

## Íslenskur hlutafjármarkaður

*Hlutafjármarkaður er mikilvægur hluti þróaðs fjármagnsmarkaðar. Hérlandis hefur á tiltölulega skömmum tíma náð að myndast allvel þroskaður fjármálamarkaður og einnig virkur hlutafjármarkaður. Þrátt fyrir að þetta hafi hafist mun síðar en í nágrannalöndum okkar stendur Verðbréfaþing Íslands hf. nú á þröskuldi samstarfs við erlendar kauphallir. Hér á eftir verður farið yfir þróun íslensks hlutafjármarkaðar á undanförunum misserum en einnig lítið um öxl á sögu hlutafjárviðskipta hérlandis og skýringar þess að virkur markaður myndaðist ekki fyrr. Á þessu sumri hóf Verðbréfaskráning Íslands hf. starfsemi og Verðbréfaþing Íslands hf. varð formlega aðili að NOREX. Vænta má nokkurra kaflaskila í þróun hlutafjármarkaðarins vegna þeirra breytinga á viðskiptaháttum og umhverfi sem þetta tvennt hefur í för með sér.*

Hlutafjármarkaður er bæði áberandi og mikilvægur hluti fjármálamarkaðar víða um lönd. Sem hagfræðilegt viðfangsefni hefur hlutafjármarkaður verið vettvangur talsverðrar grósku undanfarin ár. Nýjar tilgátur og líkön hafa komið fram sem beinast að lögmálum verðmyndunar á hlutafjármörkuðum og öðrum eignamörkuðum og að hlutverki þessara markaða í hagkerfinu. Viðleitni manna til að skilja fjármálakreppur og draga úr tjóni af þeirra völdum er ein ástæða þessa, en hlutafjármarkaðir hafa átt þátt í sumum þeim fjármálakreppum sem riðið hafa yfir einstök lönd og heimshluta á þessari öld. Hér verða þeirri umræðu allri þó ekki gerð skil, heldur sjónum beint að íslenska hlutafjármarkaðnum sem hefur þróast hratt á undanförunum árum. Í töflu 1 á bls. 36 má sjá helstu tölur um markaðinn frá árinu 1993 og mynd 1 á bls. 35 sýnir hve hratt skráðum fyrirtækjum hefur fjölgað og markaðsvirði hlutabréfa aukist. Hlutafélög og viðskipti með hlutabréf eiga sér þó lengri sögu hérlandis, sem ekki er úr vegi að rifja upp.

*Saga hlutafjárviðskipta hér á landi – stutt en þó löng*  
Til þess að hlutafjármarkaður geti myndast þurfa að vera til bæði almenningshlutafélög og hvatar til viðskipta með hlutabréf þeirra. Um 250 ár eru síðan fyrsta hlutafélagið var stofnað á Íslandi. Í byrjun þessarar aldar starfaði á Íslandi almenningshlutafélag sem skráð var í erlendri kauphöll. Stuttu seinna var Hf. Eimskipafélag Íslands stofnað, félag sem hafði ágætan rekstrargrundvöll, mikið hlutafé og marga hluthafa. Hlutafélagalöggjöfin frá árinu 1921 var nægilega rúm til að hún hindraði ekki uppbyggingu opinna hlutafélaga. Árið 1934 var stofnað fyrirtæki í Reykjavík sem m.a. sérhæfði sig í verðbréfavíðskiptum og á næstu árum voru mikil viðskipti með hlutabréf Eimskipa. Árin 1942-1944 starfaði kaupþing Landsbanka Íslands, en fyrirkomulag þess var að mestu sniðið eftir verðbréfaþinginu í Kaupmannahöfn. Á viðreisnarárunum varð nokkur umræða um það að æskilegt væri fyrir efnahagslífið að koma á fót almenningshlutafélögum og viðskiptum með verðbréf. Seðlabanki Íslands fékk lagaheimild árið 1961 til að stofna kaupþing. Á sjöunda áratugnum voru stofnuð nokkur hlutafélög með mörgum hluthöfum og dreifðri eignaraðild. Verðbréfamarkaður Fjárfestingarfélags Íslands hf. var stofnaður árið 1978, m.a.

1. Höfundur starfar á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Grein þessi er að hluta byggð á kandidatsritgerð hennar við Háskóla Íslands í júní 1999. Stuðst er við talnagögn sem fyrir lágu 30. júní 2000.

til að koma á viðskiptum með verðbréf. Hann ýtti undir þróun sýnilegs eftirmarkaðar með skuldabréf en ekki með hlutabréf. Þegar hér er komið sögu áttu enn eftir að líða sex ár fram að lögunum um skattfrádrátt vegna fjárfestingar í atvinnurekstri, eða „hlutabréfaafslættinum“ góðkunna og langlífa.

### Framboð hlutafjár skorti

Af framansögðu sést að lengst af öldinni báru tilburðir til að koma á fót markaði með hlutabréf lítinn árangur. Orsakir þess lágu víða og voru sambland af stjórnmála-, menningar- og efnahagslegum þáttum. Hér verður ekki velt upp hugsanlegum dragbítum eftirspurnarhlíðarinnar en hins vegar nefnd nokkur atriði sem stóðu í vegi fyrir framboði hlutabréfa hér á landi.

- Fyrirtæki voru lengi fá og smá vegna smæðar hagkerfisins og hinnar stuttu atvinnusögu þess.
- Stærstur hluti fyrirtækja var stofnaður sem fjölskyldu- eða vinafyrirtæki með fáa hluthafa, lítið hlutafé og hömlur á framsali hluta. Í þeim tilvikum þegar slík fyrirtæki verða almenningshlutafélög er aðdragandi oft langur.
- Fram á níunda áratuginn voru hömlur á framsali hluta í samþykktum flestra stórra hlutafélaga. Þessum fyrirtækjum mátti líkja við lokaða kassa, og hvorki árangur né eigendur þeirra voru í kastljósi almennrar umræðu.
- Sú atvinnustefna sem rekin var mestan hluta þessarar aldar studdi ekki myndun opinna hlutafélaga. Efnahagsumhverfið var að mörgu leyti ekki hliðhollt atvinnurekstri og arðsemi fyrirtækja lág.
- Flest stór fyrirtæki sem stofnuð voru á fyrstu 70-80 árum aldarinnar voru í eigu opinberra eða erlendra aðila eða voru samvinnu- eða samlagsfélög. Hugarfar þjóðarinnar virtist almennt ekki hliðhollt stórum fyrirtækjum í íslenskri einkaeign.
- Raunvextir voru lágir, skattkerfið hyglaði skuldurum en var óhagstætt hluthöfum og hlutafjárútgáfu. Lánsfé var stýrt til fyrirtækja og atvinnugreina.
- Skipulegan verðbréfamarkað vantaði.
- Einkavæðing hófst seint og hömlur voru á fjárfestingu erlendra aðila í íslensku atvinnulífi.

Hlutabréf í íslenskum hlutafélögum voru einna helst álitin „einhvers konar kvittun fyrir óafturkræfu framlagi til atvinnurekstrar“ og viðskipti með hlutabréf á frum- og eftirmarkaði voru hverfandi og lítt sýnileg allt fram til ársins 1984.<sup>2</sup> Um það leyti jók hækkun vaxta þörf fyrirtækja fyrir sterka eiginfjárstöðu auk þess sem hlutafjarmarkaðir voru í framþróun í nágrannaríkjum okkar. Það var því að vonum að tilraun yrði gerð til að skipuleggja viðskipti með hlutabréf hérlendis. Það tók þó mörg ár fyrir stjórnvöld, fjárfesta og stjórnendur fyrirtækja að leggjast á

### Þróun íslensks hlutafjarmarkaðar 1984-2000

|      |  |
|------|--|
| 1984 | Lög um skattfrádrátt vegna fjárfestingar í atvinnurekstri. Einkavæðing hefst.  |
| 1985 | Hlutabréfamarkaðurinn hf. hefur starfsemi. Verðbréfafélag Íslands stofnað.   |
| 1986 | Lög um verðbréfamíðlun. Fyrsti svokallaði hlutabréfasjóðurinn hefur starfsemi.   |
| 1988 | Reglur um skráningu hlutabréfa á VPÍ.  |
| 1989 | Lög um verðbréfavíðskipti og verðbréfasjóði (m.a. ákvæði um almenn útboð verðbréfa).   |
| 1990 | Fyrstu hlutafélög skráð á VPÍ.   |
| 1991 | Fyrstu viðskipti með hlutabréf á VPÍ.  |
| 1992 | Átak VPÍ til að fjölga skráðum fyrirtækjum. Opni tilboðsmarkaðurinn hefur starfsemi.   |
| 1993 | Lög um VPÍ.  |
| 1997 | Upptaka fjármagnstekjuskatts. Vaxtarlisti og aðallisti VPÍ teknir upp. Hlutabréf verða stærsta tegund markaðsverðbréfa á VPÍ.                    |
| 1998 | Lög um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða. Hlutafélagavæðing ríkisbanka og byrjun einkavæðingar þeirra. Úrvalsvísitala VPÍ byrjar. |
| 1999 | VPÍ verður hlutafélag.   |
| 2000 | Rafræn skráning hlutabréfa hefst. VPÍ verður aðili að NOREX. Erlent hlutafélag skráð á VPÍ. Reglur settar um nafnbirtingu í innherjavíðskiptum.  |

2. Tilvitnun í *Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi* (1991), „Framþróun og framtíð íslensks hlutabréfamarkaðar“, útg. Verðbréfamarkaður Íslandsbanka hf.

eitt og byggja upp virkan hlutfjármarkað (sjá ramma á bls. 33). Frá kaflaskilunum 1984 liðu t.d. átta ár uns markaðsvirði skráðra hlutabréfa náði einu prósentu af landsframleiðslu.

### *Þáttur stjórnvalda*

Uptaka skattfrádráttar vegna fjárfestingar manna í atvinnurekstri með lögum nr. 9/1984 varð íslenskum hlutafélögum mikilvæg hvatning til að opnast, en markmið laganna var að auka fjárfestingu í íslenskum fyrirtækjum og einnig að efla hlutfjármarkað. Á lista ríkisskattstjóra (RSK) það ár yfir félög sem uppfylltu skilyrði þess að frádráttur fengist út á kaup á hlutabréfum þeirra voru 17 félög. Hlutafélögin opnuðust eitt af öðru og árið 1991, sama ár og fyrstu tvö félögin voru skráð á Verðbréfaþing Íslands, voru 77 félög á lista RSK. Í árslok 1999 voru félögin orðin 174. Ýmis önnur lagasetning hefur einnig stutt framþróun verðbréfavíðskipta hérlendis sl. áratug. Þá hefur samspil hlutfjármarkaðarins og einkavæðingarverkefna síðustu missera verið mikilvægt fyrir hlutfjármarkaðinn og leitt til mikils áhuga einstaklinga og þátttöku þeirra á markaðnum.

### *Breytt fjármagnsumhverfi*

Mikil breyting hefur nú orðið á þeim hamlandi aðstæðum sem taldar voru upp hér framar. Framþróun fjármálakerfisins á þar stóran hlut að máli. Íslenskur fjármagnsmarkaður byggir nú á sömu grunnþáttum og markaðir annarra þjóða og stendur þeim að því leyti vart að baki lengur, þótt smæð og þær takmarkanir sem hún setur skilvirkni séu hjallar sem erfitt er að yfirstíga. Þessi þróun varð seint hérlendis miðað við önnur ríki en hún var hröð og var m.a. knúin af viðhorfsbreytingum, alþjóðavæðingu, tæknibreytingum og löggjöf evrópska efnahagssvæðisins. Verðbréfaþing Íslands (VÞÍ) hefur unnið markvisst og skipulega að því að koma nauðsynlegum stöðum undir hlutfjármarkaðinn á undanförunum árum. Nokkuð er liðið síðan sú vinna var í höfn í veigamestu atriðum og frekari uppbygging markaðarins miðast nú að miklu leyti að því að styrkja samkeppnishæfni hans gagnvart erlendum mörkuðum.

### *Alþjóðleg samkeppnishæfni VÞÍ eykst*

Á sl. starfsári lagði stjórn VÞÍ áherslu á að kanna mögulega tengingu þingsins við erlendar kauphallir og í mars sl. var ákveðið að ganga til samstarfs við

## Hlutfjármarkaðir í alþjóðlegu samkeppnishverfi og NOREX

Meirihluti vestur-evrópskra kauphalla er kominn í innbyrðis samstarf og margar kauphallir skoða um þessar mundir möguleikana á að styrkja samkeppnisstöðu sína enn frekar. Miklar breytingar hafa þannig orðið á stærð og umhverfi markaða á afar skömmum tíma.

NOREX er samstarf norrænna kauphalla um rekstur sameiginlegs verðbréfamarkaðar. Það felur í sér notkun sameiginlegs viðskiptakerfis, SAXESS-kerfisins, og sömu reglur um markaðsaðild og viðskiptahætti. Formlegt samstarf innan NOREX hófst í ársbyrjun 1998 með þátttöku kauphallanna í Stokkhólmi og Kaupmannahöfn. Framtíðarsýnin var strax í upphafi sú að NOREX yrði öflugur norrænn markaður sem keppt gæti við aðra markaði og dregið til sín alþjóðlega fjárfesta. Vinna að þessu markmiði hefur gengið hratt fyrir sig. VÞÍ hefur nú undirritað samstarfssamning, kauphöllin í Osló undirbýr formlega þátttöku sína og gert er ráð fyrir að Eustrasaltsríkin þrjú verði með frá miðju ári 2001, en þau hafa þegar undirritað viljayfirlýsingar um aðild.

NOREX. Væntanlegt NOREX-samstarf felur í sér úrlausn í tveimur mikilvægum málum fyrir VÞÍ; velja þurfti arftaka viðskiptakerfis þingsins og rjúfa einangrun þess frá umheiminum. VÞÍ mun eignast hlut í og tengjast viðskiptakerfi NOREX sem nefnist SAXESS. Áætlanir miðast við að VÞÍ muni tengjast því í október 2000. Tengingin mun hafa í för með sér öflugri viðskiptaaðferðir en áður og opnun nýrrar gáttar á milli Íslands og útlanda. Margir hinna erlendu aðila að SAXESS hafa smærri fyrirtæki á afskekktum mörkuðum undir smásjá og miðla upplýsingum um þau til viðskiptavina sinna. VÞÍ gerðist formlega aðili að NOREX hinn 15. júní sl.

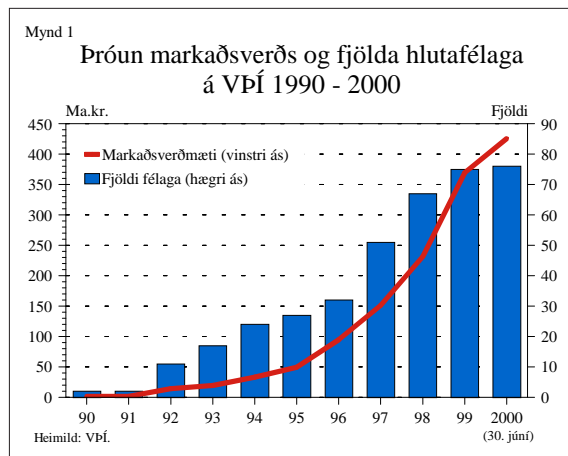
Síðustu misseri hafa íslenskir fjárfestar, jafnt fagfjárfestar sem smærri fjárfestar, fjárfest erlendis í auknum mæli. Til mótvægis væri æskilegt að hið gagnkvæma gerðist einnig, þ.e. að erlendir aðilar leituðu hingað. Standi innviðir, svo sem lög, reglur og siðferði, að baki því sem gerist erlendis getur slíkt verið hindrun á vegi erlendra fjárfesta inn á íslenskan markað. VÞÍ vinnur um þessar mundir að endurbótum á ýmsum reglum sínum með það fyrir augum að bæta vinnubrögð og virkni og draga úr misræmi miðað við erlendar kauphallir, m.a. vegna aðildar

sinnar að NOREX. Einnig er í sumar unnið að samstarfsverkefni VÞÍ og fleiri aðila um framþróun verðbréfamarkaðar, með það að markmiði að stuðla að trúverðugleika og samkeppnishæfni markaðarins og gera hann þannig sem best búinn til að þjóna hlutverki sínu í hagkerfinu. Þar er m.a. til athugunar nánari aðgreining almennra og lokaðra útboða, skilgreining og afmörkun gráa markaðarins, reglur um innherjaviðskipti og um aukna upplýsingagjöf, þ.á m. ársfjórðungsuppgjör og fleira.<sup>3</sup>

Annað stórt skref fyrir tæknilega framþróun markaðarins var stigið í sumar þegar fyrstu rafrænu hlutabréfin voru gefin út hérlendis. Það voru hlutabréf Össurar hf. og var hægt að eiga viðskipti með þau frá og með 14. júní sl. Með rafrænni skráningu verða viðskipti með hlutabréf og önnur verðbréf bæði öruggari og auðveldari, ekki síst fyrir erlenda fjárfesta. Rafræn viðskipti munu því greiða götu erlends fjármagns inn á íslenska hlutafjármarkaðinn. Verðbréfaskráning Íslands hf. áætlað að um 18 mánuðir muni liða uns allt hlutafé á VÞÍ verður rafrænt skráð.

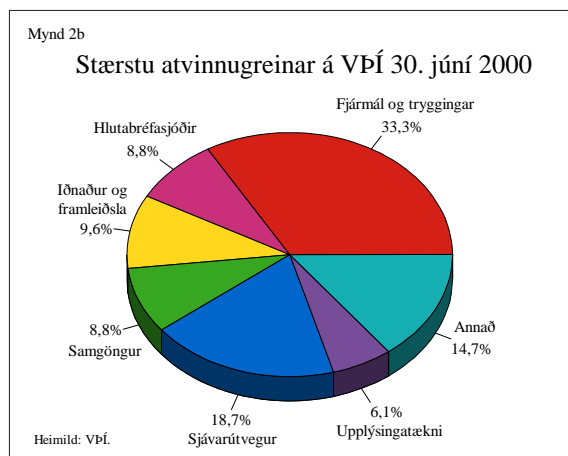
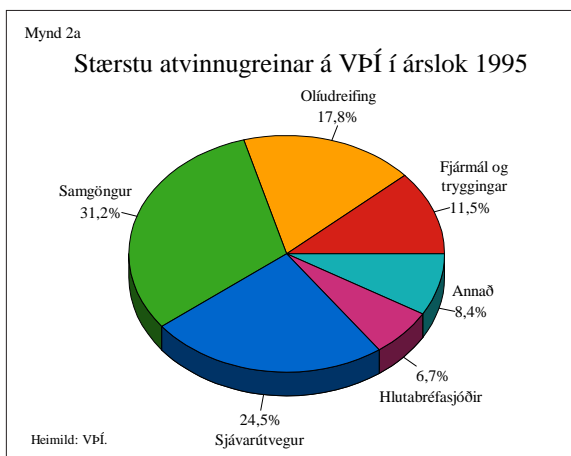
### Samrunar og nýskráningar

76 félög voru skráð á VÞÍ 30. júní sl. sem er einu fleira en í upphafi árs. Afskráningar hafa verið óvenjumargar á árinu, en fjórar sameiningar skráðra félaga hafa leitt til jafnmargra afskráninga nettó og



tví félög hafa verið afskráð af öðrum ástæðum. Sjö ný félög hafa verið skráð, þ.á m. það félag sem nú er fjórða stærst á þinginu.

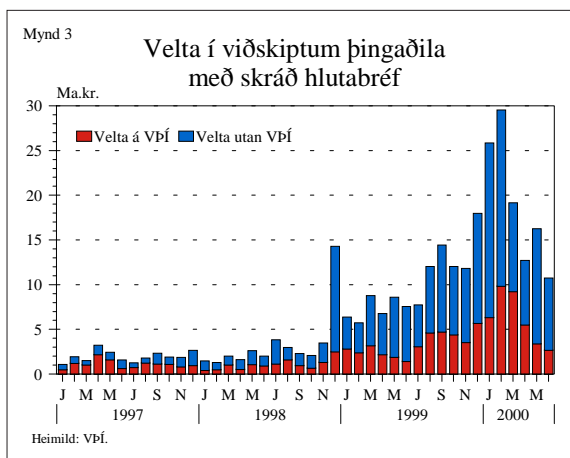
Vægi atvinnugreina á VÞÍ hefur breyst verulega með mikilli fjölgun fyrirtækja síðustu ár. Í nokkur ár var langstærstur hluti markaðsverðmætisins í sjávarútvegi, eða allt að 40%. Þetta hefur breyst á árunum 1998-2000 og er vægi sjávarútvegs nú um 19%. Hann er nú næststærsta atvinnugreinin á þinginu, á eftir fjármála- og tryggingagreininni. Myndir 2a og 2b sýna skiptinguna annars vegar í árslok 1995 og hins vegar í júní 2000.



3. Í viðtali við Morgunblaðið 18. maí sl. bendir dr. Daniel Levin á ókosti þess að viðskipti með hlutabréf fari fram utan skipulegs markaðar og nauðsyn þess að setja reglur um „gráa markaðinn“, en víða erlendis hafa slíkar reglur það markmið að vernda og jafna stöðu fjárfesta.

### Mikil veltuaukning á eftirmarkaði

Framboð og eftirspurn eftir eignarhlutum í íslenskum hlutafélögum hefur aukist mikið á undanförunum árum. Viðskipti með skráð hlutabréf jukust hægt og



sígandi árin 1992-1998, en 1999 jókst veltan gríðarlega. Utanþingsviðskipti þingaðila hafa verið mikil eins og sést á mynd 3, og hefur hlutur þeirra af heildarviðskiptum verið nokkuð stöðugur síðustu ár, um tveir þriðju. Þrátt fyrir að viðskipti hafi verið mun minni í apríl-júní 2000 en í mánuðunum þar á undan voru þau þó mjög mikil í sögulegu samhengi.

Ekki er óeðlilegt að velta aukist á ungunum markaði eins og þeim íslenska þar sem þættir sem áhrif hafa á skilvirkni eru enn í mótun. Markaðurinn bregst nú hraðar við upplýsingum og fjármagn færast liðlegar á milli bréfa en áður. Þátttakendum hefur fjölgað og einstaklingar taka aukinn beinan þátt í markaðnum. Gæði upplýsinga hafa aukist, en margs konar upplýsingar eru undirrot hreyfinga á hlutafjarmörkuðum. Frá árinu 1998 hafa hlutafélögin veitt upplýsingar með tíðari og nákvæmari hætti en áður, fjölmiðlar leggja aukna áherslu á fréttir af félögum og úrvinnsla og greining upplýsinga fer fram hjá fjölmörgum markaðsaðilum. Fjármálafyrirtækjum sem uppfylla aðildarskilyrði VPÍ og hafa leyfi til að eiga viðskipti í viðskiptakerfi þess fjölgaði t.d. úr 20 í árslok 1998 í 25 í júní 2000.

Aukin viðskipti hafa leitt til þess að hlutabréf velta nú mun hraðar á VPÍ en á árunum fyrir 1999. Velta sem hlutfall af markaðsvirði, eða veltuhraði, var um 18% í júní 2000, nokkru minni en í maí, en þá var hann sá mesti frá upphafi (sjá töflu 1). Hlutur í stærstu fyrirtækjunum velta þó mun hraðar. Veltuhraðinn er enn mjög lítill miðað við önnur lönd, t.d. var veltuhraði á hinum Norðurlöndunum á bilinu 50%-100% í apríl sl.

Ýmsar skýringar kunna að vera á því hve veltan

Tafla 1 Yfirlit um íslenskan hlutafjarmarkað 1993-2000

|   | Jan.-júní |      |       |       |       |
|---|-----------|------|-------|-------|-------|
| Fjárhæðir eru í ma.kr.                                      | 1993      | 1995 | 1997  | 1999  | 2000  |
| Hlutabréf útgefin í alm. útboðum alls <sup>1</sup> .....    | 0,9       | 2,9  | 17,0  | 25,0  | 8,7   |
| Velta á VPÍ.....  | 1,0       | 2,9  | 13,3  | 40,1  | 37,0  |
| Velta í viðskiptum þingaðila utan VPÍ.....                  | 1,6       | 3,8  | 10,2  | 79,8  | 77,2  |
| Markaðsvirði á VPÍ alls.....                                | 19,6      | 49,7 | 151,0 | 369,8 | 425,5 |
| þ.a. á aðallista VPÍ.....                                   | 19,6      | 49,7 | 149,9 | 349,5 | 404,8 |
| þ.a. á vaxtarlista VPÍ.....                                 | .         | .    | 1,1   | 20,4  | 20,7  |
| Fjöldi skráðra hlutafélaga á VPÍ alls.....                  | 17        | 27   | 51    | 75    | 76    |
| þ.a. á aðallista VPÍ.....                                   | .         | .    | 48    | 51    | 55    |
| þ.a. á vaxtarlista VPÍ.....                                 | .         | .    | 3     | 24    | 21    |
| Breyting úrvalsvisitölu VPÍ (%) <sup>2</sup> .....          | -12,0     | 34,1 | 14,7  | 47,4  | -4,8  |
| Breyting heildarvisitölu aðallista (%) <sup>2</sup> .....   | -14,6     | 33,2 | 12,4  | 44,5  | 1,5   |
| Breyting heildarvisitölu vaxtarlista (%) <sup>2</sup> ..... | .         | .    | .     | 14,6  | 24,3  |
| V/H-hlutfall (án sjóða) í lok tímabils.....                 | .         | .    | .     | 21,7  | 25,6  |
| Markaðsvirði/VLF (%) <sup>3</sup> .....                     | 4,4       | 10,0 | 25,2  | 53,4  | 57,9  |
| Veltuhraði (%) <sup>4</sup> .....                           | 5,6       | 6,9  | 10,8  | 13,3  | 18,1  |

1. Söluandvirði útboðsins hlutafjár í útboðum allra íslenskra hlutafélaga, teljist útboðið almennt skv. 4 tl. 2. gr. laga nr. 13/1996. 2. Úrvalsvisitölu og listavisitölu voru teknar upp í mars 1998 en VPÍ reiknaði þær aftur til 31. des. 1992. 3. Markaðsvirði í lok tímabils án hlutabréfasjóða. Verg landsframléiðsla er reiknuð til árslokaverðlags m.v. neysluverð. 4. Velta sl. 12 mánuði sem hlutfall af markaðsvirði í lok tímabils. Heimild: VPÍ.

hérlandis er enn tiltölulega lítil þrátt fyrir þróunina sl. 19 mánuði. Nefna má háan viðskiptakostnað, m.a. vegna þess hve markaðurinn er grunnur, hátt hlutfall utanþingsviðskipta, áhrifafjárfestingu í hlutafélagunum, litla spákaupmennsku, litla notkun afleiða sem tengjast hlutabréfum, skort á erlendri verðbréfafjárfestingu og skort á frekari einkavæðingu, en ekki kemur til viðskipta með mikinn meirihluta í tveimur stærstu fyrirtækjunum á VPÍ vegna eignarhalds íslenska ríkisins. Í mörgum hlutafélögum er mikill hluti hlutafjár í eigu fárra, tengdra aðila sem líta á hlutaféð sem áhrifafjárfestingu og hreyfa ekki eign sína þrátt fyrir miklar breytingar á stöðu félagsins og verði bréfa þess. Hlutabréfaeign einstaklinga hefur undanfarnin ár samanstaðið að miklu leyti af bréfum hlutabréfasjóða annars vegar og fyrirtækja sem menn



Tafla 2 Hlutabréfamarkaðir Norðurlanda 2000<sup>1</sup>

| 30. apríl 2000:                           | Ís-land | Dan-mörk | Finn-land | Nor-egur | Sví-þjóð |
|---|---------|----------|-----------|----------|----------|
| Fjöldi hlutafélaga .....                  | 75      | 232      | 148       | 194      | 273      |
| þar af erlend félög .....                 | 0       | 9        | 4         | 20       | 21       |
| Markaðsvirði í ma.evra                    | 6,3     | 125,1    | 72,3      | 71,1     | 527,1    |
| Markaðsvirði/VLF (%)                      | 61,3    | 73,9     | 56,5      | 45,2     | 210,3    |
| Veltuhraði (%) .....                      | 16,7    | 52,9     | 55,3      | 100,6    | 100,1    |
| 30. júní 2000:                            |         |          |           |          |          |
| Verðbr. frá ársbyrjun (%)                 | -4,8    | 12,5     | 4,3       | 1,0      | 9,7      |
| Verðbr. sl. 12 mán. (%)                   | 33,1    | 40,0     | 98,9      | 18,8     | 58,6     |
| V/H-hlutfall .....                        | 25,4    | 26,6     | 69,3      | 20,8     | 31,0     |
| Meðalverðhækkun á ári 1995-1999 (%) ..... | 31,7    | 21,7     | 51,2      | 15,7     | 33,3     |

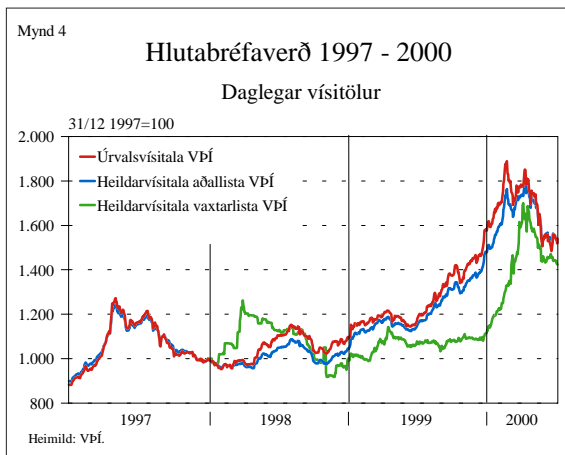
1. Tölur um fjölda og virði félaga og veltu miðast við 30. apríl en tölur um gengi við 30. júní.

Heimildir: Datastream, Nordic Securities Markets, VPÍ.

vilja eiga í gegnum súrt og sætt hins vegar, en á þessu hefur þó orðið breyting.

### Meiri verðsveiflur en áður

Á árinu 1999 hækkaði verð hlutabréfa á aðallista VPÍ um 45% sem er langmesta hækkun á einu ári fyrir utan árið 1996. Vísitölur allra atvinnugreina hækkuðu á árinu, sjávarútvegur og verslun og þjónusta minnst en aðrar á bilinu 30%-74%. Helstu ástæður fyrir hækkunum síðasta árs eru hagvöxtur, hagstæð efna-hagsskilyrði og góð afkoma fyrirtækja, almenn bjart-sýni og þættir sem kenna má við þá hluthafamenningu sem til er orðin hérlendis. Mikið framboð láns-



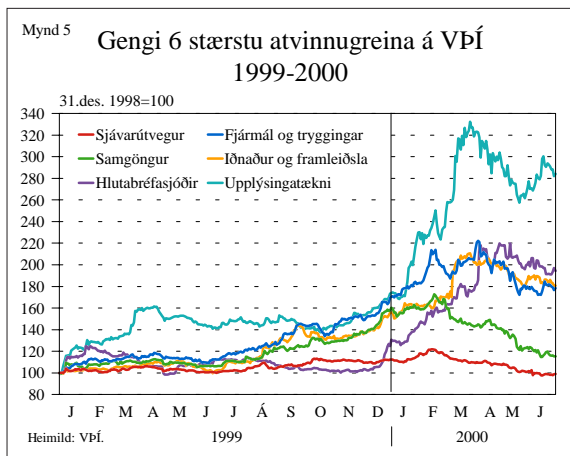
## Hluthafamenning

„Hluthafamenning“ (e. *shareholder culture*) er hugtak sem sést hefur einkum í sambandi við einkavæðingar-áform stjórnvalda í ýmsum löndum, en eitt markmiðið með einkavæðingu getur verið að mynda slíka menningu. Hugtakið nær yfir fylgifiska virkrar þátttöku almennings á hlutafjórmarkaði, á borð við aukinn áhuga og bætt skynbragð almennings á gangverki atvinnulífsins og skilning á nauðsyn þess að fjármagn skili arði. Jákvætt samband er á milli þroska hlutafjórmarkaðar og stígs hluthafamenningar og síðustu misseri hefur hluthafamenning aukist hérlendis. Það má merkja af því að tugir þúsunda landsmanna hafa tekið þátt í einstökum hlutafjárútböðum, hlutafjáreign er orðin almenn, hlutafjórmarkaður er áberandi í fjölmiðlum og umræðu og mikill fjöldi fylgist með og tekur þátt í markaðnum, m.a. á veraldarvefnum. Í lok ársins 1999 áttu um 52.700 heimili hlutabréf skv. skattframtölum og hefur þeim fjölgað um 17.500 á aðeins 4 árum.

fjár kann að hafa aukið eftirspurn, en fjárfestar hafa m.a. fjármagnað hlutabréfakaup með lánum. Eftirspurn eftir hlutabréfum hefur verið almenn meðal fjárfesta og fjármagn verið flutt úr skuldabréfum yfir í hlutabréf. Sú þróun hófst raunar fyrr en sl. haust og er hliðstæð því sem gerst hefur erlendis.

Fjármála- og tryggingagreinin lagði mest til hækkunar aðallista og úrvalsvísitölu á sl. ári. Hún er að stærstum hluta fyrirtæki sem skammt er síðan voru einkavædd í útböðum þar sem verðlagning miðaðist m.a. við að ná dreifðri eignaraðild, sem kann að hluta að skýra mikla verðhækkun þeirra á markaði. Upplýsingatæknigreinin hækkaði mest allra greina, en miklar væntingar eru um vöxt greinarinnar auk þess sem arðsemi hennar var í heild ágæt.

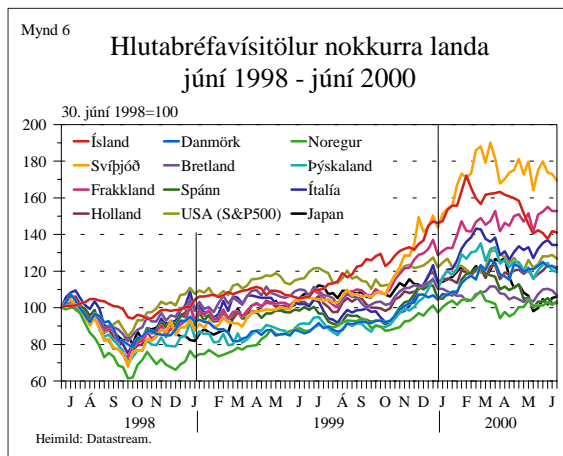
Á um átta mánaða tímabili fram til febrúar 2000 hækkaði úrvalsvísitalan um 65%. Á sama tímabili hækkaði vaxtarlistinn jafnmikið en aðallistinn aðeins minna, um 60%. Eftir 17. febrúar lækkaði verðið loks og það verulega. Lækkunin frá hæsta punkti til þess lægsta innan ársins er nú um 22%, sem er svipað og mesta lækkun sem áður hefur orðið innan árs, á sjö síðustu mánuðum ársins 1997. Bæði úrvalsvísitala og heildarvísitala aðallista hafa nú lækkað niður fyrir áramótastöðu sína en heildarvísitala vaxtarlista státar af um 30% gengishækkun frá ársbyrjun, sem



raunar skýrist nánast eingöngu af hækkun Íslenska hugbúnaðarsjóðsins hf. Á það ber að líta að í mörgum tilvikum eru lítil viðskipti að baki lækkunum félaga. Skýringar þessara lækkana yfir markaðinn má helst rekja til breyttra aðstæðna á fjármagnsmarkaði og breyttra efnahagshorfa. Þá er ekki ólíklegt að leiðrétting sé að eiga sér stað, einkum sé litið á samleitni þróunarinnar hér og erlendis. Mikið framboð hlutafjár á frummarkaði að undanfögnu kann einnig að hafa haft áhrif á verðmyndun á eftirmarkaði.

#### *Sterkari tengsl verðbreytinga við erlenda markaði*

Það sem athyglisverðast kann að vera við verðþróunina undanfarið er að hún virðist ekki óháð þróun hlutabréfavisitalna erlendis, sem styrkir þá skoðun að fjármagn flæði nú frjálst á milli íslenska hlutafjarmarkaðarins og annarra markaða. Aukin virkni fjárfesta að þessu leyti hefur þau áhrif að meira jafnvægi verður milli verðs á mörkuðum. Séu íslensk hlutabréf og erlend að einhverju leyti samkynja vara í augum fjárfesta og ekki verulegur munur á aðgengi ættu slík áhrif að vera til staðar. Mynd 6 sýnir gengisþróun 12 hlutabréfavisitalna, þar á meðal íslensku úrvalsvisitölnnar sl. tvö ár. Leitni þróunarinnar er í stórum dráttum ekki ólík. Íslenska vísitalan tók ásamt hinni sænsku forystuna haustið 1999 en hefur nálgast hinar aftur. Af hlutabréfamörkuðum Norðurlanda er hér aðeins sleppt þeim finnska og einnig er bandaríska Nasdaq-vísitölnunni sleppt, en þær hækkuðu mun meira á þessu tímabili en þær vísitölur sem hér eru sýndar.



#### *Íslenskur hlutafjarmarkaður í alþjóðlegum samanburði*

Markaðsvirði hlutabréfa á VÞÍ jókst um 140 ma.kr. á síðasta ári og var um 370 ma.kr. um síðustu áramót. Um mitt ár 2000 hafði það aukist í 425 ma.kr. Meðalvirði félaga á aðallista hefur einnig hækkað verulega þótt vísitala listans sé nánast í sömu stöðu og um áramót. Þrátt fyrir þetta er íslenski hlutafjarmarkaðurinn ekki stór á alþjóðlegan mælikvarða. Tölur um alþjóðlegan samanburð má sjá í töflu 3 en þær eru að mestu byggðar á ritinu *Emerging Stock Markets Factbook 2000*. Þar er birt ítarleg samantekt um skipulega hlutafjarmarkaði í 81 nýmarkaðsríki, og til samanburðar eru einnig birtar helstu lykiltölur um þá 30 hlutafjarmarkaði í heiminum sem teljast þróaðir.<sup>4</sup> Íslenski hlutafjarmarkaðurinn telst vera þróaður og miðað við markaðsvirði um síðustu áramót var hann sá næstminnsti í þeim hópi. Hann er þó mun stærri en margir nýmarkaðanna, t.d. lítið eitt stærri en markaðir Óman og Trínidad&Tobagó, en aðeins á við u.þ.b. helming þess tékkneska og þriðjung þess perúíska. Á mælikvarða markaðsvirðis sem hlutfalls af landsframleiðslu sker smæð íslenska markaðarins sig ekki lengur úr meðal þróuðu markaðanna. Veltuhraði er langminnstur í fjórum þróuðu ríkjanna, í Lúxemborg, Bermúda, Quatar og á Ís-

4. Hlutafjarmarkaður færast í hóp þróaðra markaða ef hann uppfyllir tvö skilyrði. Þjóðartekjur á íbúa skulu vera nægilega háar til að landið teljist hátekjuland skv. skilgreiningu Alþjóðabankans, en árið 1997 voru það 9.656 Bandaríkjadalir á íbúa. Einnig þarf hlutfall markaðsvirðis hlutafjár af landsframleiðslu að vera hátt miðað við það sem gerist meðal nýmarkaðsríkja, og skal þá ekki meðtalin sá hluti markaðarins sem af einhverjum sökum stendur erlendum fjárfestum ekki til boða.

landi. Hann er þó afar misjafn og fór t.d. yfir 300% í þremur nýmarkaðsríkjum á síðasta ári. Ríki með svipaðan veltuhraða og Ísland voru t.d. Úkraína, Srí Lanka, Íran, Óman og Argentína. Skráð félög á hvert mannsbarn eru langflest hér á landi af þróuðum mörkuðum.

### Almenn útboð hlutabréfa 1999-2000

Á árinu 1999 var boðið út hlutafé í almennum hlutafjárútboðum fyrir um 25 ma.kr. og var það aukning um 11 ma.kr. frá fyrra ári (sjá töflu 1). Á fyrstu sex mánuðum þessa árs nam þessi stærð um 8,7 ma.kr. í sjö útboðum. Þrjú þeirra voru undanfari skráningar félags á VPÍ. Þessar tölur segja ekki allt um framboð á frummarkaði því að á þessu ári hafa aðilar á innlendum fjármagnsmarkaði boðið út mikið hlutafé í lokuðum útboðum. Sömu aðilar hafa einnig haft umsjón með sölu erlends hlutafjár í bæði opnum og lokuðum útboðum. Áætla má að heildarvirði þessara útboða sé ekki minna en hinna almennu það sem af er árinu.

### Horfur á íslenskum hlutafjarmarkaði

Líklegt er að markaðsvirði skráðs hlutafjár muni halda áfram að aukast á næstu misserum. Í því sambandi má benda á að mörg fyrirtæki stefna að skráningu og önnur munu færast inn á þing með sameiningum við skráð fyrirtæki og loks má gera ráð fyrir að skráð fyrirtæki muni afla sér fjár með hlutafjárukningu í einhverjum mæli. Allt leiðir þetta til hækkunar nafnverðs skráðs hlutafjár. Erfiðara er að spá um verðþróunina, sem hefur mikil áhrif á markaðsvirðið, en verði ekki veruleg verðlækkun er ljóst að markaðsvirði hlutabréfa mun hækka og nálgast stærð vergrar landsframleiðslu innan fárra ára. Þau fyrirtæki sem nú stefna á skráningu eru flest úr öðrum atvinnugreinum en þeim sem stærstar eru á þingi nú. Nefna má fyrirtæki í fasteignaumsýslu, verslun, skiparekstri, fjarskiptatækni og fjölmiðla- og afþreyingariðnaði. Þá er búist við skráningu Landssíma Íslands hf. og loks fyrirtækja í orkugeira, sem hlutafélagavæðast munu í framtíðinni. Í burðarliðnum er einnig skráning fleiri erlendra fyrirtækja á VPÍ, en hið fyrsta, Talenta Luxembourg Holding S.A., var skráð í lok júní sl.

Akkillesarhæll markaðarins er því ekki skortur á fyrirtækjum heldur lítil velta miðað við þróaða erlenda markaði. Veltuhraðinn hefur lengst af aukist

Tafla 3 Hlutafjarmarkaðir nokkurra landa 1999

|                         | Fjöldi<br>skráðra<br>félaga | Markaðs-<br>virði í<br>ma.US\$ | Markaðs-<br>virði,<br>% af<br>VLF <sup>1</sup> | Veltu-<br>hraði<br>(%) | Verð-<br>breyting<br>yfir ár<br>(%) |
|-------------------------|-----------------------------|--------------------------------|--|------------------------|-------------------------------------|
| <i>Þróaðir markaðir</i> |                             |                                |  |                        |                                     |
| Austurríki .....        | 97                          | 33                             | 15,8   | 37,9                   | -4,2                                |
| Ástralía.....           | 1.217                       | 428                            | 106,1  | 28,0                   | 19,5                                |
| Bandaríkin .....        | 7.651                       | 16.635                         | 181,0  | 123,5                  | 19,5                                |
| Belgía.....             | 172                         | 185                            | 74,9   | 27,5                   | -14,3                               |
| Bretland.....           | 1.945                       | 2.933                          | 206,1  | 51,9                   | 14,1                                |
| Danmörk .....           | 233                         | 105                            | 60,7   | 60,0                   | 9,6                                 |
| Finnland.....           | 147                         | 349                            | 271,5  | 44,3                   | 136,0                               |
| Frakkland.....          | 968                         | 1.475                          | 102,9  | 62,4                   | 36,2                                |
| Holland .....           | 344                         | 695                            | 176,1  | 145,1                  | 12,5                                |
| Írland.....             | 84                          | 42                             | 46,8   | 90,9                   | -14,3                               |
| Ísland .....            | 75                          | 5                              | 54,1   | 13,3                   | 47,4                                |
| Ítalía .....            | 241                         | 728                            | 62,7   | 82,7                   | 9,9                                 |
| Japan .....             | 2.470                       | 4.547                          | 103,8  | 52,5                   | 50,7                                |
| Kanada .....            | 3.767                       | 801                            | 128,4  | 54,2                   | 32,6                                |
| Kýpur .....             | 60                          | 8,1                            | 89,4   | 39,2                   | 132,8                               |
| Lúxemborg.....          | 51                          | 36                             | 192,2  | 2,9                    | 24,2                                |
| Noregur.....            | 195                         | 64                             | 42,1   | 90,2                   | 28,2                                |
| Nýja-Sjáland .....      | 114                         | 28                             | 52,0   | 45,0                   | 5,5                                 |
| Portúgal.....           | 125                         | 66                             | 60,1   | 63,0                   | -5,7                                |
| Spánn .....             | 718                         | 432                            | 73,1   | 178,5                  | -0,8                                |
| Sviss.....              | 239                         | 693                            | 269,3  | 78,0                   | -4,3                                |
| Svíþjóð.....            | 277                         | 373                            | 156,1  | 73,1                   | 54,9                                |
| Þýskaland.....          | 933                         | 1.432                          | 67,8   | 107,5                  | 23,9                                |
| <i>Nýmarkaðir</i>       |                             |                                |  |                        |                                     |
| Chile.....              | 285                         | 68                             | 101,1  | 11,4                   | 35,4                                |
| Eistland .....          | 25                          | 2                              | 34,5   | 24,7                   | 42,3                                |
| Kína .....              | 950                         | 331                            | 32,0   | 134,2                  | 38,2                                |
| Lettland.....           | 70                          | 0                              | 5,8  | 11,7                   | -9,5                                |
| Litháen .....           | 54                          | 1                              | 10,1   | 26,2                   | 9,5                                 |
| Malta .....             | 7                           | 333                            | 9,5  | 10,0                   | 177,6                               |
| Pólland.....            | 221                         | 30                             | 23,9   | 44,6                   | 22,3                                |
| Rússland.....           | 207                         | 72                             | 39,7   | 6,1                    | 242,6                               |

1. Tölur um verga landsframleiðslu 1999 eru í sumum tilvikum áætlaðar.

Heimildir: *Emerging Stock Markets Factbook 2000* (útg. Standard&Poors), VPÍ.

fremur hægt (sjá töflu 1) en breyting er þó að verða þar á. Mörg þeirra atriða sem talin voru hér að fram- an til skýringar á lítilli veltu munu brátt ekki lengur eiga við. Kostir rafrænnar skráningar hlutabréfa, bein aðild VPÍ að erlendum kauphöllum, fjölgun fjárfesta og aukin virkni þeirra ætti allt að stuðla að auknu viðskiptamagni.<sup>5</sup>

Innlend eftirspurn eftir hlutabréfum mun á næstu



## V/H-hlutfallið

V/H-hlutfallið (V/H) hefur lengi verið einn vinsælasti mælikvarðinn á verð hlutabréfa. Hér er um að ræða hlutfall markaðsverðs félags og hagnaðar þess, þ.e. hversu stórt margfeldi af árlegum hagnaði verðmætið er. V/H er notað til að bera saman verð einstakra fyrirtækja, atvinnugreina eða markaða á sama tímamarki eða til að meta þróun verðs yfir tíma. Þegar V/H er reiknað er ýmist miðað við hagnað liðins tímabils eða áætlaðan hagnað í framtíðinni. Óháðir aðilar og upplýsingaveitur birta oftast V/H miðað við nýjustu tölur um hagnað liðins tíma. Mörg fyrirtæki búa hins vegar við sveiflukenndan hagnað eða eru að vaxa þannig að miklar breytingar á hagnaði eru í sjónmáli og jafnframt mikil óvissa til staðar. Fjárfestar áætla því hagnað fram í tímann út frá þeim forsendum sem þeir telja raunhæfar. Grunnur þessarar kenntölu telst nokkuð ótraustur vegna þessa. Notagildi V/H felst fyrst og fremst í því að bera saman V/H fyrirtækja sem geta talist sambærileg að því er varðar möguleika þeirra til að mynda hagnað í framtíðinni, t.d. fyrirtækja í sömu atvinnugrein sem búa við svipuð ytri skilyrði. Óvenju hátt eða lágt V/H er hugsanlegt að túlka sem svo að verðið byggist á óraunhæfum væntingum um framtíðarvöxt og getur þannig verið vísbending um að einstök hlutabréf séu ýmist of hátt verðlögð eða „á útsölu“, en sú túlkun er ekki einhlít. Söguleg skoðun á V/H í Bandaríkjunum bendir þó til þess að hátt V/H sé tölfraðilega marktækur fyrirboði um lága ávöxtun á næstu 10 árum og öfugt.<sup>1</sup> V/H á þróuðum hlutafjármörkuðum var yfirleitt á bilinu 20-30 á árinu 1999 en Japan skar sig úr með um 68. Þetta eru mjög háar tölur miðað við meðaltal sl. 20 ára.

V/H er oft sett fram sem fall af aðeins tveimur breytum, ávöxtunarkröfu og væntum vexti hagnaðar. Það má leiða út frá þeirri hefðbundnu framsetningu á jafnvægi á hlutafjármarkaði að setja markaðsverð hlutabréfs jafnt grunnverði þess (e. *fundamental value*). Grunnverð er núvört framtíðartekjustreymi af hlutabréfinu, þ.e. samantlagðar arðgreiðslur í framtíðinni, afvaxtaðar með tilliti til ávöxtunarkröfunnar sem gerð er til bréfsins. Þetta gefur einfalda jöfnu fyrir V/H, sé að auki gert ráð fyrir því að væntur vöxtur hagnaðar og áhættuálag séu óbreytt yfir líftíma fjárfestingarinnar. Á hverjum tíma er þá

$$V/H = d(1+g) / (r - g) \quad (\text{svokölluð Gordon-jafna})$$

þar sem  $d$  er það hlutfall hagnaðar sem greitt er út sem arður,  $g$  er væntur árlegur vöxtur hagnaðar og  $r$  er ávöxtunarkrafan sem gerð er til hlutabréfa. Henni má skipta upp í „vaxtagólf“ (ávöxtun ríkisverðbréfa, sem minnstu hugsanlegu áhættu hafa) og áhættuálag hlutabréfa. Ekki er gert ráð fyrir að fjárfestar vænti breytinga á  $d$ , enda er hlutfallið fast í raun hjá mörgum fyrirtækjum. Samkvæmt þessu er V/H því hærra sem minni munur er á  $r$  og  $g$ . V/H getur orðið óendanlega hátt ef munur  $r$  og  $g$  er lítil sem enginn, en til þess að jafnan gildi er nauðsynlegt að  $r$  sé hærra en  $g$ . V/H er einnig því næmara fyrir breytingum á ávöxtunarkröfunni sem munurinn er minni. Bæði ávöxtunarkrafa og væntingar um vöxt fyrirtækja eru sjálfar háðar fjölmörgum áhrifaþáttum á fjármagnsmarkaði og í hagkerfinu almennt, og auk þess stofnanalegum þáttum. Breytingar á þessum þáttum, sem margar eru hægfara, geta skýrt mun á meðalstöðu V/H á milli tímabila og einnig á milli landa. Mismunandi bókhaldsaðferðir draga einnig úr samanburðarhæfni V/H eftir tímabilum eða löndum.

### Áhættuálag hlutabréfa

Væru áhættuálag hlutabréfa og væntingar fjárfesta um vöxt hagnaðar þekktar stærðir gæti Gordon-jafnan sagt til um hvort hlutabréfaverð væri orðið of hátt. Hvorug stærðin er hins vegar mælanleg og erfitt er að meta þær. Það er þó oft reynt, m.a. vegna þess hve Gordon-jafnan stendur traustum fótum fræðilega. Ýmsar tölfraðiaðferðir hafa þannig verið notaðar til að meta bæði áhættuálag og væntingar fjárfesta. Á grundvelli þess er talið að áhættuálagið sé að jafnaði nálægt 6%, en vöxt hagnaðar til langs tíma litið má áætla út frá væntri þróun fjármagns í rekstri og arðsemi þess. Áhættuálag hlutabréfa er háð bæði aðstæðum í atvinnurekstri og ríkjandi áhættuviðhorfum á hverjum stað og tíma. Meðal þeirra þátta sem talið er að hafi áhrif á áhættufælnistig markaðar eru aldursdreifing fjárfesta, framboð fjármagnsmarkaðarins af tækjum til að dreifa áhættu fjárfesta, vægi stofnana-fjárfesta, og undanfarandi þróun verðs hlutabréfa (aukin áhættufælni í kjölfar verðhruns og öfugt).

### Heimildir:

IMF World Economic Outlook, „Asset prices and the business cycle“, máí 2000.

Brealey, R. og A. Vila (1998), „Equity Prices and Financial Stability“, *Financial Stability Review*, 5. tbl., útg. Englandsbanki.

Robert Shiller (2000), *Irrational Exuberance*, útg. Princeton University Press.

1. T.d. Robert Shiller (2000), *Irrational Exuberance*, bls. 11.

árum ráðast af þróun helstu hagstærða, s.s. hagvaxtar, kaupmáttar, vaxta og sparnaðar, og af framboði annarra fjárfestingarkosta. Íslenskir lífeyrissjóðir, sem verið hafa afar stórir kaupendur, eiga hlutfallslega ekki mikið af hlutabréfum miðað við það sem gerist sums staðar erlendis, en innlend og erlend hlutabréf og hlutabréfasjóðir vógu um 28% í eignasafni þeirra í lok maí 2000. Heimild þeirra til

fjárfestingar í hlutabréfum var víkkuð nú á þessu ári í 50% (af hreinni eign til greiðslu lífeyris) en var áður 35%. Eftirspurn eftir íslenskum hlutabréfum mun ráðast af arðsemi þeirra og samkeppnishæfni miðað við erlend félög en minna af eftirspurnaraðstæðum innanlands. Áhugi erlendra fjárfesta á íslenskum fyrirtækjum mun væntanlega koma í ljós á næstu misserum, er þeir færast að sama borði og íslenskir.

---

5. Kauphöllin í Kaupmannahöfn greindi í júní sl. frá verulegum ávinningi í formi aukinnar skilvirkni í hlutabréfaviðskiptum á því eina ári sem liðið er síðan hún tengdist SAXESS-viðskiptakerfinu.