

PAPER DETAILS

TITLE: STRATEJİK BİR KARAR: GEMİ ALIM-SATIMI ZAMANLAMASI

AUTHORS: Tefik ARSLAN

PAGES: 227-255

ORIGINAL PDF URL: <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/53153>

STRATEJİK BİR KARAR: GEMİ ALIM-SATIMI ZAMANLAMASI

Tevfik ARSLAN*

ÖZET

Yatırım kararları, işletmeler açısından stratejik öneme sahip kararlardır. Deniz taşımacılığı sektöründe çalışan işletmelerin yatırım kararları arasında gemi alım-satım kararları ilk sıralarda yer almaktadır. Deniz taşımacılığından elde edilen kazançlar, gemi arz-talep değişimleri, dünya ekonomik durumu ve beklenmeyen büyük değişim ve krizlere bağlı olarak sürekli dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu çalışmada, dünya deniz taşımacılığında önemli yer tutan "kuru dökme yük" taşımacılığının son 10 yıllık gelişimi incelenmekte ve bu bağlamda Türkiye'deki kurumsallaşmış bir deniz taşımacılığı işletmesinin yakın zamanda filosuna kattığı kuru dökme yük gemisiyle ilgili finansal analiz ve yatırım kararı stratejik yönetim açısından, kararın alınışı ve zamanlanması yönünden irdelenmektedir.

Anahtar Sözcükler: *Kuru Dökme Yük Gemileri, Gemi Alım-satım Kararları, Stratejik Yönetim, Yatırım Kararlarının Finansal Analizi*

A STRATEGIC DECISION: TIMING SHIP PURCHASE AND SALE

ABSTRACT

Investment decisions are of the strategic significance from the point of business management. For those establishments involved in shipping industry, the ship purchase and sales decisions are considered to be the foremost decisions. The profits gained through shipping activities steadily fluctuate, depending upon the changes in supply and demands for ships, world economic situations, and encountering unexpected changes and crises. In this research, the recent ten years of "dry bulk cargo" shipping, which takes a considerable place in world shipping activities is analyzed. In connection with this analysis; the research also scrutinizes the financial analysis and investment decision of one of the well-institutionalized shipping companies in Turkey in terms of strategic management related decision making procedure and timing of decision, particularly related with dry bulk carriers recently involved in the company's fleet.

Keywords: *Dry Bulk Carriers, Ship Purchase-Sale Decisions, Strategic Management, Financial Analysis on Investment Decisions*

* Dokuz Eylül Üniversitesi, Deniz İşletmeciliği ve Yönetimi Yüksekokulu, E-posta: tarslan@deu.edu.tr

GİRİŞ

Dünya ticaretinin büyük bir kısmı deniz yoluyla gerçekleşmektedir. Deniz yoluyla taşınan yükler, enerji, tarım, madenler ve metal endüstri ürünleri, orman ürünleri, endüstriyel ve kimyasal yükler ve mamul maddeler olmak üzere sınıflandırılırlar. Kuru dökme yükler deniz yoluyla taşınan yüklerin %24,65'ini oluştururlar (UNCTAD, 2007: 4). Deniz ticaretinden elde edilen kazanç, taşıyıcıların yaptıkları hizmet karşılığında aldıkları taşıma ücreti "navlun" yoluyla olur. Navlunlar, dünya gayrisafi yurtiçi hâsılası (GSYH), gemi arz-talep dengesi, petrol fiyatlarındaki değişimler ve diğer beklenmedik olağandışı olaylara bağlı olarak büyük değişimler gösterir. Navlun değişim döngüsü, birbiri peşi sıra gelen süreçleri kapsar.

Döngünün dibe eriştiği durumda; ürünlerin taşınmaları için gemi talebi azalır, dünya deniz ticaret filosundaki iş bulamayan, yük bekleyen gemilerin sayıları artar, navlunlar düşer, gemiler tasarruf amacıyla intikal seyirlerini düşük hızla yaparlar. Gemiler işletme giderlerine eşit veya altında gelirlerle çalıştırıldıklarından, nakit durumları iyi olmayan firmalar güç durumda kalırlar ve nakit sağlamak üzere gemilerini satışa çıkarırlar. Gemi fiyatları özellikle yaşlı gemilerde hurda fiyatına düşer. Hurdaya ayrılan gemiler artar. Döngünün iyileşme sürecinde, deniz taşımacılığındaki arz-talep denge durumundadır, navlunlar artmaya başlar ve kazançlar işletme giderlerinin üzerine çıkar, navlunların artmasıyla birlikte hurdaya ayrılan gemi sayısı azalır. Durumun pozitif anlamda daha da gelişmesiyle navlunların yükseleceği veya tekrar düşük navlun dönemine dönüleceği konusunda değişik öngörülerde bulunulur, piyasaya belirsizlik durumu hâkim olur. Döngünün tepe noktasında deniz taşımacılığındaki arz-talep dengesi, talep yönünde bozulur, navlunlar işletme giderlerinin iki, üç misli artar, piyasada dolaşan nakit bollaşır, gemiler intikal seyirlerini yüksek süratler kullanarak yaparlar. Tersanelere verilen yeni gemi inşa siparişleri önceleri yavaş daha sonraları ivmelenerek artar, bankalar ve kredi veren diğer kuruluşlar tarafından verilen krediler artış gösterir. Az kullanılmış 4-5 yaşındaki gemilerin fiyatları, yeni inşa gemilerin fiyatlarını geçer. Döngünün çöküş sürecinde, deniz taşımacılığındaki arz-talep dengesi arz yönünde bozulmuştur, bunun yanında dünya ekonomisinin iyi yönde gidişini bozacak olayların ortaya çıkması çöküş sürecini hızlandırır, navlunlar düşmeye başlar, yüksek fiyatlarla alınmış gemiler, yeteri kadar kazanç getirmemeye başlar (Scarsi, 2007: 578; Stopford, 1997: 43).

Tvedt'e (2003) göre, deniz taşımacılığına olan talep anında karşılanabilseydi, bölgesel tonaj eksiklikleri, yakıt fiyatları ve diğer maliyet

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

değişkenleri ihmal edilmek şartıyla navlunlar sabit kalırdı. Artan talep karşısında, yeni gemi inşa süresinin uzun olması ve tersane kapasitelerinin talebi zamanında karşılayamaması navlun fiyatlarının yükselmesine sebep olmaktadır. Gemi arzının talebi aştığı durumlarda ise, gemi sahiplerinin kapasite fazlası gemilerini devre dışı bırakma konusundaki isteksizlikleri, navlunların normal seviyelerine yükselmesini geciktirmektedir (Tvedt, 2003: 330).

Deniz taşımacılığı sektöründe yatırımcıların kazançlarının yalnız gemi işletmeciliğiyle elde edilemeyeceği ve esas varlık kazancının doğru zamanlarda gemi alım-satım işlemlerinin gerçekleştirilmesiyle sağlanacağı düşünülür (Kavussanos ve Alizadeh, 2002b: 325). Örneğin 1986 Ağustos ayında 2500000 Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dolarına alınan 1977 yapımı 53521 dwt. luk bir dökme yük gemisi, üç yıl çalıştırdıktan sonra, 1989 yılının Mayıs ayında 10800000 ABD dolarına satılabiliştir (Thanopoulou, 2002: 632). Stopford da deniz taşımacılığı sektörüne yapılan yatırımların geri dönüşünün yıllık %10 oranında olduğunu ve deniz taşımacılığı sektörünün riskli bir sektör olduğunu belirtmektedir (Stopford, 1997: 75).

Deniz taşımacılığı piyasasındaki oyuncular sadece armatörlerden ibaret değildir. Varlıklarını değerlendirmek (asset play) isteyen spekülâtörler de, ikinci el gemi alım-satım piyasasına girerler. Bu durum pazardaki likiditeyi artırır ve kaynakların daha iyi dağılımını sağlar. Spekülâtörler pazar hakkındaki doğru bilgilerden faydalanarak akılcı davranış içinde olmazlarsa gemi fiyatlarındaki dalgalandırmayı artırır, bu durum elde edilecek kazancı arttırmakla beraber, riski de beraberinde getirir (Stranden, 2002: 191).

Klasik yatırım kararlarında, "İskonto edilmiş nakit akış analizi", "Net bugünkü değer analizi" gibi çeşitli analizler kullanılmaktadır. Deniz taşımacılığı piyasasında ise, yıllık kazançların sürekli değişmesi nedeniyle "Etkin Piyasa Hipotezi" (Efficient Market Hypothesis) in kullanılamayacağı yönünde düşünceler olup, gelecekteki gemi fiyatları ve navlunların tahminlenmesine yönelik çeşitli modeller oluşturulmuştur. (Bendall ve Stent, 2003; Engelen, Meersman ve De Voorde, 2006; Kavussanos, 2002; Kavussanos ve Alizadeh, 2002a, 2002b; Kavussanos ve Nomikos, 2003; Tvedt, 2003).

Yapılan çalışmanın amacı, 2007 yılı yazından bu yana ortalıkta dolaşan ekonomik kriz söylentilerinin yoğunlaştığı bir süreçte, kurumsallaşmış bir deniz taşımacılığı işletmesinin aldığı stratejik yatırım kararının örnek olay üzerinden incelenmesi yöntemiyle belirsizlik ortamlarında karar alma sürecinin irdelenmesi konusunda yapılan

çalışmalara bilimsel olarak katkıda bulunmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde son on yıllık süre içerisinde dünya deniz ticaretindeki gelişmeler incelenmiştir. Takip eden bölümde dünya kuru dökme yük taşımacılığı ile ilgili kavramlar verilerek bu taşımacılık türü ayrıntılarıyla ele alınmıştır. Daha sonraki bölümde denizcilik işletmelerinde stratejik yönetim ve karar alma süreçleri üzerinde durulmuş, örnek olay bölümünde ise, kurumsallaşmış bir deniz taşımacılığı şirketinin verdiği yatırım kararının Net Bugünkü Değer (NBD) ve İç Kazanç Oranı (İKO) yöntemiyle finansal analizi yapılarak çıktılar yorumlanmıştır.

1996-2007 YILLARI ARASI DÜNYA EKONOMİSİ VE DENİZ TİCARETİ

1996-2007 yılları arasında, dünya yurtiçi hasıllarında (GSYH), en büyük büyümeler 2000 (%4,1), 2004 (%3,9) ve 2006 (%3,9) yıllarında, en küçük büyümeler ise, 2001 (%1,3), 2002 (%1,8) de gerçekleşmiştir. Şekil 1’de, 2000 yılı sabit fiyatlarına göre (Amerikan Doları) 1996-2007 yılları arasındaki dünya GSYH’nın yıllık değişimi görülmektedir (UNCTAD, 1997-2007; Dünya Bankası, 2008). Aynı yıllar arasında, deniz yoluyla taşınan yük miktarı 1996’da 4758 milyon ton iken, 2006’da 7416 milyon tona yükselmiştir. Aynı süre içerisinde dünya deniz ticaret filosunun tonajı 758,2 milyon dwt. dan, 1042,3 milyon dwt’a çıkmıştır (UNCTAD, 1997-2007).

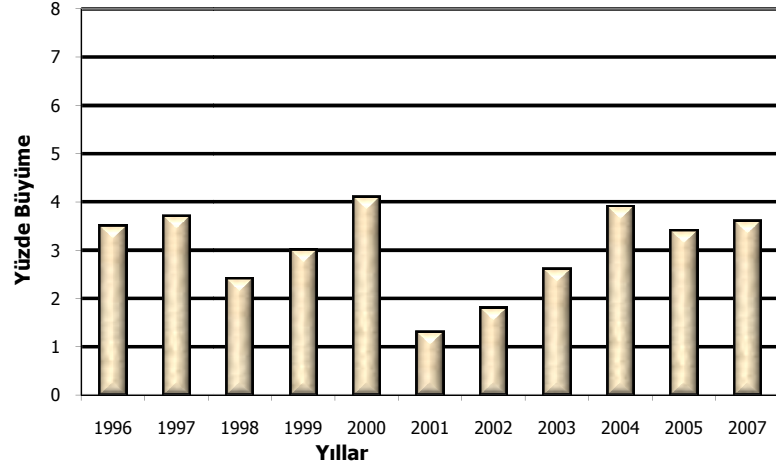
DÜNYA DENİZ TİCARET FİLOSU VERİMLİLİĞİ, ARZ VE TALEP

Deniz taşımacılığında, filo verimi, her gemi dwt’u için taşınan yük miktarı ve yine her gemi dwt’u için gerçekleştirilen ton-mil ile ölçülür. Birinci ölçütte, toplam taşınan yük miktarı, dünya deniz ticaret filosu toplam tonajına bölünür. Bu oran küçüldükçe, atıl durumdaki gemi tonajının arttığı bir diğer deyişle, dünya deniz ticaret filosunun tonajının taşınacak yük miktarından daha hızlı arttığı anlaşılır. İkinci ölçüt, toplam taşınan yük miktarının, bu yükleri taşımak için kat edilen mil ile çarpımının, dünya deniz ticaret filosu toplam tonajına bölümüyle elde edilir. Bu oranın yükselmesi, verimin arttığını, gemilerin limanlarda daha az kalıp, çalışma sürelerinin büyük bir kısmını seyir halinde geçirdiklerini gösterir. Bu durum aynı zamanda yüklerin uzak mesafelerden taşınmasıyla gemi gereksiniminin arttığının da bir işaretidir.

Son yıllarda her dwt. için ton-mil küçük dalgalanmalar gösterse de, son yirmi yılda bu ölçütün %50 arttığı görülmektedir (UNCTAD,2007: 49-50). Tablo1’de 1998-2006 yılları arasında, 18000 dwt. ve üzerindeki kuru

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

dökme yük gemilerinin her dwt için taşınan yük miktarı ve her dwt. için ton-mil verimlilik değerleri gösterilmiştir.



Şekil 1: Dünya GSYH'nın 1996-2007 Yılları Arasındaki Değişimi

Kaynak: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (1997-2007). Review of Maritime Transport, New York- Geneva; Dünya Bankası (2008), Dünya GSMH Büyüme Oranları, İndirilme Tarihi 16 Şubat 2008, WWW:Web: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/EXTGBLPROSPECTS/0,,contentMDK:21539434~menuPK:612511~pagePK:2904583~piPK:2904598~theSitePK:612501,00.html>.

Tablo 1: Kuru Dökme Yük Gemilerinin 1998-2008 Yılları Arasındaki Verimliliği

Yıllar	Ton/dwt	Ton-mil/dwt
1998	4,4	23,2
1999	4,5	23,3
2000	4,6	23,9
2001	4,7	23,9
2002	4,6	23,5
2003	4,9	24,8
2004	5,1	26,2
2005	5,1	25,5
2006	5,1	25,4

Kaynak: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (1997-2007). Review of Maritime Transport, New York- Geneva.

KURU DÖKME YÜK GEMİLERİ VE DÜNYA KURU DÖKME YÜK TAŞIMACILIĞI

Bu günkü anlamıyla, kuru dökme yük gemileri, 1950'li yılların sonlarında görülmeye başladılar ve tahıl, madenler gibi yüklerin büyük parseller halinde taşınmasında önemli rol oynadılar (Stopford, 1997: 131). Dökme yüklerin kayıcılık özellikleri nedeniyle (ambarlarının kübik ve ambar üstlerinde ambar ağızlarına doğru konikleşen meyilli yapılarıyla diğer gemi tiplerine kıyasla basit ve değişik yapı özelliği taşırlar) , bu gemilere yüklenen dökme yükün ek bir çalışmaya gerek göstermeden ambar içinde eşit ve düzgün dağıtılabilmesi sağlanabilmektedir (Stopford, 1997: 402).

Sıvı dökme yük taşımacılığı da eklendiğinde, dökme yükler dünya deniz taşımacılığında taşınan yüklerin 2/3'nü oluşturmakta olup, düzenli hat taşımacılığının tersine, dökme yük gemileri genellikle dünyanın her yerinde yük arayan ve dünya deniz ticaret filosunun 3/4'nün çalışma şekli olan tramp taşımacılık türünü tercih ederler. Bu gemilerde, tüm gemide genellikle tek cins yük taşınır (Kavussanos, 2002: 665).

Kuru dökme yük taşımacılığının özellikleri (Alizadeh ve Nomikos, 2002: 232-234, Nomikos ve Alizadeh, 2002: 693);

- Pazara giriş ve çıkış, gemi satın alacak veya kiralayacak bedelin bulunması şartıyla kolaydır. Dökme yük taşımacılığı pazarının çeşitli dalları arasında hareket etme olanağı vardır.
- Birkaç alıcı ve satıcının fiyatları ve pazara giriş ve çıkışı kontrol ettiği düzenli hat taşımacılığının tersine, dökme yük taşımacılığında tam rekabet koşulları geçerlidir. Sunulan hizmet ve kalitesi homojen olup, düzenli hat taşımacılığındaki farklılaşma olanağı dökme yük taşımacılığı pazarında yoktur.
- Pazarda bilgi yayılımı etkin olup, Baltic Exchange, Lloyd's Maritime Information Services, Lloyd's Registers of Shipping gibi kuruluşlarla, çeşitli kiralama ve broker firmalarının sağladığı bilgilere herkes kolayca erişebilir.
- Gemi ve gemi servisleri hareketli olduğundan, pazardaki birkaç oyuncunun, çeşitli bölge ve rotalardaki tam rekabeti bozucu etkisine dökme yük taşımacılığı pazarında rastlanmaz.

İleride açıklanacağı üzere, kuru dökme yük gemileri için tonajları göz önünde bulundurularak, Baltic Exchange tarafından, değişik sınıflandırmalar yapılmışsa da genel olarak sınıflandırılmaları aşağıda olduğu gibidir (UNCTAD, 2007: xiii);

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

- Cape-size 80000 dwt ve üzeri,
- Panamax 50000–79999 dwt
- Handymax 35000–49999 dwt
- Handy-size 20000–34999 dwt

Tonaj olarak küçük gemilerde taşınan yükün birim taşıma maliyeti, ölçek ekonomisi nedeniyle daha yüksektir. Bununla beraber, küçük gemiler; draftlarının az olması nedeniyle sığ limanlara yanaşabilmeleri, kolayca bir pazardan diğerine geçebilmeleri, kriz durumunda navlunlarındaki dalgalanmalarının daha az oluşları nedeniyle, varlıklarını değerlendiren oyuncular tarafından tercih edilirler (Kavussanos, 2002: 667).

Kuru Dökme Yük Gemilerinin İşletilme Türleri

Gemilerin çalıştırılmalarında karşılaşılan maliyetleri; "İşletme maliyeti", "Sefer maliyeti", "Sermaye maliyeti" olarak sınıflandırmak mümkündür. Bu maliyetlerin yüzde oranları 1993 yılı için 10 yaşındaki "Capsize" kuru dökme yük gemisinde, Stopford tarafından sırasıyla; %26, %35 ve %39 olarak hesaplanmıştır (Stopford, 1997: 160). İşletme maliyeti içerisinde, çalışanların ücretleri, yedek parça ve yağlama yağı, gemi bakımı ve onarımı, sigorta primleri ve diğer idari masraflar yer almaktadır. Sefer maliyeti ise, harcanan yakıt ücreti ve liman (yükleme-boşaltma, pilotaj, terminal ücreti) masraflarından oluşmaktadır. Sermaye maliyeti, işletmenin faiz ve borç geri ödemelerinin oluşturduğu maliyettir.

Kuru dökme yük gemileri, belirli miktardaki yükün, belirli rotada, taşıyıcı ile taşıtan arasında anlaşmaya varılan süre ve fiyatla taşınması konusunda anlaşmalarını yasallaştıran "navlun sözleşmesi" dışında, taşımalarını spot piyasada, trip veya seferlik kiralama (trip charter, voyage charter) veya süreli kiralama (time charter) olarak gerçekleştirirler (Stopford, 1997: 82). Seferlik kiralamada, kiracı gemiyi, iki veya daha çok liman arasında bir sefer için kiralar ve navlun her ton yük için ABD doları olarak saptanır. Bu kiralamada, armatör, işletme maliyeti, sefer maliyeti ve sermaye maliyetini üstlenir. Trip kiralamada iki liman arasında, tek seferlik sözleşme yapılır. Navlun gün başına ABD doları olarak tesbit edilir. Bu tip kiralamada, kiracı sefer maliyetini üstlenir. Süreli kiralamada ise(time charter) kiracı gemiyi belli bir süre için kiralayarak kendi namına çalıştırır. Bu tip sözleşmelerde kira ücreti, gün başına ABD doları olarak saptanır ve kiracı bu sözleşmede de sefer maliyetlerini öder. Süreli kiralamada gemi sahibi belirli bir geliri düzgün olarak elde edeceği için, süreli kiralama navlunu, spot piyasa navlunlarından düşüktür. Riskten

kaçınan armatörler gemilerini sürekli kiralayarak çalıştırmayı tercih ederler (Kavussanos ve Alizadeh, 2002a: 268). Deniz taşımacılığı sektöründe, arz-talep döngüsünün tahminlenmesi, gemileri ucuza alıp, fiyatları artınca satmak, navlunların sürekli arttığı durumlarda spot piyasada çalışmak, döngünün tepe noktaya eriştiği hissedildiğinde gemileri sürekli kiralamaya bağlamak önem kazanmaktadır (Scarsi, 2007: 589).

Baltic Exchange

1774 yılında Londra’da tüccarların ve gemi sahibi kaptanların buluşup dünyanın çeşitli bölgelerine taşınacak mallar için navlun pazarlığı yaptıkları bir kahvehane olan yer, zaman içerisinde kurumsallaşmış ve günümüzde denizcilik sektörünün değişik alanlarından ortakları ve üyeleri olan limited şirketi haline gelmiştir. Şirket ortaklarına ve üyelerine günlük olarak dökme yük piyasasının navlun bilgilerini yayımlar, ortaklarının ve üyelerinin ticari anlaşmazlıklarının çözümünde danışmanlık yapar ve deniz taşımacılığı hukuksal çerçevesi hakkında yayınlar yapar (Baltic Exchange, 2008). Baltic Exchange’nin kuru dökme yük piyasası için yayımladığı endeks bilgilerinin kronolojik sıralaması aşağıda olduğu gibidir;

- 4 Ocak 1985, değişik tonajlardaki (14000-120000dwt) kuru dökme yük gemilerinin, 13 ayrı rotadaki değişen ağırlıklı ortalamalarını gösteren Kuru Dökme Yük Navlun (BFI) endeksinin yayımlanması,
- 15 Ekim 1996, 43000 dwt.’luk Handysize gemileri için dört ayrı rotadaki değişen ağırlıklı ortalamaları gösteren endeksin (BHI) yayımlanması,
- 1 Kasım 1999, BFI yerine geçecek, Capsize, Panamax ve Handysize gemilerin eşit ağırlıklı ortalamalarının yer aldığı ve geriye dönük (1985) bilgileri de kapsayan Kuru Dökme Yük (BDI) endeksinin yayımlanması,
- 4 Eylül 2000, 45496 dwt.’luk, kuru dökme yük gemileri için 6 değişik rotadaki değişen ağırlıklı sürekli kiralama ortalamalarını gösteren Baltic Exchange Handymax endeksin (BHMI) yayımlanmaya başlaması ve BHI’nin yayımlanmasının durdurulması.
- 1 Haziran 2005, 52454 dwt.’luk kuru dökme yük gemileri için 5 değişik rotadaki değişen ağırlıklı ortalamaları gösteren Baltic Exchange Supramax (BSI) endeksinin yayımlanmaya başlanması,
- 3 Ocak 2006 BHMI’nin yayımlanmasının durdurulması,

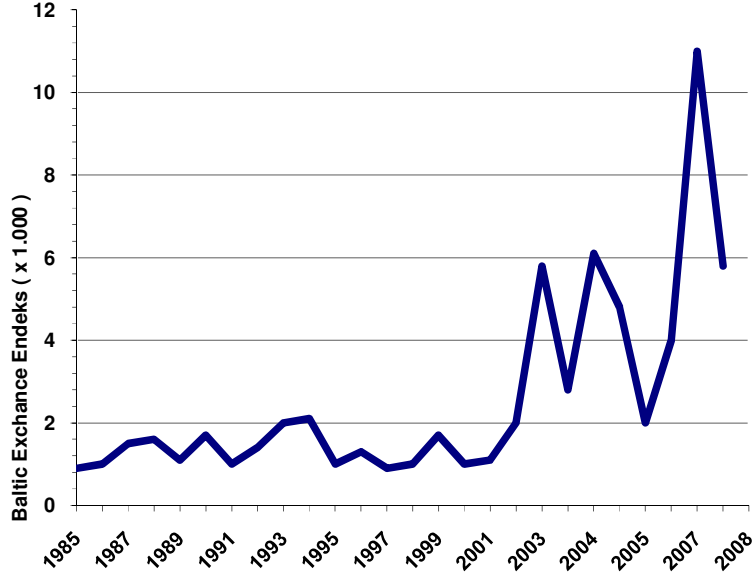
Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

- 23 Mayıs 2006, Handysize gemileri için (28000 dwt), 6 değişik rotada değişen ağırlıklı ortalamalarını gösteren yeni Baltic Exchange Handysize (BHSI) endeksin yayımlanmaya başlanması.

1985-2008 Arası Kuru Dökme Yük Piyasası

1999 yılında BFI yerine, geriye dönük kapsamlı olarak yayımlanan Baltic Exchange Kuru Yük Endeksine (BDI) bakıldığında, 1985 yılında 1000 olan endeksin, 1985-2003 arasında sadece bir kez, 1995 yılında 2000'in üzerine çıktığı görülmektedir. 1995 yılında navlun Fiyatlarının artması, yeni gemi inşa sayısını arttırmış, gemi arzı, kuru dökme yük taşınmasına olan talebin üzerine çıktığından piyasa tekrar durgunlaşmış, bu durum 2000 yılına kadar devam etmiştir. 2000 yılında kuru dökme yük piyasasında görülen canlanma 11 Eylül İkiz Kuleler saldırısı sonunda, tekrar sönümlenmiştir. 2003 yılının sonlarına doğru, özellikle Çin'in demir cevheri ithalatında artış, kuru dökme yük piyasasını canlandırmış ve endeks 2000'in üzerine çıkarak, 2008 başlarına kadar dalgalanmalara karşın yüksek düzeyini korumuştur (Tsolakis, 2005: 8-9).

Kuru dökme yük taşımacılığında 2003 yılında başlayan ve devam eden büyümede, Çin ve diğer Güneydoğu Asya ülkelerinin temel endüstri hammaddelerine olan talep artışları rol oynamaktadır. Özellikle Çin'in hammadde gereksiniminin, tüketici taleplerine bağlı olmayıp, 2008 dünya olimpiyatları ve 2010 yılında Şanghay'da açılacak olan dünya Expo fuarının altyapı yatırımlarıyla ilgili olduğu belirtilmektedir. Yine Çin'in ekonomik büyüme ve kalkınma hamlesi, Japonya ve Kuzey Kore'nin kalkınma hamlesiyle kıyaslandığında, Çin'in 30 yıllık bir kalkınma sürecinin henüz 10. yılında bulunduğu vurgulanmaktadır. Çin demir cevheri ihtiyacını Brezilya'dan karşılamaktadır. Bu durumda artan ton-mil, gereksinim duyulan gemi miktarını da arttırmaktadır. 2007 UNCTAD raporuna göre, dünya kuru dökme yük filosunda 20 ve üzeri yaşlarda bulunan gemilerin oranı %31,3 dür. Dünya tersaneleri, kuru dökme yük gemileri gibi yapısı basit, az kâr getiren gemilerden daha çok, ileri teknoloji içeren, LNG, LPG ve kimyasal tankerlerin siparişlerine öncelik vermektedir. Bu durumlar göz önünde bulundurulduğunda, kuru dökme yük gemileri navlunlarının 2007-2008 senelerinde de yüksek olacağı öngörülmektedir (Bornozis, 2006: 5-7; UNCTAD, 2007: 27). Şekil 2'de, Baltık Kuru Dökme Yük endeksinin 1985-2008 yılları arasında seyri görülmektedir.



Şekil 2: Baltık Exchange Kuru Dökme Yük Endeksinin 1985-2008 Yılları Arasındaki Değişimi

Kaynak: Baltic Exchange (2008), Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:<http://www.balticexchange.com>.

1996-2008 Arası Kuru Dökme Yük Piyasası

Son on yılda kuru dökme yük piyasasındaki gelişmeleri irdelemek için, bu süre içinde, kuru dökme yük gemilerinin tonaj analizi, senelik kullanım fazlası gemi tonajı, deniz yoluyla taşınan kuru dökme yük miktarlarındaki değişimler, ortalama süreli kiralama günlük navlunları ve gemi alım-satım fiyatlarının incelenmesi gerekmektedir.

1996-2006 Arası Kuru Dökme Yük Gemilerinin Tonaj Analizi

1996 yılında, 257,2 milyon dwt. olan 10000 dwt'nun üzerindeki kuru dökme yük gemilerinin tonajı, 2006 yılında 361,8 milyon dwt'a ulaşmıştır. 1995 yılında BDI de görülen yukarı yönde kıpırdanmanın arkasından, 1996 yılında kullanım fazlası kuru dökme yük gemilerinin tonajlarının 17,2 milyon dwt'a çıkması ve bu kapasite fazlasının 2000 yılına kadar azalarak 3,8 milyon dwt'a düşmesinin ardından endekste

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

yukarı yönlü ikinci kıpırdanmanın başlaması, gemi arz, talebiyle endeksin hareketi arasındaki ilişkiyi ortaya koyması bakımından ilginçtir (UNCTAD, 1997-2007).

Tablo 2’de, dünya kuru dökme yük filosunun 1996-2006 yılları arasındaki tonaj değişimleriyle yıllık kapasite fazlası gemi tonajları gösterilmektedir.

Tablo 2: Kuru Dökme Yük Gemilerinin 1996-2006 Yılları Arasındaki Tonaj Değişimleri (Milyon ton)

Yıllar	Kuru Yük Gemilerinin Tonajları	Yıllık Kapasite Fazlası Tonaj
1996	257,2	17,2
1997	260,9	10,3
1998	257,1	5,8
1999	245,7	7,9
2000	247,7	3,8
2001	255,3	2,9
2002	258,8	2,2
2003	297,5	3,6
2004	325,1	2,1
2005	340	2,0
2006	361.8	3,4

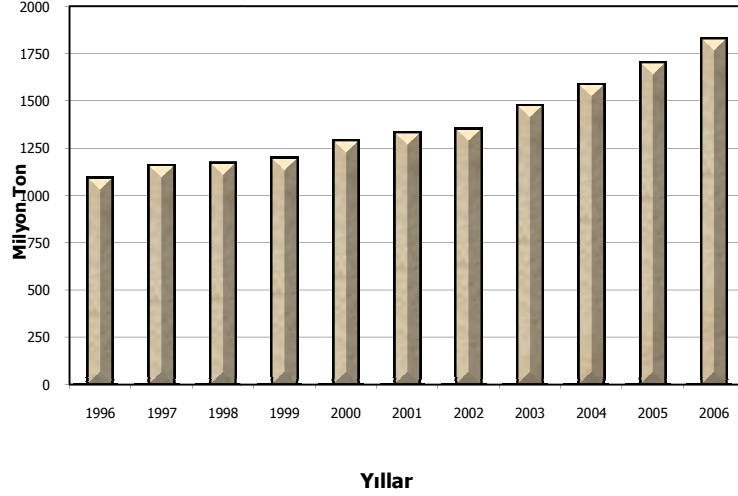
Kaynak: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (1997-2007). Review of Maritime Transport, New York- Geneva, UNCTAD, 1997-2007

1996-2006 Yılları Arasında Taşınan Kuru Dökme Yük Miktarı

Kuru yük denildiğinde, kuru dökme yük, konteyner, ro-ro ve genel yük gemileriyle taşınan, yani sıvı olarak taşınan petrol ürünleri, kimyasal ürünler ve sıvılaştırılmış petrol ve doğal gaz dışındaki tüm kuru yükler anlaşılmaktadır. Kuru dökme yük gemileriyle, rulo, çubuk ve levha saçlar ile hurda demir de taşınabilmekle beraber kuru dökme yük gemisi denildiğinde taşınan ana endüstriyel maddeler olarak, demir cevheri, kömür, tahıl, boksit, alümina ve kaya fosfatı akla gelmektedir. 1970 yılında deniz yoluyla taşınan beş ana kuru dökme yük miktarı 448 milyon ton iken bu miktar, 2006 yılında 1828 milyon tona yükselmiştir. Bu durum, bu ürünlerin ana müşterilerinin Rostow’un ekonomik kalkınmanın beş safhası tanımına uygun olarak, ağır endüstri gelişimini tamamlayan ve ileri teknoloji ürünleri üretimine ve hizmet sektörüne yönelen batıdan, kalkınma hamlelerinin başlarında olan Uzakdoğu ve Güneydoğu Asya ülkeleri olduklarını göstermektedir (Stopford, 1997: 240-241). Şekil 3’de

Tevfik Arslan

deniz yoluyla taşınan beş dökme kuru yükün, 1996-2006 yılları arasında taşınma miktarları görülmektedir.



Şekil 3: Kuru Dökme Yük Gemileriyle Taşınan Yüklerin 1996-2006 Yılları Arasındaki Değişimleri

Kaynak: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (1997-2007). Review of Maritime Transport, New York- Geneva, UNCTAD, 1996-2007

1997-2008 Yılları Arasında Kuru Dökme Yük Gemilerinin Navlunları

Araştırmaya konu olan şirketin yatırım yaptığı gemilerinin tonajları; 56023, 50072 ve 48457 dwt.'dur. Bu bakımdan Baltic Exchange'den elde edilebilen verilerden faydalanırken, 1997 yılının Ocak ayından, 2000 yılının Ağustos ayına kadar, 15 Ekim 1996 tarihinde yayımlanmaya başlanan, 43000 dwt.'luk Handysize gemileri için dört ayrı rotadaki değişen ağırlıklı ortalamaları gösteren günlük ortalama navlunlardan, 2000 yılının Eylül ayından, Haziran 2005 tarihine kadar, 4 Eylül 2000 tarihinde yayımlanmaya başlayan, 45496 dwt.'luk, kuru dökme yük gemileri için 6 değişik rotadaki değişen ağırlıklı süreli kiralama ortalamalarını gösteren Baltic Exchange Handymax gemilerinin günlük ortalama navlunlardan, Temmuz 2005 tarihinden, Şubat 2008 tarihine kadar da 1 Haziran 2005 tarihinde yayımlanmaya başlanan, 52454 dwt.'luk kuru dökme yük gemileri için 5 değişik rotadaki değişen ağırlıklı ortalamaları gösteren Baltic Exchange Supramax gemilerinin günlük ortalama navlunlarından faydalanılmıştır.

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

Yıllık navlun değerleri bulunurken, 12 ayın, aylık navlun değerlerinin ortalamaları alınmıştır.

On yıllık günlük navlun (kira) değerlerine bakıldığında en düşük günlük navlun değerinin, 1999 yılında 6704,83 ABD doları, en yüksek değerin de 2007 yılında 46258,5 ABD doları olduğu görülmektedir. Tablo 3'te, 1997-2008 yılları arasında günlük ortalama navlun değerlerinin değişimi görülmektedir.

Tablo 3: 43000-52454 dwt'lık Kuru Dökme Yük Gemilerinin 1997-2008 Yılları Arasındaki, Ortalama Günlük Kiraları (ABD Doları)

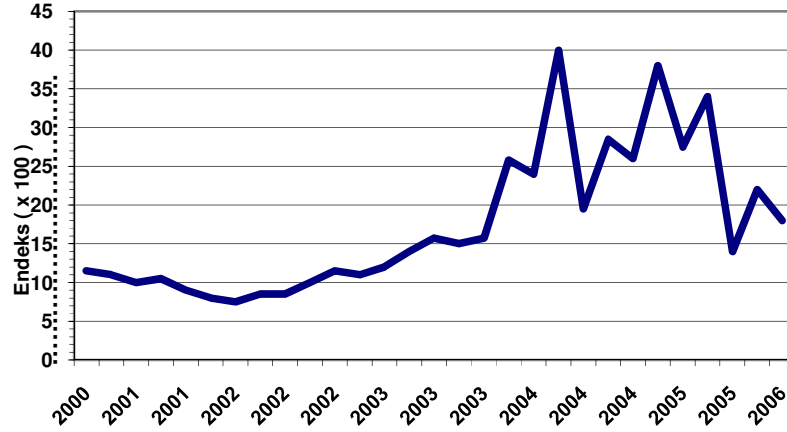
Yıllar	Günlük Kira
1997	8495,75
1998	6883,83
1999	6704,83
2000	9192,91
2001	8402,75
2002	7889,08
2003	14409,75
2004	27902,33
2005	21562,16
2006	22090,33
2007	46258,5
2008 (Oc.-Şb.)	49009,831

Kaynak: Baltic Exchange (2008), Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:<http://www.balticexchange.com>

Ortalama günlük gemi navlunları ile, endeks arasındaki ilişkinin canlandırılabilmesi amacıyla Şekil 4'te 2000-2005 yılları arasındaki Baltic Exchange Handymax endeksi verilmiştir.

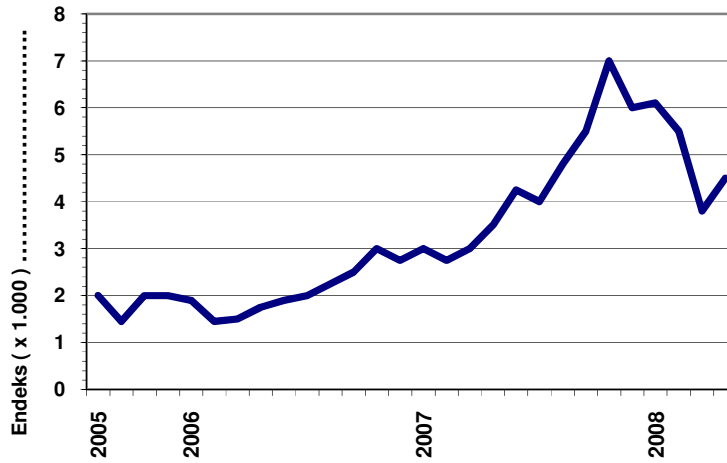
Aynı amaçla sunulan Şekil 5'te, Baltic Exchange Supramax endeksin 2005-2008 yılları arasındaki seyri görülmektedir.

Daha önce belirtildiği gibi gemi sahipleri navlunların yüksek olduğu dönemlerde gemilerini spot piyasada (trip charter), navlunlar düşük olduğunda da süreli kiralamada (time charter) çalıştırmayı tercih ederler. Şekil 6'da, 2000-2007 yılları arasında gemilerin spot piyasada günlük kiralama ücretleri görülmektedir.



Şekil 4: Baltık Exchange Handymax Endeksinin 2000-2005 Yılları Arasındaki Değişimi

Kaynak: Baltic Exchange (2008), Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:<http://www.balticexchange.com>



Şekil 5: Baltık Exchange Supramax Endeksinin 2005-2008 Yılları Arasındaki Değişimi

Kaynak: Baltic Exchange (2008), Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:<http://www.balticexchange.com>

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

1997-2008 Yılları Arasında Kuru Dökme Yük İkinci El Ve Hurda Gemi Fiyatları

Navlunların yüksek olduğu dönemlerde tersanelere gemi ismarlanması durumunda, geminin inşa edilip hizmete girmesi için geçen süre en azından 1-1,5 yıl olmaktadır. Bu süre içerisinde navlunlarda olacak büyük değişimler, yatırımın kârlılığını tehlikeye düşürebileceğinden, yükselen piyasalarda genç ikinci el gemilere rağbet artmaktadır. Çalışmada incelenen ikinci el gemi fiyatları, 1996 yılından 2003 sonuna kadar, 45000 dwt'luk beş yaşında kuru dökme yük gemilerinin UNCTAD senelik raporlarında yayımlanan yılsonu değerleridir. 2004 senesinin Eylül ayından itibaren Baltic Exchange beş yaşında 52000 dwt.luk kuru dökme yük gemilerinin fiyatlarını yayımlamaya başlamıştır. Eylül 2004 tarihinden, Şubat 2008 tarihine kadar verilen yıllık gemi fiyatları 12 ayın ortalamalarıdır. Tablo 4'te 1996-2008 yılları arasındaki beş yaşındaki ikinci el gemi fiyatları görülmektedir.

Baltic Exchange tarafından gemilerin hurda fiyatları 1 Temmuz 2004 tarihinden bu yana yayımlanmaktadır. Hurda fiyatları, Uzakdoğu ve Doğu Avrupa gemi bozum tesislerine göre değişmektedir. Tablo 5'te, 2004-2008 arası hurda gemi fiyatları ortalamaları verilmiştir.

DENİZCİLİK İŞLETMELERİNDE STRATEJİK YÖNETİM

İş dünyasında "Stratejik Yönetim" çalışmalarının 1950'li yıllarda başladığı hususunda genel bir mutabakat bulunmaktadır (Barca, 2005: 9).

Strateji; İşletmelere belirli bir yön vermek ve pazardaki rekabet üstünlüğünü devam ettirmek üzere, devamlı iç ve dış çevre analizi yapılarak çevreye uyumun sağlanabilmesi amacıyla gerekli faaliyet planlarının hazırlanması, ve bunları uygulamak üzere araç ve kaynakların temin edilmesi süreci olarak tanımlanmaktadır (Dinçer, 2004: 21). Bu bağlamda stratejik yönetim: etkili stratejiler geliştirmek, bunları uygulamak ve sonuçlarını kontrol ederek gerekli düzeltmeleri yapmak üzere gerçekleştirilen faaliyetler toplamı olarak tarif edilmektedir (Dinçer, 2004: 35).

Stratejik yönetim ile ilgili çalışmalar iki ayrı okul çevresinde yapılmaktadır. Bu okullardan birincisi, "stratejinin içeriğiyle ilgili okullar", diğeri ise "stratejinin süreciyle ilgili" okullardır. İçerik okullarında ekonomik yaklaşım öne çıkarken, süreç okullarında, sosyoloji, psikoloji, örgüt kuramları, siyaset bilimi ön plana çıkmaktadır. İçerik okulları iki dala ayrılmaktadır: "Planlama okulu" ve "Öğrenme okulu".



Şekil 6: 2000-2005 Yılları Arasındaki Handymax, 2005-2008 Yılları Arasındaki Supramax Kuru Dökme Yük Gemilerinin Spot Günlük Navlunları Değişimleri

Kaynak: Platou Economic Research, (2008). Trip Charter Rates for Bulk Carriers. İndirilme Tarihi: 17 Nisan 2008, WWW:Web: <http://platoufinans.no/loadfileservlet/loadfiledb?id=1207566200320PUBLISHER&key=1207566209304>.

Planlama okulu: Planlama okulunun yaklaşımı, geçmiş olayların analiz edilmesi ile önceden hazırlanmış ve geleceğe ait öngörüler getirebilen uzun vadeli stratejik planların kullanılmasıdır. Bu okulun önemli temsilcileri, Alfred Chandler ve Peter Drucker'dır.

Öğrenme okulu: Öğrenme okulu yaklaşımı, önceden hazırlanmış ve kesinleştirilmiş stratejik plana gereksinim olmadığı, stratejik planların bir süreç içerisinde şekil kazanacağıdır. Bu düşüncenin önemli temsilcisi Henry Mintzberg'dir (Barca, 2005: 23-25).

Stratejik yönetim aşamaları; misyon ve vizyonun oluşturulması, iç ve dış çevre analizi, strateji geliştirilmesi, stratejinin uygulanması, yaratılan değerın değerlendirilmesi ve uygulamaların kontrolüyle sistemin aksayan yönlerini düzeltmek üzere geri bildirim elde edilmesidir. Stratejinin uygulama ayağında yöneticilerin üç etmeni göz önünde bulundurmaları zorunluluğu bulunmaktadır, bunlar; "finansal kararlar", "yatırım kararları" ve "işletim (operation) kararlarıdır. Günümüzün yenilikçi örgütlerinde, Mintzberg'in öğrenme okulu yaklaşımı ağırlık

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

kazanmakta, başlangıçta anahatlarıyla saptanmış işletme stratejilerinin, uygulamada görülen gerçekleştirilemeyecek kısımları elenmekte, çevre faktörünün yarattığı, fırsat ve tehditler, finansal, yatırım ve işletim kararları bağlamında değerlendirilerek oluşturulan acil stratejiler, kararlaştırılmış stratejiye eklenerek, gerçekleştirilmiş stratejiler elde edilmektedir. İşletmelerde stratejik yönetimin gerçekleştirilmesi için hazırlanan stratejik planlar, uzun vadeli olup, planın hazırlanması ve uygulanması yönünden işletme üst yönetimi sorumludur. (Dinçer, 2004: 315; Porth, 2002: 3-15).

Tablo 4: İkinci El Kuru Dökme Yük Gemi Fiyatlarının 1996-2008 Yılları Arasındaki Değişimleri

Yıllar	Gemi Tonajı Dwt.	Gemi Fiyatı (Milyon ABD Doları)
1996	45 000	19
1997	45 000	18
1998	45 000	13
1999	45 000	16
2000	45 000	15
2001	45 000	12
2002	45 000	15
2003	45 000	21
2004	52 000	28,5
2005	52 000	31,5
2006	52 000	32
2007	52 000	55,3
2008 (Ocak-Şubat)	52 000	70,8

Kaynak: United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (1997-2007). Review of Maritime Transport, New York- Geneva; Baltic Exchange (2008), Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:http://www.balticexchange.com.

Stratejik Yönetimde Yatırımların Finansal Değerlendirilmesi

Stratejik yönetimde yatırım kararları alınmadan önce, işletmenin iç ve dış çevre analizinin yapılması, yapılacak yatırım için sağlanacak sermayenin maliyeti, yatırımın kârlılığı, yatırım sermayesinin bu günkü değeriyle, gelecekte elde edilecek kazancın kıyaslanması gibi çeşitli ölçütlerin göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Yatırım öncesi kullanılan finansal ölçütler (Akgüç, 1998: 331; Porth, 2002, 156-181):

- Sermayenin yaklaşık kârlılığı,
- Geri ödeme süresi,

- karlılık oranı,
- Net bugünkü değer yöntemi,
- Fayda maliyet oranı,
- Yıllık eşdeğer gider yöntemidir.

Yatırımların finansal değerlendirmelerinde en çok kullanılan yöntemlerin, İç kârlılık oranı ve net bugünkü değer yöntemi olmaları nedeniyle, çalışmanın hacmi düşünülerek, örnek uygulamadaki yatırımın finansal analizinde belirtilen iki analiz yöntemiyle yetinilmiştir.

Tablo 5: Kuru Dökme Yük Gemilerinin Hurda Fiyatlarının 2004-2008 Yılları Arasındaki Değişimleri

Yıllar	ABD Doları/Ton
2004	347,26
2005	334,69
2006	297,91
2007	356,38
2008 (Oc.Şb.)	400,19

Kaynak : Baltic Exchange (2008), Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:http://www.balticexchange.com.

Karar Verme Süreçleri ve Stratejik Yönetimde Yatırım Kararlarının Alınması

Karar verme konusunda çeşitli tanımlar bulunmaktadır. Bunlardan bazıları: Bir amaca ulaşmak için izlenecek yolların belirlenmesi, hedefe ulaştıracak araçların tespit edilmesi için yapılan bedensel ve zihinsel faaliyetler sürecidir (Eren, 2003: 185). Diğer bir tanım: belirlenmiş seçenekler arasında en ussal olanının seçilmesidir (Can, 2005: 309).

Bir kararın temel unsurları, çeşitli seçenekler arasında seçme eyleminin gerçekleştirilmesi, kararın ussal olma zorunluluğu ve alınan kararın bir amacının olmasıdır. Karar türleri arasında ayırım yapılması gerektiğinde, Simon'un "programlanabilir kararlar" ve "programlanamayan kararlar" ayırımı öne çıkmaktadır. Programlanabilir kararlarda, alınacak kararla ilgili bilgiler, gerekli norm ve kurallar belli olduğundan karar verme işlemi programlanabilir, alınan kararlar rutin kararlardır. Programlanabilir kararları, işletmelerde orta ve alt düzeydeki yöneticiler alabilir. Programlanamayan kararlarda ise alınacak kararla ilgili çevre bilgileri belirsizlik veya kısmi belirsizlik durumunu taşır. Karar alma süreci daha zor ve çetindir. Bu tür kararlar işletmelerin üst düzey

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

yöneticileri tarafından alınır ve alınan kararlarda yöneylem analizleri, senaryo teknikleri gibi çeşitli bilimsel yöntemler kullanılır. Alınacak kararla ilgili bilgilerin elde edilebilirlik durumuna göre karar ortamının sınıflandırılması yapıldığıdaysa, belirlilik, risklilik, belirsizlik ve muğlaklık durumları görülmektedir (Can, 2005: 309-310; Eren, 2003: 187; Nas, 2006: 62).

Karar alma sürecinin belli başlı özellikleri (Eren, 2003: 185-186);

- Karar alma süreci stresli bir süreçtir, alınacak karar ile ilgili, belirsizlik veya kısmi belirsizlik durumu görüldüğünden, karar alıcılar stres altında çalışırlar,
- Alınan kararlar ussal ve ekonomik olma zorundadır,
- Kararı verecek olanların kararla ilgili bilgili ve donanımlı olmaları gerekmektedir,
- Karar alıcılar, karar alma ve uygulama konusunda bağımsız olmalıdır,
- Karar verme süreci, bilgilerin toplanmasını ve uzmanlar tarafından bu bilgilerin işlenmesini gerektirdiğinden masraflı bir iştir,
- Karar verme, sorunların üstesinden gelme amacıyla yapıldığından, uygun zamanda yapılmalı, karar verme sürecinin de bir programı olmalıdır. Karar vermede gecikme veya aceleci davranma bir takım yanlışlıklar doğurabilir, şeklinde özetlenebilir.

Karar verme sürecinde ise (Can, 2005: 314-316);

- Karar verilecek durumun anlaşılması,
- Problem veya sorunun saptanması,
- Karar seçeneklerinin oluşturulması
- Seçenekler arasından en uygununun seçilmesi
- Kararın uygulanması
- Karar sonuçlarının değerlendirilmesi aşamaları görülmektedir.

Karar verme modelleri; "klasik karar verme modeli" ve "yönetimsel karar verme modeli" olarak iki grup altında toplanabilir. Klasik karar verme modelinde, verilecek karara ait bilgiler açık, izlenecek kurallar ve normlar belirlidir. Yönetimsel karar modelindeyse, belirsizlik ve kısmi belirsizlik durumu hâkim olup, uzmanlık, erişilebilen bilgilerin bilimsel analizi, üst yöneticilerin deneyim ve sezgileri ön plana çıkmaktadır (Eren, 2003: 188-189).

İşletmelerde kararlar hiyerarşik düzeyde sınıflandırıldığına;

- Kurumsal kararlar,
- Stratejik kararlar,
- Yönetimsel kararlar,
- İşletimsel kararlar, hiyerarşisi görülmektedir.

Stratejik kararlar, işletmelerin yeni yatırımlar yapma, ürün çeşitlendirme, yeni bir pazara girme gibi konularda verdiği hayati önemde kararlardır. Stratejik kararlar, üst düzey yöneticileri tarafından genellikle grup kararı olarak verilirler, karar ortamında bilgilere ulaşma bakımından kısmi belirsizlik bulunur, kararlar merkezidirler, bu kararlar programlanamayan kararlar olup tekrarlanamazlar (Eren, 2003: 191-194).

ÖRNEK UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde gemilerinin büyük çoğunluğunu kuru dökme yük gemilerinin oluşturduğu, kurumsallaşmış bir deniz taşımacılığı işletmesinin, gemi alım kararı örnek olarak incelenmiştir.

2008 Ocak ayı ortalarında işletme, ikinci el beş yaşında supramax sınıfına giren 52455 dwt. ve 24200 net tonluk bir kuru dökme yük gemisini 72 milyon ABD, doları fiyatla satın alarak filosuna katmıştır.

İşletme gemi fiyatının 15 milyon dolarını kendi öz kaynaklarından ödemiş, kalan 57 milyon dolar için banka kredisi kullanmıştır. Kredi beş yıl vadeli, libor +1,2 faizle alınmış olup, ana para ve faiz ödemeleri üç ayda bir yapılmak üzere anlaşılmıştır. İşletme satın aldığı gemi için 20 yıllık bir kullanım süresi öngörmekte ve yaptığı yatırımın değerlendirilmesini 10 yıl üzerinden hesaplamaktadır. Geminin 10 yıl sonraki değeri normal amortisman yöntemi kullanılarak 36 milyon ABD doları olarak saptanmıştır. İşletme gemisini, navlunların yüksek olduğu sürece seferlik (trip charter) ve daha sonra duruma göre süreli kiralama (time charter) altında çalıştırmayı düşünmektedir. İşletme gemi TUGS'e (Türk Uluslararası Gemi Sicili) kayıtlı olduğundan net ton başına senelik vergi ödemekte ve personeli için ödediği ücretler gelir vergisi ve fonlardan muaf tutulmaktadır (Resmi Gazete. 2000, 24088). İşletme günlük işletme maliyetini 6000 dolar olarak öngörmüş olup, filosunun verimlilik oranını 2007 yılı için her ne kadar $\%99,6=363$ gün olarak hesaplamışsa da gelecek yıllarda, piyasanın durgunlaşması durumunda bu oranın tutturulamaması olasılığı göz önünde bulundurularak çalışmada, geminin faal olduğu süre 355 gün olarak alınmıştır. İşletme senelere göre günlük navlun gelirlerinden, 2008, 2009 ve 2010 yıllarına ait navlun değerleri için, aidat ödeyerek üyesi olduğu Baltic Exchange verilerinden faydalanmış, diğer seneler için kendi öngördüğü değerleri kullanmıştır. Gelecek 10 yıl için öngörülen günlük trip charter navlunları Tablo 6' da verilmiştir.

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

Tablo 6: 2008-2018 Yılları Arası Öngörülen Trip Charter Değerleri

Yıllar	Günlük Kira ABD Doları
2008	60000
2009	45000
2010	37000
2011	27000
2012	25000
2013	23000
2014	22000
2015	22000
2016	21000
2017	21000

İşletme yatırımının kârlılığını NBD (net bugünkü değer) ve İKO (iç kârlılık oranı) yöntemleriyle değerlendirirken, 10 yıllık gelir-gider durumunu gösteren, nakit akış tablosu hazırlamış, daha sonra yatırımın özsermaye ve toplam yatırım tutarı olarak NBD ve İKO'nu hesaplamıştır. İşletme tarafından hazırlanan nakit akış tablosunda, anapara ve faiz ödemeleri, üçer aylık dönemlerde, bilgisayar programından yararlanarak hesaplanmış olup, çalışmada tabloların basitleştirilmesi amacıyla faiz ve anapara ödemeleri yıllık olarak hesaplanmıştır. Nakit akış tablosunda işletmenin özsermayesinden harcadığı 15 milyon doların fırsat maliyeti de tabloya dâhil edilmiştir. Yine çalışmayı basitleştirmek için, ABD dolarındaki yıllık enflasyonun, işletme gelir ve giderlerini aynı oranda etkilediği öngörülerek işletmenin de yapmış olduğu gibi hesaplamaya dâhil edilmemiştir.

İşletmenin yatırımını yaptığı 15 Ocak 2008 tarihinde 12 aylık kredilerde kullanılan libor değeri ABD doları için %3,47375 iken, Amerikan Merkez Bankası'nın faiz indirimleri nedeniyle bu değer 9 Mayıs 2008 tarihinde %2,8725'e düşmüştür (BBA, 2008). Yine hesapların basitleştirilmesi için ve gelecek yıllarda kredi maliyetinin artması olasılığı göz önüne alınarak kredi maliyeti, libor +1,2 =%4,67 olarak kredi borcunun geri ödeme süresi olan beş yıl için sabit olarak kabul edilmiştir. Özsermayeden ödenen 15 milyon ABD doları için fırsat maliyetinin hesaplanmasındaki faiz oranı, Amerikan doları için 10 Mayıs 2008 itibarıyla, 100 bin doların üzerindeki hesaplar için yıllık, %2,5 ise de (İş Bankası, 2008a), 10 yıllık süre için bu faiz %3,5 olarak alınmıştır. İşletmenin yatırımının değerlendirilmesi için hazırlanan 10 yıllık nakit akış tablosu Tablo 7'de verilmiştir.

Net Bugünkü Değer ve İç Kârlılık Oranı Yöntemiyle Yatırımın Değerlendirilmesi

İşletmeler yapacakları yatırımları değerlendirirken, yatırım için ödedikleri bedelle, saptadıkları zaman süresi içerisinde yatırımdan sağlanan gelirin önceden belirledikleri bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmiş değerini kıyaslarlar. İskonto edilmiş gelirlerin toplamı yapılan yatırım tutarından büyükse, yatırım projesi kabul edilir. Kabul edilecek iskonto oranı yatırımın sermaye maliyetinden düşük olmamalıdır (Akgüç, 1998: 354-357).

Toplam yatırım tutarına ait NBD ve İKO hesaplamaları yapılırken işletme, yatırım tutarı, yatırım için yapılan diğer harcamaları ve yatırımın faal olduğu sürece işletme maliyetiyle, fırsat maliyetini hesaba dâhil etmekte, ancak yatırımın bir kısmını veya tamamını kredi kullanarak gerçekleştirmişse, borç geri ödemelerini ve faizlerini hesaba katmamaktadır (Keown, Martin ve Petty, 2002: 310-323; Akgüç, 1998: 327). Sadece özsermaye kârlılığı NBD ve İKO yöntemiyle hesaplanırken, özsermayeden harcanan bedele karşılık, borç geri ödemeleri ve faizleri hesaba katılmaktadır.

Toplam Yatırımın Kârlılığının NBD ve İKO Yöntemiyle Değerlendirilmesi

Toplam yatırımın NBD yöntemiyle değerlendirilmesinde, faiz ve borç ödemelerinin Tablo 7'de görülen değerlerinin tablodan çıkartılması gerekmektedir. Bu amaçla Tablo 8 hazırlanmıştır.

Toplam yatırım için NBD formülü şu şekildedir (Akgüç, 1998: 355):

$$NBD=P-C=\sum_{i=1}^{10} \frac{A_i}{(1+k)^i} + \frac{A_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{A_{10}}{(1+k)^{10}} + \frac{K}{(1+k)^{10}} - C$$

Formülde yazılan sembollerin anlamları aşağıdaki gibidir;

P: Yatırımın belirlenmiş süre içerisindeki yine belirlenmiş iskonto oranı üzerinden bugünkü değeri,

A: Yatırımın sağladığı net nakit girişleri,

n: Yatırımın olurluluğunun araştırıldığı süre,

K: Yatırımın olurluluğunun hesaplandığı süre sonundaki kalıntı değeri,

C: Yatırımın tesis dönemindeki nakit çıkışı.

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

Çalışmada incelenen yatırımda toplam yatırım için, iskonto değeri olarak %8 kabul edildiğinde, NBD'î Tablo 9'da gösterildiği şekilde hesaplanacaktır.

Yapılan hesaplardan da görüldüğü üzere %8 iskonto oranıyla NBD, toplam yatırım tutarından büyük çıkmaktadır.

Yatırımın İKO ise, başlangıçta yapılan yatırımla, belirlenen süre içerisindeki projenin sağladığı nakit girişini eşit kılan iskonto oranıdır. NBD de iskonto oranı değerlendirici tarafından belirlenirken İKO iskonto oranı değerlendirici tarafından hesaplanarak yatırımın yeterli kârlılıkta olup olmadığına bakılır. Çalışmada değerlendirilen yatırımın, tüm yatırım için iç kârlılık oranı yatırımın değerlendirildiği 10 yıl için sınaama yanılma yöntemiyle %9,13 olarak bulunmuştur. Bu durumda yatırım kabul edilecektir.

Özsermaye Yatırımının NBD ve İKO Yöntemiyle Değerlendirilmesi

İşletmenin özsermayeden yatırım için ayırdığı meblağ 15000000 ABD dolarıdır. Yatırımın NBD ve İKO yöntemiyle değerlendirilmesinde, Tablo 7'de verilen nakit akış tablosundan yararlanılmaktadır. Tablo 7'ye bakıldığında, borç ve faiz ödemeleri hesaba katıldığında, bazı yıllarda işletmenin net nakit akışının eksi, bazı yıllarda ise artı değerler aldığı görülmektedir.

Bu bakımdan tek bir iç kârlılık oranı hesaplanması olanaksızdır (Akgüç, 1998: 350). Bu nedenle toplam yatırımın iç kârlılık oranı hesaplanmamıştır. Tablo 10'da işletmenin yaptığı özsermaye yatırımının %12 iskonto oranıyla NBD değerlendirmesi görülmektedir. Tabloda görüldüğü üzere %12 iskonto oranı ile NBD yöntemiyle özsermaye yatırımı kârlı gözükmemektedir.

ÖRNEK OLAYIN DEĞERLENDİRİLMESİ

Örnek olayın, stratejik yönetim ve karar verme süreçleri yönünden analizi yapıldığında aşağıda belirtilen hususlar öne çıkmaktadır.

- İşletmenin tarihçesi ve örgüt yapısı: İncelenen işletme uzun bir geçmişi bulunan kurumsallaşmış bir finans kuruluşunun yan kuruluşudur. Finans kuruluşu, portföyünde bulunan ve hisselerinin büyük bir kısmına sahip olduğu fabrikanın üretiminde kullandığı hammaddeyi temin etmek maksadıyla deniz taşımacılığı işletmesini kurmuştur. Daha sonraki yıllarda fabrika ortaklığını portföyünden çıkartan finansal kuruluş deniz taşımacılığı

işletmesini bünyesinde tutmuştur. Finans kuruluşunda ve bağlısı deniz taşımacılığı işletmesinde patron olarak nitelendirilecek kimse bulunmamaktadır. Finans kuruluşunda uzun ve köklü bir geçmişin oluşturduğu "örgüt kültürü" bağlısı deniz taşımacılığı işletmesinde de yaşanmaktadır. Finans kuruluşu, deniz taşımacılığı işletmesinin çalışanlarının uzmanlığına güvenmekte, yönetsel ve yatırım kararları finans kuruluşundan bağımsız olarak alınlabilmektedir.

- İşletmenin stratejisi: İşletme, fazla risk almadan her yıl belirli oranlarda istikrarlı büyüme stratejisini seçmiştir. Daha önce elinde bulundurduğu kabotaj taşımacılığında kullandığı petrol ürünleri tankerlerini elden çıkartmış, supramax sınıfı kuru dökme yük gemilerine yönelmiştir. İşletme pazara aynı ve benzeri hizmetleri sunmakta ve faaliyetlerini çeşitlendirmemektedir. İşletmenin stratejisi, stratejik yönetim literatüründeki, "durgun büyüme ve durumunu koruma stratejisine" uymaktadır (Dinçer, 2004: 221).
- Yatırım karar süreci ve yatırımın gerçekleştirilmesini sağlayan etkenler: Yatırım kararı öncesi dış çevre, dünya deniz taşımacılığının son durumu incelenmiş, gerekli finansal analiz yapılmıştır: Yatırım kararı, işletme genel müdürü, genel müdür yardımcısı, ticaret müdürü ve finans müdürünün ortak çalışmaları sonucunda verilmiştir. İşletmenin 2007 yazında Amerika Birleşik Devletleri'nde başlayan durgunluğun dünya çapında yayılması olasılığına karşı yatırım kararı almasına etki eden nedenler:
 - Çin, Hindistan ve Uzakdoğu'da kuru dökme yüke olan talebin devam edeceği,
 - Dünya kuru dökme yük filosunun %31,3 ünün 20 yaş ve üzerinde olması,
 - 2012 yılına kadar kuru dökme yük gemilerine olan talebin, arzdan daha yüksek seviyede seyredecek olması,
 - Yapılan gemi alım yatırımının finansal analizinde en kötümser yaklaşımın kullanılarak, 2018 yılında günlük spot navlunların 20000 ABD doları olarak hesaplanması.
 - Amerikan doları olarak alınan kredilerin libor faizlerinin küresel durgunluğu daha da arttırmamak amacıyla düşük tutulacağı varsayımdır.

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

Tablo 7. 10 Yıllık Nakit Akış Tablosu (ABD doları)

Yıllar	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Yatırım	72034200 ^a										
Navlun		+21300000	+15975000	+13135000	+9585000	+8875000	+8165000	+7810000	+7810000	7455000	+7455000
İş.Mal.		-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000
Faiz		-2661900	-2129520	-1597140	-1064760	-532380					
Borç		-11400000	-11400000	-11400000	-11400000	-11400000					
F.Mal		-525000	-543375	-562393	-582077	-602450	-623535	-645359	-667947	-691324	-715521
V.AÖK		+4523100	-287895	-2614533	-5651837	-5849830	+5351465	+4974641	+4952053	+4573676	+4549479
AM(-)		-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000
Vergi		-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200
AM(+)		+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000
NNA		+4498900	-312095	-2638733	-5676037	-5874030	+5327265	+4950411	+4927853	+4549746	+4525279

^a 72 000 000 Yatırım + 24200 tonaj vergisi + 10000 ilk alım vergisi (değerler ABD doları cinsindendir)

Tablo 8. Toplam Yatırımın NBD Yöntemiyle Değerlendirilmesinde 10 Yıllık Net Nakit Akış Tablosu

Yıllar	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Yatırım	72034200										
Navlun		+21300000	+15975000	+13135000	+9585000	+8875000	+8165000	+7810000	+7810000	+7455000	+7455000
İş.Mal.		-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000	-2190000
F.Mal		-525000	-543375	-562393	-582077	-602450	-623535	-645359	-667947	-691324	-715521
V.AÖK		+18585000	+13241625	+10382607	+6812923	+6082550	+5351465	+4974641	+4952053	+4573676	+4549479
AM(-)		-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000	-3600000
Vergi		-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200	-24200
AM(+)		+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000	+3600000
NNA		+18560800	+13217425	+10358407	+6788723	+6058350	+5327265	+4950441	+4927853	+4549746	+4525279

Tablo 9: Toplam Yatırımının Kârlılığının NBD Yöntemiyle Değerlendirilmesi (ABD doları)

Yıllar	Yatırım	NBD faktörü	Net Nakit Girişi	NBD
0	72034200	1.000		72034200
1		0,926	18560800	17187301
2		0,857	13217425	11327333
3		0,794	10358407	8224575
4		0,735	6788723	4989711
5		0,680	6058350	4119678
6		0,630	5327265	3356177
7		0,583	4950441	2886107
8		0,540	4927853	2661040
9		0,500	4549476	2274738
10		0,463	4525279	2095204
Kalıntı Değeri		0,463	36000000	16668000
Toplam				75789864
P-C	P>C			3755664

Tablo 10: Özsermaye Yatırımının Kârlılığının NBD Yöntemiyle Değerlendirilmesi (ABD doları)

Yıllar	Yatırım	NBD faktörü	Net Nakit Girişi	NBD
0	15034200	1.000		-15034200
1		0,893	+4498900	+4017517
2		0,797	-312095	-248739
3		0,711	-2638733	-1876139
4		0,635	-5676037	-3604283
5		0,567	-5874030	-3330575
6		0,506	+5327265	+2695596
7		0,452	+4950411	+2237585
8		0,404	+4927853	+1990852
9		0,360	+4549746	+1637908
10		0,322	+4525279	+1457139
Kalıntı Değeri		0,322	+36000000	+11592000
Toplam				16568861
P-C	P>C			1534661

SONUÇ

Bu çalışmada, kâr oranları düşük ve riskli bir sektör olan deniz taşımacılığında yapılacak olan yatırım kararlarının önemi üzerinde

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

durulmuştur. Gemi tonajı arz-talep dengesi, dünya ekonomisinin durumu ve dünya sahnesinde görünen olağanüstü durumlardan etkilenen navlunların, gemi işletme maliyetlerini karşılayamayacak düzeylere düşmesine sıklıkla rastlanmaktadır.

Geleceğe ait belirsizlikler gemi alım yatırımlarında normatif, kuralları ortaya konmuş "Klasik Karar Modeli"nin kullanılmasına olanak vermemekte, yöneticilerin deneyim ve sezgilerinin önemli rol oynadığı, sınırlı karar ölçütleriyle yetinilen "Yönetimsel Karar Modeli"nin kullanılması zorunlu olmaktadır (Eren, 2003: 188-189).

Spekülatif amaçlarla, deniz taşımacılığının durgunlaştığı navlun ve gemi fiyatlarının dibe vurduğu dönemlerde yapılan gemi alımları da beklenen ekonomik iyileşmenin geciktiği dönemlerde alım kararlarını verenleri zarara uğratabilmektedir. Kurumsallaşmış işletmeler, esas işlerinin armatörlük olduğunun bilincini taşıyarak, akılcı, sezgisel karar modellerinden faydalanarak ve finansal analiz yöntemlerini kullanarak, navlun ve gemi fiyatlarının yüksek olduğu dönemlerde de, yatırım kararları alabilmektedirler. Bu çalışmanın, dünyada küresel bir durgunluk ve finansal kriz olasılığının olduğu bir dönemde yapılan ve sonuçları gelecek yıllarda alınacak bir yatırım kararını incelemesi yönünden literatüre katkıda bulunacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Akgüç Ö. (1998). Finansal Yönetim. 7.Baskı. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Alizadeh, A.H. & Nomikos, N.K. (2002). The Dry Bulk Shipping Market. Edd. Costas TH. Grammenos. The Handbook of Maritime Economics and Business (ss. 227-250). London: Informa Professional.
- Baltic Exchange (2008). Kuru Dökme Yük Taşımacılığı ile İlgili Çeşitli Değerler. İndirilme Tarihi: (Çalışmadaki bilgiler, 15 Şubat-03 Mart 2008 tarihleri arasında Baltic Exchange'e deneme üyesi olarak kayıt olunarak alınmıştır). WWW:Web:<http://www.balticexchange.com>.
- Barca, M. (2005). Stratejik Yönetim Düşüncesinin Evrimi: Bilimsel Bir Disiplinin Oluşum Hikayesi. Yönetim Araştırmaları Dergisi, 1(1), 7-38.
- BBA, British Bankers' Association (2008). Libor Değerleri, Londra, İndirilme Tarihi: 11 Mayıs 2008, WWW:Web: <http://www.bba.org.uk/bba/jsp/polopoly.jsp?d=141&a=11948>.
- Bendall, H. & Stent, A.F. (2003). Investment Strategies in Market Uncertainty. Maritime Policy and Management, 30(4), 293-303.

- Borzonis, N. (2006), Dry Bulk Shipping: The Engine of Global Trade, A Review of the Dry Bulk Sector. İndirilme Tarihi: 17 Nisan 2008, WWW:Web: <http://www.capitallink.com/press/BarronsArticleOct192006.pdf>,
- Can, H. (2005). Organizasyon ve Yönetim, 7. Baskı. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Dinçer, Ö. (2004). Stratejik Yönetim ve İşletme Politikası, 7. Baskı. İstanbul: Beta A.Ş.
- Dünya Bankası (2008). Dünya GSMH Büyüme Oranları. İndirilme Tarihi 16 Şubat 2008, WWW:Web: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTDECPROSPECTS/EXTGBLPROSPECTS/0,,contentMDK:21539434~menuPK:612511~pagePK:2904583~piPK:2904598~theSitePK:612501,00.html>.
- Engelen, S., Meersman, H. & De Voorde, E.V. (2006). Using System Dynamics in Maritime Economics: an Endogenous Decision Model for Shipowners in the Dry Bulk Sector. Maritime Policy and Management, 33(2), 141-158.
- Eren, E. (2003). Yönetim ve Organizasyon (Çağdaş ve Küresel Yaklaşımlar), 6. Baskı. İstanbul: Beta Basım Dağıtım A.Ş.
- İş Bankası Amerikan Doları Yıllık Vadeli Mevduat Faiz Oranları (2008a). İndirilme Tarihi: 10 Mayıs 2008. WWW:Web: <http://www.isbank.com.tr>.
- Kavussanos, M.G. & Alizadeh, A.H. (2002b). Efficient Pricing of Ships in the Dry Bulk Sector of the Shipping Industry. Maritime Policy and Management, 29(3), 303-330.
- Kavussanos, M.G. & Alizadeh, A.H. (2002a). The Expectations Hypothesis of the Term Structure and Risk Premiums in Dry Bulk Shipping Freight Markets. Journal of Transport Economics and Policy, 35(2), 267-304.
- Kavussanos, M.G. & Nomikos, N.K. (2003). Price Discovery, Causality and Forecasting in the Freight Futures Market. Review of Derivatives Research, 6, 203-230.
- Kavussanos, M.G. (2002). Business Risk Measurement and Management in the Cargo Carrying Sector of the Shipping Industry. In C.T.H. Grammenos (Ed.), The Handbook of Maritime Economics and Business (ss. 661-692). London: Informa Professional.
- Keown, J.A., Martin, J.D. & Petty, W.J. (2002). Financial Management Principles and Applications, 9th Edt. New Jersey: Pearson Education Inc.
- Nas, S. (2006). Gemi Operasyonlarının Yönetiminde Kaptanın Bireysel Karar Verme Süreci Analizi ve Bütünleşik Bir Model Uygulaması, İzmir, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi.

Stratejik Bir Karar: Gemi Alım-Satımı Zamanlaması

- Nomikos, N.K & Alizadeh, A.H (2002). Risk Management in the Shipping Industry: Theory and Practice. In C.T.H. Grammenos (Ed), The Handbook of Maritime Economics and Business (ss. 693-730). London: Informa Professional.
- Platou Economic Research, (2008). Trip Charter Rates for Bulk Carriers. İndirilme Tarihi: 17 Nisan 2008, WWW:Web: <http://platoufinans.no/loadfile servlet/loadfiledb?id=1207566200320PUBLISHER&key=1207566209304>.
- Porth, J.S. (2003). Strategic Management: A Cross-Functional Approach. New Jersey: Pearson Education Inc.
- RG, Resmi Gazete (2000). 24088, Türk Uluslararası Gemi Sicil Yönetmeliği.
- Scarsi, R. (2007). The Bulk Shipping Business: Market Cycles and Shipowners' Biases. Maritime Policy and Management, 34(6), 577-590.
- Stopford, M. (1997). Maritime Economics. 2nd Edt. Cornwall: TJ International Ltd.
- Stranden, S.P. (2002). Economics of the Markets for Ships. In C.T.H. Grammenos (Ed.), The Handbook of Maritime Economics and Business (ss. 186-202). London, Informa Professional.
- Thanopoulou, H. (2002). Investing in Ships: An Essay on Constrains, Risk and Attitudes. In C.T.H. Grammenos (Ed.), The Handbook of Maritime Economics and Business (ss. 623-641). London: Informa Professional.
- Tsolakis, S. (2005), Econometric Analysis of Bulk Shipping Markets: Implications for Investment Strategies and Financial Decision-Making. Rotterdam: Erasmus Üniversitesi Doktora Tezi.
- Tvedt, J. (2003). Shipping Market Models and the Specification of Freight Rate Processes. Maritime Economics & Logistics, 5, 327-346.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). (1997-2007). Review of Maritime Transport, New York- Geneva.