

Ágúst Einarsson

Álitaefni á íslenska hlutabréfamarkaðinum

Eftirlit og stjórnun fyrirtækja á hlutabréfamarkaði 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. Slík samþjöppun er víða, m.a. í fyrirtækjum á íslenska hlutabréfamarkaðinum.

Þótt íslenski hlutabréfamarkaðurinn sé orðinn hlutfallslega mjög stór í samanburði við önnur lönd eins og áður hefur verið rakið (sjá grein höfundar „Þróun hlutabréfaviðskipta á Íslandi“ í Vísbendingu 10. okt. 2003, 41. tbl.) eru tiltölulega fá fyrirtæki á markaðinum hér eða 52 talsins í lok september 2003.

Árið 2001 gerðist Kauphöll Íslands aðili að NOREX sem er samstarfsvettvangur kauphallanna í Kaupmannahöfn, Osló, Stokkhólmi og Kauphallar Íslands. Aðildin felur í sér að notað er sama viðskiptakerfið (SAXESS) 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 veigamikið skref í að auka trúverðugleika á hlutabréfaviðskiptum og samræming vinnubragða hefur einnig leitt til lækkunar viðskiptakostnaðar.

Í gegnum SAXESS 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. Viðskipti á hlutabréfamarkaði snúast oft um að finna þau tækifæri sem gefa af sér nægjanlega ávöxtun til að geta borið þann viðskiptakostnað sem þau hafa í för með sér.

Fákeppni og opinbert eftirlit

Í mörgum mikilvægum atvinnugreinum á Íslandi eru mjög fá fyrirtæki starfandi. Þannig eru einungis 3 fyrirtæki sem annast nær alla olú- 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 er m.a. að markaðurinn er lítil með aðeins 285.000 manns og hann er langt frá öðrum löndum. Landsframleiðsla á mann hérlendis á árinu 2002 var 28.800 \$ á jafnvirðismælikvarða (PPP) og var Ísland í 9. sæti af 30 OECD ríkjum.

Í lok ágúst 2003 var síðasta olúfélagið (Skeljungur) tekið út af Kauphöllinni og stærsta verslunarfyrirtæki landsins (Baugur), sem er jafnframt 3. stærsta fyrirtæki landsins árið 2002, var skráð úr Kauphöllinni í júlí 2003 þar sem eignaraðild var orðin það samþjöppuð.

Nú er í gangi hjá samkeppnisyfirköndum 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. Umhugsunarvert 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. Það er ekki líðandi að það skuli ríkja ágreiningur innan stjórnkerfisins hvernig halda eigi á slíkum málum og er brýnt að löggjafinn setji skýrari lög um þetta efni. Það er sömuleiðis ekki hægt að búa við það að efnahagsbrot fyrnist vegna þess hversu langan tíma rannsókn tekur, en dæmi eru um slíkt.

Stærstu fyrirtækin hérlendis síðustu ár

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 séu skráð á Kauphöllinni eða ekki. Tafla 1 lýsir því frá árslokum 2000 til loka september 2003.

Félag	Atvinnugrein	2003 (30.9.)	2002		2001		2000	
		Skráð	Röð	Skráð	Röð	Skráð	Röð	Skráð
SÍF	Sjávarútvegur	Já	1	Já	1	Já	1	Já
SH	Sjávarútvegur	Já	2	Já	2	Já	2	Já
Baugur	Verslun og þjónusta	Nei	3	Já	3	Já	5	Já
Flugleiðir	Samgöngur	Já	4	Já	4	Já	3	Já
Íslandsbanki	Fjármál og tryggingar	Já	5	Já	5	Já	4	Já
Landsbankinn	Fjármál og tryggingar	Já	6	Já	6	Já	6	Já
Alcan	Iðnaður og framleiðsla	Nei	7	Nei	7	Nei	7	Nei
Eimskip	Samgöngur	Já	8	Já	10	Já	8	Já
Búnaðarbankinn	Fjármál og tryggingar	Já	9	Já	8	Já	13	Já
Atlanta Air	Samgöngur	Nei	10	Nei	9	Nei	11	Nei
Bakkavör	Iðnaður og framleiðsla	Já	11	Já	37	Já	55	Já
Pharmaco	Lyfjagrein	Já	12	Já	14	Já	18	Já
Landsíminn	Upplýsingatækni	Nei	13	Nei	11	Nei	9	Nei
Kaupþing	Fjármál og tryggingar	Já	14	Já	19	Já	31	Já
Olúfélagið	Olúdreifing	Nei	15	Já	13	Já	10	Já
Skeljungur	Olúdreifing	Nei	16	Já	12	Já	12	Já
Samskip	Samgöngur	Nei	17	Nei	15	Nei	16	Nei
Landsvirkjun	Iðnaður og framleiðsla	Nei	18	Nei	18	Nei	17	Nei
Kaupás	Verslun og þjónusta	Nei	19	Nei	16	Nei	14	Nei
Samherji	Sjávarútvegur	Já	20	Já	17	Já	30	Já
Olís	Olúdreifing	Nei	21	Já	20	Já	15	Já

Tafla 1: Stærstu fyrirtæki 2000 til 2003 eftir veltu og staða þeirra í Kauphöllinni

Eins og sést í töflu 1 voru 15 af 21 stærstu fyrirtækjunum skráð í Kauphöllinni í árslok 2000, 2001 og 2002. Í lok september ágúst 2003 eru einungis 11 þeirra eftir. Ekki er mikil breyting milli árunna á röð fyrirtækjanna.

Nokkrir hástökkvarar eru á meðal þessara fyrirtækja. Þannig var Bakkavör 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. Olúfélögin lækka á listanum. Pharmaco hækkar nokkuð, Kaupás og Landssíminn lækka, Samherji hækkar og lækkar en flest fyrirtækjanna halda svipaðri stöðu milli ára. Einungis eitt opinbert fyrirtæki er á listanum, Landsvirkjun. Eitt erlent fyrirtæki er meðal hinna stærstu, Alcan, sem rekur álverið í Straumsvík. Landsspítali Íslands-Háskólasjúkrahús er ein stærsta rekstrareining landsins með veltu upp á 26 milljarða kr. árið 2002 sem hefði skilað 8. sæti í töflu 1 en venja er að flokka spítalann ekki með í þessum samanburði.

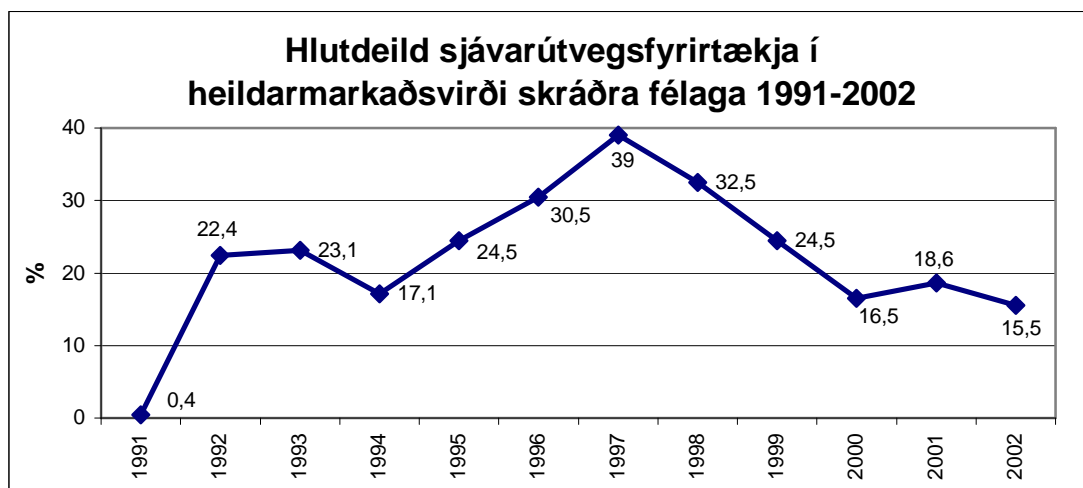
Hinn mikli vöxtur í skipulögðum hlutabréfaviðskiptum bæði innan og utan Kauphallar Íslands bendir til þess að viðskiptakostnaður hafi lækkað verulega.

Jafnframt hafa upplýsingar stóraukist þannig að óvissa hefur minnkað og kostnaður sem tengist þeirri óvissu hefur lækkað. Þar sem löggjöfin hefur smátt og smátt verið löguð að þeim viðskiptavenjum sem áður höfðu skapast er augljóst að formlegar reglur hafa tekið við óformlegum reglum.

Það er mjög mikilvægt í sambandi við innleiðingu nýrra viðskiptahátta að gæta þess að formlegar reglur séu í samræmi við óformlegar reglur sem hafa ef til vill lengi gilt. Núna er ef til vill ástæða til þess að gæta sérstaklega að því hvort hin 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.

Möguleikar í sjávarútvegi

Sjávarútvegur skiptir miklu máli í íslensku hagkerfi. Framlag sjávarútvegs til landsframleiðslunnar var 12,5% árið 2001 auk þess sem sjávarútvegur skilar 40% af gjaldeyriskjnum þjóðarinnar. Í upphafi hlutabréfaviðskipta á Íslandi skipti verslun með hlutabréf í sjávarútvegsfyrirtækjum miklu máli. Hlutdeild sjávarútvegs í hlutabréfaviðskiptum hefur þó minnkað undanfarin ár, sbr. mynd 1.



Mynd 1: Hlutdeild sjávarútvegsfyrirtækja í heildarmarkaðsvirði skráðra félaga í Kauphöll Íslands í árslok 1991 til 2002

Árið 1997 voru sjávarútvegsfyrirtæki með 39% af markaðsvirði þeirra félaga sem þá voru skrá í Kauphöll Íslands. Árið 2002 var þetta hlutfall 15,5%. Þótt vægi

sjávarútvegs hafi minnkað er sjávarútvegur umfangsmikill á íslenska hlutabréfamarkaðinum miðað við önnur lönd. Þess vegna hefur verið rætt um að Kauphöll Íslands markaðssetji sig á alþjóðavettvangi sem sjávarútvegskauphöll. Í febrúar 2003 voru 17 sjávarútvegsfyrirtæki skráð í Kauphöll Íslands en 12 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. 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 margt bendir til þess að hér sé um að ræða vænlegt viðskiptatækifæri. Hugmyndinni hefur verið fylgt eftir á Alþingi en höfundur þessarar greinar og Vilhjálmur Egilsson, sem eru báðir fyrrverandi alþingismenn, lögðu fram frumvarp til laga um að setja á stofn alþjóðlega sjávarútvegskauphöll á Íslandi.

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. 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. Kauphöll Íslands er vel fær um að hrinda af stað sókn í þessu efni og nú er verið að undirbúa frumvarp um að Kauphöllinni verði heimilt að skrá hlutabréf í erlendum myntum.

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, en landsframleiðsla á hvern íbúa þar er hæst af ríkjum OECD. 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 mörgum sviðum hérlendis. Íslendingar hafa mjög gott orð á sér í sjávarútvegsmálum víða í heiminum og reka fjölmörg sjávarútvegsfyrirtæki erlendis. Því munu 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.

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 hérlendis. Þótt umsvif sjávarútvegsfyrirtækja hafi minnkað í Kauphöll Íslands hafa orðið gífurlegar breytingar í íslenskum sjávarútvegi undanfarin ár sem hafa styrkt fyrirtækin verulega.

Vanhæfi í stjórn Kauphallarinnar

Kauphöll Íslands er rekin sem hlutafélag í eigu Eignarhaldsfélagsins Verðbréfaþing hf. en Eignarhaldsfélagið á einnig og rekur Verðbréfaskráningu Íslands. Eigendur Eignarhaldsfélagsins eru félög í eigu skráðra fyrirtækja (29%), félög með aðild að Kauphöllinni (29%), Seðlabanki Íslands (16%), Samtök fjárfesta (13%) og lífeyrissjóðir (13%). Stjórn Kauphallarinnar skipa 9 einstaklingar og aðrir 9 til vara. Mjög margir aðalstjórnarmanna tengjast mjög viðskiptum í Kauphöllinni. Formaður stjórnar er Bjarni Ármannsson forstjóri Íslandsbanka og í stjórn eru m.a. Ingólfur Helgason, einn af framkvæmdastjórum Kaupþings-Búnaðarbanka, Yngvi Örn Kristinsson, einn af framkvæmdastjórum Landsbankans, Þorgeir Eyjólfsson, framkvæmdastjóri Lífeyrissjóðs VR, stærsta almenna lífeyrissjóðs landsins og Þorkell Sigurlaugsson, einn af framkvæmdastjórum Eimskips.

Það orkar mjög tvímælir að þessir menn sitji í stjórn vegna þeirra starfa sem þeir gegna. Þeir eru þar með yfirmenn Þórðar Friðjónssonar, forstjóra Kauphallarinnar, og annarra starfsmanna Kauphallarinnar. Einkum er staða Bjarna Ármannssonar, yfirmanns eins stærsta banka landsins, gagnrýnisverð í þessu sambandi. Kauphöllin fer með ákveðið eftirlit á markaðinum skv. lögum og það hefur oft komið fyrir í stjórn Kauphallarinnar að stjórnarmenn hafi verið vanhæfir og varamenn þurft að taka sæti á fundum en ýmsir af varamönnum eru einnig nátengdir venjubundnum viðskiptum Kauphallarinnar. Kauphöllin hefur einnig heimildir til að leggja á sektir þannig að óhlutdrægni verður að vera hafin yfir allan vafa. Það orkar einnig mjög tvímælis að Verðbréfaskráning Íslands sé rekin af sömu aðilum og Kauphöllin en sömu stjórnarmenn eru í báðum félögunum.

Eðlilegt væri að eigendur Kauphallarinnar, sem eru ekki að reka hana í ábataskyni þótt hlutafélagiformið sé notað, hugi að því að skapa ekki tortryggni

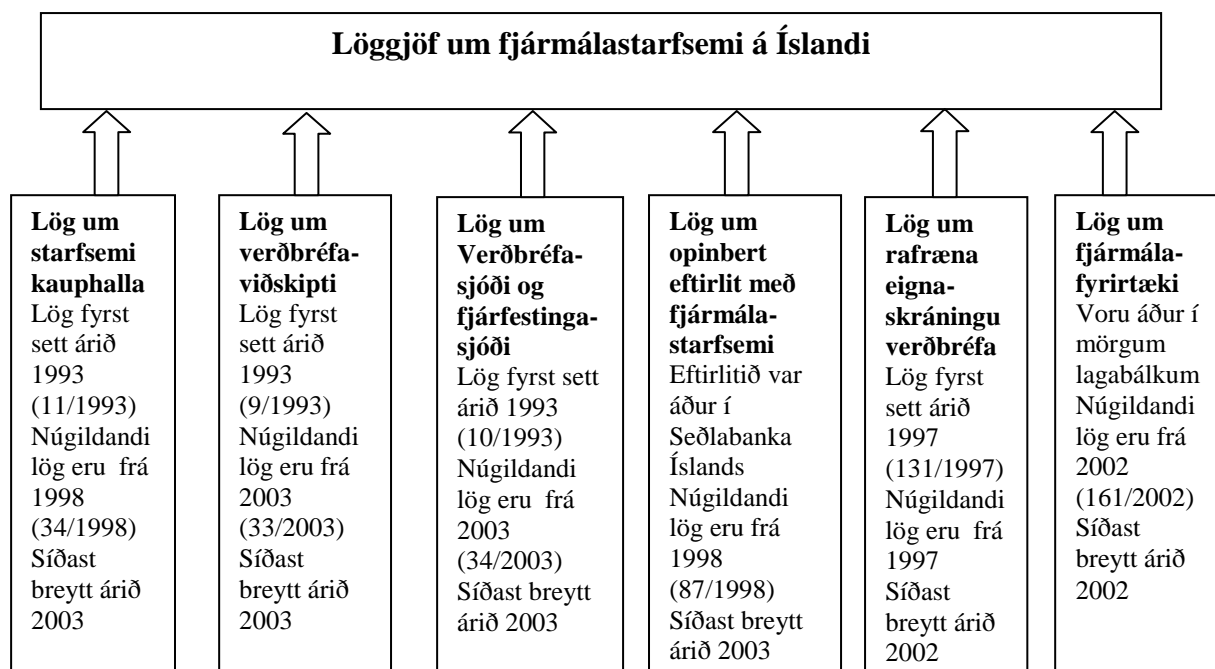
vegna stjórnarmanna. Einungis ein kauphöll er rekin hérlandis enda hagkvæmt fyrirkomulag. Kauphöll Íslands hefur þó ekki lengur einkarétt á þessari starfsemi en einkaréttur var áður í lögum. Hér er ekki verið að halda því fram að núverandi stjórnarmenn hafi misnotað aðstöðu sína en engin ástæða er að skapa óróleika um stjórnarmenn. Danska kauphöllin er einnig hlutafélag en þar virðast stjórnarmenn vera fjarlægir daglegum viðskiptum. Í norsku kauphöllinni er stjórnin skipuð fólki, m.a. úr norska Seðlabankanum, háskólum og fyrrum framkvæmastjórum stórfyrirtækja. Mikilvægt er að allt verði gert til að fullkomið traust ríki í skipulögðum hlutabréfaviðskiptum, sérstaklega við núverandi aðstæður þar sem miklar hræringar hafa orðið síðustu misseri í viðskiptalífinu, m.a. fyrir forgöngu og með virkri þátttöku margra þeirra sem eiga sæti í stjórn Kauphallarinnar.

Sex súlur löggjafarinnar

Fyrstu hlutabréfin voru skráð á Verðbréfaþingi Íslands árið 1990. Áður hafði Hlutabréfamarkaðurinn hf. keypt og selt hlutabréf sem viðskiptavaki frá 1985 og var það í fyrsta sinn sem hlutabréf voru seld á skráðu verði í opnum viðskiptum. Fyrsta heildarlöggjöf um hlutabréfaviðskipti var sett árið 1993. Löggjöf næstu ára tók mið af þróun á öðrum Norðurlöndum og lagaákvæðum innan ESB en aðild Íslands að samningnum um Evrópska efnahagssvæðið olli verulegum breytingum á íslenskrum 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 sex súlum, þ.e. lögum um kauphöll og skipulagða tilboðsmarkaði, lögum um verðbréfaviðskipti, lögum um verðbréfasjóði og fjárfestingasjóði, lögum um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi, lögum um rafræna skráningu verðbréfa og lögum um fjármálafyrirtæki. Þessi löggjöf hefur reynst vel. Mynd 2 lýsir hinum sex súlum löggjafar um fjármálastarfsemi hérlandis.



Mynd 2: Helstu lög um fjármálastarfsemi á Íslandi

Önnur lög sem skipta miklu máli á fjármálamarkaði eru m.a. lög um hlutfélög (2/1995) og lög um Seðlabanka Íslands (36/2001). Auk þess eru reglugerðir tengdar þessum lögum vitaskuld mikilvægur þáttur í umgjörð verðbréfavíðskipta.

Þróun á íslenska hlutabréfamarkaðinum sýnir að hugtök innan stofnana- eða kerfishagfræðinnar (New Institutional Economics) eiga þar mjög vel við, þar sem viðskiptakostnaður hefur lækkað, upplýsingar aukist og orðið almennari og formlegar reglur hafa tekið við af 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 fjármála.

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.

Baldur Guðlaugsson (1991). Framþróun og framtíð íslensks hlutabréfamarkaðar. Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi. Famtíðarsýn og Verðbréfamarkaður Íslandsbanka. Reykjavík.

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

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.

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.

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.

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

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.

Landshagir (2002). Hagstofa Íslands. Reykjavík

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.

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

OECD in Figures (2003). OECD. Paris.

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).