

Ágúst Einarsson, prófessor

Viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands

Símar: 5254500, 8916506, e-mail: agustei@hi.is

Þróun löggjafar og viðskipta á íslenskum hlutabréfamarkaði

Útdráttur

Í greininni er lýst þróun löggjafar og umfangi viðskipta á hlutabréfamarkaði hérlendis. Fyrsta sértæka löggjöfin um hlutabréfaviðskipti tók gildi árið 1993. Með aðild Íslands að EES árið 1994 urðu verulegar breytingar á löggjöf í viðskiptum. Skráðum fyrirtækjum í Kauphöll Íslands fjölgaði hratt fram til ársins 2000 en fækkaði síðan verulega en viðskiptin hafa þó aukist mikið. Íslenski hlutabréfamarkaðurinn hefur náð betri stöðu en miklu eldri hlutabréfamarkaðir annars staðar í Evrópu. Markaðsvirði skráðra hlutabréfa í júní 2004 voru 855 milljarðar kr. sem er meira en landsframleiðslan árið 2003. Veltan í viðskiptum með skráð hlutabréf var 554 milljarðar kr. árið 2003 sem er 68% af landsframleiðslu þess árs. Löggjöfin hefur minnkað viðskiptakostnað, formlegar reglur hafa tekið við af óformlegum og óvissa hefur minnkað. Hina öru þróun hlutabréfaviðskipta hérlendis má þakka góðri löggjöf byggðri á erlendum fyrirmyndum og jákvæðri efnahagsþróun síðastliðinn áratug.

1. Þróun löggjafar um hlutabréfaviðskipti

Löggjöf í Evrópu um hlutabréfaviðskipti hefur orðið æ líkari í einstökum löndum þótt margt skilji enn á milli í stjórnháttum hjá skráðum fyrirtækjum í einstökum löndum (Barca og Becht, 2001; Berglöf, 1997). Löggjöf byggð á breskri hefð veitir mesta vernd hluthafa og lánardrottna en löggjöf byggð á franskri hefð þá minnstu. Þýsk og norræn löggjöf er talin liggja þar á milli (La Porta et al., 1998).

Fyrstu lög um Verðbréfafing Íslands, sem seinna varð að Kauphöll Íslands, voru sett árið 1993. Á árinu 1992 voru lögð fram á Alþingi þrjú frumvörp sem voru lögfest árið 1993, þ.e. frumvarp um

Verðbréfaþing Íslands, frumvarp um verðbréfaviðskipti og frumvarp um verðbréfasjóði. Í lögunum frá 1993 voru þáverandi reglur um verðbréfaþing settar í lög og Verðbréfaþing Íslands var gert að sjálfseignarstofnun, en það var áður rekið sem deild í Seðlabanka Íslands.

Með samningnum um Evrópska efnahagssvæðið, sem var gerður 1992 og tók gildi árið 1994, var gert ráð fyrir frjálsu flæði fjármagns, þótt ekki hafi verið sett skilyrði í þeim samningi að stofnuð yrði kauphöll í einstökum aðildarríkjum. Þó var í tilskipun Evrópusambandsins nr. 79/279, sem er hluti samningsins, kveðið á um að aðildarríkin skuli tilnefna yfirvöld sem geti heimilað opinbera skráningu verðbréfa.

Með lögfestingu frumvarpsins um verðbréfaviðskipti árið 1993 var sett heildarlöggjöf um verðbréfaviðskipti hér á landi (Ágúst Einarsson, 2003a). Þar var stuðst við ákvæði þágildandi laga og löggjöf nágrannalandanna, sem hafði verið löguð að reglum Evrópusambandsins. Einnig var höfð beint hliðsjón af lögum og reglum Evrópusambandsins. Frumvarpið um verðbréfaviðskipti og um verðbréfasjóði voru afgreidd samhljóða á Alþingi. Alþingi gerði ekki miklar breytingar á frumvörpunum í þinglegri meðferð og ekki var stjórnómálagur ágreiningur um lögin.

Með þessum frumvörpum var löggjöfin gerð þrjúþætt, þ.e. lög um verðbréfaviðskipti, lög um verðbréfasjóði og lög um Verðbréfaþing Íslands. Árið 1997 voru sett lög um rafræna skráningu verðbréfa. Með þeirri löggjöf var stofnuð verðbréfamiðstöð þar sem skráðir eru eigendur og viðskipti með hvers konar verðbréf. Auk þessara fjögurra laga mynda lög um fjármálaeftirlit, sem fram til ársins 1999 var innan Seðlabanka Íslands, og nokkrir lagabálkar um fjármálafyrirtæki umgjörð um fjármálastarfsemi á Íslandi. Löggjöf um fjármálamarkaði á Íslandi byggist enn þann dag í dag á þessum sex súlum.

Núgildandi lögum um starfsemi kauphalla, sem tóku gildi 1998, hefur verið breytt nokkrum sinnum. Mikilvægasta breytingin snýr að eftirliti á fjármagnsmarkaði með því að stofna Fjármálaeftirlitið og leggja niður Bankaefirlit Seðlabanka Íslands og Vátryggingaefirlitið.

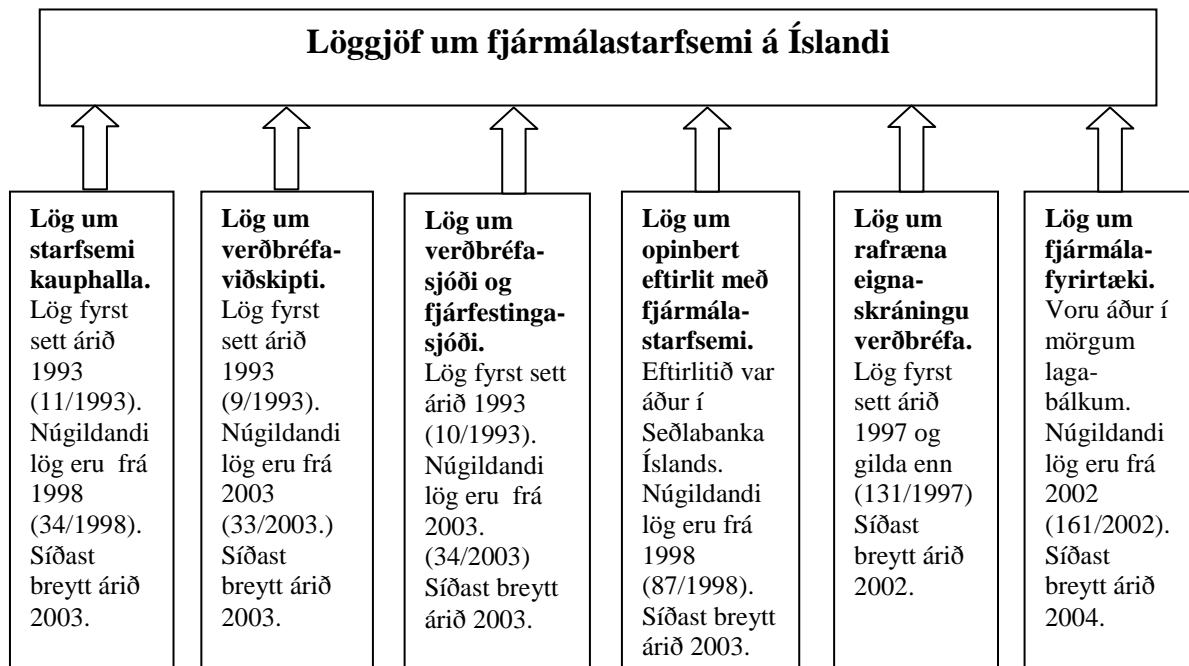
Á árinu 2003 voru gerðar breytingar á lögum um fjármálamarkaði, meðal annars á lögum um verðbréfasjóði þar sem lögfest voru skilyrði Evróputilskipunar nr. 85/611 sem varðar upplýsingagjöf, fjárfestingarstefnu og starfsskilyrði til markaðssetningar

á EES svæðinu. Jafnframt var árið 2003 sett ný heildarlöggjöf um verðbréfavíðskipti. Í þeim lögum voru felldar inn í lög nýjar tilskipanir Evrópusambandsins skv. EES samningnum.

Einnig var á árinu 2003 sett heildarlöggjöf um fjármálafyrirtæki, þar sem lög um viðskiptabanka og sparisjóði, lög um lánastofnanir aðrar en viðskiptabanka og sparisjóði, lög um rafeyrisfyrirtæki og ákvæði varðandi starfsemi verðbréfafyrirtækja og verðbréfamiðlunar í lögunum um verðbréfavíðskipti voru sameinuð í heildarlöggjöf um fjármálafyrirtæki.

Löggjöfin hefur smátt og smátt verið löguð að tilskipunum Evrópusambandsins. Jafnframt hefur eldri löggjöf verið endurskoðuð, skýrð og einfölduð. EES samingurinn hefur haft gífurlega mikil og jákvæð áhrif í íslensku efnahagslífi og stuðlað að því að hlutabréfamarkaðurinn hefur orðið eins öflugur og raun ber vitni.

Það verður ekki séð að séríslensk ákvæði séu áberandi í þessari löggjöf, heldur er íslensk löggjöf miklu frekar löguð að þeirri þróun sem er erlendis, annars vegar með því að miða við löggjöf á öðrum Norðurlöndum og hins vegar með því að uppfylla samningsákvæði um Evrópska efnahagssvæðið. Mynd eitt lýsir hinum sex súlum löggjafar um fjármálstarfsemi hérlandis.



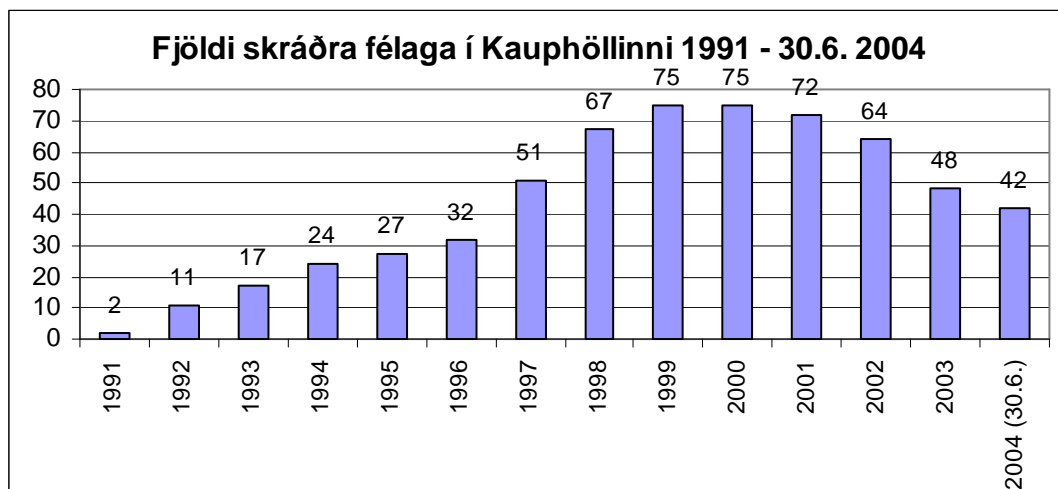
Mynd 1: Helstu lög um fjármálstarfsemi á Íslandi

Önnur lög sem skipta miklu máli á fjármálamarkaði eru lög um hlutafélög (2/1995) og lög um Seðlabanka Íslands (36/2001). Auk þess eru reglugerðir tengdar öllum þessum lagabálkum mikilvægur þáttur í umgjörð verðbréfavíðskipta.

2. Þróun víðskipta með hlutabréf hérlendis

Fyrir 1990 voru hlutabréfavíðskipti tiltölulega fátíð á Íslandi. Hlutabréf höfðu almennt ekki það álit að þau væru vænlegur fjárfestingakostur. Lítið var um að einstaklingar og félög seldu hlutabréf. Mörg félög í íslenskum atvinnurekstri voru fjölskyldufélög sem var markvisst haldið lokuðum. Tímabilið frá 1970 til 1990 einkenndist einnig af miklum óstöðuleika og mikilli verðbólgu en það snerist við eftir 1990. Frá 1980 til 1990 var árleg meðalverðbólga að meðaltali 34% en frá 1991 til 2003 var árleg verðbólga að meðaltali 3% (Ágúst Einarsson, 2003b).

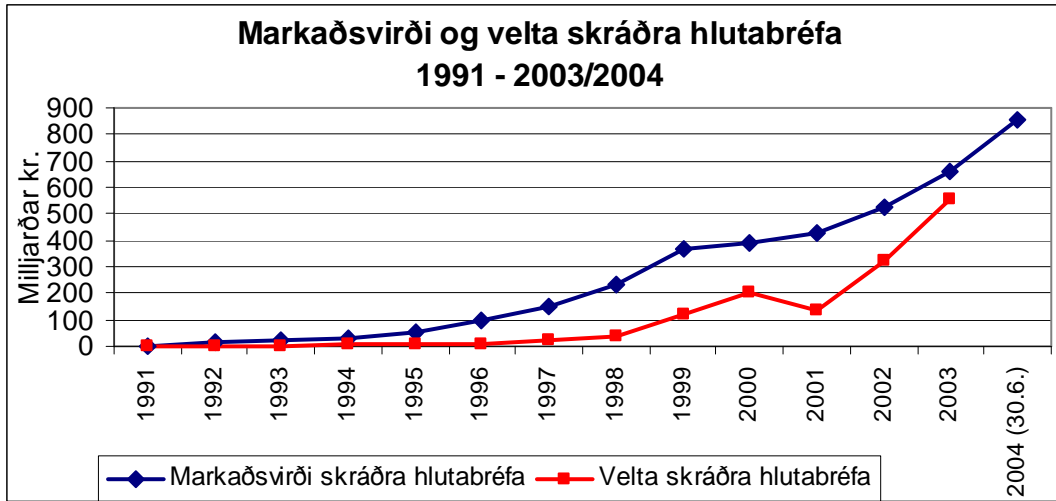
Umsvif Kauphallar Íslands hafa aukist verulega síðasta áratug. Á mynd tvö sést fjöldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands síðustu tæp 14 ár (*Ársskýrsla 2003, 2004*).



Mynd 2: Fjöldi skráðra hlutafélaga í Kauphöllinni 1991 til 30.6. 2004

Flest urðu fyrirtækin 75 talsins árin 1999 og 2000. Mikil fækkun hefur orðið frá 2002 og í lok júní 2004 eru einungis 42 félög skráð. Ástæður fækkunarinnar eru m.a. sameiningar félaga, eigendum félaga hefur fækkað og hefur orðið að taka þau af lista Kauphallarinnar og forsvarsmenn fyrirtækja telja ekki eins mikinn ávinning af skráningu í Kauphöllinni og áður. Þessi þróun er áhyggjuefni.

Markaðsvirði hlutabréfa og velta viðskiptanna gefur góða mynd af starfsemi kauphallar og þróun þeirra yfir lengri tíma eins og sýnt er á mynd þrjú (*Vísitölur Kauphallar Íslands*, 2004).



Mynd 3: Markaðsvirði skráðra hlutabréfa hjá Kauphöllinni og velta viðskipta með hlutabréf í skráðum félögum Kauphallarinnar 1991 til 2002/30.6. 2004 í milljörðum kr.

Markaðsvirði skráðra hlutabréfa hefur vaxið gífurlega síðustu tæp 14 ár eða úr 2 milljörðum kr. árið 1991 í 855 milljarða kr. í lok júní 2004. Veltan hefur einnig aukist verulega eða úr engu í 554 milljarða kr. á árinu 2003 (*Ársskýrsla 2003*, 2004). Tafla eitt sýnir markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöllinni og veltu hlutabréfaviðskipta sem hlutfall af vergri landsframleiðslu síðustu 13 ár.

Tafla 1: Markaðsvirði og velta skráðra hlutabréfa í Kauphöll Íslands sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF) 1991-2003

Ár	Markaðsvirði sem hlutfall VLF	Velta sem hlutfall af VLF
1991	0,4	0,0
1992	3,3	0,2
1993	4,4	0,7
1994	7,2	0,9
1995	10,9	1,5
1996	19,4	2,2
1997	29,0	4,4
1998	40,4	7,0
1999	58,9	19,1
2000	58,4	29,6
2001	55,0	17,8
2002	66,4	40,8
2003	80,2	67,4

Í lok ársins 1991 var markaðsvirði skráðra hlutabréfa 0,4% af vergri landsframleiðslu en í lok ársins 2003 var hlutfallið orðið 80,2%. Velta sem hlutfall af landsframleiðslu fór á örfáum árum upp í 67% af landsframleiðslu.

Árið 2001 gerðist Kauphöll Íslands aðili að NOREX sem er samstarfsvettvangur kauphallanna á Norðurlöndum og í hluta Eystrasaltsríkjanna. Aðildin felur m.a. í sér að notað er sama viðskiptakerfið (SAXESS) og reglur um aðild og viðskipti eru eins í öllum kauphöllunum. Aðild Kauphallar Íslands að NOREX var veigamikið skref í að auka trúverðugleika á hlutabréfaviðskiptum og samræming vinnubragða hefur einnig leitt til lækkunar viðskiptakostnaðar.

Breytingin á stöðu fyrirtækja í Kauphöll Íslands um þessar mundir sést vel ef borin eru saman 21 stærstu fyrirtæki landsins undanfarin ár miðað við veltu og skoðað hvort þau eru skráð í Kauphöllinni eða ekki eins og gert er í töflu tvö (300 stærstu 2002, 2003).

Tafla 2: Stærstu fyrirtæki landsins árið 2002 eftir veltu og staða þeirra í Kauphöllinni í lok ársins 2002 og í lok júní 2004

Félag	Atvinnugrein	Röð eftir veltu 2002	Skráð 30.6. 2004	Skráð 31.12. 2002
SÍF	Sjávarútvegur	1	Já	Já
SH	Sjávarútvegur	2	Já	Já
Baugur	Verslun og þjónusta	3	Nei	Já
Flugleiðir	Samgöngur	4	Já	Já
Íslandsbanki	Fjármál og tryggingar	5	Já	Já
Landsbankinn	Fjármál og tryggingar	6	Já	Já
Alcan	Iðnaður og framleiðsla	7	Nei	Nei
Eimskip	Samgöngur	8	Já	Já
Búnaðarbankinn	Fjármál og tryggingar	9	Já	Já
Atlanta Air	Samgöngur	10	Nei	Nei
Bakkavör	Iðnaður og framleiðsla	11	Já	Já
Pharmaco	Lyfjagrein	12	Já	Já
Landsíminn	Upplýsingatækni	13	Nei	Nei
Kaupþing	Fjármál og tryggingar	14	Já	Já
Olíufélagið	Olíudreifing	15	Nei	Já
Skeljungur	Olíudreifing	16	Nei	Já
Samskip	Samgöngur	17	Nei	Nei
Landsvirkjun	Iðnaður og framleiðsla	18	Nei	Nei
Kaupás	Verslun og þjónusta	19	Nei	Nei
Samherji	Sjávarútvegur	20	Já	Já
Olís	Olíudreifing	21	Nei	Já

Eins og sést í síðasta dálki í töflu tvö voru 15 af 21 stærstu fyrirtækjunum skráð í Kauphöllinni í árslok 2002. Í lok júní 2004 voru einungis 11 þeirra eftir. Nokkrir hástökkvarar eru á meðal þessara fyrirtækja. Þannig var Bakkvör í 55. sæti í árslok 2000, í 37. sæti í árslok 2001 og í 11. sæti í árslok 2002. Kaupþing var í 31. sæti í árslok 2000, í 19. sæti í árslok 2001 og í 14. sæti í árslok 2002 en Kaupþing sameinaðist Búnaðarbankanum árið 2003 undir nafninu KB banki sem um mitt ár 2004 var með mesta markaðsverðmæti íslenskra fyrirtækja. Einungis eitt opinbert fyrirtæki er á listanum, Landsvirkjun. Eitt erlent fyrirtæki er meðal hinna stærstu, Alcan, sem rekur álverið í Straumsvík. Landspítali Íslands-Háskólasjúkrahús er ein stærsta rekstrareining landsins með veltu upp á 26 milljarða kr. árið 2002 sem hefði skilað 8. sæti í töflu eitt en venja er að flokka spítalann ekki með í þessum samanburði.

Tafla þrjú sýnir samanburð 21 kauphalla hérlendis og erlendis í árslok 2003 miðað við landsframleiðslu ársins 2003 (*Market Statistics December 2003, 2004; Main Economic Indicators June 2004, 2004*).

Tafla 3: Markaðsvirði og velta skráðra hlutabréfa í kauphöllum í 21 Evrópulandi sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (VLF) árið 2003

Land	Markaðsvirði sem hlutfall af VLF	Velta sem hlutfall af VLF
Lúxemborg	143	1
Bretland	135	223
Finnland	105	113
Svíþjóð	96	112
Spánn	87	123
Ísland	80	67
Grikkland	61	24
Írland	56	32
Danmörk	56	33
Kýpur	51	3
Þýskaland	45	60
Noregur	43	39
Ítalía	42	62
Malta	30	1
Austurríki	22	5
Ungverjaland	20	11
Slóvenía	20	2
Tékkland	18	11
Pólland	18	5
Litháen	12	1
Slóvakía	9	2

Í öðrum dálki í töflu þrjú er markaðsvirði skráðra hlutabréfa í árslok 2003 sem hlutfall af vergri landsframleiðslu ársins 2003 og er það 80% á Íslandi. Ísland er í efri hluta þessara landa sem er athyglisvert miðað við hversu stuttan tíma skipulagður hlutabréfamarkaður hefur verið við lýði á Íslandi. Nokkur landanna í töflu þrjú eru með mikla alþjóðlega fjármálaþjónustu sem tengist viðkomandi landi ekkert sérstaklega. Auk þessara markaða í töflu þrjú eru stórar kauphallir í Evrópu sem starfa í mörgum löndum, eins og Euronext og Wirt-X.

Í þriðja dálki í töflu þrjú er velta viðskipta með skráð hlutabréf árið 2003 sem hlutfall af vergri landsframleiðslu ársins 2003. Veltan á íslenska hlutabréfamarkaðinum er mikil miðað við mörg önnur lönd og er hlutfallið á Íslandi 67%. Hér er átt við öll hlutabréfaviðskipti í

skráðum félögum, bæði innan og utan kauphalla í viðkomandi löndum. Tiltölulega stór hluti viðskipta með hlutabréf er utan kauphalla erlendis miðað við önnur lönd en slík viðskipti eru þó öll skráð innan Kauphalla Íslands.

Finland hefur sterkasta stöðu af Norðurlöndunum með hlutfallslega mest verðmæti skráðra hlutabréfa og með hlutfallslega mesta veltu. Hugsanleg skýring er sterk staða finnskra félaga í upplýsingatækni. Ísland hefur hlutfallslega meiri umsvif en kauphallirnar í Danmörku og Noregi. Þrátt fyrir mikinn vöxt í hlutabréfaviðskiptum á Íslandi undanfarin ár er þó enn langt í það að erlend fjárfesting í hlutabréfum á Íslandi nái sama umfangi og er á öðrum Norðurlöndum. Útrás íslenskra fyrirtækja erlendis er þeim mun meiri.

3. Næstu skref

Athyglisvert er að bera þróun íslenska hlutabréfamarkaðarins við aðra tiltölulega nýja markaði. Hefðbundinn hlutabréfamarkaður að vestrænni fyrirmynd var fyrst settur á stofn í Ungverjalandi af löndum Austur-Evrópu eftir breytingarnar í kjölfar falls múrsins 1989 (Zalewska-Mitura og Hall, 2000). Samanburður á fyrstu 7 starfsárum markaðarins á Íslandi og í Ungverjalandi sýnir að markaðsvirði skráðra fyrirtækja sem hlutfall af vergri landsframleiðslu var um tvöfalt hærra á Íslandi. Hér gæti ólíkur hraði einkavæðingar skýrt mismunandi þróun.

Viðskiptin í Kauphöll Íslands eru öll rafræn. Verð á hlutabréfum hefur sveiflast gífurlega síðustu ár en einnig hafa orðið nokkuð miklar sveiflur í hagvexti og verðbólgu. Kauphöll Íslands hefur náð sambærilegri stöðu og mun eldri kauphallir erlendis og væri áhugavert að greina það nánar.

Hinn mikli vöxtur í skipulögðum hlutabréfaviðskiptum bæði innan og utan Kauphalla Íslands bendir til þess að viðskiptakostnaður hafi lækkað verulega (Jones og Winters, 1999). Jafnframt hafa upplýsingar stóraukist þannig að óvissa hefur minnkað og kostnaður sem tengist þeirri óvissu hefur lækkað (Flôres og Szafarz, 1997).

Löggjöfin hefur smátt og smátt verið löguð að þeim viðskiptavenjum sem áður höfðu skapast og formlegar reglur hafa tekið við óformlegum reglum. Það er mjög mikilvægt í sambandi við innleiðingu nýrra viðskiptahátta er að gæta þess að formlegar reglur séu í samræmi við óformlegar reglur sem hafa lengi gilt. Fákeppni hefur

lengi verið vandamál í íslensku efnahagslífi. Núna er ástæða til þess að gæta sérstaklega að því hvort hin tiltölulega þrönga eignaraðild að mörgum fyrirtækjum á Íslandi og samþjöppun geri frekari þróun á markaðinum erfitt fyrir (Leech og Manjón, 2002). Þar á móti gæti meiri þátttaka útlendinga á íslenska hlutabréfamarkaðinum aukið viðskiptin til muna en erlendir fjárfestar hafa verið þátttakendur á íslenska húsbréfamarkaðinum.

Ísland hefur allar forsendur til að verða miðstöð fjármálaviðskipta í sjávarútvegi í heiminum þar sem hér er umtalsverð sérþekking í sjávarútvegi og nær sú sérþekking ekki hvað síst til viðskipta með hlutabréf í þessum geira. Sama máli gegnir um alþjóðlega fjármálaþjónustu en hérlendis er vel menntað starfsfólk á því sviði. Lúxemborg er dæmi um fámennt land sem hefur náð miklum árangri og góðum lífskjörum, m.a. með aukinni þátttöku í alþjóðlegri fjármálastarfsemi.

Í upphafi skipulagðra hlutabréfaviðskipta á Íslandi fyrir rúmum áratug voru litlar reglur og efnahagslífið óstöðugt. Á 10. áratug síðustu aldar og þess sem liðið er af fyrsta áratug þessarar aldar hefur verið uppgangur í efnahagslífinu samhliða bættri löggjöf um hlutabréfaviðskipti. Hinn efnahagslegi uppgangur og sú löggjöf, sem byggir á erlendum fyrirmyndum, eru meginástæðurnar fyrir því að vel hefur tekist til með uppbyggingu skipulagðra hlutabréfaviðskipta hérlendis.

Heimildaskrá

- Ágúst Einarsson (2003a). Þróun hlutabréfaviðskipta á Íslandi. *Vísbinding*, 21(41), 2-4.
- Ágúst Einarsson (2003b). Álitaefni á íslenska hlutabréfamarkaðinum. *Vísbinding*, 21(43), 2-4
- Ársskýrsla 2003 (2004). Seðlabanki Íslands. Reykjavík.
- Barca, F. og Becht, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Berglöf, E. (1997). Reforming corporate governance: redirecting the European agenda. *Economic Policy*, 12(24), 91-124.

- Flôres, R.G. og Szafarz, A. (1997). Testing the Information Structure of Eastern European Markets: The Warsaw Stock Exchange. *Economics of Planning*, 30(2-3), 91-105.
- Jones, S.L. og Winters, D.B. (1999). Delayed Reaction in Stocks with the Characteristics of Past Winners: Implications for Momentum, Value, and Institutional Following. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(3), 21-40.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. og Shleifer, A. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Leech, D. og Manjón, M.C. (2002). Corporate Governance in Spain (with an Application of the Power Indices Approach). *European Journal of Law and Economics*, 13(2), 157-173.
- Main Economic Indicators June 2004* (2004). OECD. Slóðin er www.oecd.org
- Market Statistics December 2003*, (2004). Federation of European Securities Exchanges (FESE). Slóðin er www.fese.be
- Vísitölur Kauphallar Íslands* (2004). Kauphöll Íslands. Slóðin er www.icex.is
- Zalewska-Mitura, A. og Hall, S.G. (2000). Do Market Participants Learn? The Case of the Budapest Stock Exchange. *Economics of Planning*, 3(1-2), 3-18.
- 300 stærstu 2002 (2003). *Frjáls verslun*, 65(8).