους συντελεστές βήτα, βάσει του υποδείγματος CAPM. Έτσι, αυτό το φαινόμενο είχε εξηγηθεί ως μια ανωμαλία των χρηματιστηριακών αγορών. Οι Βασιλείου και Ηρειώτης (2008) αναφέρουν, επίσης, ότι έχουν βρεθεί μετοχές με χαμηλό δείκτη P/BV (χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστική αξία) που έχουν συστηματικά υψηλότερες αποδόσεις.

Κεφάλαιο 4: Επίδραση της Ανακοίνωσης των Κερδών στις Τιμές των Μετοχών

4.1 Ανακοινώσεις Κερδών και Επιλογή Χρονικού Σημείου Ανακοίνωσης

Οι εταιρείες ανακοινώνουν δημόσια τα κέρδη τους μέσα από μια επίσημη λογιστική κατάσταση που δημοσιεύουν κάθε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα που είναι συνήθως το τρίμηνο ή εξάμηνο, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις αυτό μπορεί να λαμβάνει χώρα μόνο και μια φορά το χρόνο. Η ακριβής ημερομηνία ανακοίνωσης των κερδών ορίζεται ως εκείνη η ημέρα που η εταιρία επιλέγει να δημοσιεύσει τις επίσημες λογιστικές καταστάσεις, όπου εμπεριέχονται και τα κέρδη, και αποτελεί την πρώτη ημέρα όπου τα κέρδη γίνονται γνωστά στην αγορά. Οι ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών πραγματοποιούνται, εδώ και πολλά χρόνια, στην επίσημη ιστοσελίδα που διαθέτει η κάθε εταιρεία, όπου ο καθένας μπορεί να έχει πρόσβαση εύκολα και άμεσα, ενώ σχετικές ανακοινώσεις υπάρχουν, μετά, και στον έντυπο και ηλεκτρονικό τύπο.

Το χρονικό σημείο ανακοίνωσης των κερδών θεωρείται ότι παίζει αρκετά σημαντικό ρόλο για τις αποδόσεις και τις τιμές των μετοχών των εταιριών. Σε σχετική μελέτη τους, οι Dyer και Mchugh (1975) είχαν δείξει ότι το χρονικό σημείο της ανακοίνωσης επηρεάζει σημαντικά την εμφάνιση μη-κανονικών αποδόσεων.

Οι Champer και Penman (1984) σε παρόμοια έρευνα τους, διαπίστωσαν ότι δεν υπάρχει κάποια σχέση μεταξύ της μεταβλητότητας των τιμών των μετοχών, όταν οι ανακοινώσεις των κερδών γίνονται εξαμηνιαία ή κάθε χρόνο, με τις χρονικές υστερήσεις της ώρας ανακοίνωσης των κερδών. Επιπρόσθετα, δε, βρήκαν ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις τείνουν να είναι θετικές όταν οι ανακοινώσεις των κερδών δημοσιοποιούνται νωρίτερα από το αναμενόμενο, υπονοώντας ότι οι εταιρίες ανακοινώνουν νωρίτερα τα κέρδη τους όταν έχουν καλά νέα. Αντίθετα, προκύπτουν αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις, όταν υπάρχει μια καθυστέρηση στην σχετική ανακοίνωση.

Και οι Begley και Fischer (1998), στη δική τους έρευνα βρήκαν ότι όταν οι ανακοινώσεις των κερδών γίνονται αργότερα, προκύπτουν αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις, ενώ το ακριβώς αντίθετο προκύπτει για τις ανακοινώσεις κερδών που δημοσιοποιούνται νωρίτερα και περιέχουν, κατά κανόνα, θετικά νέα.

Σε αντίστοιχη έρευνα στο χρηματιστήριο της Κίνας, οι Haw et al (2000) βρήκαν και αυτοί ότι το περιεχόμενο των ανακοινώσεων επηρεάζει άμεσα το χρονικό σημείο της ανακοίνωσης. Δηλαδή, εάν μια εταιρία έχει θετικά νέα, τότε υπάρχει κίνητρο για νωρίτερη δημοσίευση, ενώ εάν έχει κακά νέα, υπάρχει κίνητρο για μια σχετική καθυστέρηση.

Πάντως σε μια νεότερη έρευνα, οι Annaert et al (2002) δεν βρήκαν ότι το περιεχόμενο των ανακοινώσεων κερδών σχετίζονται με το χρονικό σημείο που ανακοινώνονται, σε αντίθεση με παλαιότερες μελέτες. Το ενδιαφέρον εύρημα τους ήταν, όμως, ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο μιας ανακοίνωσης είναι αυτό που προκαλεί κατά κύριο λόγο την εμφάνιση μη κανονικών αποδόσεων και όχι τόσο το χρονικό σημείο της ανακοίνωσης.

Σε παρόμοια έρευνα τους στην Κινεζική χρηματιστηριακή αγορά, οι Chen et al (2005) βρήκαν ότι όταν οι ανακοινώσεις γίνονται πιο νωρίς, παρείχαν περισσότερο πληροφοριακό περιεχόμενο, προσφέροντας υψηλότερη δυνατότητα για μη-κανονικές αποδόσεις.

Φαίνεται ότι με το πέρας των ετών οι εταιρείες διαπίστωναν ότι όταν υπάρχουν κακά νέα, όσο και να καθυστερούν να τα ανακοινώσουν, δεν αποφεύγουν την εμφάνιση αρνητικών μη-κανονικών αποδόσεων τελικά. Έτσι, μάλλον για αυτό το χρονικό σημείο της ανακοίνωσης έπαψε να έχει τη μεγάλη σημασία που είχε κάποτε και περισσότερη σημασία έχει αυτό κάθε αυτό το πληροφοριακό περιεχόμενο. Άλλωστε, ακόμα και μια καθυστέρηση στην ανακοίνωση εκλαμβάνεται ως αρνητικό σήμα στην αγορά και άρα μειώνεται το κίνητρο της καθυστέρησης της ανακοίνωσης.

4.2 Ανακοινώσεις Κερδών και Εσωτερική Πληροφόρηση

Οι μη-κανονικές αποδόσεις δεν συνάδουν με την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Εντούτοις, εάν μια αγορά λειτουργεί υπό καθεστώς ημί-ισχυρής ή ασθενούς αποτελεσματικότητας, τότε η επιπλέον πληροφόρηση που διαθέτουν κάποιοι επενδυτές τους δίνει την ευκαιρία, έστω και πρόσκαιρα να αποκομίσουν μη-κανονικές αποδόσεις. Μια τέτοια πληροφόρηση είναι η λεγόμενη εσωτερική ή ιδιωτική πληροφόρηση. Πράγματι, εάν παρατηρηθούν μη-κανονικές αποδόσεις πριν την ανακοίνωση κερδών, που αποτελεί

δημοσιευμένη πληροφόρηση, τότε αυτό θα οφείλεται στην εσωτερική πληροφόρηση που διαχέεται σε κάποιο μέρος της αγοράς.

Στο πλαίσιο αυτό, οι Heinkel & Kraus (1987) υποστήριξαν, βάσει εμπειρικών αποτελεσμάτων, ότι οι ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών είναι δυνατό να παρέχουν μη-κανονικές αποδόσεις στους επενδυτές που έχουν πρόσβαση σε εσωτερική πληροφόρηση.

Οι Calvo & Lasfer (2002), στην έρευνα τους εξέτασαν τη συμπεριφορά επενδυτών με εσωτερική πληροφόρηση κατά τη χρονική περίοδο πριν την ανακοίνωση εταιρικών κερδών και βρήκαν οι επενδυτές αυτοί γνώριζαν επακριβώς πότε θα διαπραγματευόντουσαν, διότι μπορούσαν να αξιολογήσουν αποτελεσματικότερα την αξία της κάθε μετοχής. Οι επενδυτές χωρίς εσωτερική πληροφόρηση ακολουθούσαν την τακτική των πρώτων (insiders), σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο, ενισχύοντας, έτσι, τις μη-κανονικές αποδόσεις που θα προέκυπταν.

Οι Whalen & Collver (2004), στη δική τους έρευνα, έδειξαν ότι οι επενδυτές με εσωτερική πληροφορία έχουν την τάση να διαπραγματεύονται και στις δύο αγορές, μετοχών και παραγώγων, κατά την περίοδο που γίνονται οι ανακοινώσεις των κερδών, με σκοπό να αποκομίζουν οφέλη, αλλά και ταυτόχρονα αντισταθμίζοντας τους όποιους κινδύνους.

Φαίνεται, λοιπόν, από όλα τα παραπάνω, ότι η εσωτερική πληροφόρηση δίνει τη δυνατότητα στους επενδυτές που την κατέχουν να μπορούν να αποκομίσουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις σε σχέση με τους επενδυτές που δεν την έχουν. Εντούτοις, εάν ένα κάποιο άλλο σημαντικό μέρος της αγοράς γνωρίζει ποιοι έστω μπορεί να κατέχουν τέτοια πληροφόρηση, τότε μέσω της μίμησης στην επενδυτική στρατηγική, ουσιαστικά, έστω και με έμμεσο τρόπο, ένα σημαντικό μέρος της αγοράς είναι σαν να έχει αποκτήσει και αυτό εσωτερική πληροφόρηση, με αποτέλεσμα να μειώνει το χρονικό διάστημα που διαρκούν και την ένταση των μη-κανονικών αποδόσεων.

4.3 Εμπειρικές Μελέτες Επίδρασης Ανακοίνωσης Κερδών στις Τιμές και Αποδόσεις των Μετοχών

Η ανακοίνωση κερδών μπορεί και να θεωρηθεί μια από τις πιο σημαντικές εταιρικές ανακοινώσεις που μπορεί κατεξοχήν να προκαλέσει σχετικές αντιδράσεις στην αγορά για

προσφορά ή ζήτηση μιας μετοχής και να προκαλέσει αντίστοιχο αντίκτυπο στην τιμή και την απόδοση της. Για αυτό υπάρχει πλήθος ερευνών πάνω στο θέμα αυτό οι οποίες είχαν ξεκινήσει από πολύ νωρίς, από τα μέσα περίπου του 20^{ου} αιώνα, από όταν είχαν θεμελιωθεί και βασικές θεωρίες περί αποτελεσματικής αγοράς. Σε σχετική έρευνα του, ο Beaver (1968) είχε δείξει ότι οι ανακοινώσεις κερδών συνδέονται με την εμφάνιση μη-κανονικών αποδόσεων.

Στη δεκαετία του 70, ο Firth (1976) βρήκε ότι οι επενδυτές αξιοποιούν την πληροφόρηση που εμπεριέχουν οι ανακοινώσεις κερδών, για να αναθεωρήσουν τις αποτιμήσεις τους για την αξία των μετοχών των εταιρειών που προβαίνουν στις σχετικές ανακοινώσεις, αλλά ακόμη και για την αξία μετοχών ανταγωνιστικών εταιρειών.

Στη δεκαετία του 80, οι Aharony & Swary (1980) βρήκαν ότι όταν ανακοινώνονται σε κάποιο τρίμηνο αυξήσεις στα κέρδη και στα μερίσματα προκύπτουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις, ανεξάρτητα από ποια από τις δύο ανακοινώσεις (κερδών ή μερισμάτων) έχει προηγηθεί. Σε παρόμοια έρευνα τους, οι Kane et al (1984) βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις κερδών και μερισμάτων ενισχύουν από κοινού την εμφάνιση μη-κανονικών αποδόσεων. Οι Patel & Wolfson (1983) βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις κερδών μπορούν να παρέχουν μη-κανονικές αποδόσεις ακόμη και για συναλλαγές μέσα στην ημέρα, καθώς κατά τη ημέρα της ανακοίνωσης είναι δυνατό να προκύψουν μη-κανονικές αποδόσεις ακόμα και για κάποια λεπτά πριν γίνει γνωστή η σχετική ανακοίνωση. Στην έρευνα του ο Lev (1989) δε βρήκε, πάντως, κάποια ιδιαίτερη σύνδεση ανάμεσα στο ύψος των κερδών που ανακοινώνονταν και στο ύψος των μη-κανονικών αποδόσεων, υπονοώντας ότι το πληροφοριακό περιεχόμενο των ανακοινώσεων είναι μάλλον περιορισμένη, ως προς τη δυνατότητα να παρέχει μη-κανονικές αποδόσεις.

Στη δεκαετία του 90, οι Ball & Kothari (1991) βρήκαν ότι προκύπτουν μη-κανονικές αποδόσεις όταν υπάρχει ανακοίνωση κερδών, ακόμα και όταν λαμβάνονταν υπόψη η τυχόν αύξηση του κινδύνου που συνοδεύεται με μια αυξημένη κερδοφορία. Οι Brookfield & Morris (1992), σε έρευνα τους στο χρηματιστήριο του Λονδίνου, βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις κερδών δεν περιέχουν τόσο σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο, καθώς οι τιμές των μετοχών αντιδρούν πολύ γρήγορα σε αυτές τις ανακοινώσεις, μην επιτρέποντας για υψηλές μη-κανονικές αποδόσεις. Οι Bao & Chow (1999), σε έρευνα τους στην Κινεζική χρηματιστηριακή αγορά, βρήκαν ότι οι ανακοινώσεις των κερδών επιδρούν στις τιμές των μετοχών και μάλιστα ότι αυτή η επίδραση εξελίσσεται αυξητικά χρόνο με το χρόνο.

Στην πρώτη δεκαετία του 21^{ου} αιώνα, οι Liu et al (2003) σε έρευνα τους στη Μ. Βρετανία βρήκαν ότι προκύπτουν αρκετές ισχυρές ενδείξεις για μη-κανονικές αποδόσεις μετά τις ανακοινώσεις κερδών. Οι Frazzini & Lamont (2006), σε έρευνα τους στις ΗΠΑ, βρήκαν ότι κατά τη διάρκεια των ανακοινώσεων κερδών παρατηρούνται θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Βρήκαν, επίσης, ότι μετοχές με υψηλό όγκο συναλλαγών είχαν τάση για υψηλότερη μη-κανονική απόδοση, ενώ μετοχές με υψηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις είχαν αυξημένη προτίμηση από μικρούς επενδυτές που τις αγοράζουν αμέσως μετά τις σχετικές ανακοινώσεις. Οι Kaniel et al (2007), σε έρευνα τους και αυτοί στις ΗΠΑ, βρήκαν ότι υπάρχει αυξημένη ζήτηση μετοχών πριν την ανακοίνωση θετικών αναμενόμενων κερδών, καθώς από τότε ξεκινάνε θετικές μη-κανονικές αποδόσεις που διαρκούν ακόμη και για τρεις μήνες μετά την ανακοίνωση. Βρήκαν, επίσης, ότι πριν την ανακοίνωση αρνητικών αναμενόμενων κερδών υπάρχουν πωλήσεις μετοχών που συνδυάζονται με αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις. Οι Alzahrani & Skerratt (2009) σε έρευνα τους στη Σαουδική Αραβία, βρήκαν ότι σε αγορές χωρίς αναλυτές και θεσμικούς επενδυτές υπάρχει μια υπό-αντίδραση στα θετικά νέα, αρχικά, και μετά από κάποιες εβδομάδες παρατηρούνται, εντέλει, θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Αντίθετα, υπάρχει μια υπέρ-αντίδραση στα αρνητικά νέα, αρχικά, και μετά από κάποιες εβδομάδες ομαλοποιείται η κατάσταση.

Στη δεύτερη δεκαετία του 21^{ου} αιώνα, οι Kaniel et al (2012), σε έρευνα τους στις ΗΠΑ, βρήκαν σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις τις περιόδους λίγο μετά την ανακοίνωση κερδών, οι οποίες πιστεύεται ότι είναι αποτέλεσμα εσωτερικής πληροφόρησης και ότι για λίγες ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση η αγορά λειτουργεί κάτω από αποτελεσματικότητα μεσαίας ισχύος. Οι Tucker et al (2012), σε έρευνα τους στη Μ. Βρετανία βρήκαν ότι για ένα διάστημα 27 ημερών πριν και μετά από διάφορες εταιρικές ανακοινώσεις, συμπεριλαμβανομένου και εταιρικών κερδών, δημιουργούνται μη-κανονικές αποδόσεις.

Σε πιο πρόσφατες έρευνες, ο Odendaal (2014), σε έρευνα του στη Μ. Βρετανία, δε βρήκε σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις που να συνδυάζονται με ανακοινώσεις κερδών. Βρήκε, όμως, ότι για κάποιους κλάδους προκύπτουν, εντέλει, μη-κανονικές αποδόσεις, όπου ειδικά τα καλά νέα συνδυάζονται με θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Ο Iqbal (2014), σε έρευνα του στην Ινδία, βρήκε σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις να συνδυάζονται με τις ανακοινώσεις κερδών. Βρήκε, επίσης, και ύπαρξη εποχικότητας, καθώς για κάθε τέταρτο τρίμηνο προέκυπταν

υψηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις σε σχέση με κάθε πρώτο τρίμηνο. Ο Qiu (2014), σε έρευνα του στις ΗΠΑ, βρήκε ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις που συνδυάζονται με την ανακοίνωση κερδών διαμορφώνονται, ως προς το ύψος τους, κυρίως από το μέγεθος της θετικής ή αρνητικής έκπληξης που προκάλεσε στην αγορά η σχετική ανακοίνωση. Όσο μεγαλύτερο θεωρείται το μέγεθος της έκπληξης, τόσο υψηλότερες διαμορφώνονται οι μη-κανονικές αποδόσεις.

Όλες, σχεδόν, οι παραπάνω έρευνες σε Ευρώπη, ΗΠΑ και σε άλλες αγορές παγκοσμίως, από τη δεκαετία του 1960 έως και στις ημέρες μας, έδειξαν ότι η ανακοίνωση κερδών συνδυάζεται συστηματικά με την εμφάνιση μη-κανονικών αποδόσεων που διαρκούν για λιγότερο ή περισσότερο διάστημα, ανάλογα με το βαθμό αποτελεσματικότητας της αγοράς. Ακόμα και σε αναπτυγμένες και υψηλού βαθμού αποτελεσματικότητας χρηματιστηριακές αγορές βρέθηκε να εμφανίζονται ευκαιρίες για μη-κανονικές αποδόσεις, έστω και για λίγες ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση.

4.4 Εμπειρικές Μελέτες Επίδρασης Ανακοίνωσης Κερδών στις Τιμές και Αποδόσεις των Μετοχών Ναυτιλιακών Εταιρειών

Οι Apergis & Soros (2009) σε έρευνα τους σε εισηγμένες ναυτιλιακές εταιρείες βρήκαν ότι στην ανακοίνωση κερδών παίζει ρόλο το πληροφοριακό περιεχόμενο, ως προς το κατά πόσο πρόκειται για λειτουργικά ή μη λειτουργικά κέρδη, στη δημιουργία μη-κανονικών αποδόσεων. Η λογική είναι ότι για τις ναυτιλιακές εταιρείες σημαντικό μέρος της μη λειτουργικής κερδοφορίας προέρχεται από την πώληση πλοίων. Έτσι, η αγορά αξιολογεί κατά πόσο μια τέτοια πώληση ήταν συμφέρουσα για την εταιρεία και είτε εάν υπονοεί συρρίκνωση της και περιορισμένες επενδύσεις και κερδοφορία μελλοντικά, είτε υπονοεί ανανέωση στόλου, ευνοϊκές επενδυτικές συγκυρίες και υψηλή κερδοφορία μελλοντικά. Οι Frederickson et al (2012) στη δική τους μελέτη επιβεβαίωσαν και αυτή ότι η αγορά δίνει αρκετή σημασία στο κατά πόσο τα κέρδη έχουν μια πρόσκαιρη μη λειτουργική συνιστώσα ή μη.

Ο Erlien (2011), σε έρευνα του στη Νορβηγία, όπου υπήρχαν αρκετές Ναυτιλιακές εταιρείες, δε βρήκε να συνδυάζονται και ιδιαίτερα σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις με την ανακοίνωσης κερδών, υπονοώντας ένα μάλλον υψηλό επίπεδο αποτελεσματικότητας. Οι Lønroth et al (2014) σε έρευνα τους σε μια μικρή χρηματιστηριακή αγορά όπως αυτή της

Δανίας, όπου υπήρχαν αρκετές μετοχές Ναυτιλιακών εταιρειών, βρήκε ότι οι ανακοινώσεις κερδών προκαλούν μεν μη-κανονικές αποδόσεις, αλλά μόνο για λίγες ημέρες μετά την ανακοίνωση, μην αφήνοντας και πολλές ευκαιρίες για υπέρ-κέρδη υπονοώντας ότι και αυτή η αγορά λειτουργεί με αρκετά υψηλό βαθμό αποτελεσματικότητας.

Οι Ertan et al (2015) σε μελέτη τους σε ναυτιλιακές εταιρείες βρήκαν ότι η αγορά γίνεται πολύ αισιόδοξη όταν έχει πληροφόρηση υψηλής κερδοφορίας, με συνέπεια να προκαλούνται αντίστοιχα θετικές μη-κανονικές αποδόσεις για τις μετοχές αυτές.

Από τις μελέτες αυτές προκύπτει μια σημαντική ιδιαιτερότητα στις ναυτιλιακές εταιρείες που έχει να κάνει ότι η κερδοφορία τους διαχωρίζεται σε ένα μόνιμο κομμάτι και ένα όχι και τόσο μόνιμο, που αφορά τις πωλήσεις των πλοίων και έχει σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο ως προς τις μελλοντικές προοπτικές των εταιρειών.

Κεφάλαιο 5: Μεθοδολογία

Το κεφάλαιο αυτό περιέχει τη μεθοδολογία που εφαρμόστηκε στο πλαίσιο του εμπειρικού μέρους της παρούσας εργασίας. Η μεθοδολογία αυτή είναι γνωστή και ως μελέτη γεγονότος (event study) και ασχολείται πως κάποιο εταιρικό γεγονός είχε στατιστικά σημαντική επίπτωση στην απόδοση μιας μετοχής ως προς να προκαλέσει υπέρ-αποδόσεις. Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζεται μια ανασκόπηση της σχετικής μεθοδολογίας. Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου διασαφηνίζεται ο τρόπος με τον οποίο εκτιμώνται οι αναμενόμενες αποδόσεις, ώστε να προκύψουν οι μη κανονικές αποδόσεις (abnormal returns). Στο τρίτο μέρος παρουσιάζεται η έννοια και ο υπολογισμός των σωρευτικών μη κανονικών αποδόσεων, ενώ στο τέταρτο μέρος γίνεται ο στατιστικός έλεγχος που θα διεξαχθεί για να διερευνηθεί η σημαντικότητα αυτών και, άρα, εάν όντως το γεγονός που μελετάται επηρέασε τις αποδόσεις των μετοχών. Τέλος, στο πέμπτο και τελευταίο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζονται ορισμένα στοιχεία που αφορούν το δείγμα της τρέχουσας εμπειρικής μελέτης για το πώς η ανακοίνωση κερδών επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών.

5.1 Ανασκόπηση Μεθοδολογίας Event Study

Η μελέτη γεγονότος, γνωστή και ως event study στην αγγλική ορολογία, εφαρμόζεται στον τομέα των χρηματιστηριακών αγορών, έτσι ώστε να αξιολογήσει κατά πόσο κάποιο συγκεκριμένο γεγονός επηρεάσει συστηματικά την αξία μιας εταιρείας, δηλαδή την τιμή και απόδοση της μετοχής της. Ως γεγονός νοείται οτιδήποτε συμβαίνει στο εσωτερικό και το εξωτερικό περιβάλλον μια εταιρείας και μπορεί να επηρεάσει τη χρηματιστηριακή αξία της, όπως αυτή αποτιμάται καθημερινά στις σχετικές αγορές.

Η αξιολόγηση του κατά πόσο υπάρχει επίδραση στην αξία της εταιρεία έχει να κάνει με το κατά πόσο εμφανίζονται μη-κανονικές αποδόσεις (abnormal returns) μια περίοδο γύρω από το γεγονός ενδιαφέροντος. Πιο συγκεκριμένα, ως μη-κανονική απόδοση ορίζεται η διαφορά της παρατηρούμενης – ιστορικής απόδοσης μια συγκεκριμένη ημέρα από μια «κανονική» απόδοση ή απόδοση ισορροπίας. Δηλαδή μια απόδοση αναμενόμενη, σύμφωνα με κάποια μοντέλα

αποτίμησης κάτω από συνθήκες ισορροπίας. Ο σχετικός τύπος της μη-κανονικής απόδοσης έχει ως εξής:

$$\mathbf{AR}_{jt} = \mathbf{R}_{jt} - \mathbf{E}(\mathbf{R}_{jt}) \quad (5.1)$$

\mathbf{AR}_{jt} = μη-κανονική απόδοση της j μετοχής την περίοδο t

$\mathbf{E}(\mathbf{R}_{jt})$ = «κανονική» - αναμενόμενη απόδοση της j μετοχής την περίοδο t

\mathbf{R}_{jt} = παρατηρούμενη - ιστορική απόδοση της j μετοχής την περίοδο t

Οι ιστορικές αποδόσεις υπολογίζονται ως λογαριθμικές αποδόσεις, ώστε να ληφθεί υπόψη ο συνεχής ανατοκισμός, καθώς στις αποδόσεις των μετοχών δεν υπάρχει προκαθορισμένη περίοδος ανατοκισμού (πχ ημερήσιος ανατοκισμός). Επιπλέον, δεν λαμβάνεται υπόψη τυχόν μέρισμα, διότι η συχνότητα της απόδοσης είναι τόσο συχνή (ημερήσια) που δεν υπάρχει διανομή μερίσματος. Άλλωστε, οι τιμές των μετοχών που χρησιμοποιούνται ως ιστορικά στοιχεία είναι προσαρμοσμένες ώστε να λαμβάνουν υπόψη και τη μερισματική απόδοση.

$$\mathbf{R}_{jt} = \ln(\mathbf{P}_{jt} / \mathbf{P}_{jt-1}) \quad (5.2)$$

\mathbf{P}_{jt} = παρατηρούμενη - ιστορική τιμή της j μετοχής την περίοδο t

Από εκεί και ύστερα, είναι προφανές ότι για να εκτιμηθεί ορθά μια μη-κανονική απόδοση, θα πρέπει να εκτιμηθεί αντίστοιχα ορθά η «κανονική» απόδοση, όπως ισχυρίζεται και ο Strong (1992). Υπάρχουν διάφορες μεθοδολογίες υπολογισμού των «κανονικών» αποδόσεων, μεταξύ άλλων το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing

Model), το υπόδειγμα της αγοράς (Market Model), το υπόδειγμα προσαρμοσμένων μέσων αποδόσεων (Mean Adjusted Returns Model) και το μοντέλο ενός δείκτη (Index Model).

Στην παρούσα εργασία θα εφαρμοστεί η μέθοδος του υποδείγματος της αγοράς και των προσαρμοσμένων μέσων αποδόσεων για να εκτιμηθούν οι «κανονικές» αποδόσεις, καθώς πρόκειται για μια ιδιαίτερα αξιόπιστη μέθοδο.

Το «γεγονός» που μελετάται στην παρούσα εργασία είναι η ανακοίνωση εταιρικών κερδών. Έτσι, στο πλαίσιο του εμπειρικού μέρους, ο στόχος είναι να αξιολογηθεί κατά πόσο η ανακοίνωση των εταιρικών κερδών επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών και, άρα, επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την αξία των εταιρειών με συστηματικό τρόπο.

Για τη διεξαγωγή μια μελέτης γεγονότος (event study) θα πρέπει να καθοριστούν και κάποιες επιπλέον παράμετροι που αφορούν δύο συγκεκριμένες χρονικές περιόδους. Την περίοδο εκτίμησης (estimation period) και την περίοδο γεγονότος (event window).

Ως περίοδος εκτίμησης ορίζεται εκείνη η χρονική περίοδος που χρησιμοποιούνται ιστορικά στοιχεία αποδόσεων των μετοχών για να εκτιμηθούν οι «κανονικές» αποδόσεις (expected returns). Το ορθό είναι να χρησιμοποιείται ως περίοδος εκτίμησης ένας αριθμός ημερών πριν το γεγονός, αλλά καθόλου ημέρες που συμβαίνει αυτό ή είναι πολύ κοντά σε αυτό. Αυτό, γιατί η περίοδος εκτίμησης θα πρέπει να περιέχει ημέρες που οι τιμές των μετοχών δεν θα έχουν επηρεαστεί από το γεγονός μελέτης, με συνέπεια πιο αμερόληπτες εκτιμήσεις των «κανονικών» αποδόσεων. Θα πρέπει να σημειωθεί, βέβαια, ότι δε θα πρέπει η περίοδος εκτίμησης να απέχει και τόσο πολύ από το γεγονός, γιατί τότε οι «κανονικές» αποδόσεις είναι πιθανό να αντανakλούν άλλες μακρινές παρελθοντικές καταστάσεις και έτσι πάλι να επηρεάζεται η αμεροληψία εκτίμησης.

Ως περίοδος γεγονότος ορίζεται εκείνο το χρονικό διάστημα που θεωρείται πιθανό να πραγματοποιηθούν οι μη-κανονικές αποδόσεις. Η περίοδος αυτή είναι συνήθως κάποιες ημέρες πριν ή /και μετά το γεγονός που μελετάται, δηλαδή την ανακοίνωση κερδών.

Στην παρούσα εργασία η περίοδος εκτίμησης ορίζεται ως τα διαστήματα (-30, -100) και (-30, -120) ημέρες πριν την ανακοίνωση κερδών, ενώ ως περίοδος γεγονότος λαμβάνονται τα διαστήματα (-5, 5), (-1, 1), (-1, 0), (0, 1) και (0, 0) πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών.

5.2 Εκτίμηση Αναμενόμενων – «Κανονικών» Αποδόσεων

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, είναι κρίσιμης σημασίας ο ορθός υπολογισμός των «κανονικών» αποδόσεων. Στην παρούσα εργασία εφαρμόζονται δύο από τους πιο δημοφιλείς τρόπους εκτίμησης αυτών. Παρακάτω γίνεται μια πλήρης περιγραφή τους.

5.2.1 Μοντέλο Αγοράς (Market Model)

Το μοντέλο αγοράς (Market Model) θεωρεί ότι η απόδοση μιας μετοχής συσχετίζεται με την απόδοση ενός χρηματιστηριακού δείκτη, που αντανακλά την απόδοση της αγοράς (Mckinlay, 1997). Για το σκοπό του μοντέλου χρησιμοποιείται, συνήθως, ο γενικός δείκτης της χρηματιστηριακής αγοράς που συμμετέχει μια μετοχή. Με βάση, λοιπόν, το μοντέλο αγοράς, οι «κανονικές» αποδόσεις εκτιμώνται με βάση το παρακάτω μοντέλο παλινδρόμησης:

$$R_{jt} = a_j + b_j * R_{mt} + e_{jt} \quad (5.3)$$

a_j = σταθερός όρος

b_j = beta της μετοχής που εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο της αγοράς

R_{mt} = παρατηρούμενες αποδόσεις του δείκτη της αγοράς

e_{jt} = τυχαίος όρος του μοντέλου

Η εκτίμηση της παλινδρόμησης (5.3), δηλαδή, ουσιαστικά, των παραμέτρων a_j και b_j διεξάγεται με χρήση ιστορικών αποδόσεων της μετοχής και του χρηματιστηριακού δείκτη, εντός του χρονικού διαστήματος εκτίμησης, με βάση τη **μέθοδο ελαχίστων τετραγώνων (OLS)**. Έτσι, εκτιμώντας τις παραμέτρους αυτές, η «κανονική» απόδοση εκτιμάται ως εξής:

$$E(R_{jt}) = \alpha_j + \beta_j R_{mt}$$

(5.4)

$\hat{\alpha}_j, \hat{\beta}_j$ είναι οι σχετικές εκτιμήσεις των παραμέτρων του μοντέλου

Έτσι, με βάση τις εκτιμήσεις των παραμέτρων και τις ιστορικές αποδόσεις του χρηματιστηριακού δείκτη την περίοδο εκτίμησης, υπολογίζονται αντικαθιστώντας στο δεξί μέλος του παραπάνω τύπου οι «κανονικές» αποδόσεις που βρίσκονται στο αριστερό μέλος του τύπου.

5.2.2 Μοντέλο Μέσων Αποδόσεων (Mean Adjusted Return Model)

Το μοντέλο μέσων αποδόσεων (Mean Adjusted Returns Model) θεωρεί ότι η απόδοση μιας μετοχής θα έπρεπε να παραμένει σταθερή μέσα στο χρόνο, εάν δεν συνέβαινε κάποιο γεγονός που να την αφορά και να μπορεί να επηρεάσει την τιμή και την απόδοση της (Peterson, 1989). Έτσι, με βάση αυτή τη θεωρία, η παρατηρούμενη - ιστορική απόδοση μιας μετοχής προσδιορίζεται, θεωρητικά, ως μια σταθερή μέση απόδοση (μ_j) συν έναν τυχαίο όρο που δείχνει τις τυχαίες μεταβολές που οφείλονται στο μη συστηματικό κίνδυνο. Έτσι, για να εκτιμηθούν οι «κανονικές» αποδόσεις, εξειδικεύεται η παρακάτω παλινδρόμηση:

$$R_{jt} = \mu_j + e_{jt}$$

(5.5)

R_{jt} = παρατηρούμενη - ιστορική απόδοση της j μετοχής την περίοδο t

μ_j = θεωρητική- «κανονική» απόδοση της j μετοχής την περίοδο t

e_{jt} = ο τυχαίος όρος του μοντέλου

Εφαρμόζοντας και πάλι την κλασική μέθοδο εκτίμηση των ελαχίστων τετραγώνων, εύκολα αποδεικνύεται ότι η εκτίμηση της «κανονικής» απόδοσης προκύπτει ως ο δειγματικός αριθμητικός μέσος όρος των ιστορικών αποδόσεων της περιόδου εκτίμησης. Έτσι, με βάση αυτό το μοντέλο, η «κανονική» απόδοση εκτιμάται ως εξής:

$$\mathbf{E}(\mathbf{R}_{jt}) = \hat{\mu}_j = (1/T) * \sum_{t=1}^T \mathbf{R}_{j,t} \quad (5.6)$$

T = πλήθος ημερών περιόδου εκτίμησης

Έτσι, με βάση αυτό το μοντέλο, οι ιστορικές αποδόσεις της μετοχής στην περίοδο εκτίμησης δίνουν την αντίστοιχη εκτίμηση για τις σταθερές «κανονικές» αποδόσεις στην ίδια περίοδο.

5.3 Εκτίμηση Σωρευτικών Μη Κανονικών Αποδόσεων

Μετά την εκτίμηση των «κανονικών» αποδόσεων και τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων για τις ημέρες της περιόδου εκτίμησης, υπολογίζονται οι σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις οι οποίες αποτελούν το άθροισμα των μη-κανονικών αποδόσεων για κάθε μετοχή για την περίοδο γεγονότος (CAR). Έτσι, οι σωρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται ως εξής:

$$\mathbf{CAR}_{j, 1, T} = \sum_{t=1}^T \mathbf{AR}_{j,t} \quad (5.7)$$

Στο πλαίσιο της εφαρμογής της μελέτης γεγονότος, υπολογίζεται ένα CAR ανά εταιρεία και ανά περίπτωση ανακοίνωσης κερδών. Αν θεωρηθεί ότι στο δείγμα θα περιλαμβάνονται συνολικά N ανακοινώσεις κερδών, συνολικά από όλες τις εταιρίες στην χρονική περίοδο που μελετάται, τότε θα έχουν υπολογιστεί N αντίστοιχα CAR από τα οποία, εκτιμάται η μέση

σφρευτική μη απόδοση (Cumulative Average Abnormal Return – CAAR) με βάση τον παρακάτω τύπο:

$$\text{CAAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{CAR}_{j,1,T}^i \quad (5.8)$$

$\text{CAR}_{j,1,T}^i$ = σφρευτική μη κανονική απόδοση για την i ανακοίνωση

Ο τύπος (5.8) δίνει την εκτίμηση της μέσης σφρευτικής μη-κανονικής απόδοσης κάποιες ημέρες πριν και μετά το γεγονός. Αυτή η εκτίμηση αποτελεί ένα μέτρο μη-κανονικής απόδοσης που πραγματοποιείται λόγω του γεγονότος που συνέβη, και αξιολογεί κατά πόσο το γεγονός όντως προκάλεσε κάποια σημαντική μη-κανονική απόδοση.

5.4 Έλεγχοι Στατιστικής Σημαντικότητας Μη Κανονικών Αποδόσεων

Το τελευταίο στάδιο της εφαρμογής της μελέτης γεγονότος είναι ο έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας των σφρευτικών μη-κανονικών αποδόσεων. Ο έλεγχος αυτός διέπεται από την θεωρία ότι σε μια αποτελεσματική αγορά δεν υπάρχουν μη-κανονικές αποδόσεις, συστηματικά, άρα θα πρέπει οι όποιες δειγματικές σφρευτικές μη-κανονικές αποδόσεις παρατηρούνται να είναι στατιστικά ασήμαντες, δηλαδή μηδενικές. Έτσι, διατυπώνεται το παρακάτω ζεύγος στατιστικών υποθέσεων:

Έλεγχος Υποθέσεων

H₀: Οι ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών δεν έχουν καμία σημαντική επίδραση στην αξία της εταιρίας, δηλαδή προκύπτουν στατιστικά μη σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις πριν ή μετά την ανακοίνωση των κερδών των εταιριών (CAAR = 0)

H₁: Οι ανακοινώσεις των εταιρικών κερδών έχουν κάποια σημαντική επίδραση στην αξία της εταιρίας, δηλαδή προκύπτουν στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις πριν ή μετά την ανακοίνωση των κερδών των εταιριών (CAAR ≠ 0)

Εάν λοιπόν η μηδενική υπόθεση (null hypothesis) απορριφθεί, τότε προκύπτει συμπέρασμα ότι το γεγονός της ανακοίνωσης των εταιρικών κερδών επηρεάζει τις τιμές και αποδόσεις των μετοχών, ενώ εάν δεν απορριφθεί, προκύπτει συμπέρασμα ότι το γεγονός της ανακοίνωσης των εταιρικών κερδών δεν επηρεάζει τις τιμές και τις αποδόσεις των μετοχών.

Ο έλεγχος της υπόθεσης πραγματοποιείται με βάση το κλασικό t-test (Brown- Warner, 1980), το οποίο μπορεί να εφαρμοστεί σε δεδομένα χρονολογικών σειρών (time series), αλλά και σε διαστρωματικά δεδομένα (cross- sectional) στοιχείων ή και σε συνδυασμό αυτών, όπως στην παρούσα εργασία. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιείται η παρακάτω κλασική στατιστική συνάρτηση ελέγχου:

$$t = \frac{CAAR_t}{\hat{\sigma}_{CAR} / \sqrt{N}} \quad (5.9)$$

$$\hat{\sigma}_{CAR} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (CAR_i - CAAR)^2}{N-1}} \quad (5.10)$$

Καθώς το δείγμα είναι, συνήθως, μεγάλο (χρησιμοποιείται ένα μεγάλο πλήθος εταιρειών, όπου για κάθε μια υπάρχει ένας ικανός αριθμός ανακοινώσεων κερδών), τότε η t-statistic κατανέμεται ασυμπτωτικά κανονικά. Έτσι, η κρίσιμη τιμή ελέγχου προέρχεται από την κλασική τυπική κανονική κατανομή. Εάν η t-statistic προκύψει υψηλότερη από την κρίσιμη τιμή του ελέγχου, τότε η αρχική υπόθεση απορρίπτεται και αυτό σημαίνει στατιστικά σημαντικές μη-κανονικές αποδόσεις λόγω του γεγονότος που εξετάζεται και άρα το γεγονός της ανακοίνωσης κερδών επηρεάζει την τιμή και την απόδοση των μετοχών. Αντίθετα, εάν η αρχική υπόθεση δεν απορριφθεί, αυτό σημαίνει ότι η ανακοίνωση κερδών δεν επηρεάζει την τιμή και την απόδοση των μετοχών.

5.5 Δείγμα

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε ένα δείγμα 101 εταιρειών που ανήκουν στον ναυτιλιακό κλάδο οι οποίες προέρχονται από 20 διαφορετικές χρηματιστηριακές αγορές (Η πλειοψηφία των εταιρειών είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια NYSE, OSLO και NASDAQ, ενώ υπόλοιπες είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια όπως OTCMKTS, LONDON, TOKYO, HONG KONG, BOMBAY, TAIWAN, BRUSEELS, SHANGAI, BANGKOK, BORSA ITALIANA, BERLIN, SINGAPORE, SHENZHEN, NORWAY OTC, JOHANNESBURG, FRANKFURT, NSE of INDIA). Το αρχικό δείγμα αποτελούνταν από 114 εταιρείες. Εντούτοις, για 8 δεν βρέθηκαν επαρκή στοιχεία, με συνέπεια το δείγμα να μειωθεί στο τελικό πλήθος των 101 εταιρειών.

Η χρονική περίοδος λήψης των ιστορικών τιμών και αποδόσεων των μετοχών και των χρηματιστηριακών δεικτών είναι το διάστημα 2006-2017. Στο διάστημα αυτό και για τις εταιρείες του δείγματος έγιναν συνολικά 1498 ανακοινώσεις κερδών που αποτελούν το τελικό δείγμα της παρούσας έρευνας.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι έλεγχοι σημαντικότητας θα πραγματοποιηθούν και για το σύνολο του δείγματος, αλλά και για δύο υπό-περιόδους που αφορούν την περίοδο προ κρίσης (2007 έως και Α εξάμηνο 2008) και την περίοδο κατά τη διάρκεια της κρίσης (Β εξάμηνο 2008 έως και 2016), ώστε να διερευνηθεί κατά πόσο η παγκόσμια οικονομική κρίση επηρέασε ή όχι την εμφάνιση σημαντικών μη-κανονικών αποδόσεων όταν υπάρχει ανακοίνωση κερδών. Αντίστοιχα, θα εξεταστεί και κατά πόσο προκύπτουν διαφορετικές μη κανονικές αποδόσεις ανάμεσα σε ανακοινώσεις που γίνονται σε κάθε πρώτο ή κάθε δεύτερο εξάμηνο.

Ως προς τη διαδικασία εξαγωγής δεδομένων, σε πρώτο στάδιο αξιοποιήθηκε το διαδίκτυο, όπου με βάση στοιχεία των επίσημων ιστοσελίδων των εταιρειών του δείγματος, προέκυψε μια πρώτη εικόνα για τις δραστηριότητες και τις εταιρικές ανακοινώσεις τους. Για την εύρεση των ημερομηνιών ανακοινώσεων κερδών χρησιμοποιήθηκε η βάση δεδομένων **Bloomeberg**. Η ίδια βάση μαζί και η βάση δεδομένων **DATA STREAM** χρησιμοποιήθηκε για να αντληθούν οι τιμές της εκάστοτε μετοχής και των σχετικών χρηματιστηριακών δεικτών.

Τα δεδομένα αποθηκεύτηκαν και επεξεργάστηκαν στο γνωστό πρόγραμμα διαχείρισης φύλων εργασίας Microsoft Office Excel. Εκεί υπολογίστηκαν οι ιστορικές αποδόσεις, οι «κανονικές» αποδόσεις και οι μη-κανονικές αποδόσεις, ενώ με τη βοήθεια αυτού του προγράμματος υπολογίστηκαν τα μέτρα μη-κανονικών αποδόσεων και έγιναν και όλοι οι στατιστικοί έλεγχοι σημαντικότητας των αποδόσεων αυτών.

Κεφάλαιο 6: Αποτελέσματα

Στο κεφάλαιο αυτό παραθέτονται τα αποτελέσματα της εμπειρικής έρευνας που διεξήχθη σε ναυτιλιακές εταιρείες προκειμένου να διερευνηθεί η επίδραση της ανακοίνωσης κερδών στις αποδόσεις των μετοχών. Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου βρίσκονται τα αποτελέσματα στο σύνολο του δείγματος. Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται τα αποτελέσματα πριν και κατά την περίοδο της παγκόσμιας κρίσης, προκειμένου να εξεταστεί εάν η κρίση επέδρασε στον τρόπο που η ανακοίνωση των κερδών επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών. Τέλος, στο τρίτο μέρος είναι τα αποτελέσματα σε κάθε πρώτο και δεύτερο εξάμηνο που ανακοινώνονται τα κέρδη, προκειμένου να εξεταστεί εάν υπάρχει εποχικότητα στην επίδραση της ανακοίνωσης των κερδών στην απόδοση των μετοχών.

6.1 Αποτελέσματα στο Σύνολο του Δείγματος

Αρχικά παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για τη σημαντικότητα των μη κανονικών αποδόσεων με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -100) πριν την ημέρα ανακοίνωσης.

Πίνακας 1. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -100) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model)

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	-0.0039	0.1367	1498	-1.11	0.2666
[-1 , +1]	-0.0037	0.0973	1498	-1.48	0.1393
[-1 , 0]	-0.0044	0.0934	1498	-1.81	0.0705
[0 , +1]	-0.0002	0.0582	1498	-0.15	0.8837
[0 , 0]	-0.0006	0.0499	1498	-0.44	0.6599

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,39% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,01). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,37% η οποία προκύπτει

επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,44% οποία προκύπτει οριακά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% ($p\text{-value} < 0,10$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,02% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0.06% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα **(-30, -120)** πριν την ημέρα ανακοίνωσης.

Πίνακας 2. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -120) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model)

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	-0.0034	0.1343	1491	-0.97	0.3339
[-1 , +1]	-0.0038	0.0963	1491	-1.54	0.1243
[-1 , 0]	-0.0046	0.0922	1491	-1.93	0.0536
[0 , +1]	-0.0003	0.0575	1491	-0.21	0.8336
[0 , 0]	-0.0006	0.0498	1491	-0.46	0.6452

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,34% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,01$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,38% η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,46% οποία προκύπτει οριακά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% ($p\text{-value} < 0,10$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,03% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} >$

0,05). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0.06% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p -value $> 0,05$).

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν σχεδόν ίδια για κάθε μια από τις δύο περιόδους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε event window προέκυψαν αρνητικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις κατά κύριο λόγο. Εξαίρεση αποτελεί η περίοδος για μια ημέρα πριν την ανακοίνωση, όπου προέκυψε η πιο υψηλή αρνητική μη κανονική απόδοση και που βρέθηκε, έστω και οριακά, στατιστικά σημαντική. Από εκεί και πέρα, οι μη κανονικές αποδόσεις για την ημέρα της ανακοίνωσης και για 1 ημέρα μετά ήταν πάρα πολύ κοντά στο μηδέν, ενώ οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση και για 1 ημέρα πριν και μετά ήταν πιο υψηλά αρνητικές, αν και πάλι στατιστικά μη σημαντικές.

6.2 Αποτελέσματα στην Περίοδο Προ Κρίσης και στην Περίοδο Κρίσης

Εξετάστηκε κατά πόσο τα αποτελέσματα για στατιστικά σημαντικές μη κανονικές σωρευτικές αποδόσεις ήταν παρόμοια πριν και μετά την οικονομική κρίση η οποία έχει την έναρξη της το καλοκαίρι του 2008, δηλαδή το τρίτο τρίμηνο αυτού του έτους. Συνεπώς, η περίοδος προ κρίσης θεωρείται μέχρι και το δεύτερο τρίμηνο του 2008, ενώ η περίοδος κρίσης θεωρείται από εκεί και ύστερα. Τα σχετικά αποτελέσματα για τις δύο περιόδους παρουσιάζονται αμέσως παρακάτω.

Αρχικά αναφέρονται τα αποτελέσματα για την περίοδο προ κρίσης με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -100) και έπειτα τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -120).

Πίνακας 3. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -100) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Περίοδος Προ Κρίσης

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	0.0032	0.0934	210	0.50	0.6149
[-1 , +1]	-0.0011	0.0607	210	-0.27	0.7858
[-1 , 0]	-0.0026	0.0581	210	-0.65	0.5190
[0 , +1]	0.0010	0.0408	210	0.37	0.7124
[0 , 0]	-0.0002	0.0351	210	-0.10	0.9205

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,32% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,01). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,11% η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,05). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,26% οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,05). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,10% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,05). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0.02% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,05).

Πίνακας 4. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -120) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Περίοδος Προ Κρίσης

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	0.0025	0.0940	206	0.38	0.7024
[-1 , +1]	-0.0012	0.0610	206	-0.28	0.7809
[-1 , 0]	-0.0027	0.0584	206	-0.67	0.5053
[0 , +1]	0.0011	0.0409	206	0.40	0.6890
[0 , 0]	-0.0002	0.0352	206	-0.07	0.9410

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,25% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,01$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,12% η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,27% οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,11% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0,02% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν σχεδόν ίδια για κάθε μια από τις δύο περιόδους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε event window προέκυψαν και κάποιες θετικές και κάποιες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, αλλά όλες στατιστικά ασήμαντες. Ακόμη και οι πιο υψηλές θετικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις βρέθηκαν μικρότερες σε σχέση με τις αντίστοιχες του συνόλου του δείγματος, ενώ η υψηλότερη αρνητική βρέθηκε για μια ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών.

Παρακάτω παρατηρούμε τα αποτελέσματα για την περίοδο της κρίσης. Και εδώ αρχικά παρουσιάζονται τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -100) και έπειτα τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -120).

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,51% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,01$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,41% η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Πίνακας 5. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -100) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Περίοδος Κρίσης

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	-0.0051	0.1425	1288	-1.28	0.1998
[-1 , +1]	-0.0041	0.1020	1288	-1.46	0.1457
[-1 , 0]	-0.0047	0.0980	1288	-1.71	0.0882
[0 , +1]	-0.0004	0.0606	1288	-0.25	0.8011
[0 , 0]	-0.0006	0.0519	1288	-0.43	0.6681

Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,47% οποία προκύπτει οριακά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% (p-value < 0,10). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,04% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,05). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0.06% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% (p-value > 0,05).

Πίνακας 6. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -120) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Περίοδος Μετά την Κρίση

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	-0.0043	0.1397	1285	-1.10	0.2697
[-1 , +1]	-0.0043	0.1008	1285	-1.51	0.1301
[-1 , 0]	-0.0049	0.0965	1285	-1.83	0.0682
[0 , +1]	-0.0005	0.0597	1285	-0.33	0.7433
[0 , 0]	-0.0007	0.0517	1285	-0.46	0.6477

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,43% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη

σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,01$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση $-0,43\%$ η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση $-0,49\%$ οποία προκύπτει οριακά στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% ($p\text{-value} < 0,10$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση $-0,05\%$ κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση $-0,07\%$ η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν σχεδόν ίδια για κάθε μια από τις δύο περιόδους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε event window προέκυψαν αρνητικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις κατά κύριο λόγο. Εξαιρέση αποτελεί η περίοδος για μια ημέρα πριν την ανακοίνωση, όπου προέκυψε η πιο υψηλή αρνητική μη κανονική απόδοση και που βρέθηκε, έστω και οριακά, στατιστικά σημαντική. Από εκεί και πέρα, οι μη κανονικές αποδόσεις για την ημέρα της ανακοίνωσης και για 1 ημέρα μετά ήταν πάρα πολύ κοντά στο μηδέν, ενώ οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση και για 1 ημέρα πριν και μετά ήταν πιο υψηλά αρνητικές, αν και πάλι στατιστικά μη σημαντικές.

Η παραπάνω ανάλυση, λοιπόν, έδειξε ότι πριν την κρίση προκύπτουν κατά κανόνα μη σημαντικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για διάφορες περιόδους ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών, ενώ την περίοδο της κρίσης προκύπτουν και πάλι κατά κανόνα μη σημαντικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις, με εξαίρεση την περίοδο 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση, όπου προκύπτουν έστω και κάποιες μικρές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Επίσης προέκυψε ότι την περίοδο της κρίσης οι μη κανονικές σωρευτικές αποδόσεις είναι πιο έντονα αρνητικές σε σχέση με την περίοδο προ κρίσης.

6.3 Αποτελέσματα για Κάθε Πρώτο και Δεύτερο Εξάμηνο που Ανακοινώνονται τα Κέρδη

Εξετάστηκε, τέλος, κατά πόσο τα αποτελέσματα για στατιστικά σημαντικές μη κανονικές σωρευτικές αποδόσεις ήταν παρόμοια για κάθε εξάμηνο που ανακοινώνονταν τα κέρδη. Πιο συγκεκριμένα υπολογίστηκαν οι σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις κατά μέσο όρο για ανακοινώσεις που λάμβαναν χώρα σε κάθε πρώτο εξάμηνο και σε κάθε δεύτερο εξάμηνο ξεχωριστά.

Αρχικά παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για κάθε πρώτο εξάμηνο με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30 , -100) και έπειτα τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -120).

Πίνακας 7. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -100) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Ανακοινώσεις Πρώτου Εξαμήνου

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	0.0070	0.1528	660	1.17	0.2408
[-1 , +1]	-0.0021	0.1150	660	-0.48	0.6325
[-1 , 0]	-0.0035	0.1137	660	-0.80	0.4269
[0 , +1]	0.0021	0.0549	660	0.98	0.3284
[0 , 0]	0.0010	0.0499	660	0.54	0.5901

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,70% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,12% η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,35% οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Για 1 ημέρα μετά

την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,21% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση 0.10% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Πίνακας 8. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -120) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Ανακοινώσεις Πρώτου Εξαμήνου

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5, +5]	0.0080	0.1498	658	1.37	0.1705
[-1, +1]	-0.0019	0.1147	658	-0.43	0.6654
[-1, 0]	-0.0035	0.1135	658	-0.79	0.4322
[0, +1]	0.0022	0.0546	658	1.05	0.2939
[0, 0]	0.0012	0.0500	658	0.59	0.5552

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,80% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,19% η οποία προκύπτει επίσης στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,35% οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση 0,21% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση 0.12% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν σχεδόν ίδια για κάθε μια από τις δύο περιόδους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε event window προέκυψαν και κάποιες θετικές και κάποιες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, αλλά όλες στατιστικά

ασήμαντες. Ακόμη και οι πιο υψηλές θετικές ή αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις βρέθηκαν μικρότερες σε σχέση με τις αντίστοιχες του συνόλου του δείγματος, ενώ η υψηλότερη αρνητική βρέθηκε για μια ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών.

Παρακάτω παρουσιάζονται τα αποτελέσματα για κάθε δεύτερο. Και εδώ αρχικά παρουσιάζονται τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -100) και έπειτα τα αποτελέσματα με περίοδο εκτίμησης το διάστημα (-30, -120).

Πίνακας 9. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -100) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Ανακοινώσεις Δεύτερου Εξαμήνου

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5, +5]	-0.0125	0.1220	838	-2.97	0.0031
[-1, +1]	-0.0050	0.0807	838	-1.78	0.0756
[-1, 0]	-0.0050	0.0736	838	-1.98	0.0480
[0, +1]	-0.0020	0.0607	838	-0.97	0.3312
[0, 0]	-0.0018	0.0499	838	-1.07	0.2866

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -1,25% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% ($p\text{-value} < 0,01$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,50% η οποία προκύπτει, έστω και οριακά, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% ($p\text{-value} < 0,10$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,50% η οποία προκύπτει στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} < 0,05$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,20% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0.18% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Πίνακας 10. Στατιστικοί Έλεγχοι Σημαντικότητας Υπέρ-Αποδόσεων – Περίοδος Εκτίμησης (-30, -120) με Μοντέλο Προσαρμογής του Μέσου (Mean Adjusted Returns Model) – Ανακοινώσεις Δεύτερου Εξαμήνου

Event Window	Μέσο CAR	Τυπική Απόκλιση	N	t-statistic	p-value
[-5 , +5]	-0.0123	0.1200	833	-2.97	0.0031
[-1 , +1]	-0.0053	0.0788	833	-1.95	0.0510
[-1 , 0]	-0.0055	0.0711	833	-2.24	0.0256
[0 , +1]	-0.0023	0.0596	833	-1.13	0.2599
[0 , 0]	-0.0020	0.0495	833	-1.15	0.2508

Για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -1,23% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 1% ($p\text{-value} < 0,01$). Για 1 ημέρα πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,53% η οποία προκύπτει, έστω και οριακά, στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 10% ($p\text{-value} < 0,10$). Αντίστοιχα, για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,55% οποία προκύπτει στατιστικά σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} < 0,05$). Για 1 ημέρα μετά την ανακοίνωση κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο σωρευτική μη κανονική απόδοση -0,23% κατά εκτίμηση η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$). Τέλος, ακριβώς την ημέρα της ανακοίνωσης κερδών εκτιμάται μια κατά μέσο όρο μη κανονική απόδοση -0.20% η οποία προκύπτει στατιστικά μη σημαντική σε επίπεδο 5% ($p\text{-value} > 0,05$).

Τα αποτελέσματα αυτά προέκυψαν σχεδόν ίδια για κάθε μια από τις δύο περιόδους εκτίμησης που χρησιμοποιήθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, για κάθε event window προέκυψαν και κάποιες θετικές και κάποιες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, όπου κάποιες ήταν στατιστικά ασήμαντες και κάποιες όχι. Η υψηλότερη αρνητική βρέθηκε για 5 ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση κερδών.

Η παραπάνω ανάλυση, λοιπόν, έδειξε ότι για ανακοινώσεις κερδών που γίνονται σε κάθε δεύτερο εξάμηνο προκύπτουν πιο έντονα αρνητικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις, κατά κανόνα, σε σχέση ανακοινώσεις που γίνονται κάθε πρώτο εξάμηνο.

Κεφάλαιο 7: Τελικά Συμπεράσματα

7.1 Σύνοψη Αποτελεσμάτων

Στην παρούσα εργασία εφαρμόστηκε η μεθοδολογία μελέτης γεγονότος (event study), για να εξεταστεί εάν προκύπτουν στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις κάποιες ημέρες πριν και μετά την ανακοίνωση των κερδών σε ναυτιλιακές εταιρείες που είναι εισηγμένες σε διάφορα χρηματιστήρια παγκοσμίως. Πιο συγκεκριμένα, χρησιμοποιήθηκε δείγμα 101 εταιρειών για την περίοδο 2006-2017 που αριθμήσε συνολικά 1498 ανακοινώσεις κερδών. Ως περίοδοι εκτίμησης χρησιμοποιήθηκαν τα διαστήματα (-30, -100) και (-30, -120) ημέρες πριν την ανακοίνωση. Η διαδικασία αυτή εφαρμόστηκε και στο σύνολο του δείγματος, ξεχωριστά πριν και μετά την οικονομική κρίση, που έλαβε χώρα κατά τη διάρκεια του δευτέρου εξαμήνου του 2008, αλλά και για ανακοινώσεις που λάμβαναν χώρα σε κάθε πρώτο ή δεύτερο εξάμηνο.

Για το σύνολο του δείγματος, προέκυψαν ίδια αποτελέσματα ανεξάρτητα από την περίοδο εκτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, προέκυψαν κατά κανόνα αρνητικές, αλλά στατιστικά μη σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις. Εξαίρεση αποτέλεσε η περίοδος 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση κερδών όπου προέκυψαν, έστω και οριακά, κάποιες στατιστικά σημαντικές αρνητικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για τις ναυτιλιακές εταιρείες.

Για την περίοδο προ κρίσης, προέκυψαν ίδια αποτελέσματα ανεξάρτητα από την περίοδο εκτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, προέκυψαν στατιστικά μη σημαντικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για κάθε περίοδο που χρησιμοποιήθηκε πριν και μετά την ανακοίνωση. Δηλαδή, την περίοδο προ κρίσης δεν προέκυψαν καθόλου μη κανονικές αποδόσεις να συνοδεύονται με την ανακοίνωση κερδών για τις ναυτιλιακές εταιρείες.

Για την περίοδο της κρίσης, προέκυψαν ίδια αποτελέσματα ανεξάρτητα από την περίοδο εκτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, προέκυψαν κυρίως στατιστικά μη σημαντικές αποδόσεις με εξαίρεση την περίοδο 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση, όπου βρέθηκαν κάποιες οριακές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις.

Προκύπτει, λοιπόν, το συμπέρασμα ότι η οικονομική κρίση του 2008 επηρέασε την εμφάνιση μη κανονικών αποδόσεων για τις ναυτιλιακές εταιρείες, καθώς πριν την κρίση δεν εμφανίζονται καθόλου μη κανονικές αποδόσεις, ενώ κατά την περίοδο κρίσης οι αρνητικές μη

κανονικές αποδόσεις είναι κάπως πιο έντονες, ενώ εμφανίζονται και κάποιες στατιστικά σημαντικές τέτοιες.

Για κάθε πρώτο εξάμηνο προέκυψαν ίδια αποτελέσματα ανεξάρτητα από την περίοδο εκτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, προέκυψαν στατιστικά μη σημαντικές σωρευτικές μη κανονικές αποδόσεις για κάθε περίοδο που χρησιμοποιήθηκε πριν και μετά την ανακοίνωση. Δηλαδή, για ανακοινώσεις κερδών των ναυτιλιακών εταιρειών που λάμβαναν χώρα κάθε πρώτο εξάμηνο, δεν προέκυψαν καθόλου μη κανονικές αποδόσεις.

Για κάθε δεύτερο εξάμηνο προέκυψαν ίδια αποτελέσματα ανεξάρτητα από την περίοδο εκτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, προέκυψαν για τις ναυτιλιακές εταιρείες στατιστικά σημαντικές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, ειδικά για περιόδους που περιλαμβάνουν ημέρες πριν την ανακοίνωση των κερδών, ενώ δεν προέκυψαν στατιστικά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις για την ημέρα της ανακοίνωσης ή και για μια ημέρα μετά από αυτήν.

Προκύπτει, λοιπόν, ότι υπάρχει θέμα εποχικότητας στην επίδραση της ανακοίνωσης των κερδών στις αποδόσεις των μετοχών των ναυτιλιακών εταιρειών, καθώς σε κάθε δεύτερο εξάμηνο προκύπτουν κάποιες αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις, ενώ σε κάθε πρώτο εξάμηνο δεν προκύπτουν καθόλου μη κανονικές αποδόσεις.

7.2 Συζήτηση Αποτελεσμάτων

Το ότι γενικά προκύπτουν σχεδόν μηδενικές και, άρα, στατιστικά ασήμαντες μη κανονικές αποδόσεις κατά την ανακοίνωση των κερδών των ναυτιλιακών εταιρειών, σημαίνει ότι για τις εταιρείες αυτές οι επενδυτές δεν λαμβάνουν υπόψη ιδιαίτερα μια τέτοια πληροφορία ώστε να υπέρ-αντιδρούν κάποιες ημέρες πριν ή μετά την ανακοίνωση. Μάλιστα, αυτό προκύπτει πολύ πιο έντονο την περίοδο προ κρίσης, η οποία και θεωρείται μια «ομαλή» περίοδος για μια χρηματιστηριακή αγορά. Συνεπώς, σε μια τέτοια περίοδο, μπορεί να ισχυριστεί κάποιος ότι αφού δεν προκύπτουν μη κανονικές αποδόσεις με μια τέτοια δημοσιευμένη ανακοίνωση, τότε η αποτελεσματικότητα της αγοράς, για τις ναυτιλιακές εταιρείες είναι σίγουρα μεσαίας ισχύος και μπορεί να είναι και υψηλότερης ισχύος ακόμη.

Την περίοδο της κρίσης, όπου υπάρχουν σχετικές ανωμαλίες σε διάφορες χρηματιστηριακές αγορές, βρέθηκε, πάντως ότι δεν υπάρχουν υψηλές μη κανονικές αποδόσεις, μιας και ακόμη και αυτές που βρέθηκαν είναι οριακά σημαντικές. Συνεπώς, ακόμη και την περίοδο της κρίσης, φαίνεται να ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς μεσαίας ισχύος και μπορεί και υψηλότερης ισχύος, για τις ναυτιλιακές εταιρείες.

Το ότι μόνο για 1 ημέρα πριν την ανακοίνωση βρέθηκαν κάποιες οριακά σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις σημαίνει ότι αρκετοί επενδυτές είχαν εσωτερική πληροφόρηση και λίγο πριν την δημόσια ανακοίνωση των κερδών έσπευσαν να προεξοφλήσουν τα, κατά κανόνα, αρνητικά νέα, προκαλώντας κάποιες οριακές αρνητικές μη κανονικές αποδόσεις. Αυτό αποτελεί ένδειξη ότι η αγορά για τις μετοχές ναυτιλιακών εταιρειών λειτουργεί υπό κάποιο καθεστώς υψηλής αποτελεσματικότητας.

Το ότι σε κάθε πρώτο εξάμηνο δεν προέκυψαν καθόλου μη κανονικές αποδόσεις, αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές στις ναυτιλιακές εταιρείες δεν λαμβάνουν και τόσο πολύ υπόψη τις ανακοινώσεις κερδών σε αυτό το εξάμηνο, με την έννοια ότι τις θεωρούν ως νέα έκτακτα και πρόσκαιρα και ότι υπάρχει περιθώριο μέχρι να ολοκληρωθεί το έτος για να βελτιωθούν ή και να χειροτερεύσουν οι προσδοκίες για τις ναυτιλιακές εταιρίες.

Αντίθετα, το ότι σε κάθε δεύτερο εξάμηνο προέκυψαν κάποιες μη κανονικές αποδόσεις, σημαίνει ότι οι επενδυτές εκλαμβάνουν τα αποτελέσματα των ανακοινώσεων κερδών, και μάλιστα πριν αυτό ανακοινωθεί, ως κάτι πιο μόνιμο και ως κάτι τετελεσμένο ως προς την πορεία των εταιρειών και για αυτό με τις αντιδράσεις τους το έχουν προεξοφλήσει αυτό και έτσι εξηγείται γιατί σε αυτήν την περίπτωση προκύπτουν κάποιες μη κανονικές αποδόσεις. Πάντως ακόμη και σε κάθε δεύτερο εξάμηνο, μετά την ανακοίνωση των κερδών οι μη κανονικές αποδόσεις σχεδόν εξαλείφονται, υπονοώντας ότι η αγορά ομαλοποιείται και λειτουργεί αποτελεσματικά, δείχνοντας υψηλό επίπεδο αποτελεσματικότητας.

Φαίνεται ότι οι επενδυτές στις ναυτιλιακές εταιρίες γνωρίζουν αρκετά καλά τον σχετικό κλάδο και έχουν όλες εκείνες τις πληροφορίες που χρειάζονται για να αποτιμήσουν αξιόπιστα τις εταιρίες που λειτουργούν στον κλάδο αυτό και αυτό μπορεί να δώσει μια λογική εξήγηση για το υψηλό επίπεδο αποτελεσματικότητας που φαίνεται να υπάρχει για την αγορά των μετοχών αυτού του κλάδου.

Βιβλιογραφία

Ξένη Βιβλιογραφία

Agrawal, A. And Tandon, K. (1994). Anomalies or illusions? Evidence from stock markets in eighteencountries, *Journal of International Money and Finance*, 13, 83-106

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

Alazahrani, A. & Skerratt, L. (2009). *How Markets React to Earnings Announcements in the Absence of Analysts and Institutions: Evidence from Saudi Market*, Working Paper, Brunel University West London, Department of Economics and Finance, Economics and Finance Working Paper Series, No, 09-40, pp. 1-23

Annaert, J., De Ceuster, M.J.K., Polflicht, R., Van Campenhout, G. (2002). To be or not Be... 'Too Late': The case of the Belgian semi-annual earnings announcements, *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(2), pp. 226-244

Apergis, N. and Soros, J. (2009) The Role of Disaggregated Earnings for Stock Prices: Evidence from Listed Shipping Firms and Panel Tests, *Research in Applied Economics*, Vol 1, No. 1, pp. 1-24.

Ariel, R. A. (1987). A Monthly Effect in Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 18(1), 161-174

Ariel, R. A. (1987). A Monthly Effect in Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 18(1), 161-174

Ball, R. and Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178

Ball, R. and Kothari, S.P. (1991). Security returns around earnings announcements, *The Accounting Review*, 4, pp. 718-738

- Banz, R.W. (1981). The Relationship Between Return and Market Value of Common Stock, *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18
- Bao, B.H. and Chow, L. (1999). The usefulness of earnings and book value for equity valuation in emerging capital markets: evidence from listed companies in the people's republic of China, *Journal of International Financial Management and Accounting*
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements, *Empirical Research in Accounting Journal of Accounting Research*, 6, pp 67-92
- Begley J., Fischer Paul E. (1998) Is there any Information in an earnings announcement delay?, *Review of Accounting Studies*, 3, pp. 347-363
- Brookfield, D. and Morris, R. (1992). The market impact of UK company news announcement, *Journal of Business Finance & Accounting*, 4, pp. 585-601
- Calvo Gonzalez Eva, Lasfer Meziane (2002), Why do Corporate Insiders Trade? The UK Evidence
- Chambers A.E, Penman S.H. (1984) Timeliness of Reporting and the Stock Reaction to Earnings Announcements, *Journal of Accounting Research*, 1, pp. 21-47
- Chan Howard, Faff Robert, Ramsay Alian (2005), Firm size and the information content of annual earnings announcements: Australian Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, pp. 211-253
- Curci, R. Grieb, T. and Reyes, M.G. (2002) Mean and volatility transmission for Latin American equity markets, *Studies in Economics and Finance*, 20(2), 39-57
- Dockery, E., and M. G. Kavussanos, (1996). Testing the Efficient Market Hypothesis Using Panel Data, with Application to the Athens Stock Market, *Applied Economic Letters*, Vol. 3, pp. 121-123
- Dreman D.N. and Berry, M.A. (1995). Overreaction, Underreaction, and the Low-P/E Effect, *Financial Analysts Journal*, 51(4), 21-30
- Dreman, D. (1998). *Contrarian Investment Strategy: The Next Generation*, Simon and Schuster.

- Dyer J.C., McHugh A.J. (1975) The timeliness of the Australian Annual Report, *Journal of Accounting Research*, 2, pp. 204-219
- Ertan, A., Karolyi, S.A. Kelly, P.W., Stoumbos, R. (2015) Pre-earnings Announcement Over-extrapolation, Working Paper, London Business School
- Fama, E. and French, K. (1992). The Cross-Section of Expected Returns, *Journal of Finance*, 47, pp. 427-465
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. and Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review*, 10(1), 1–21
- Firth, M (1976). The Impact of earnings announcements on the share price behavior of similar type firms, *The Economic Journal*, 342, pp. 296-306
- Fox, J. (2009). *The Myth of the Rational Market: A History of Risk Reward, and Delusion on Wall Street*, Harper Business.
- Frazzini A. & Lamont, O.A. (2006). *The earnings announcement premium and trading volume*, Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago, pp. 1-51
- Frederickson, J.R., Lyon, J.D., Zolotoy, L. (2012) Earnings Announcements, Aggregate Earnings, and Individual-Firm Stock Returns: A Signal Extraction Perspective, Working Paper, Melbourne Business School
- French, K. (1980). Stock Returns and the Weekend Effect, *Journal of Financial Economics*, 8, 55-69
- Haw In- Mu, Qi Daqing, Wu Woody (2000), Timeliness of Annual Report Releases and Market Reaction to Earnings Announcements in an Emerging Capital Market: The Case of China, *Journal of International Financial Management and Accounting*.
- Heinkel R. and Kraus, A. (1987). The effect of insider trading on average rates of returns, *The Canadian Journal of Economics*, 3, pp. 588-611

- Iqbal, Dr. (2014). Seasonal Analysis of Abnormal Returns after Quarterly Earnings Announcements, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), pp. 501-319
- Kamstra, M.J., Kramer, L.A., Levi, M.D., Wermers, L. (2015). Seasonal Asset Allocation: Evidence from Mutual Fund Flows, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming
- Kane, A. Young, Ki L., Alan, M. (1984). Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect?, *The Journal of Finance*, 4, pp. 1091-1099
- Kaniel, R., Liu, S., Saae, G., Titman, S. (2012). Individual Investor Trading and Return Patterns around Earnings Announcements, *The Journal of Finance*, 68(2), pp. 639-680
- Kaniel, R., Liu, S., Saar, G. and Titman, S. (2007). *Investor Trading and Return Patterns around Earnings Announcements*, Working Paper, Fuqua School of Business, One Towerview Drive, Duke University, Durham, NC, pp. 1-47
- Kavussanos M., & Visvikis I. (2011). *Theory and Practice of Shipping Freight Derivatives*. Risk Books
- Kavussanos, M., & Visvikis, I. (2006). *Derivatives and risk management in shipping*. Whither by Publishing.
- Keim, D.B. (1983). Size Related Anomalies and Stock Return Seasonality, *Journal of Financial Economics*, June 1983, 13-22
- LeRoy, S. F. and Porter, R. D. (1981). The present-value relation: Tests based on implied variance bounds, *Econometrica*, 49(3), 555-574
- Lev, B. (1989). On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research, *Journal of Accounting Research*, 27, pp. 153-192
- Liu, W. Norman, S. and Xu, X. (2003). Post-earnings-announcements drift in the UK, *European Financial Management*, 1, pp. 89-116

- Lønroth, H.L., Fredslund Møller, P. and Thinggaard, F. (2014). *Annual earnings announcements and market reaction: The case of a small capital market*, Working Paper, The Aarhus School of Business, Denmark, pp 1-16
- Magnusson MA and Wydick B. (2002). How efficient are Africa's emerging stock markets? *Journal of Development Studies*, 38, 141-156
- Malkiel, B. (1992). *Efficient market hypothesis*, in P. Newman, M. Milgate and J. Eatwell (eds.), *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, London
- Martin Stopford. (2009). *Maritime Economics*, 3rd Edition, Routledge Taylor & Francis Group, London and New York, pp 91-213
- Niarchos, N. and Alexakis, C. (1998). Stock Market Prices, 'causality' and efficiency: Evidence from Athens Stock Exchange, *Applied Financial Economics*, 8, 167-74
- Nocera, J. (2009). *Poking Holes in a Theory on Markets*, New York Times, http://www.nytimes.com/2009/06/06/business/06nocera.html?_r=0, Ανακτήθηκε Ιούλιος 2017
- Odendaal, G. R. (2014). The Impact of Earnings Announcements on Stock Prices: An Event Study for the London Stock Exchange. Msc Dissertation in European Business School, London, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2674594>
- Pattel J.M. and Wolfson, M.A. (1984). The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividends announcements, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 223-252
- Qiu, L. (2014). *Earnings Announcement and Abnormal Return of S&P 500 Companies*, Working Paper, Washington University in St. Louis Economics Department Honors Thesis, pp. 1-20
- Reinganum, M.R. (1981). The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects, *Journal of Financial Economics*, June 1983, 89-104
- Rozeff, M, and Kinney, W.R. (1976). Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns, *Journal of Financial Economics*, 3, 379-402

Saad, E.W., Prokhorov, D.V. and Wunsch, D.C. (1998). Comparative Study of Stock Trend Prediction Using Time Delay, Recurrent and Probabilistic Neural Networks. *Transactions on Neural Networks*, 9 (6): 1456–1470

Samuelson, P. A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly, *Industrial Management Review*, 6(2), 41–49

Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?, *The American Economic Review*, 11(3), 421–436

Smith G, Jefferis K and Ryoo H-J. (2002). African stock markets: Multiple variance ratio tests of random walks. *Applied Financial Economics Journal*, 12: 475-484

Spyrou, S.I. & T. Mandalis (2004), “Return Predictability, Contrarian and Momentum Profits: The Case of the Athens Stock Exchange”, *Ekonomia*, vol. 7, no. 1, pp. 56-72

Whalen Dennis J., Collver Charles D. (2004), Informed Trading Around Earning Announcements: Another Look, *The Financial Review*, 39, pp. 409-434

Ελληνική Βιβλιογραφία

Βασιλείου, Δ. & Ηρειώτης, Ν. (2008). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική*. Εκδόσεις Rosili

Βλάχος Γ., Ψύχου Ξ. (2011), *Ναυλώσεις*, 3^η έκδοση 2017, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

Γκιζιάκης Κ., Παπαδόπουλος Α., Πλωμαρίτου Η. Π. (2010), *Ναυλώσεις*, 3^η έκδοση 2010, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα, σελ. 51-239

Γουλιέλμος Α., Σαμπράκος Ε. (2002), *Ακτοπλοΐα και Ναυτιλία Μικρών Αποστάσεων*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα

Σαμπράκος Α. Ε. , Γιαννόπουλος Ι. Γ (2008), *Οικονομική εκμετάλλευση Πλοίου*, 2^η έκδοση 2017, Ίδρυμα Ευγενίδου – Βιβλιοθήκη Ναυτικού, Αθήνα, σελ. 12-49

Περιοδικές Εκδόσεις

Mexico: From North Korea to California? , *Alpha Tanker Weekly Newsletter*, Volume 2017, Issue 10, 29 June 2017

Trade Winds, Weekly Newspaper, issues from January 2017 till July 2017

Crude & Products Market Outlook, *Gibson Consultancy & Research*, February 2016

VLCC, Suezmax and Aframax Fleet Study, *BRS Group*, June 2017

How will tighter IMO Environmental Legislation influence Investment Decisions? , *BRS Group*, Athens, 24 November 2016

Oil Market Overview, *BRS Group*, June 2017

Ηλεκτρονικές πηγές

<https://finance.yahoo.com>

www.ft.com

<http://splash247.com/dr-martin-stopford-future-shipping/>

www.thestreet.com

www.nyse.com

www.nasdaq.com

www.tradewindsnews.com