

## Ágúst Einarsson

### Erindi á málstofu Viðskipta- og hagfræðideildar Háskóla Íslands í september 2001.

#### Hlutabréfamarkaðurinn - þróun laga og viðskipta

##### 1. Inngangur

Tilgangur þessar umfjöllunar er að lýsa þróun viðskipta með hlutabréf í Kauphöll Íslands en ekki er nema áratugur síðan skipulögð viðskipti með hlutabréf hófust á Íslandi. Á undanförunum 20 árum hefur löggjöf og vinnubrögð í Evrópu um hlutabréfaviðskipti orðið æ líkari í einstökum löndum þótt margt skilji enn á milli í stjórnháttum hjá skráðum fyrirtækjum í einstökum löndum.<sup>1</sup> Þó er hægt að segja hvað varðar löggjöf for protection of shareholders and creditors þá veitir löggjöf byggð á breskri hefð mestu vernd. Löggjöf byggð á franskri hefð veita minnsta vernd. Þýsk og norræn löggjöf er talin liggja milli þessar tveggja meginlína.<sup>2</sup> Lýsingin í þessari grein beinist einkum að lagasetningu á Íslandi um kauphallarviðskipti og er fjallað um hana í kafla 2.

Í kafla 3 er lýst hinni hröðu þróun í viðskiptum með hlutabréf í Kauphöll Íslands og hún sett í samhengi við aðrar hagstærðir og erlenda markaði. Ásókn fyrirtækja að skrá sig á skipulagða hlutabréfamarkaði hefur verið mikil á Íslandi og markast m.a. af þörf fyrir fjármagn til

---

<sup>1</sup> Barca F. and Becht M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press. Oxford and Berglöf E. (1997). Reforming corporate governance: Redirecting the European agenda. *Economic Policy*, 12(24).

<sup>2</sup> La Porta et al. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

þróunar og stækkunar og því aukna áliti sem oft fylgir fyrirtækjum sem eru skráð með formlegum hætti.<sup>3</sup>

Í kafla 4 er lýst er fjallað um sérstök álitaefni eins og sjávarútveg í tengslum við hlutabréfaviðskipti en sjávarútvegur er mikilvæg atvinnugrein í íslensku hagkerfi.<sup>4</sup> Einnig er rætt um áhrif af aðild íslensku kauphallarinnar að NOREX, sambandi kauphalla á flestum Norðurlöndunum. Lokaorð eru í kafla 5.

## **2. Lagasetningar um kauphallaviðskipti á Íslandi**

### **2.1 Gildandi lög á árunum 1984 til 1997**

Árið 1984 hafði Seðlabanki Íslands frumkvæði að því að koma á skipulögðum verðbréfaviðskiptum hér á landi. Í lögum um bankann voru heimildir til slíkrar starfsemi. Reglur voru settar af Seðlabankanum um starfsemi verðbréfaþings. Viðskiptin voru fyrst og fremst í upphafi með spariskírteini ríkissjóðs og síðar með húsbréf. Hlutabréf voru fyrst skráð á Verðbréfaþingi í október árið 1990.

Fyrir 1990 voru hlutabréfaviðskipti 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. Einnig voru tengsl fyrirtækja og framkvæmdastjóra þeirra mjög nán, m.a. í hagsmunagæslu gagnvart stjórnvöldum. Tímabilið frá 1970 til 1990 einkenndist einnig af miklum óstöðuleika og mikilli verðbólgu en það snerist við eftir 1990. Frá 1980

<sup>3</sup> Fisher C. (2002). *Motive des Börsengangs am Neuen Markt: Die Publikumsfinanzierung von Innovation aus theoretischer und empirischer Sicht*. Duncker und Humblot. Berlin. **Fleiri tilvitnanir**

<sup>4</sup> In 2001, fish products accounted for 62% of the export of goods and 40% of foreign currency income in Iceland (*Statistical Yearbook of Iceland* (2002). Statistics Iceland. Reykjavik, p. 197).

til 1990 var árleg meðalverðbólga að meðaltali 34% en frá 1991 til 2003 var árleg verðbólga að meðaltali 3%.

Fyrstu lög um Verðbréfaþing 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<sup>5</sup>, frumvarp um verðbréfavíðskipti<sup>6</sup> og frumvarp um verðbréfasjóði<sup>7</sup>. Með lögunum um Verðbréfaþing Íslands var í fyrsta skipti tryggður grundvöllur fyrir eftirmarkað með verðbréf, þar sem skipulagið var ljóst og eftirlit haft með víðskiptunum, en eftirlitið var á þessum tíma í höndum Bankaeftirlits Seðlabanka Íslands. Í lögunum frá 1993 voru þáverandi reglur um verðbréfaþing settar í lög, en Verðbréfaþing Íslands var gert að sjálfstæðri sjálfseignastofnun, en var ekki lengur rekið sem deild í Seðlabanka Íslands.

Með samningnum um Evrópska efnahagssvæðið, sem var gerður 1992 og tók gildi árið 1994, var gert ráð fyrir frjálsum flæði fjármagns, þótt svo 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. Einnig voru fjölmargar tilskipanir Evrópusambandsins sem varða verðbréfavíðskipti, til að mynda um skráningu, um tilkynningaskyldu þegar hlutabréfaeign fer yfir ákveðin mörk, um upplýsingaskyldu og skráningalýsingu, felldar inn í fyrstu löggjöf um Verðbréfaþing hérlendis.

Í fyrstu lögunum um Verðbréfaþing Íslands frá 1993 var jafnframt kveðið á um að Verðbréfaþing Íslands hefði einkarétt á því að stunda

<sup>5</sup> Frumvarp til laga um Verðbréfaþing Íslands (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 13, 13. mál.

<sup>6</sup> Frumvarp til laga um verðbréfavíðskipti (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 11, 11. mál.

<sup>7</sup> Frumvarp til laga um verðbréfasjóði (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 12, 12. mál.

kauphallarstarfsemi hérlendis. Slíkur einkaréttur var þ  einnig   öðrum Norðurlöndum, en verið var   hverfa frá honum   þessum tíma. Löggjöfin t k mið af reglum Seðlabankans um verðbréfaviðskipti, auk löggjafar nágrannalandanna og þeirra ákvæða sem voru skuldbindandi fyrir Ísland vegna  ildarinnar   Evrópska efnahagssvæðinu.<sup>8</sup> Alþingi gerði ekki miklar breytingar   frumvarpinu um Ver br faping Íslands   þinglegri meðferð.<sup>9</sup> Þá var einkarétturinn afmarkaður betur og kveðið var   um   Bankaeftirlit Seðlabanka Íslands geti ekki fengið upplýsingar beint frá útgefanda skráðra verðbréfa, heldur   það myndi f  upplýsingar og  gang   gögnum um þ    ila hjá Ver br fapingi.

Með lögfestingu frumvarpsins um verðbréfaviðskipti sem var lagt fram á Alþingi   sama tíma og frumvarpið um Ver br faping Íslands, þ.e.  ri  1992, var sett heildarlöggjöf um verðbréfaviðskipti h r á landi. Þar var stuðst við ákvæði þágildandi laga og löggjöf nágrannalandanna, sem hafði þ  verið löguð   reglum Evrópusambandsins. Einnig var beint höfð hliðsjón af lögum og reglum Evrópusambandsins. Þessi heildarlöggjöf um verðbréfaviðskipti laut m.a.   skilgreiningu verðbréfa og hverjir hafi leyfi til viðskipta og með hvaða hætti verðbréfafyrirtæki fái starfsleyfi og kveðið var   um r ttindi og skyldur verðbréfafyrirtækja. Jafnframt var fjallað um eftirlit, ársreikninga og viðurlög. Frumvarpið um verðbréfaviðskipti og um verðbréfasjóði voru afgreitt samhljóða   Alþingi.

<sup>8</sup> L gin um Ver br faping Íslands, lög nr.11/1993, voru   tíu köflum.   fyrsta kaflanum er ákvæði um   Ver br faping Íslands s  sjálfseignarstofnun og hlutverk þess sé almenn kauphallarvi skipti og það hafi einkarétt á slíkri starfsemi hérlendis.   öðrum kaflanum er kveðið á um stjórn þingsins og   þriðja kafla um framkvæmdastjóra.   fjórða kafla er fjallað um þinga ila, en  ilar geta orðið Seðlabanki Íslands, ver br fami lara eða verðbréfafyrirtæki, sem hafi leyfi til verðbréfamiðlunar samkvæmt lögum um verðbréfaviðskipti. Sama gildir um ver br fami lara   Evrópska efnahagssvæðinu. Fimmti kafla fjallar um skráningu verðbréfa   viðskiptakerfi og er vi skiptakerfinu lýst   sjötta kafla. Sj undi kafla fjallar um ársreikninga og þar er byggt á sambærilegum ákvæðum og   lögum um hlutafélög.   áttunda kafla er kveðið á um eftirlit, þ.e.   Ver br fapingi  l ti Bankaeftirliti Seðlabanka Íslands.   níunda kafla eru ýmis ákvæði eins og bann við lánveitingum og   takast á hendur ábyrgðir og þar eru einnig ákvæði um þagnarskyldu. T undi kaflinn fjallar um viðurlög við brotum. Þetta er hefðbundin uppbygging   slíkum lögum.

<sup>9</sup> Nefndarálit efnahags- og viðskiptanefndar (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 393, 13. mál.

Það einkenndi þessi þrjú frumvörp að ekki varð ágreiningur milli stjórnar og stjórnarandstöðu og frumvörpin tóku ekki miklum breytingum í meðförum þingsins. Með þessum frumvörpum var löggjöfin gerð þríþætt, þ.e. lög um verðbréfavíðskipti, lög um verðbréfasjóði og lög um Verðbréfaþing Íslands. Auk þessara þrjú laga mynda lög um fjármálaeftirlit, sem var 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 fimm sulum.

Árið 1996 voru gerðar minniháttar breytingar á lögum um Verðbréfaþing Íslands, lögum um verðbréfasjóði og lögum um verðbréfavíðskipti. Þessar breytingar voru gerðar til að laga lögina að gildandi rétti á evrópska efnahagssvæðinu eftir að tilskipun Evrópusambandsins um fjárfestingarþjónustu á sviði verðbréfavíðskipta tók gildi á evrópska efnahagssvæðinu. Breytingarnar lutu að því að réttur fjárfestingarfyrirtækja væri háður því skilyrði að hlutaðeigandi fyrirtæki uppfyllti ákvæði tilskipunar Evrópusambandsins um eigið fé.

## 2.2 Gildandi lög á árunum 1998 til 2003

Með frumvarpi sem var lagt fram á Alþingi árið 1998 um kauphöll<sup>10</sup> var nafninu Verðbréfaþing Íslands breytt í kauphöll. Jafnframt var afnuminn einkaréttur Verðbréfaþings þannig að fleiri markaðir gátu orðið héraðs þó sú hafi ekki orðið raunin. Þetta frumvarp varð að heildarlöggjöf yfir starfsemi kauphalla. Með þessum lögum voru yfirtekin fyrri ákvæði laga um Verðbréfaþing Íslands. Í löggjöfinni voru sett fram almenn ákvæði um starfsemi kauphalla. Jafnframt voru í þessari löggjöf sett ákvæði um starfsemi skipulegra verðbréfamarkaða, þar sem fram fara viðskipti með verðbréf sem

<sup>10</sup> Frumvarp til laga um starfsemi kauphalla og skipulagðra tilboðsmarkaða. Alþingi (1997-1998), 122. löggjafarþing, 1997-1998, þingskjal 356, 285. mál.

eru ekki skráð í kauphöll. Með afgreiðslu frumvarpsins var settur sá rammi um starfsemi kauphalla sem gildir enn. Breytingar voru gerðar í meðförum þingsins og byggðust þær á vel rökstuddum athugasemdum frá aðilum eins og Vinnuveitendasambandi Íslands, Félagi löggiltra endurskoðenda, Seðlabanka Íslands, Sambandi íslenskra viðskiptabanka, Verzlunarráði Íslands og Verðbréfaþingi Íslands. Allar breytingarnar miðuðu að því að skýra betur ákvæði frumvarpsins.

Núgildandi lögum um starfsemi kauphalla nr. 34/1998, sem tóku gildi 29. apríl 1998, hefur síðan 1998 verið breytt fimm sinnum. Mikilvægustu breytingarnar snúa að eftirliti á fjármagnsmarkaði. Fyrsta breytingin var gerð árið 1999 (lög nr. 16/1999) þegar eftirlit á fjármálamarkaði er flutt úr Seðlabanka Íslands með því að stofna Fjármálaeftirlitið og leggja niður Bankaefirlit Seðlabanka Íslands og Vátryggingaefirlitið. Önnur breytingin var einnig árið 1999 (lög nr. 16/1999) þegar evran tók við evrópsku mynteiningunni, ECU, með stofnun myntbandalags Evrópu 1. janúar 1999. Jafnframt voru þá heimildir ráðherra rýmkaðar til að setja nánari reglur um opinbera skráningu verðbréfa. Þriðja breytingin var árið 2000 (lög nr. 11/2000) þegar Fjármálaeftirlitinu voru veittar víðtækari heimildir en áður. Þessi breyting náði yfir allan fjármálamarkaðinn og var ekki sérstaklega sniðin eftir ákvæðum um eftirlitsstofnanir í nágrannalöndunum. Með þessari lagasetningu var Fjármálaeftirlitinu tryggður aðgangur að upplýsingum sem varða hugsanleg brot við yfirtöku og flöggun. Fjórða breytingin var árið 2002 (lög nr. 76/2002) þegar gerður var nýr stofnsamningur fyrir EFTA, sem hafði verið óbreyttur í 40 ár. Breytingar sammingsins lúta aðallega að því að laga hann formlega að ákvæðum EES sammingsins. Fimmta breytingin var vorið 2003 (lög nr. 33/2003) þegar ákvæði um yfirtökutilboð og flöggun voru flutt úr lögum um kauphallir í lög um verðbréfavíðskipti.

Á árinu 1998 var lagt fram á Alþingi frumvarp um eftirlit með fjármálastarfsemi.<sup>11</sup> Með þeim lögum var eftirlit á fjármagnsmarkaði fært frá Bankaeftirliti Seðlabankans og sett á laggirnar sérstök stofnun, Fjármálaeftirlitið. Hið nýja fjármálaeftirlit yfirtók verkefni Bankaeftirlits Seðlabankans og Vátryggingaeftirlitsins. Með því var gert svipað og á öðrum Norðurlöndum, þar sem eftirlitsstofnanir á fjármálamarkaði voru sameinaðar. Meginefni frumvarpsins var, auk þess að koma á fót hinni nýju stofnun, að kveða á um stjórn hennar og að hún væri sjálfstæð ríkisstofnun. Stofnunin fékk áþekkar starfsheimildir og úrræði og þáverandi eftirlitsstofnanir. Þannig var ekki gert ráð fyrir efnisbreytingum á eftirlitinu sjálfu með lögfestingu þessa frumvarps.

Árið 2000 voru gerðar breytingar á lögum um verðbréfavíðskipti þar sem sett voru ákvæði um útboð verðbréfa og gerð ítarleg ákvæði um innherjavíðskipti. Tilgangurinn var að einfalda þær reglur sem gilda um almenn útboð. Hugtakið “innherji” var skýrt skilgreint og aðhald aukið með þeim til að efla traust á fjármálamörkuðum.

Á árinu 2003 voru gerðar breytingar á lögum á fjármálamarkaði, meðal annars á lögum um verðbréfasjóði þar sem lögfest voru skilyrði Evóputilskipunar nr. 85/611 sem varðar upplýsingagjöf, fjárfestingarstefnu og starfsskilyrði til markaðssetningar á EES svæðinu. Þessi lagsetning gekk út á það að skipta starfsleyfisskyldum sjóðum upp í verðbréfasjóði annars vegar og fjárfestingarsjóði hins vegar.

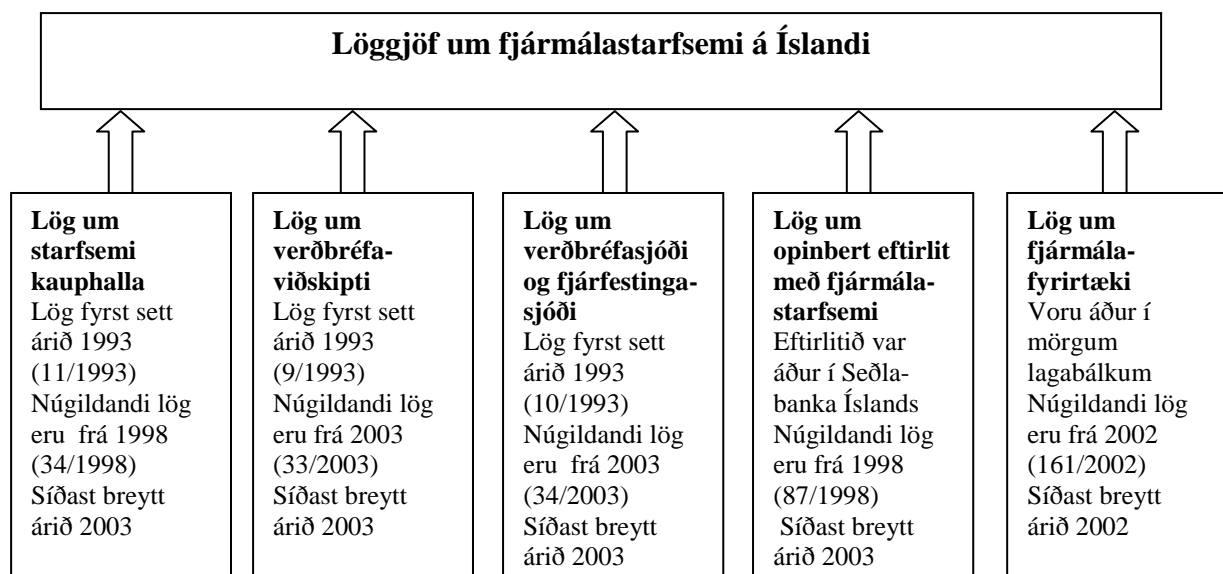
Jafnframt var sett árið 2003 ný heildarlöggjöf um verðbréfavíðskipti. Í þeim lögum eru meðal annars þau ákvæði um hegðunarreglur á verðbréfamarkaði sem áður voru í lögum um starfsemi kauphalla. Jafnframt er kveðið á um að flöggunarskylda verði virk við 5% atkvæðisréttar en auk þess

---

<sup>11</sup> Frumvarp til laga um eftirlit með fjármálastarfsemi (1997-1998). Alþingi, 122. löggjafarþing, þingskjal 951, 560. mál.

voru felldar inn í lög um verðbréfavíðskipti 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 um starfsemi verðbréfafyrirtækja og verðbréfamiðlunar í lögnum um verðbréfavíðskipti voru sameinuð í heildarlöggjöf um fjármálafyrirtæki. Meðal breytinga sem þar voru gerðar er að Fjármálaeftirlitið veitir og afturkallar starfsleyfi í stað viðskiptaráðherra. Jafnframt voru þá fjölmargar tilskipanir Evrópusambandsins um fjármálafyrirtæki lögleiddar hér á landi. Mynd 1 lýsir hinum fimm súlum löggjafar um fjármálstarfsemi hérlandis.



Mynd 1: Helstu lög um fjármálstarfsemi á Íslandi

Önnur lög sem skipta miklu máli á fjármálamarkaði eru m.a. lög um hlutafélög (2/1995), lög um rafræna eignaskráningu verðbréfa (131/1997) og lög um Seðlabanka Íslands (36/2001). Auk þess eru reglugerðir tengdar þessum vitaskuld mikilvægur þáttur í umgjörð verðbréfavíðskipta.



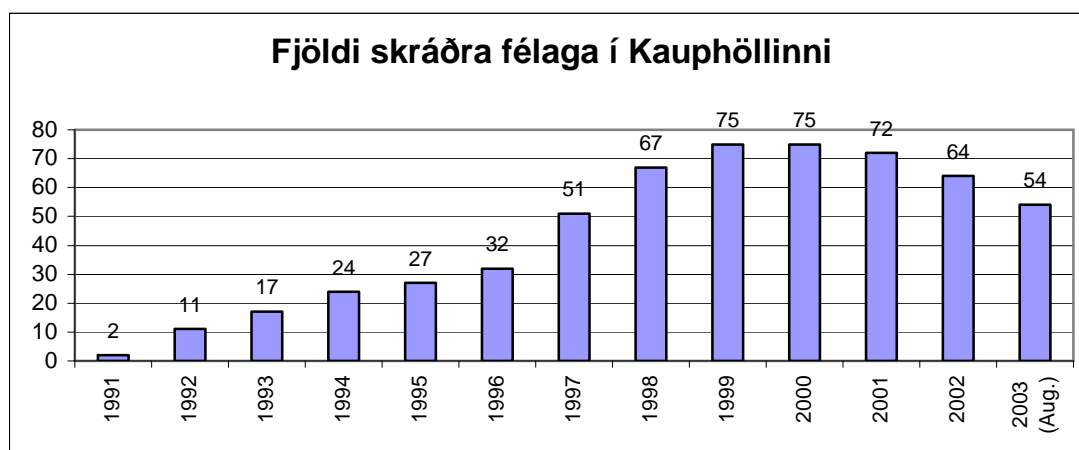
Löggjöf á Íslandi síðusta áratug um verðbréfavíðskipti og kauphallir, svo og um eftirlit á fjármagnsmarkaði, verðbréfasjóði og fjármálafyrirtæki, hefur tekið verulegt mið af samningnum um Evrópska efnahagssvæðið. Löggjöfin hefur smátt og smátt verið löguð að tilskipunum Evrópusambandsins vegna þess að Ísland er skuldbundið til að taka þær tilskipanir upp í íslensk lög skv. EES samningnum. Jafnframt hefur eldri löggjöf verið endurskoðuð, skýrð og einfölduð. EES samingurinn hefur haft gífurlega mikil og jákvæð áhrif í íslensku efnahagslífi og hjálpað verulega til þess 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 kanna löggjöf á öðrum Norðurlöndum og hins vegar með því að uppfylla samningsákvæði um Evrópska efnahagssvæðið.

### 3. Hlutabréfavíðskipti í Kauphöllinni 1991 til 2002

#### 3.1 Fjöldi fyrirtækja og skipulag viðskipta.

Umsvif Kauphallar Íslands hafa aukist verulega síðasta áratug. Á mynd 2 sést fjöldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands síðustu 12 ár.<sup>12</sup>



Mynd 2: Fjöldi skráðra hlutafélaga í Kauphöllinni 1991 til 2002

<sup>12</sup> Ársskýrsla 1998 (1999) og 2002 (2003). Seðlabanki Íslands. Reykjavík.

Mikil fjölgun fyrirtækja var fram til ársins 1997 eða frá 2 fyrirtækjum árið 1991 í 51 fyrirtæki árið 1997.

Í fyrstu voru félögin treg að skrá sig á Kauphöllinni. Ástæður þess eru m.a. þær að reynslu skorti í slíkum viðskiptum, reglur voru í fyrstu framandi og óttast var að upplýsingagjöf myndi rýra samkeppnisstöðu. Þetta breyttist smátt og smátt og stór félög í mikilvægum atvinnugreinum voru skráð á Kauphöllinni. Það með jókst reynslan og veltan sem hvatti önnur félög til að skrá sig. Kauphöllin opnaði fyrir aðgangi félaga að fjármagni en hlutafjármögnun hafði verið lítil í íslensku atvinnulífi fram að þessu. Félög voru fyrst og fremst fjármögnuð með lánsfé. Einnig styrki stórfelld einkavæðing stjórnvalda hlutabréfamarkaðinn, en fjölmörg fyrirtæki í opinberri eigu á sviði fjármála, samgangna og iðnaðar voru fyrst breytt í hlutafélög og þau síðan einkavædd.

Flest urðu fyrirtækin 75 talsins árin 1999 og 2000. Smávægileg fækkun var á árunum 2000 og 2001 en nokkur fækkun árið 2002. Ástæða fækkunarinnar árið 2002 er einkum sameining fyrirtækja. Þróunin á árinu 2003 hefur einnig einkennst af fækkun fyrirtækja en það er ekki aðeins vegna sameiningar fyrirtækja heldur einnig vegna þess að nokkur fyrirtæki hafa farið í eigu mun færri aðila en áður og þess vegna hefur orðið að taka þau af lista Kauphallarinnar.

Einnig hafa fyrirtæki borið því við að þeim finnist vera dýrt að vera aðilar aðilar að Kauphöllinni með tilliti til mikillar upplýsingagjafar sem slík skráning útheimtir.<sup>13</sup> Reglur um upplýsingargjöf eru þó sambærilegar og á öðrum Norðurlöndum, m.a. vegna aðildar að NOREX, sameiginlegum vettvangi flestra kauphalla á Norðurlöndum. Samræmd og ítarleg upplýsingagjöf er mjög mikilvæg fyrir kaupendur og seljendur hlutabréfa svo

<sup>13</sup> Edda Rós Karlsdóttir. Hugleiðingar um framtíð Kauphallarinnar. *Hagur*, 25 (2).

sú þróun að borið sé við kostnaði við upplýsingagjöf er áhyggjuefni fyrir frekari þróun hlutabréfaviðskipta á skráðum markaði hérlandis.

Eftir því sem eftirliti hefur aukist á fjármálamarkaði, m.a. með aukinni þjálfun starfsmanna Kauphallarinnar og Fjármálaeftirlitsins virðast forsvarsmenn ýmissa skráðra félaga ekki styðja eins starfsemi Kauphallarinnar og áður. Það virðist samt ekkert benda til þess að ákvæði í íslenskum lögum séu meira íþyngjandi fyrir félög hérlandis en sem sambærileg félög verða að búa við erlendis.

Ferill viðskipta í Kauphöllinni er algerlega rafvæddur og er honum lýst í mynd 3.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> *Fact Book* (2003). Iceland Stock Exchange. Reykjavík, p. 44.

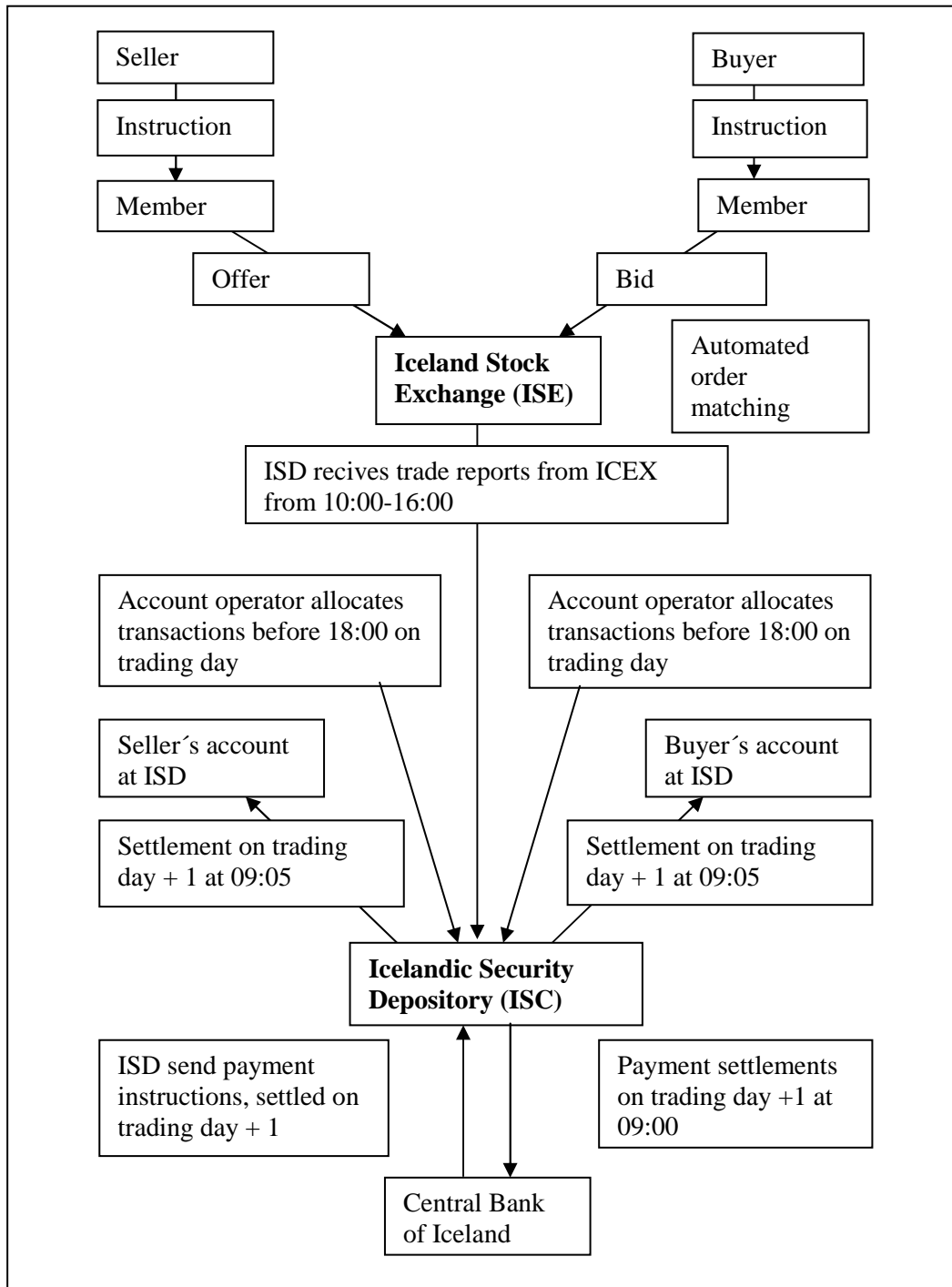
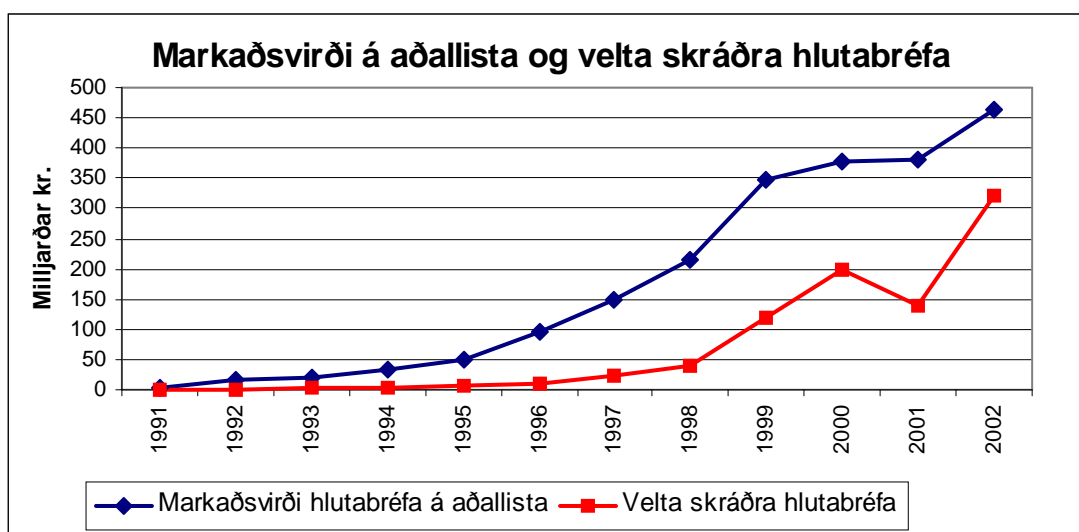


Fig. 3: Transaction process at Iceland Stock Exchange

### 3.2 Markaðsvirði og verðbreytingar

Markaðsvirði hlutabréfa og velta viðskiptanna gefur góða mynd af starfsemi kauphallar og þróun þeirra yfir lengri tíma svo og hlutfall markaðsvirði og veltu af vergri landsframleiðslu eins og sýnt er á mynd 4 og í töflu 1.<sup>15</sup> Mynd 4 sýnir markaðsvirði hlutabréfa á aðallista Kauphallar Íslands og veltu skráðra hlutabréfa.



Mynd 4: Markaðsvirði hlutabréfa á aðallista Kauphallarinnar og velta viðskipta með hlutabréf í skráðum félögum innan og utan Kauphallarinnar 1991-2002

Markaðsvirði skráðra hlutabréfa hefur vaxið gífurlega síðustu 12 ár eða úr 2 milljörðum kr. árið 1991 í 465 milljarða kr. árið 2002. Veltan hefur einnig aukist verulega eða úr engu í 320 milljarða kr. á árinu 2002. Hér eru öll viðskipti talin með, bæði þau sem eru gerð í Kauphöllinni og einnig þau sem eru gerð milli þingaðila utan Kauphallar. Tafla 1 sýnir markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöllinni og veltu hlutabréfaviðskipta sem hlutfall af vergri landsframleiðslu síðustu 12 ár.

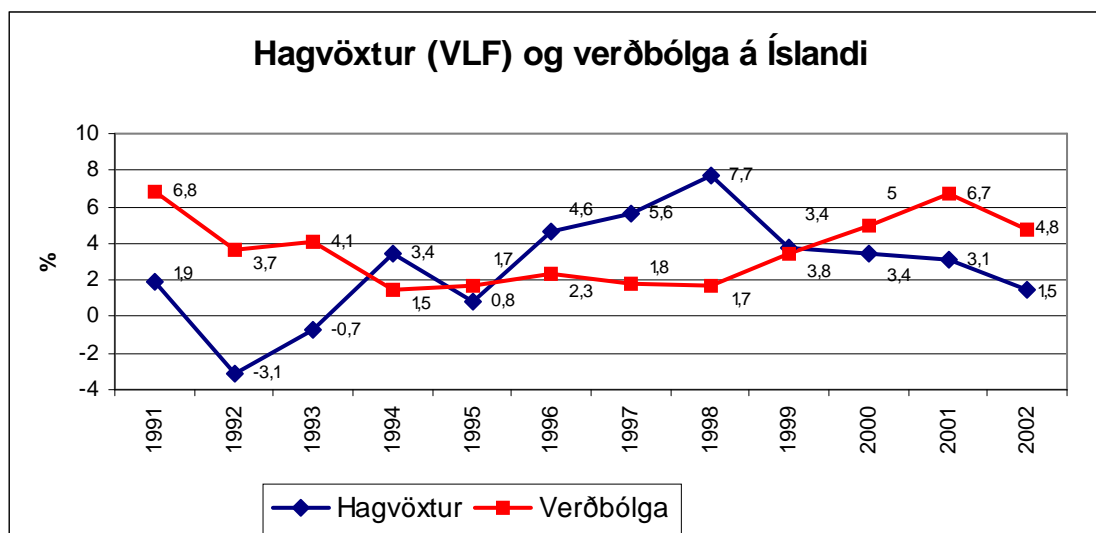
<sup>15</sup> Ársskýrsla 1998 (1999) og 2002 (2003).

Ár	Markaðsvirði skráðra hlutabréfa sem hlutfall vergri landsframleiðslu	Velta skráðra hlutabréfa sem hlutfall af verg landsframleiðslu
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	29,2	4,4
1998	40,6	7,0
1999	59,2	19,2
2000	58,8	29,8
2001	55,2	17,8
2002	66,2	40,7

Tafla 1: Markaðsvirði og velta skráðra hlutabréfa í Kauphöll Íslands sem hlutfall af vergri landsframleiðslu 1991-2002

Árið 1991 var markaðsvirði skráðra hlutabréfa 0,4% af vergri landsframleiðslu en árið 2002 var hlutfallið orðið 66,2%. Síðustu 4 ár hefur hlutfallið verið um 60%. Velta sem hlutfall af landsframleiðslu fór á örfáum árum upp í 40% af landsframleiðslu og tvöfaldaðist árið 2002. Efnahagsleg umgjörð á Íslandi síðustu 12 ár hefur að mörgu leyti verið hagstæð. Mynd 5 sýnir árlegan hagvöxt og verðbólgu frá 1991 til 2002.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> *Peningamál* 2003 (1). Seðlabanki Íslands. Reykjavík og *Ársskýrsla* 2002 (2003).

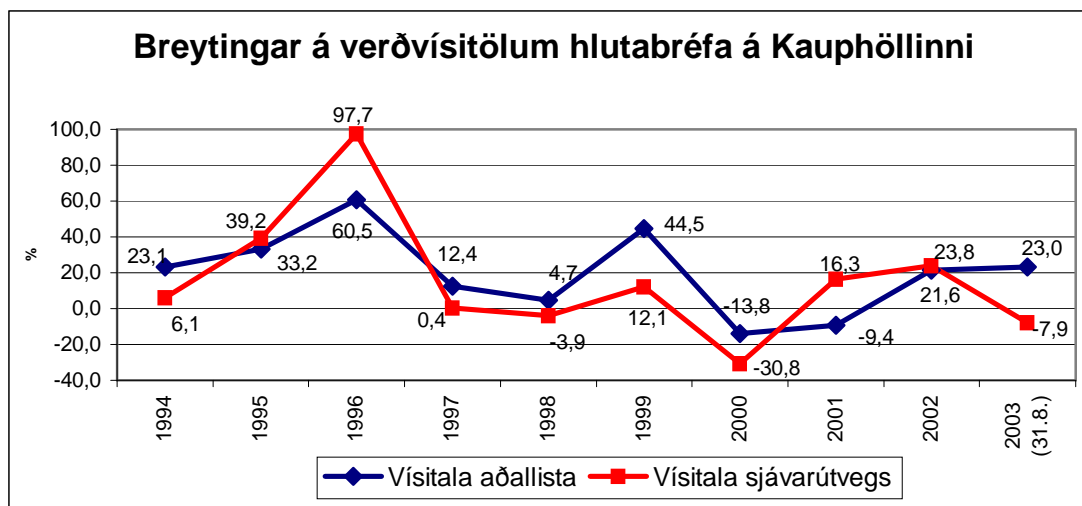


Mynd 5: Árlegur hagvöxtur og árleg verðbólga á Íslandi á árunum 1991 til 2002

Á mynd 5 sést að hagvöxtur hefur sveiflast mikið, þ.e. frá samdrætti upp á 3,1% árið 1992 upp í aukningu um 7,7% árið 1998. Meðalhagvöxtur á ári þessi 12 ár var 2,6%. Árleg verðbólga hefur einnig sveiflast nokkuð en hún var lægst 1,5% árið 1994 og hæst 6,7% árið 2001. Mikil verðbólga var á árum áður helsta efnahagslega vandamál íslenskra stjórnvalda en frá 1990 hefur tekist nokkuð vel að halda verðbólgu svipaðri og er algengast í nágrannalöndunum.

Gífurlegar verðbreytingar hafa orðið á hlutabréfum í Kauphöllinni þessi ár. Mynd 6 sýnir sveiflurnar á vísitölu aðallista og vísitölu sjávarútvegs á 10 ára tímabili frá 1993 til 2002.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Fact book (2003) and ICEX Indices. Iceland Stock Exchange. Located at [www.icex.is](http://www.icex.is)



Mynd 6: Breytingar á vísitölu aðallista og vísitölu sjávarútvegs í Kauphöllinni á árunum 1993 til 31.8. 2003

Árið 1996 hækkað vísitala sjávarútvegs um 98% en árið 2000 lækkaði hún um 31%. Aðeins minni sveiflur hafa verið á vísitölu hlutabréfa á aðallista sem hækkaði mest árið 1996 um 61% en lækkaði mest árið 1993 um 15%. Árleg meðalbreyting á vísitölu aðallista var 13,8% og árleg meðalbreyting vísitölu sjávarútvegs var á þessum 10 árum 10,8%.

Tafla 2 sýnir samanburð nokkurra kauphalla héraendis og erlendis í árslok 2002.<sup>18</sup>

<sup>18</sup> Main Economic Indicators July 2003. OECD. Located at [www.oecd.org](http://www.oecd.org) and Market Statistics December 2002. Federation of European Securities Exchanges (FESE). Located at [www.fese.be](http://www.fese.be)



<b>Kauphöll í landi</b>	<b>Markaðsvirði skráðra hlutabréfa sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í %</b>	<b>Velta í hlutabréfa-viðskiptum skráðra hlutabréfa sem hlutfall af vergri landsframleiðslu í %</b>	<b>Hlutdeild heildarviðskipta sem eru utan kauphallar í %</b>
Switzerland	205	16	22
Luxembourg	100	2	0
Britain	97	261	75
Finland	90	138	26
<b>Iceland</b>	<b>66</b>	<b>41</b>	<b>79</b>
Sweden	63	119	22
Spain	60	102	36
Ireland	43	28	91
Denmark	38	30	41
Norway	30	30	36
Germany	29	62	32
Austria	14	3	0

Tafla 2: Markaðsvirði skráðra hlutabréfa í árslok 2002 svo og velta og hlutdeild viðskipta með hlutabréf innan og utan kauphalla í nokkrum löndum á árinu 2002

Margt athyglisvert kemur fram í töflu 2. Í 2. dálki í töflu 1 er markaðsvirði skráðra hlutabréfa sem hlutfall af vergri landsframleiðslu og er það 66% á Íslandi. Ísland er um miðjan hóp ríkja sem er athyglisvert miðað við hversu stuttan tíma skipulagður hlutabréfamarkaður hefur verið við lýði á Íslandi. Sum af löndunum í töflu 1 eru með mikla alþjóðlega fjármálþjónustu sem tengist að hluta ekki viðkomandi landi sérstaklega. Bretland (London), Luxemborg og Sviss, sem raða sér í þrjú efstu sætin, eru dæmi um slíkar alþjóðlegar kauphallir enda eru mikil verðmæti skráð í þessum kauphöllum miðað við landsframleiðslu viðkomandi lands.

Í 3. dálki í töflu 2 er velta skráðra hlutabréfa sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Veltan á íslenska hlutabréfamarkaðinum er mikil miðað við mörg önnur lönd. Á Íslandi er hlutfallið 41%. Mjög lítil hlutfallsleg

velta er í hlutabréfaviðskiptum í Luxemborg og Austurríki. Hér er átt við öll hlutabréfasviðskipti, bæði innan og utan kauphalla í viðkomandi löndum. Veltan er mest í Bretlandi og er hún þar nær þreföld landsframleiðsla landsins. Það er athyglisvert að Finnland hefur sterkasta stöðu af Norðurlöndunum með hlutfallslega mest verðmæti skráðra hlutabréfa og með mesta veltu. Hugsanleg skýring er sterk staða finnskra félaga í upplýsingatækni. Noregur er ekki með mikil verðmæti skráðra félaga og ekki heldur með mikla veltu og er Ísland fyrir ofan Noreg í þessum samanburði. Þrátt fyrir mikinn vöxt í hlutabréfaviðskiptum á Íslandi undanfarin ár sem að hluta til byggir á erlendum fjárfestum er enn langt í það að erlend fjárfesting á Íslandi nái sama umfangi og er á öðrum Norðurlöndum.<sup>19</sup> Útrás íslenskra fyrirtækja erlendis er þeim mun meiri.

Fjórði dálkurinn í töflu 2 sýnir hversu stór hluti heildarviðskipta er utan kauphalla. Þar kemur í ljós að á Íslandi eru 79% viðskipta með hlutabréf í skráðum félögum utan kauphallarinnar. Þessi viðskipti eru vitaskuld skráð hjá Verðbréfaskráningu eins og önnur viðskipti. Þarna sker Ísland sig nokkuð úr. Aðeins Írland er með hærra hlutfall utan kauphalla. Langmest viðskipti þar með skráð hlutabréf gerast utan kauphallar eða 91%. Mikið af viðskiptunum í London eru einnig utan kaupahallar. Algengast er að um þriðjungur viðskipta sé fyrir utan kauphallir. Í langflestum tilvikum er verð í kauphöll notað í viðskiptum utan kauphallar en vitaskuld getur verið óheppilegt til lengri tíma ef mjög stór hluti er fyrir utan kauphallir þar sem viðskiptin þar gefa mjög góða mynd af framboði og eftirspurn, m.a. vegna upplýsingakerfisins. Einnig er mikilvægt fyrir kauphallir vegna tekna þeirra að sem mest viðskipti fari þar fram. Þó verður ekki annað sagt en að vöxturinn á Íslandi hafi verið mjög hraður og íslenski hlutabréfamarkaðurinn hafi fljótt lagað sig að því formi og umsvifum sem eru algeng í nágrannalöndunum. Öll löndin í

<sup>19</sup> Þorvaldur Gylfason (2003). Ferskir vindar. *Vísbinding*, 21(18).

töflu 1 nema Ísland hafa mikla reynslu af skiplögðum hlutabréfaviðskiptum og flest þeirra hafa áratuga reynslu af slíkum viðskiptum.

Athyglisvert er að bera þróun íslenska hlutabréfamarkaðarins við aðra tiltölulega nýja markaði. Í Ungverjalandi var hefðbundinn hlutabréfamarkaður að vestrænni fyrirmynd settur á stofn fyrst í löndum Austur-Evrópu eftir breytingarnar í kjölfar falls múrsins 1989.<sup>20</sup> 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 hraði einkavæðingar skýrt mismunandi þróun.

#### **4. Ýmis álitæfni í tengslum við íslenska hlutabréfamarkaðinn**

Eftirlit og stjórnun fyrirtækja markast m.a. af því hversu samþjöppuð eignaraðildin er. Víða eru fáir stórir hlutahafar sem hafa gagnkvæm eignartengsl í mörgum fyrirtækjum á hlutabréfamarkaði. Slík eignaraðild hefur mikil áhrif í stjórnun fyrirtækja og hefur einnig áhrif á hlutabréfamarkað eins og t.d. rannsókn á spænska hlutabréfamarkaðinum hefur sýnt.<sup>21</sup> Slík samþjöppun er einnig algeng í fyrirækjum á íslenska hlutabréfamarkaðinum og víðar.<sup>22</sup> Þótt íslenski hlutabréfamarkaðurinn sé orðinn hlutfallslega stór í samanburði við önnur lönd eins og hér hefur verið rakið eru tiltölulega fá fyrirtæki á markaðinum eða 64 talsins í árslok 2002 og fer fækkandi.

<sup>20</sup> Mitura-Zalewska A. and Hall S.G. (2000). Do Market Participants Learn? The Case of the Budapest Stock Exchange. *Economics and Planning*, 33(1-2).

<sup>21</sup> Leech D. and Manjón M.C. (2002). Corporate Governance in Spain (with an Application of the Power Indices Approach). *European Journal of Law and Economics*, 13(2).

<sup>22</sup> Bajo E., Bigelli M. and Sandri Sandro (1998). The Stock Market Reaction to Investment Decisions: Evidence from Italy. *Journal of Management & Governance*, 2(1).

Í mörgum mikilvægum atvinnugreinum á Íslandi eru mjög fá fyrirtæki starfandi. Þannig eru einungis 3 fyrirtæki sem annast nær alla olíu- og bensínsölu, 3 fyrirtæki sem sjá um nær allar tryggingar, 2 fyrirtæki sem annast mest af sjóflutningum til og frá landinu og 2 fyrirtæki sem annast nær allt reglubundið farþegaflug til og frá Íslandi. Ástæða fyrir svona fáum fyrirtækjum á markaði sem hefur mikinn kaupmátt<sup>23</sup> er að markaðurinn er lítill með aðeins 280.000 manns og hann er langt frá öðrum löndum.<sup>24</sup> Á árinu 2003 var síðasta olúfélagið tekið út af Kauphöllinni og stærsta verslunarfyrirtæki landsins sem er jafnframt 3. stærsta fyrirtæki landsins árið 2001<sup>25</sup> var einnig afskráð úr Kauphöllinni þar sem eignaraðild var orðin það samþjöppuð að það mátti ekki skrá það lengur á aðallista Kauphallarinnar.

Nú er í gangi hjá samkeppnisyfirvöldum athugun á starfsemi hinna 3ja olúfélaga vegna gruns um verðsamráð. Sambærileg rannsókn hefur staðið í 6 ár á hinum 3 tryggingafélögum. Slíkar rannsóknir, þótt nauðsynlegar séu, skapa óöryggi í viðskiptum og geta haft neikvæð áhrif á hlutabréfamarkaðinn ef þær eru ekki leiddar til lykta á tiltölulega skömmum tíma. Athyglisvert í þessu sambandi er ágreiningur milli Samkeppnisstofnunar og efnahagsbrotadeildar lögreglunnar hvernig standa eigi að rannsókn slíkra mála sem bendir til þess að nauðsynlegt sé að endurskoða samkeppnislöggjöfina.

Endurbætur í corporate governance in Finnlandi á árunum 1980 til 2000 hafa leitt til more protection of shareholders and weaker protection of creditors.<sup>26</sup> Athyglisvert er það sjónarmið að insider trading regulation

<sup>23</sup> In 2001, Iceland's GDP in PPP in US \$ per head was 30,400, which put the country in the 6<sup>th</sup> place in the world (*OECD in Figures* (2002). OECD. Paris)

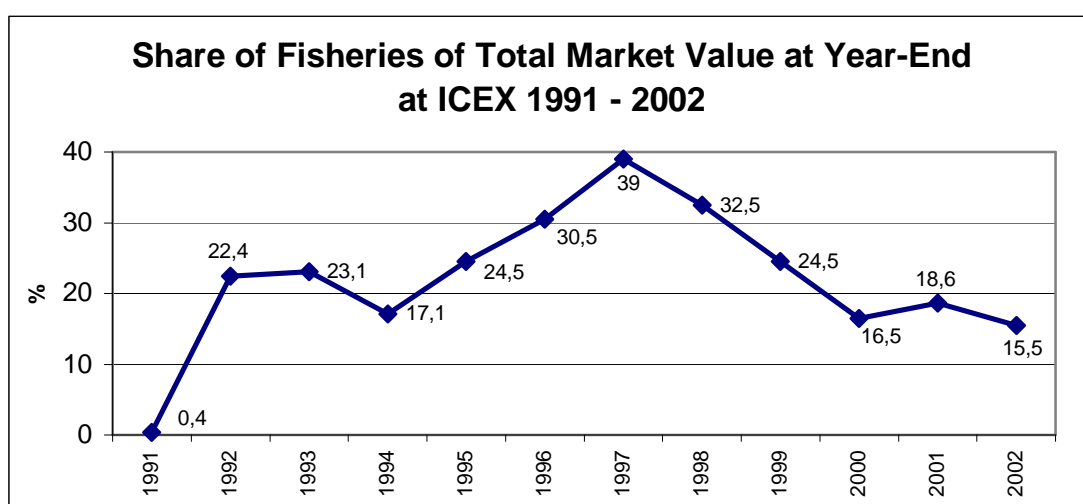
<sup>24</sup> The average distance from Iceland to five other countries, Britain, France, Denmark, Germany and Italy, is 2,400 km. In comparison, the average distance between these countries, including Iceland, is 1,200 km measured from the capitals, Reykjavik, London, Paris, Copenhagen, Berlin and Rome.

<sup>25</sup> *300 stærstu* (2002). Frjáls verslun, 64(8).

<sup>26</sup> Hyytinen A., Kuosa I. and Takola T. (2003). Law or Finance: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 16(1).

hafi í för með sér meiri costs en benefits og að þeim resources sem er nú eytt í insider trading regulation sé betur varið í annað.<sup>27</sup>

Sjávarútvegur skipti miklu máli í íslensku hagkerfi. Framlag sjávarútvegs til landsframleiðslunnar var 12,5% árið 2001<sup>28</sup> auk þess sem sjávarútvegur skilar 40% af foreign currency income eins og fyrr sagði. Í upphafi hlutabréfaviðskipta á Íslandi skiptu verslun með hlutabréf í sjávarútvegsfyrirtækjum miklu máli. Hlutdeild sjávarútvegs í hlutabréfaviðskiptum hefur þó minnkað undanfarin ár sbr. mynd 7.



Mynd 7: Share of Fisheries of Total Market Value at Year-End for 1991 to 2002.

Þótt vægi sjávarútvegs hafi minnkað er íslenski hlutabréfamarkaðurinn umfangsmikill í þessari atvinnugrein miðað við önnur lönd. Þess vegna hefur verið rætt um að Kauphöll Íslands markaðssetji sig á alþjóðavettvangi sem sjávarútvegskauphöll.<sup>29</sup> Í febrúar 2003 voru 17 sjávarútvegsfyrirtæki skráð í Kauphöll Íslands en 12

<sup>27</sup> Marinor B.Z. (1998). Book Review. Essays in Law and Economics III. Financial Markets and Insurance. *European Journal of Law and Economics*, 6(2).

<sup>28</sup> *Statistical Yearbook of Iceland* (2002), p. 188.

<sup>29</sup> Ágúst Einarsson og Vilhjálmur Egilsson (2002-2003). Frumvarp til laga um breyting á lögum nr. 34/1998, um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, með síðari breytingum. Alþingi, 128. löggjafarþing, þingskjal 589, 435. mál.

fyrirtæki í því landi sem næst kom sem er Japan. Talið er að um 85 fyrirtæki í sjávarútvegi séu skráð á hlutabréfamörkuðum í heiminum þannig að um 20% þeirra eru skráð á Íslandi.<sup>30</sup> Markaðsvirði skráðra fyrirtækja í sjávarútvegi er hæst í Japan en Ísland er í öðru sæti. Kauphöll Íslands er að kanna áhuga erlendra sjávarútvegsfyrirtækja að skrá sig á Kauphöll Íslands og sitthvað bendir til þess að hér sé um að ræða vænlegt viðskiptatækifæri.<sup>31</sup>

Ísland hefur allar forsendur til að verða miðstöð fjármálaviðskipta í sjávarútvegi þar sem hér er umtalsverð sérþekking í sjávarútvegi og nær sú sérþekking ekki hvað síst til viðskipta með hlutabréf í þessum geira.<sup>32</sup> Þannig er greining á ársreikningum og mat á horfum þýðingarmikill þáttur í starfi íslenskra fjármálafyrirtækja. Mörg fordæmi eru fyrir því að félög skrái sig í kauphöllum sem eru miðstöðvar á sínu sviði. Þannig eru flest stór málmfyrirtæki skráð í kauphöllinni í London og alþjóðleg siglingafyrirtæki eru mörg skráð í norsku kauphöllinni þótt aðsetur fyrirtækjanna sé annars staðar. Íslendingar eru ellefta mesta fiskveiðipjóð í heimi og sjávarútvegur er eina sviðið þar sem Íslendingar hafa sterka efnahagslega stöðu á alþjóðlegum vettvangi.<sup>33</sup> Þess ber þó að geta að á Íslandi er bannað að erlendir aðilar fjárfesti í fyrirtækjum sem starfa í sjávarútvegi nema í óverulegu mæli. Ef Ísland verður aðili að ESB er langlíklegast að ekki verði heimilt að viðhalda slíku banni en bannið er þegar umdeilt innan lands. Þótt umsvif sjávarútvegsfyrirtækja hafi

<sup>30</sup> Þórður Friðjónsson (2003). Alþjóðlegur sjávarútvegsmarkaður á Íslandi? *Vísbending*, 21(21).

<sup>31</sup> Þórður Friðjónsson (2003), p. 4.

<sup>32</sup> Ágúst Einarsson og Vilhjálmur Egilsson (2002-2003), p. 1.

<sup>33</sup> Kauphöll Íslands er vel fær um að hrinda af stað sókn í þessu efni. Íslenskur fjármálamarkaður einkennist af vel menntuðu fólki sem hefur margt getið sér góðs orðs erlendis. Mörg lönd hafa einbeitt sér að alþjóðlegri fjármálastarfsemi og mikil verðmætasköpun hefur orðið í kjölfar þess. Má þar nefna Lúxemborg sem dæmi. Íslendingar hafa mikla burði til að vera mun meira áberandi á þessu sviði. Óbein áhrif þessa verða mjög mikil og erlend fyrirtæki fengju betri þekkingu á íslensku efnahagslífi og það gæti stuðlað að fjárfestingu erlendra aðila á fjölmörgum sviðum hérlendis. Íslendingar hafa mjög gott orð á sér í sjávarútvegs málum víða í heiminum og reka fjölmörg sjávarútvegsfyrirtæki erlendis. Því mundu mörg erlend sjávarútvegsfyrirtæki vel hugsanlega sjá sér hag í því að vera með fyrirtæki sín skráð í íslensku kauphöllinni þar sem sérþekking og virkur markaður er fyrir hendi.

minnkað í Kauphöll Íslands hafa orðið gífurlegar breytingar í íslenskum sjávarútvegi undanfarin ár sem hafa styrkt fyrirtækin verulega.<sup>34</sup>

Kauphöll Íslands gerðist árið 2001 aðili að NOREX sem er samstarfsvettvangur kauphallanna í Kaupmannahöfn, Osló, Stokkhólmi og Kauphallar Íslands. Aðildin felur í sér að notað er sama viðskiptakerfið og reglur um aðild og viðskipti eru eins í öllum kauphöllum. Stunduð er sameiginleg markaðstarfsemi utan Norðurlanda, unnið er að fræðslu og þróun tækni og markaða. Aðild Kauphallar Íslands að NOREX var veigamikil skref í að auka trúverðugleika á hlutabréfaviðskiptum og samræming vinnubragða hefur einnig leitt til lækkunar transaction costs. Í gegnum NOREX er upplýsingagjöfin mjög öflug en mjög mikilvægt er að viðskiptaaðilar hafi gott aðgengi að upplýsinginum. Takmarkaðar upplýsingar hafa sérstaklega hamlandi áhrif á starfsemi hlutabréfamarkaða í uppbyggingarfasa þeirra.<sup>35</sup> Viðskiptin á hlutabréfamarkaði snúast oft um að finna þau tækifæri sem gefa af sér nægjanlega ávöxtun to survive the transactions costs.<sup>36</sup>

Breytingin á stöðu Kauphallar Íslands um þessar mundir sést vel ef borin eru saman 15 stærstu fyrirtæki landsins undanfarin ár miðað við veltu og skoðað hvort þau séu skráð á Kauphöllinni eða ekki.<sup>37</sup> Tafla 3 lýsir þeirri stöðu.

<sup>34</sup> Ágúst Einarsson (2003). *Íslenskur sjávarútvegur – Breytingar síðustu áratugi og afkomumælingar*. Rannsóknir í félagsvísindum IV. Háskólaútgáfan. Reykjavík.

<sup>35</sup> Flóres R.G. and Szafarz A. (1997). Testing the Information Structure of Eastern European Markets: The Warsaw Stock Exchange. *Economics of Planning*, 30(2-3).

<sup>36</sup> Jones S.L. (1999). Delayed Reaction in Stock with the Characteristics of Past Winners: Implication for Momentum, Value, and Institutional Following. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(3).

<sup>37</sup> 300 stærstu (2001), (2002), (2003). *Frjáls verslun*, 63(8), 64(8), 65(8).

		2003	2002	2001		2000	
Company	Sector	Listed	Listed	Rank	Listed	Rank	Listed
SIF	Fisheries	Yes	Yes	1	Yes	1	Yes
SH	Fisheries	Yes	Yes	2	Yes	2	Yes
Baugur	Services/commerce	No	Yes	3	Yes	5	Yes
Icelandair	Transport	Yes	Yes	4	Yes	3	Yes
Islandsbanki	Finance	Yes	Yes	5	Yes	4	Yes
Landsbankinn	Finance	Yes	Yes	6	Yes	6	Yes
Alcan	Manufacturing	No	No	7	No	7	No
Bunadarbankinn	Finance	Yes	Yes	8	Yes	13	Yes
Atlanta Air	Transport	No	No	9	No	11	No
Eimskip	Transport	Yes	Yes	10	Yes	8	Yes
Landsiminn	IT	No	No	11	No	9	No
Skeljungur	Oil distribution	No	Yes	12	Yes	12	Yes
Oliufelagid	Oil distribution	No	Yes	13	Yes	10	Yes
Pharmaco	Pharmaceutical	Yes	Yes	14	Yes		Yes
Samskip	Transport	No	No	15	No		No
Kaupas	Services/commerce	No	No		No	14	No
Olis	Oil distribution	No	Yes		Yes	15	Yes

Tafla 3: Stærstu fyrirtæki árána 2000 til 2003 og staða þeirra á Kauphöllinni

Eins og sést á töflu 3 voru 12 af 17 fyrirtækjum skráð á Kauphöllinni í árslok 2000, 2001 og 2002. Í lok ágúst 2003 eru einungis 8 þeirra eftir. Ekki er mikil breyting milli árána á röð fyrirtækjanna.

Hinn mikli vöxtur í skipulögðum hlutabréfaviðskiptum bæði innan og utan Kauphallar Íslands bendir til þess að transaction costs hafa lækkað verulega við þetta viðskiptaform. Jafnframt hafa upplýsingar stóraukist þannig að óvissa hefur minnkað og kostnaður sem tengist þeirri óvissu hefur jafnframt lækkað. Þar sem löggjöfin hefur smátt og smátt verið löguð að þeim viðskiptavenjum sem áður höfðu skapast er augljóst að formal rules hafa tekið við informal rules. Mjög mikilvægt í sambandi við innleiðingu nýrra viðskiptahátta, new institutions, er að gæta þess að formlegar reglur séu í samræmi við óformlegar reglur sem hafa ef til vill lengi gilt.<sup>38</sup> Nú er ef til vill ástæða til að gæta sérstaklega að því hvort hin

<sup>38</sup> Eggertsson, T. (1996). A note on the economics of institutions. In Alston, L.J., Eggertsson, T. & North, D.C. (Eds.). *Empirical Studies in Institutional Change*. Cambridge University Press. Cambridge.



tiltölulega þrönga eignaraðild að mörgum fyrirtækjum á Íslandi geri frekari þróun á markaðinum erfitt fyrir. Þar á móti gæti vegið að aukin þátttaka útlendinga á íslenska hlutabréfamarkaðinum gæti aukið viðskiptin til muna en erlendir fjárfestar hafa verið stórtækir á íslenska húsbréfamarkaðinum, þ.e. einkum í kaupum á ríkistryggðum verðbréfum sem eru ætluð til húsnæðislána.

## 5. Lokaorð

Skipulagður markaður með hlutabréf hefur einungis verið við lýði á Íslandi í rúm 12 ár. Seðlabanki Íslands hafði frumkvæði að slíkum viðskiptum og voru fyrstu hlutabréfin skráð árið 1990. Fyrsta heildarlöggjöf um hlutabréfaviðskipti var sett árið 1993. Löggjöf næstu ára tók mið af þróun á öðrum Norðurlöndum og lagákvæðum innan ESB en aðild Íslands að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið olli verulegum breytingum á íslenskri fjármálastarfsemi. Löggjöf og verklag í kauphöllum í Evrópu er með svipum hætti í einstökum löndum. Ekki var pólitískur ágreiningur um löggjöf um hlutabréfaviðskipti í uppbyggingarfasanum á Íslandi. Núverandi lög um starfsemi kauphalla eru frá árinu 1998 og hefur þeim lítillega verið breytt síðan.

Opinbert eftirlit á fjármálamarkaði færðist úr Seðlabanka Íslands árið 1999 með stofnun sérstakrar stofnunar, Fjármálaeftirlitsins, sem yfirtók verkefni Bankaeftirlitsins og Vátryggingareftirlitsins. Sú þróun var í samræmi við þróun á öðrum Norðurlöndum, Bretlandi, Kanada, Bandaríkjunum o.fl. löndum.

Löggjöf um fjármálastarfssemi á Íslandi byggir á fimm súlum, þ.e. lögum um kauphöll og skipulagða tilboðsmarkaði, lögum um

---

verðbréfavíðskipti, lögum um verðbréfasjóði og fjárfestingasjóði, lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi og lögum um fjármálafyrirtæki.

Umsvif Kauphallar Íslands hefur vaxið mjög hratt undanfarin 12 ár. Fyrirtækjum á markaði hefur fjölgað verulega, markaðsvirði skráðra fyrirtækja og veltan hefur margfaldast. Viðskiptin í Kauphöll Íslands eru öll rafræn og sem hlutfall af vergri landsframleiðslu hefur verið mjög mikill vöxtur í hlutabréfavíðskiptum. 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 en mikið af hlutabréfavíðskiptunum á sér þó stað utan Kauphallarinnar.

Einkenni íslenska hlutabréfamarkaðarins er að það eru tiltölulega fá fyrirtæki sem keppa í mikilvægum atvinnugreinum og verið er að rannsaka grun um verðsamráð margra stórra fyrirtækja.

Sjávarútvegur skiptir miklu máli í íslensku hagkerfi og er verslað tiltölulega mikið með hlutabréf í sjávarútvegsfyrirtækjum. Verið er að vinna að þeirri hugmynd að Kauphöll Íslands geti orðið alþjóðleg kauphöll á sviði sjávarútvegs í heiminum.

Upplýsingar hafa aukist verulega á markaðinum, ekki síst við aðild Íslands að NOREX, samstarfsvettvangi norrænna kauphalla. Nokkur fækkun hefur orðið á síðustu árum á skráðum fyrirtækjum.

Þróun á íslenska hlutabréfamarkaðinum sýnir að hugtök innan New Institutional Economics eiga þar mjög vel við, þar sem transaction costs hefur lækkað, upplýsingar aukist og orðið almennari og formlegar reglur hafa tekið við óformlegum reglum. Aukin þátttaka erlendra fjárfesta á íslenskum hlutabréfamarkaði er vænleg leið til að styrkja markaðinn enn frekar. Það fellur vel að þeirri staðreynd að nú er mest verslað í Kauphöll

Íslands með hlutabréf í fyrirtækjum sem starfa á sviði finance and insurance.

Í upphafi skipulagðra hlutabréfaviðskipta á Íslandi fyrir rúmum áratug voru litlar reglur og efnahagslífið mjög 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 byggði á erlendum fyrirmyndum eru meginástæðurnar fyrir því að vel hefur tekist til með uppbyggingu skipulagðra hlutabréfaviðskipta héraendis.

## Heimildir

Ágúst Einarsson (2003). *Íslenskur sjávarútvegur – Breytingar síðustu áratuga og afkomumælingar*. Rannsóknir í félagsvísindum IV. Háskólaútgáfan. Reykjavík.

Ágúst Einarsson og Vilhjálmur Egilsson (2002-2003). Frumvarp til laga um breyting á lögum nr. 34/1998, um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða, með síðari breytingum. Alþingi, 128. löggjafarþing, þingskjal 589, 435. mál.

*Ársskýrsla 1998* (1999) og *2002* (2003). Seðlabanki Íslands. Reykjavík.

Bajo E., Bigelli M. and Sandri Sandro (1998). The Stock Market Reaction to Investment Decisions: Evidence from Italy. *Journal of Management & Governance*, 2(1), 1-16.

Barca F. and Becht M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press. Oxford.

Berglöf E. (1997). Reforming corporate governance: Redirecting the European agenda. *Economic Policy*, 12(24), 91-124.

Edda Rós Karlsdóttir. Hugleiðingar um framtíð Kauphallarinnar. *Hagur*, 25 (2), 2-4.

Eggertsson, T. (1996). A note on the economics of institutions. In Alston, L.J., Eggertsson, T. & North, D.C. (Eds.). *Empirical Studies in Institutional Change*. Cambridge University Press. Cambridge.

*Fact Book* (2003). Iceland Stock Exchange. Reykjavík.

Fisher C. (2002). *Motive des Börsengangs am Neuen Markt: Die Publikumsfinanzierung von Innovation aus theoretischer und empirischer Sicht*. Duncker und Humblot. Berlin.

Flôres R.G. and Szafarz A. (1997). Testing the Information Structure of Eastern European Markets: The Warsaw Stock Exchange. *Economics of Planning*, 30(2-3), 91-105.

Frumvarp til laga um eftirlit með fjármálastarfsemi (1997-1998). Alþingi, 122. löggjafarþing, þingskjal 951, 560. mál.

Frumvarp til laga um starfsemi kauphalla og skipulagðra tilboðsmarkaða. Alþingi (1997-1998), 122. löggjafarþing, 1997-1998, þingskjal 356, 285. mál.

Frumvarp til laga um verðbréfasjóði (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 12, 12. mál.

Frumvarp til laga um verðbréfavíðskipti (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 11, 11. mál.

Frumvarp til laga um Verðbréfafélag Íslands (1992-1993). Alþingi, 116. löggjafarþing, þingskjal 13, 13. mál.

Hyytinen A., Kuosa I. and Takola T. (2003). Law or Finance: Evidence from Finland. *European Journal of Law and Economics*, 16(1), 59-89.

ICEX Indices. Iceland Stock Exchange. Located at [www.icex.is](http://www.icex.is)

Jones S.L. (1999). Delayed Reaction in Stock with the Characteristics of Past Winners: Implication for Momentum, Value, and Institutional Following. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(3), 21-40.

La Porta et al. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

Leech D. and 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 July 2003. OECD. Located at [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

Marinor B.Z. (1998). Book Review. Essays in Law and Economics III. Financial Markets and Insurance. *European Journal of Law and Economics*, 6(2), 199-204

Market Statistics December 2002. Federation of European Securities Exchanges (FESE). Located at [www.fese.be](http://www.fese.be)

Mitura-Zalewska A. and Hall S.G. (2000). Do Market Participants Learn? The Case of the Budapest Stock Exchange. *Economics and Planning*, 3(1-2), 3-18.

Nefndarálit efnahags- og viðskiptanefndar (1992-1993). Alþingi, 116 löggjafarþing, þingskjal 393, 13. mál.

*OECD in Figures* (2002). OECD. Paris.

*Peningamál* 2003 (1). Seðlabanki Íslands. Reykjavík.

*Statistical Yearbook of Iceland* (2002). Statistics Iceland. Reykjavik.

Þorvaldur Gylfason (2003). Ferskir vindar. *Vísbinding*, 21(18), 2-4.

Þórður Friðjónsson (2003). Alþjóðlegur sjávarútvegsmarkaður á Íslandi? *Vísbinding*, 21(21), 3-4.

*300 stærstu* (2001), (2002), (2003). *Frjáls verslun*, 63(8), 64(8), 65(8).