



**BS ritgerð**  
**í viðskiptafræði**

**Kauphöll Íslands**  
Á tímamótum

Jóhann Karl Reynisson

Vilhjálmur Bjarnason, lektor  
Viðskiptafræðideild  
Júní 2012



**HÁSKÓLI ÍSLANDS**

**Kauphöll Íslands**

***Á tímamótum***

Jóhann Karl Reynisson

Lokaverkefni til BS-gráðu í viðskiptafræði

Leiðbeinandi: Vilhjálmur Bjarnason, lektor

Viðskiptafræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júni 2012

Kauphöll Íslands.

Ritgerð þessi er 6 eininga lokaverkefni til BS prófs við  
Viðskiptafræðideild, Félagsvísindasviði Háskóla Íslands.

© 2012 Jóhann Karl Reynisson

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Samskipti

Reykjavík, 2012

## Formáli

Ritgerð þessi er lokaverkefni mitt í viðskiptafræði og er hún til 6 ECTS eininga. Leiðbeinandi minn við skrif ritgerðarinnar var Vilhjálmur Bjarnason og þakka ég honum fyrir hjálpina og góða gagnrýni. Einnig vil ég koma á framfæri þökkum til Krístinu Jóhannsdóttur upplýsingafulltrúa NASDAQ OMX Iceland fyrir að svara hinum ýmsu spurningum mínum og fyrir að veita mér ýmis gögn um starfsemi Kauphallarinnar sem komu að miklu gagni við gerð ritgerðarinnar. Reynir Jóhannsson fjármálastjóri hjá Kvos ehf. fær þakkir fyrir að aðstoða mig með því að svara spurningum er varða málefni fyrirtækja sem eru að hugleiða skráningu á markaði.

## Útdráttur

Kauphöll Íslands á rætur sínar að rekja til Verðbréfaþings Íslands sem var stofnað árið 1985. Úrvalsvísitalan og veltan á mörkuðum Kauphallarinnar óx nokkuð jafnt og þétt, þó með nokkrum dýfum, fram til ársins 2008. Við fall bankanna haustið 2008 varð algert hrun á mörkuðum Kauphallarinnar og þurrkuðust nánast öll verðmæti á hlutabréfamarkaði út. Staðan í dag er sú að það eru fá félög eftir á hlutabréfamarkaði og lítil umsvif á honum. Ágætis velta er þó á skuldabréfamarkaði, sem nýtur góðs af að ríkið sækir fjármögnun sína þangað í auknum mæli. Markaðurinn með fyrirtækjaskuldabréf er hins vegar ekki svipur hjá sjón. Ýmislegt misjafnt hefur komið í ljós við rannsóknir á félögum sem voru skráð á markaði fyrir hrun og eru sterkar grunsemdir um að markaðsmisnotkun hafi verið útbreidd.

Nú eru fyrstu merkin komin fram um að markaðurinn sé að taka við sér og fyrsta fyrirtækið eftir hrun hefur verið skráð á markað. Óformleg könnun sem höfundur framkvæmdi leiðir í ljós að hluti íslenskra fyrirtækja hyggur á skráningu og nokkur félög hafa staðfest við Kauphöllina að þau séu á leiðinni. Könnunin leiðir einnig í ljós að Kauphöllin sjálf nýtur ágætis trausts, en eftirlitsaðilarnir sem eiga að hafa eftirlit með skráðum fyrirtækjum njóta hins vegar lítils trausts.

Til þess að endurreisa verðbréfamarkaði er mikilvægt að endurvekja traust á eftirlitsaðilum. Bæði á þeim opinberu stofnunum sem sinna eftirlitshlutverki og ekki síður endurskoðendum, því sumar áritanir þeirra á árunum fyrir hrun voru vafasamar.

Þá hafa ýmsar aðgerðir stjórnvalda á undanförunum misserum ekki verið til þess fallnar að auka fjárfestingavilja, sem er þvert á það sem Kauphöllin og samfélagið í heild þarf á að halda. Gjaldeyrishöftin eru einnig skaðleg fyrir Kauphöllina og mikilvægt fyrir verðbréfamarkaði að þau verði afnumin sem fyrst.

Niðurstaðan er að endurreisn Kauphallarinnar sé ekki bara æskileg, heldur bráðnauðsynleg fyrir íslenskt samfélag. Mikilvægt er þó að fara sér í engu óðslega, draga þarf lærdóm af þeim mistökum sem hafa verið gerð og byggja hægt og rólega upp traust að nýju.

## Efnisyfirlit

|   |    |
|---|----|
| Formáli.....  | 4  |
| Útdráttur.....  | 5  |
| Efnisyfirlit.....   | 6  |
| Myndalisti .....  | 8  |
| 1 Inngangur .....   | 9  |
| 2 Kauphöll Íslands.....   | 10 |
| 2.1 Almennt um Kauphöll Íslands.....  | 10 |
| 2.2 Kauphöllin og hrunið .....  | 10 |
| 2.2.1 Hrun hlutabréfamarkaðar .....   | 10 |
| 2.2.2 Áhrif hruns á skuldabréfamarkað .....                                 | 11 |
| 2.2.3 Grunur um markaðmisnotkun. ....                                       | 11 |
| 2.2.4 Birtar upplýsingar voru í mörgum tilfellum rangar.....                | 12 |
| 2.3 Hvernig lítur þetta út í dag? .....                                     | 13 |
| 2.3.1 Staðan á hlutabréfamarkaði .....                                      | 13 |
| 2.3.2 Staðan á skuldabréfamarkaði .....                                     | 14 |
| 3 Könnun á viðhorfi fyrirtækja til Kauphallarinnar .....                    | 17 |
| 4 SVÓT-greining.....  | 23 |
| 4.1 Styrkleikar.....  | 23 |
| 4.1.1 Öflugt viðskiptaumhverfi .....  | 23 |
| 4.1.2 Aðgengi að fjármagni fyrir minni fyrirtæki í gegnum First North ..... | 23 |
| 4.1.3 Öflugur skuldabréfamarkaður .....                                     | 24 |
| 4.2 Veikleikar .....  | 24 |
| 4.2.1 Umstang og kostnaður.....   | 24 |
| 4.2.2 Samkeppnisupplýsingar .....   | 24 |
| 4.2.3 Skortur á trausti .....   | 25 |
| 4.2.4 Skortur á fjárfestingarhvata hjá almenningi .....                     | 25 |
| 4.2.5 Skráningarferlið.....   | 26 |

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 4.3   | Ógnanir.....   | 26 |
| 4.3.1 | Gjaldeyrishöftin.....  | 26 |
| 4.3.2 | Fjandsamlegar yfirtökur.....   | 26 |
| 4.3.3 | Stjórnvöld.....  | 27 |
| 4.4   | Tækifæri.....  | 27 |
| 4.4.1 | Atvinnulífið þarf að að fjármagna sig með eigin fé í auknum mæli.... | 27 |
| 4.4.2 | Lífeyrissjóðir þurfa ávöxtun.....                                    | 28 |
| 4.4.3 | Lágt raungengi.....  | 28 |
| 5     | Endurreisn Kauphallarinnar.....                                      | 30 |
| 5.1   | Endurvekja traust.....   | 30 |
| 5.1.1 | Endurvekja trú á eftirlitinu.....                                    | 30 |
| 5.1.2 | Regluverkið.....   | 31 |
| 5.2   | Vekja fjárfestingarhvata.....  | 31 |
| 5.2.1 | Skattaávilnanir.....   | 32 |
| 5.2.2 | Afnema gjaldeyrishöft.....   | 32 |
| 5.2.3 | Kauphöllin sem hagvaxtartæki.....                                    | 32 |
| 6     | Framtíðarhlutverk.....   | 34 |
| 6.1   | Hlutabréfamarkaður.....  | 34 |
| 6.1.1 | Framtíðarhorfur First North.....                                     | 35 |
| 6.2   | Skuldabréfamarkaður.....   | 35 |
| 6.3   | Kauphöllin sem gjaldeyrisviðskiptamarkaður.....                      | 36 |
| 7     | Niðurstaða.....  | 37 |
| 8     | Heimildaskrá.....  | 39 |

## Myndalisti

|  |    |
|--|----|
| Mynd 1 Úrvalsúsitala frá 2003-2009.....  | 11 |
| Mynd 2. Markaðsvirði, fjöldi bréfa og dagleg velta fyrir hlutabréf og skuldabréf. .... | 15 |
| Mynd 3 Spurning 1.....   | 17 |
| Mynd 5 Spurning 3.....   | 18 |
| Mynd 4 Spurning 2.....   | 18 |
| Mynd 6 Spurning 4.....   | 19 |
| Mynd 7 Spurning 5.....   | 20 |
| Mynd 8 Spurning 6.....   | 21 |
| Mynd 9 Spurning 7.....   | 21 |
| Mynd 10 Spurning 8.....  | 22 |
| Mynd 11 Ársfjórðungslegt raungengi frá 1990-2012 .....                                 | 29 |



## 1 Inngangur

Nú eru að mörgu leyti sérkennilegir tímar í íslensku efnahagslífi. Hrun bankakerfisins og afleidd áhrif þess, hafa haft mikil áhrif á marga þætti íslensks samfélags, þar á meðal Kauphöll Íslands. Skráðum félögum hefur fækkað mikið og umsvifin snarminnkað. Má segja að nú standi Kauphöllin á tímamótum og ef vel tekst til við endurreisnina mun hún gegna veigamiklu hlutverki í endurreisn efnahagslífsins. Ef það tekst ekki þá er hætt við að tilraunin með sjálfstæða kauphöll á Íslandi verði dæmd mislukkuð og fundnar verði aðrar leiðir til að sinna hlutverki kauphallarinnar.

Uppbygging ritgerðarinnar er þannig að byrjað er á að greina frá stöðunni í dag og þeim breytingum sem hafa orðið á íslenskum verðbréfamörkuðum í kjölfar hruns íslenska bankakerfisins og þau vandamál sem það hefur haft í för með sér fyrir Kauphöll Íslands.

Síðan er reynt að greina stöðuna annars vegar með hjálp netkönnunar sem send var á 100 stærstu fyrirtæki landsins sem ekki eru skráð á markað og hins vegar með því að stilla upp SVÓT greiningu fyrir Kauphöllina til þess að draga fram vandamálin og hugsanlegar lausnir við þeim.

Að síðustu er reynt að draga ályktanir byggðar á þessu um framtíð Kauphallarinnar sem vettvang verðbréfaviðskipta á Íslandi.

## 2 Kauphöll Íslands

### 2.1 Almennt um Kauphöll Íslands

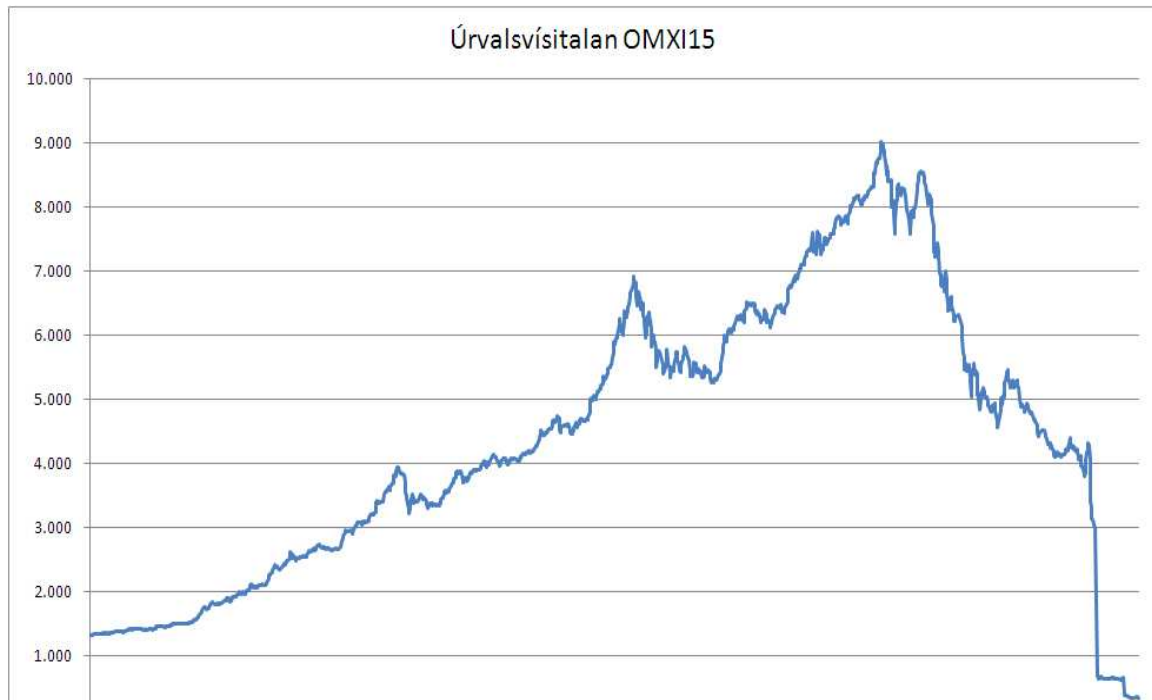
Kauphöll er vettvangur þar sem kaupendur og seljendur verðbréfa geta fyrir milligöngu markaðsaðila skipst á tilboðum og annað hvort gengið að þeim eða hafnað. Lengst af fóru verðbréfaviðskipti þannig fram að kaupendur og seljendur þurftu að koma saman á einn stað til þess að skiptast á tilboðum, en í dag fara slík viðskipti nánast einungis fram með rafrænum hætti. Kauphöll Íslands var stofnuð árið 1985 af Seðlabanka Íslands og nokkrum íslenskum bönkum, þá sem Verðbréfafélag Íslands, en þann 1. júlí 2002 tók hún upp nafnið Kauphöll Íslands hf. (Brynjar Örn Ólafsson, 2004) Í dag er kauphöllin hluti af NASDAQ OMX Group, Inc. sem er stærsta kauphallarfyrirtæki í heiminum. Þannig er Kauphöll Íslands hluti af sameiginlegum norrænum markaði, sem þýðir að aðilar hennar geta stundað viðskipti á þeim mörkuðum sem eru hluti af NASDAQ OMX Nordic. Forstjóri NASDAQ OMX Kauphallarinnar á Íslandi er Páll Harðarson. (NASDAQ OMX Group, Inc., 2011)

Auk aðalmarkaðar og skuldabréfamarkaðar, er innan Kauphallarinnar hægt að skrá sig á hliðarmarkað sem kallast First North. Það er hlutabréfamarkaður sem lýtur ekki eins ströngum reglum og aðalmarkaður Kauphallarinnar sem er undir regluverki sem er hluti af ESB-löggjöfinni. Áhætta af fjárfestingum á First North kann því að vera meiri en á aðalmarkaði, vegna þess að ekki eru gerðar sömu kröfur til upplýsingagjafar frá skráðum fyrirtækjum. Á aðalmarkaði er gerð krafa um ársfjórðungsskýrslur frá skráðum fyrirtækjum á meðan það er einungis gerð krafa um birtingu skýrslna á hálfársfresti á First North. (NASDAQ OMX Nordic, 2012)

### 2.2 Kauphöllin og hrunið

#### 2.2.1 Hrun hlutabréfamarkaðar

Íslenskur hlutabréfamarkaður lenti í miklum hremmingum þegar viðskiptabankarnir þrír féllu seint á árinu 2008. Velta fjármálafyrirtækja nam 89% af heildarveltunni á fyrri hluta ársins 2008 og því var hlutabréfamarkaður mjög næmur fyrir falli fjármálafyrirtækjanna. (Samtök Atvinnulífsins, 2009) Eins og sjá má á mynd 1 þá fór úrvalsvísitalan úr 6.144 stigum í ársbyrjun 2008 í 352 stig í árslok 2008. Það er augljóslega gríðarlega mikil lækkun, og þarf engan fjármálasnílling til þess að sjá að á þessu tímabili varð



Mynd 1 Úrvalsvisitala frá 2003-2009.

Heimild. Samtök Atvinnulífsins

hlutabréfamarkaður fyrir miklum áföllum, þar sem mikil verðmæti sem eigendur hlutabréfa töldu sig eiga, urðu að litlu sem engu.

### 2.2.2 Áhrif hruns á skuldabréfamarkað

Eitt atriði sem hefur að einhverju leyti gleymst í umræðunni er að þegar hrunið varð 2008 varð skuldabréfamarkaður einnig fyrir töluverðum breytingum. Eins og á hlutabréfamarkaði þurrkuðust mikil verðmæti út við hrunið og til að mynda urðu skuldabréf útgefin af bönkunum þremur verðlaus við setningu neyðarlaganna. Með neyðarlögunum var ákveðið að bankainnistæður hefðu forgang á aðrar skuldir bankanna, þar á meðal skuldabréf þeirra. Markaðurinn fyrir fyrirtækjaskuldabréf varð fyrir gríðarlegu höggi og missti mikið traust. Um mitt ár 2008 var verðmæti fyrirtækjaskuldabréfa í kringum 950 milljarðar króna. Til samanburðar má geta þess að Páll Harðarson taldi virði þeirra vera í kringum 140 milljarða síðla árs 2011. (Arnór Gísli Ólafsson, 2011)

### 2.2.3 Grunur um markaðmisnotkun.

Það má sjá bæði af skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis og af þeim ákærum sem nýverið hafa verið dómteknar í héraðsdómi að það eru rökstuddar grunsemdir um að íslensku

bankarnir hafi stundað markaðsmisnotkun til að halda uppi verði bréfa í bönkunum og félögum sem þeim tengdust. (Magnús Sveinn Helgason, 2010) Verðmyndun var því ekki eðlileg og margir sem keyptu bréf á þessum árum sitja með þá tilfinningu að Kauphöllin hafi verið misnotuð til að ná fjármunum af fólki með skipulögðum hætti. Ætla má að þeir sem hafa orðið fyrir barðinu á slíku muni ekki treysta markaði þar sem þetta viðgekkst aftur í bráð. Eðlilega er Kauphöllin enn að glíma við að skort á trúverðugleika vegna þessa. Síðar í ritgerðinni verður gert grein fyrir því hvaða áhrif þetta hefur haft á Kauphöllina.

#### **2.2.4 Birtar upplýsingar voru í mörgum tilfellum rangar**

Við hrúnið komst upp um brotalöm í lögbundinni upplýsingagjöf fyrirtækja í Kauphöllinni. Það vantaði sjaldnast upp á það að lögbundnum upplýsingunum væri skilað, en þær sögðu stundum ekki alla söguna. Reyndar má segja að þær hafi oft sagt einhverja allt aðra sögu. Eftirlitsstofnanir og ekki síst endurskoðendur virðast hafa brugðist hlutverki sínu enda hafa slitastjórnir stóru bankanna beint spjótum sínum að endurskoðendum og stefnt þeim fyrir að vera sekir um vanrækslu. (Viðskiptablaðið, 2012a) Stjórnir margra fyrirtækja sitja einnig undir ámæli fyrir að hafa brugðist skyldu sinni gagnvart hluthöfum og vanrækt eftirlitshlutverk sitt. Sem dæmi hefur slitastjórn Landsbankans stefnt fyrrverandi bankaráðsmönnum vegna vanrækslu. (Vísir, 2012a) Eitt grófasta tilfellið um ranga upplýsingagjöf kom upp í aðdraganda skráningar SPRON árið 2007. Þá lá stjórnarmönnum og fjölskyldum þeirra mikið á að selja sín bréf áður en félagið kom á markað. Þegar raunverulegar upplýsingar um stöðu SPRON komu fram í dagsljósið, kom í ljós að það stóð ekki steinn yfir steini í rekstrinum. (Vísir, 2009)

Þeir þættir sem gerðu það að verkum að erfitt var að reiða sig á þær upplýsingar sem voru birtar voru m.a.:

- Upplýsingar sem voru birtar í skýrslum voru í sumum tilfellum einfaldlega rangar.
- Stórlega ýktar óefnislegar eignir og viðskiptavild reyndust í sumum tilvikum ekki eiga sér neina stoð í raunveruleikanum.
- Flókið net krosseignatengsla kom í veg fyrir að eignarhald á félögunum væri skýrt og erfitt að átta sig tekjumyndun og kjarnastarfsemi. Einnig var erfitt að

átta sig á raunverulegri eiginfjárstöðu slíkra samstæða og í sumum tilvikum var hún líklega neikvæð.

- Sýndarviðskipti sem voru oft fjármögnuð með lánum frá félögunum sjálfum héldu uppi falsaðri eftirspurn eftir bréfum og þar með verði þeirra.
- Tap af óvarlegum viðskiptum var falið með því að selja „eitraðar eignir“ inn í nýstofnuð dótturfélög sem áttu svo jafnvel ekkert annað.

## 2.3 Hvernig lítur þetta út í dag?

### 2.3.1 Staðan á hlutabréfamarkaði

Eins og staðan er eftir fyrstu 3 mánuði ársins 2012 eru 8 félög skráð á aðalmarkað Kauphallarinnar, þar af eru 3 þeirra frá Færeyjum. Íslensku félögin á aðalmarkaði eru:

- **Hagar** sem reka matvöruverslanir á Íslandi og hafa yfirburðastöðu á smásölumarkaði. Hagar voru aftur teknir til viðskipta í Kauphöll í desember 2011.
- **Icelandair Group** sem reka flugfélag, hótél, ferðaskrifstofu og félög í ferðaþjónustu og er aðallega með starfsemi á Íslandi.
- **Marel** sem sérhæfa sig í þróun og framleiðslu á hátækni búnaði til vinnslu á fiski, kjúklingi og kjöti. Eru með starfsemi í 30 löndum og hefur gefið út að það hyggi á skráningu á erlendan verðbréfamarkað í framtíðinni.
- **Nýherji** er í upplýsingatækni með starfsemi á Íslandi og í Danmörku.
- **Össur** framleiðir stoðtæki, spelkur og stuðningsvörur. Er með starfsemi í 15 löndum og er auk íslensku Kauphallarinnar líka skráð í dönsku Kauphöllina.

Á First North eru 4 íslensk félög skráð. Hagar skráðu sig í Kauphöllina í desember og vonast er eftir að fleiri félög muni fara á markað á þessu ári og því næsta. Samt sem áður eru þetta tiltölulega fá félög og það virðist vera að fyrirtæki fari sér frekar hægt þegar kemur að skráningum á markað þessa dagana. Könnunin bendir þó til þess að einhver félög séu að huga að skráningu. Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni hafa eftirfarandi félög tilkynnt opinberlega um skráningu á þessu og næsta ári: Reginn, Reitir, Advania, Landsbankinn, N1, Eimskip, Sjóvá og Vodafone. Líklegt er að meirihluti þessara félaga komi inn 2013. Samkvæmt viðtali við forsvarsmenn Kauphallarinnar gerir Kauphöllin ráð fyrir 6 – 10 skráningum á þessu ári og því næsta. (Kristín Jóhannsdóttir munnleg heimild, 2012)

Í riti sem Seðlabanki Íslands gaf út um mitt ár 2011 um stöðu fjármálamarkaða hérlendis, leit bankinn á stöðuna á hlutabréfamarkaði svo alvarlegum augum, að það væri langt í land að lítið yrði á hlutabréf sem raunverulegan fjárfestingarkost. (Seðlabanki Íslands, 2011a) Þó hefur hlutabréfamarkaðurinn aðeins verið að taka við sér undanfarna mánuði og hefur gengisvísitalan hækkað úr 912 í 1.048 eða rúm 12% á fyrstu þrem mánuðum ársins 2012. (Sigurður Már Jónsson, 2012) Þrátt fyrir þessar jákvæðu breytingar er sennilega of snemmt að fullyrða að hlutabréfamarkaður sé búinn að ná bata og sé farinn að rísa á ný. Það má vel vera að þetta séu bóluáhrif vegna þess að skortur hefur verið á fjárfestingatækifærum á sama tíma og fjármunir hafa verið að safnast upp. Á meðan það eru svo fá félög skráð á markað eins og tilfellið er í dag, þarf lítið að gerast til að hreyfa markaðinn og því verður staða hans enn að teljast frekar veik. Úrvalsvísitalan og velta hlutabréfamarkaðar er ennþá aðeins brot af því sem hún var fyrir hrun. Dagleg meðalvelta með hlutabréf var innan við 250 milljónir króna árið 2011 meðan hún var 9,8 milljarðar fyrir hrun. (NASDAQ OMX Nordic, 2012b)

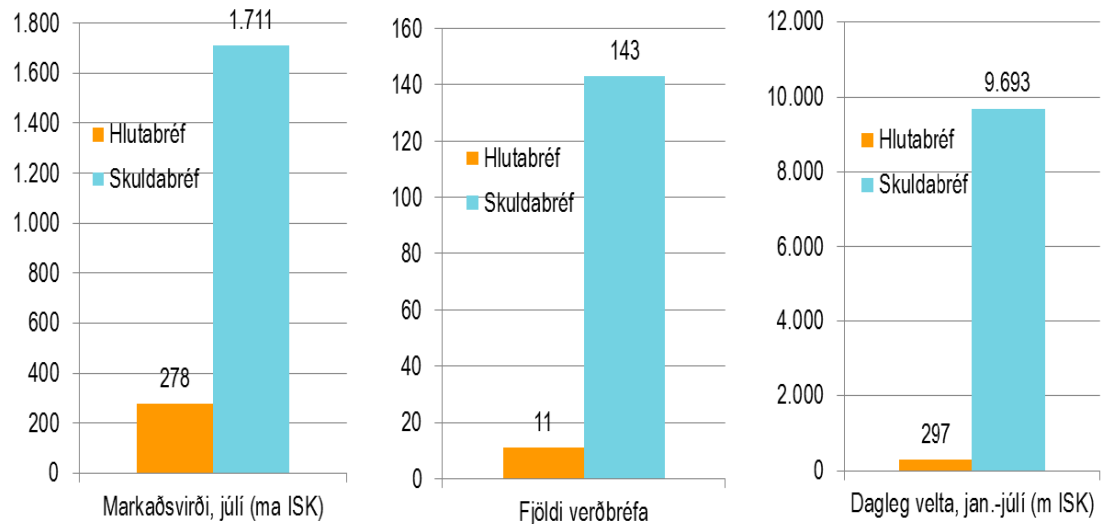
Hlutabréfamarkaðurinn einkennist ennþá talsvert af því að allir þátttakendur á markaðnum, hvort sem um er að ræða þau fáu fyrirtæki sem eftir eru, fjárfestana sjálfa, viðskiptavakana, einstaklingana eða fagfjárfestana eiga um sárt að binda eftir þær miklu sviptingar sem urðu í hruninu. (Samtök Atvinnulífsins, 2009). Þá hafa orðið töluverðar breytingar á skattkerfinu sem eru síst til þess fallnar að auka áhugann á fjárfestingum í hlutabréfum. (Vilhjálmur Bjarnason, 2011)

Það segir sig einnig sjálft að það er algjört lykilatriði fyrir hlutabréfamarkað að fá fleiri félög til þess að skrá sig á markað til þess að markaðurinn nái fyrrum styrk og trúverðugleika.

### **2.3.2 Staðan á skuldabréfamarkaði**

Skuldabréfamarkaður er sá markaður þar sem hefur verið mest velta og viðskipti síðustu árin í Kauphöllinni. Í ljósi þess hve lítil áhætta fylgir skuldabréfakaupum hafa þau verið talin álitlegri og öruggari kostur en hlutabréf. Sérstaklega nú síðustu árin eftir hrun hlutabréfamarkaðarins, þar sem virði margra bréfa varð að engu. Gjalddeyrishöftin gera fjárfestum ókleift að fjárfesta erlendis. Með tilliti til þessara tveggja atriða má segja að skuldabréf séu búin að vera eini raunverulegi fjárfestingarkostur síðustu ára. Þetta endurspeglast í samanburði við hlutabréfamarkað en það er búið að vera margfalt hærri

velta og markaðsvirði á skuldabréfamarkaði en á hlutabréfamarkaði. Það má sjá greinilega á mynd 2 sem sýnir markaðsvirði verðbréfa í júlí 2011, fjölda verðbréfa í júlí 2011 og daglega veltu verðbréfa á tímabilinu janúar-júlí 2011.



**Mynd 2. Markaðsvirði, fjöldi bréfa og dagleg velta fyrir hlutabréf og skuldabréf.**

#### Heimild. NASDAQ OMX Iceland

Skuldabréfamarkaðurinn byggist að mestu á viðskiptum með skuldabréf sem gefin eru út af íslenska ríkinu eða Íbúðalánasjóði, en yfir 99% af veltunni á markaðnum eru skuldabréf útgefin af þeim. Afgangurinn er aðallega bréf sem útgefin eru af sveitarfélögum og Lánasjóði sveitarfélaga. Að árinu 2008 undanskildu var veltan á árinu 2010 sú mesta frá stofnun skipulegs markaðar. Veltan á árinu 2011 var svo heldur minni eða 218 milljarðar á mánuði á móti 236 milljörðum á mánuði 2010. Ástæða hlutdeildar ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs á markaði er að þessir aðilar eru hlutfallslega mjög stórir útgefendur og þeir hafa samið við fjármálafyrirtæki um viðskiptavakt sem tryggir virka verðmyndun og eykur seljanleika. Veltan á skuldabréfamarkaði er nú svipuð og fyrir bankahrunið, en árið 2007 var meðalveltan á mánuði 200 ma.kr. Fyrstu 11 mánuði 2011 var veltan í Kauphöllinni með skuldabréf fyrirtækja aðeins 3,9 milljarðar. (Seðlabanki Íslands, 2011b) Þann 7. desember 2011 voru sértryggð skuldabréf Íslandsbanka tekin til viðskipta í Kauphöllinni. Þetta er fyrsta skráning skuldabréfa sem gefin eru út af fjármálafyrirtæki frá bankahruni og markar hún ákveðin tímamót fyrir Kauphöllina. Bankinn hefur heimild til útgáfu fyrir 10 milljarða en gefur út 4 milljarða í þetta skipti og viðskiptavakt verður með bréfin. Á næstu árum verður mikilvægur liður í því að bæta

skuldabréfamarkaðinn að örva skráningu og viðskipti með slík fyrirtækjaskuldabréf. (Arnór Gísli Ólafsson, 2011a)

Það setur óneitanlega nokkurn skugga á skuldabréfamarkaðinn að hve miklu leyti viðskipti með fyrirtækjaskuldabréfin hafa horfið af markaðnum og það er verkefni framundan að byggja upp traust á þessari tegund skuldabréfa að nýju. Til að mynda kemur fram í skýrslu rannsóknarnefndar um málefni lífeyrissjóða að lífeyrissjóðirnir voru lítt á varðbergi gagnvart veikum skilmálum í skuldabréfum fyrirtækja og það kom á daginn að sjóðirnir voru varnarlausir gagnvart því að eigendur færðu allar eignir úr félögunum sem gáfu út skuldabréfin. (Gylfi Arnbjörnsson, 2012) Því munu lífeyrissjóðirnir væntanlega gera strangari kröfur til skuldabréfa fyrirtækja í framtíðinni en þeir gerðu fyrir hrún.

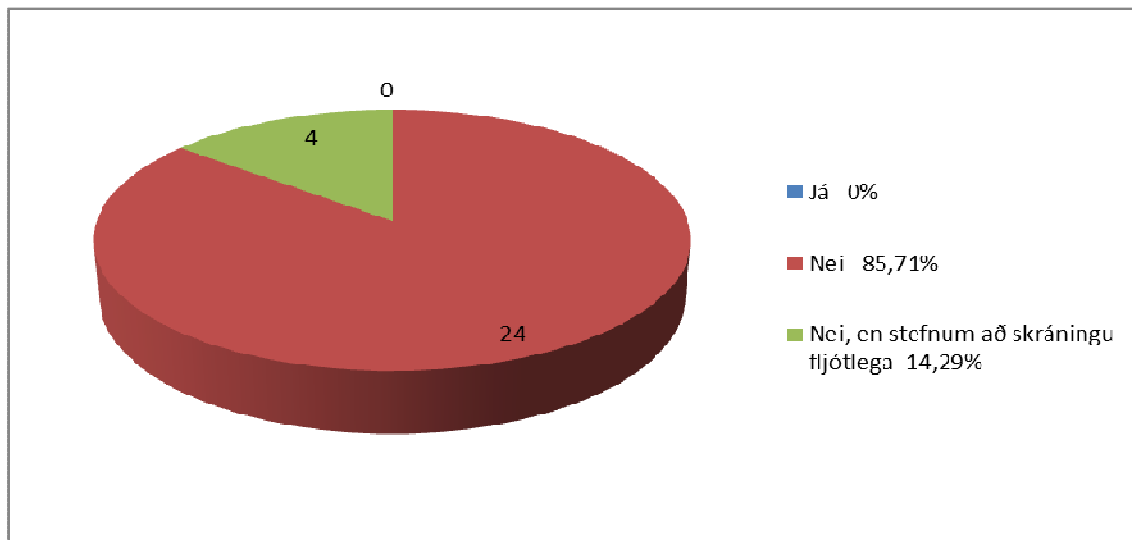


### 3 Könnun á viðhorfi fyrirtækja til Kauphallarinnar

Í þessum kafla má finna niðurstöður spurningakönnunar sem gerð var í tengslum við gerð þessarar ritgerðar. Könnunin var send á 100 stærstu fyrirtæki landsins sem ekki eru skráð á hlutabréfamarkað, samkvæmt bókinni *300 stærstu 2010*. Könnunin var gerð með því að nota vefsíðuna [kwiksurveys.com](http://kwiksurveys.com). 28 fyrirtæki svöruðu 8 tiltölulega einföldum og stuttum spurningum um viðhorf þeirra til ýmissa þátta er varða Kauphöll Íslands og verðbréfamarkað. Niðurstaða kannarinnar er ekki nothæf sem vísindaleg mæling á afstöðu íslenskra fyrirtækja til þeirra þátta sem spurt er um. Hins vegar gefur könnunin ágætis vísbendingu um það hvernig fyrirtæki meta hinu ýmsa þætti sem þarf að líta til þegar kemur að skráningu í Kauphöll.

Spurningarnar og niðurstöður eru eftirfarandi:

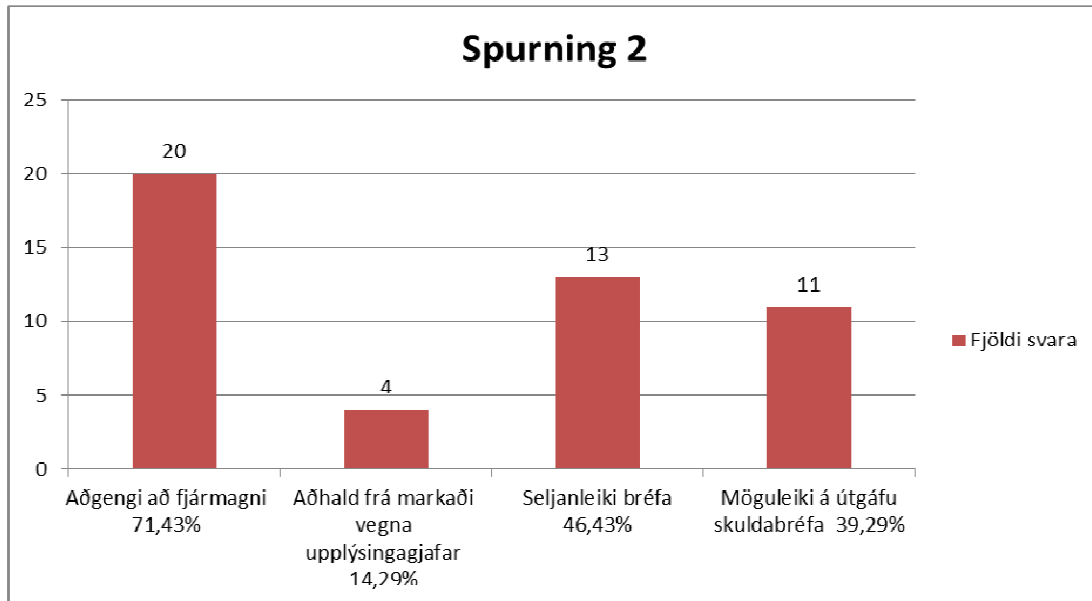
#### Spurning 1. Er þitt félag skráð á hlutabréfamarkað?



Mynd 3 Spurning 1

Þessar niðurstöður má líta á sem vísbendingu um að einhver fyrirtæki hugsi sér til hreyfings og að einhver fjölgun gæti átt sér stað í skráðum félögum á markað á næstu árum. Að sama skapi lítur út fyrir að mikill meirihluti íslenskra fyrirtækja sé ekki á leiðinni á markað.

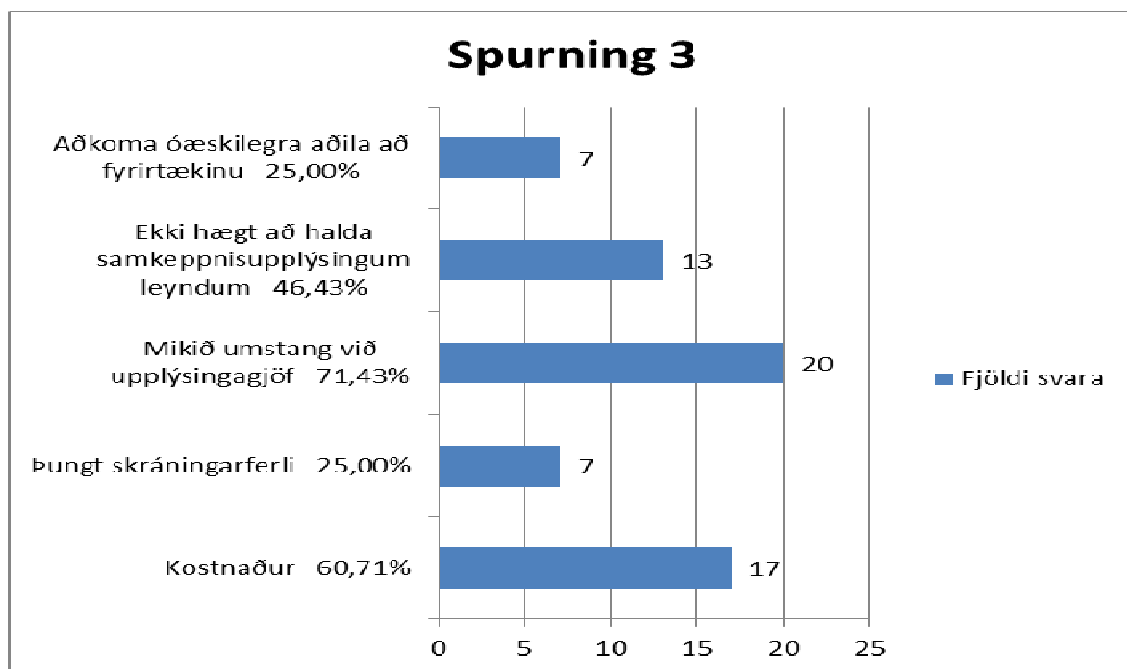
**Spurning 2.** Hvað telur þú helstu kostina við skráningu á hlutabréfamarkað? (Hægt að velja fleiri en einn valkost)



Mynd 4 Spurning 2

Þessi svör benda til þess að fyrirtæki séu fyrst og fremst að huga að skráningu til að afla sér hlutafjár þó svo að seljanleiki skipti líka talsverðu máli.

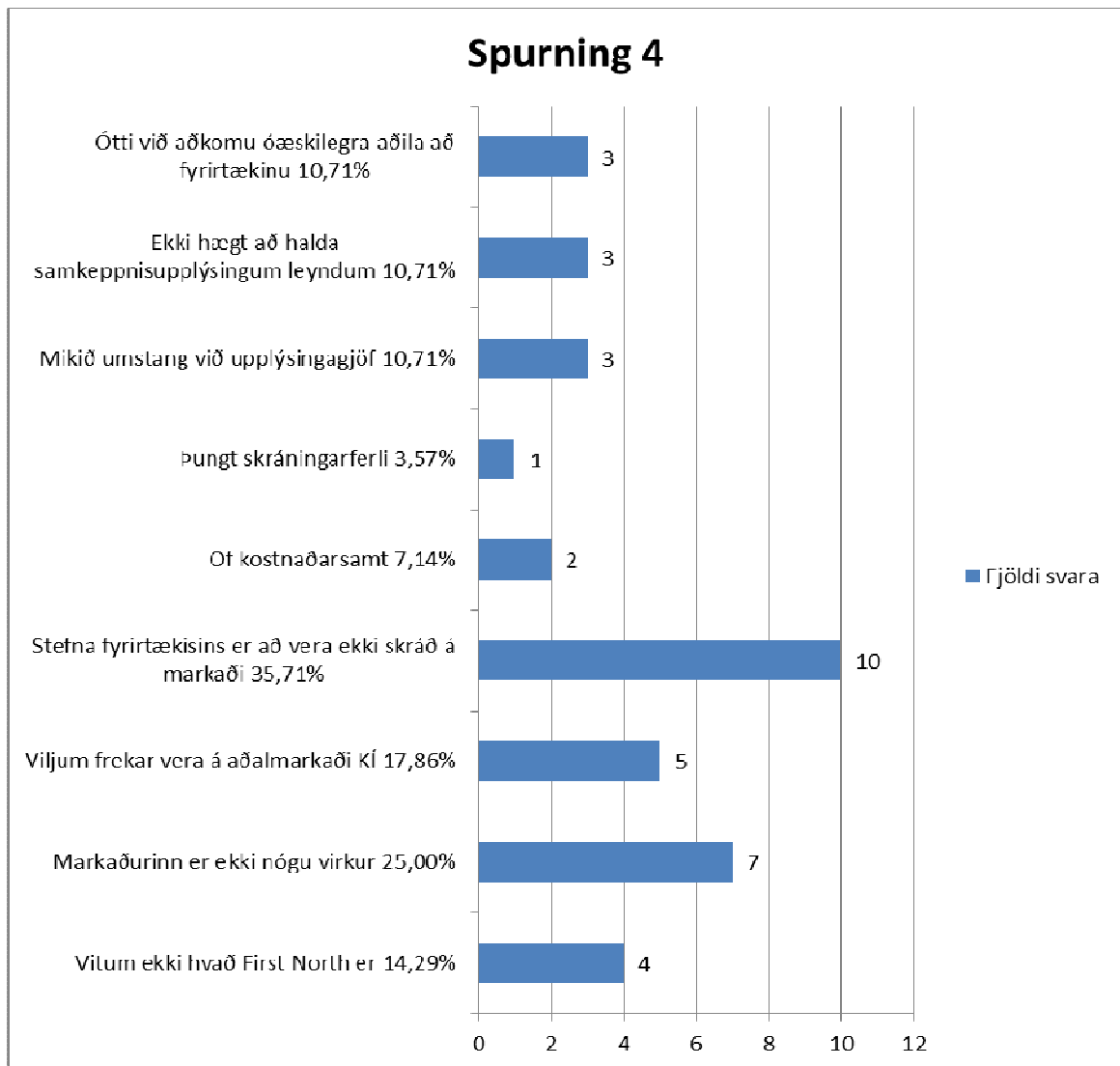
**Spurning 3.** Hverja telur þú helstu ókostina við skráningu á hlutabréfamarkaði? (Hægt að velja fleiri en einn valkost).



Mynd 5 Spurning 3

Tiltölulega fáir aðilar nefna aðkomu óæskilegra aðila að fyrirtækinu og þungt skráningarferli sem stærstu ókostina við skráningu. Þetta bendir til þess að fyrirtæki óttist mest umstangið í kringum upplýsingagjöfina og kostnaðinn sem fylgir því að vera skráður á markað þegar þau eru að veða og meta helstu galla þess að skrá sig í Kauphöllina.

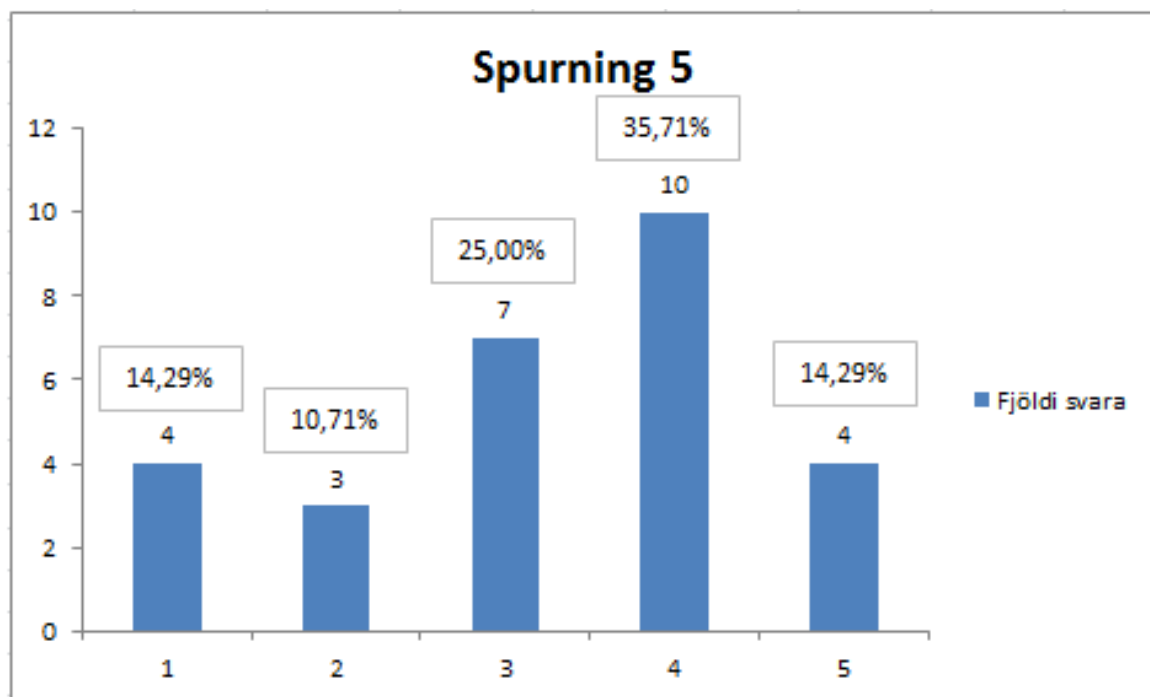
**Spurning 4.** First North hlutabréfamarkaðurinn ætti að henta einstaklega vel fyrir íslensk fyrirtæki og þær aðstæður sem hér ríkja. Af einhverjum ástæðum hefur markaðurinn ekki náð sér á strik og einungis örfá fyrirtæki valið að skrá sig þar. Í tilfelli þíns fyrirtækis, hver er ástæðan? (Hægt að velja fleiri en einn valkost)



Mynd 6 Spurning 4

Það er áberandi hvað svörin dreifast mikið og það er enginn svarmöguleiki sem svarendur velja áberandi frekar en hina möguleikana. Þó sögðu flestir það vera stefnu þeirra fyrirtækis að vera ekki skráð á markað. Þá nefndu nokkur fyrirtæki að þau teldu markaðinn ekki nógu virkan og nokkur töldu æskilegra að stefna að skráningu á aðalmarkaði ef þau væru á annað borð að skrá sig á markað.

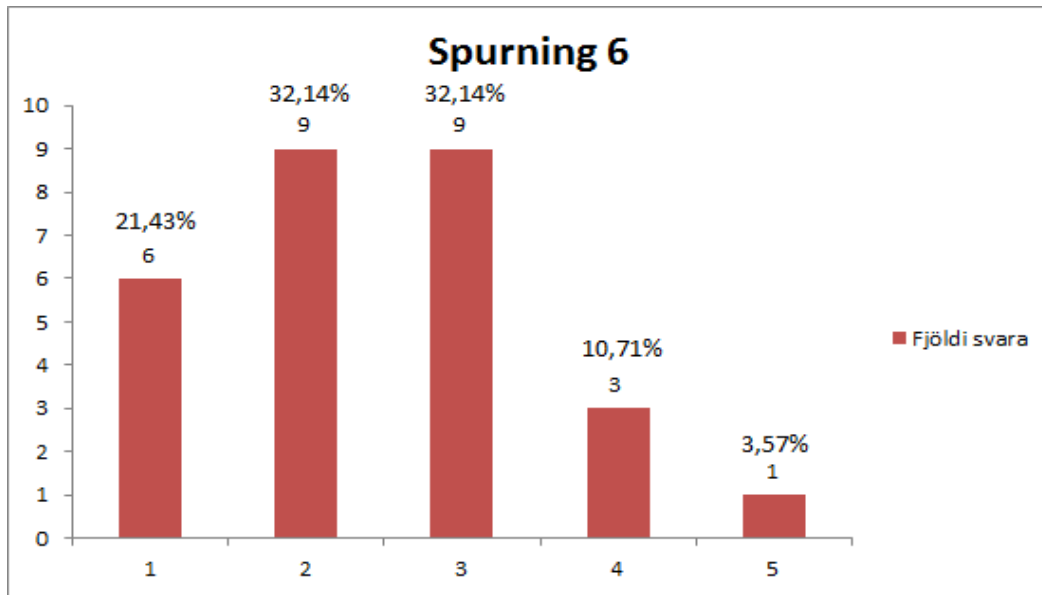
**Spurning 5.** Hversu mikið traust berð þú til Kauphallar Íslands? Vinsamlegast gefið einkunn á skalanum 1 til 5 þar sem 1 stendur fyrir mjög lítið traust og 5 fyrir mjög mikið traust.



Mynd 7 Spurning 5

Hér hafa svarendur skiptar skoðanir um þennan þátt en fjórðungur þeirra fyrirtækja sem tóku þátt í könnuninni gefa einkunnina 1 eða 2. Það bendir til þess að það ríki eitthvert vantraust á Kauphöllinni en þó virðast talsvert fleiri treysta henni en ekki, sem bendir til þess að traustið sé ágætt.

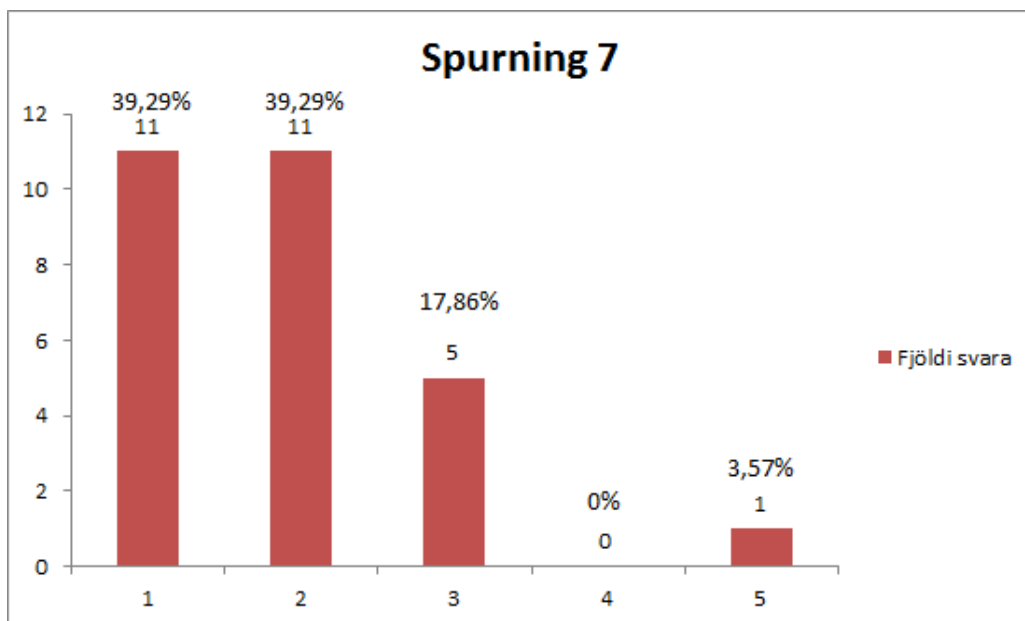
**Spurning 6.** Hversu mikið traust berð þú til aðila sem hafa eftirlit með verðbréfamörkuðum á Íslandi? Vinsamlegast gefið einkunn á skalanum 1 til 5, þar sem 1 stendur fyrir mjög lítið traust og 5 fyrir mjög mikið traust.



Mynd 8 Spurning 6

Hér er niðurstaðan sú að fleiri bera lítið traust til þessara aðila en mikið, sem er vísbending um að vantraust ríkir gagnvart eftirlitsaðilum. Þetta er nokkuð afgerandi niðurstaða og væntanlega ein af afleiðingum bankahrunsins. Það eru fáir sem bera mikið eða mjög mikið traust til eftirlitsaðilanna.

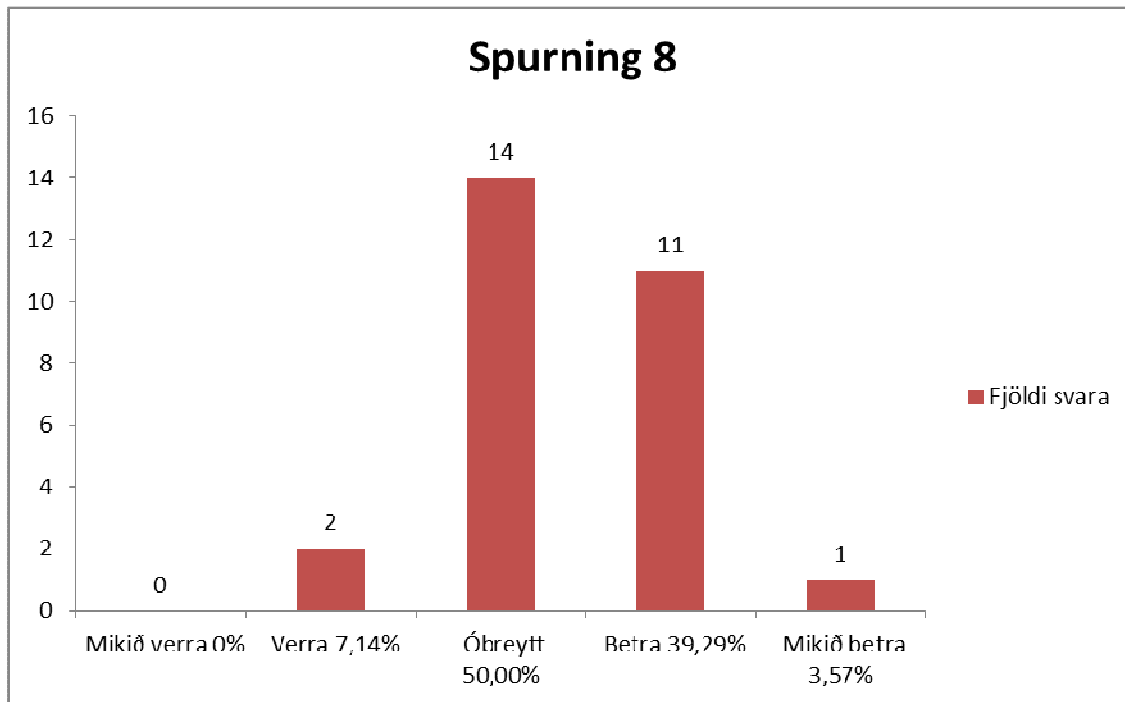
**Spurning 7.** Treystir þú því að verðbréfamarkaður á Íslandi sé skilvirkur? Vinsamlegast gefið einkunn á skalanum 1 til 5, þar sem 1 þýðir alls ekki og 5 fullkomlega.



Mynd 9 Spurning 7

Hér eru niðurstöðurnar nokkuð afgerandi, þar sem flestir þátttakendur kannarinnar eru sammála um að markaðurinn sé ekki skilvirkur. Þetta endurspeglar væntanlega að það eru fá félög á markaði og viðskipti hafa verið lítil undanfarin ár.

**Spurning 8.** Telur þú að siðferði og heiðarleiki á íslenskum verðbréfamarkaði hafi breyst til hins betra eða verra eftir hrun?



Mynd 10 Spurning 8

Flestir eru á því að siðferði og heiðarleiki á íslenskum verðbréfamarkaði hafi ekkert breyst og miðað við það að rökstuddur grunur er um að markaðsmisnotkun hafi verið útbreidd er það kannski ekkert sérstaklega gott ef fyrirtæki telja þessa þætti vera óbreytta. Á móti kemur að 43% aðspurðra telja hlutina hafa breyst til hins betra sem verður að teljast jákvætt.

## 4 SVÓT-greining

Til þess að meta Kauphöllina og hennar helstu kosti og galla er gott að framkvæma svokallaða SVÓT-greiningu. SVÓT er skammstöfun fyrir Styrkleikar - Veikleikar - Ógnanir - Tækifæri. Þetta er aðferðafræði sem er notuð til að gera sér grein fyrir stöðu fyrirtækja og stofnanna. Greiningin hentar vel til þess að draga saman styrkleika og veikleika Kauphallarinnar í innra umhverfi og tækifæri og ógnanir í ytra umhverfinu. Niðurstöður þessarar greiningar eru síðan notaðar til þess að finna helstu þættina sem bæta þarf til að stuðla að styrkingu Kauphallarinnar.

### 4.1 Styrkleikar

#### 4.1.1 Öflugt viðskiptaumhverfi

Samkvæmt könnuninni nýtur Kauphöllin trausts frá þokkalega stórum hópi fyrirtækja. Eitt af lykilatriðum í endurreisn Kauphallarinnar er að fyrirtæki og almenningur geti treyst því að viðskipti sem fari fram innan hennar séu framkvæmd með faglegum og heiðarlegum hætti. Könnunin bendir til þess að einn af styrkleikum Kauphallarinnar er að fyrirtækjum finnst hún geta boðið viðskiptavinum sínum upp á gott umhverfi til þess að stunda verðbréfiðskipti. Eins og komið hefur fram er Kauphöll Íslands hluti af NASDAQ OMX Group, Inc. sem er stærsta kauphallarfyrirtæki í heimi með yfir 70 kauphallir í 50 löndum og 3500 fyrirtæki skráð á þeirra markaði um allan heim. Að vera hluti af NASDAQ OMX Group, Inc. gerir Kauphöllinni kleift að notast við viðskiptakerfi þeirra, INET, sem er það hraðasta sem völ er á. (NASDAQ OMX Group, Inc., 2011)

#### 4.1.2 Aðgengi að fjármagni fyrir minni fyrirtæki í gegnum First North

First North markaðurinn býður minni fyrirtækjum og sprotafyrirtækjum upp á tiltölulega einfalda og þægilega leið til að njóta þeirra kosta sem fylgja skráningu á hlutabréfamarkað. Þá opnar markaðurinn möguleika fyrir fyrirtæki á útgáfu skuldabréfa sem gæti verið eftirsóknarverður kostur fyrir fyrirtæki við þær aðstæður sem eru á bankamarkaði í dag. First North ætti einnig að henta rótgrónum fjölskyldufyrirtækjum þar sem einhver hluti hluthafa er farinn að huga að útgöngu. (NASDAQ OMX Nordic, 2012a)

### **4.1.3 Öflugur skuldabréfamarkaður**

Mikil umsvif á skuldabréfamarkaði síðustu árin ættu að teljast til styrkleika hjá Kauphöllinni. Það ber því vitni að þar sé allt til staðar til þess að reka skilvirkan markað fyrir viðskipti með skuldabréf og ætti það því að vera freistandi fyrir fyrirtæki að fara í skuldabréfaútboð. Páll Harðarson hefur lýst yfir ánægju sinni í garð stjórnvalda með aukna útgáfu ríkisins á ríkistryggðum skuldabréfum síðustu árin: Þetta er mikilvægt fyrir fjármálamarkaðinn því fjárfestar miða aðra fjárfestingakosti við ríkistryggð skuldabréf. Þó hefur hann gagnrýnt stjórnvöld fyrir að huga ekki að öðrum verðbréfamörkuðum eins og fyrirtækjaskuldabréfamarkaðnum og að opna þurfi leiðir fyrir fyrirtæki til þess að ná í fjármagn, en þeirri gagnrýni verður gerð ítarlegri skil síðar í ritgerðinni. Þó hefur Íslandsbanki nýlega gefið út sértryggð skuldabréf, sem gefur vísbendingu um að einhver möguleiki er á því að fyrirtækjaskuldabréfamarkaðurinn gæti verið að fara taka við sér og að traust á honum gæti farið að aukast. (Arnór Gísli Ólafsson, 2011a)

## **4.2 Veikleikar**

### **4.2.1 Umstang og kostnaður**

Þá má ekki gleyma að jafnvel tiltölulega stór íslensk fyrirtæki eru mjög lítil á alþjóðlegan mælikvarða. Mannafli og fjármagn til að annast upplýsingagjöf og skráningu á markað sem er talsvert umstang er alls ekki alltaf fyrir hendi hjá fyrirtækjum. Til þess að geta sinnt slíku þarf stundum að ráða fleira starfsfólk og því fylgir kostnaður sem mörg fyrirtæki vilja komast hjá ef hægt er. Ávinningurinn af skráningu þarf með tilliti til þessara þátta að vera mjög augljós og vera að minnsta kosti jafn stór og þessi viðbótarkostnaður, ætli menn að íhuga skráninguna af einhverri alvöru. Í könnuninni benda flestir á mikið umstang við upplýsingagjöf og kostnað sem helstu ókostina við skráningu.

### **4.2.2 Samkeppnisupplýsingar**

Upplýsingar í Kauphöllinni eru öllum aðgengilegar og sum fyrirtæki nefna það sem ástæðu fyrir því að skrá sig ekki, að þau vilja ekki veita keppinautum of miklar upplýsingar um sína starfsemi. Fjölskyldufyrirtæki er mjög algengt fyrirtækjaform á Íslandi og í mörgum þeirra er hefð fyrir að halda spilunum þétt við kroppinn og ekki veita meiri upplýsingar en nauðsynlegt er. Rúm 46% þeirra fyrirtækja sem tóku þátt í



könnuninni telja það vera einn helsta gallann við skráningu í Kauphöllina að það geri þeim ókleift að halda samkeppnisupplýsingum leyndum.

#### **4.2.3 Skortur á trausti**

Traustið á verðbréfamörkuðum, þá sérstaklega á hlutabréfamarkaðnum, beið hnekki í hruninu m.a. vegna þess að menn virtust hafa allar leikreglur sem eiga að gilda á markaði að vettugi á árunum fyrir hrun. Þess vegna er aðaláskorun Kauphallarinnar í dag að byggja traust á verðbréfamörkuðum upp á ný. Könnunin bendir til að það sé ekki Kauphöllin sjálf sem markaðsvettvangur sem glími við vantraustsvanda, heldur sé frekar almennt vantraust á þeim eftirlitsaðilum sem eiga að hafa eftirlit með markaðnum. Í hruninu dróst einnig verulega úr trausti almennings á hlutabréfum sem fjárfestingarkosti og því er ómögulegt að segja til um hvort einstaklingar muni kaupa hlutabréf í sama mæli og áður, því það virðist ennþá vera mjög sterk tilfinning um að almenningur hafi verið blekktur. Fólk sem hafði fest stóran hluta af sínum sparnaði í því sem virtist vera öruggum félögum eins og bönkunum og stóru fjárfestingafélögunum finnst það hafa verið illa svikið og þess vegna mun það taka dágóðan tíma að byggja traustið upp á ný hjá almenningi. Auk þess virðist vera lítil trú á því að verðbréfamarkaður sé skilvirkur. Þetta vekur upp spurningar um hvað sé hægt að gera til þess að endurheimta trúverðugleikann.

#### **4.2.4 Skortur á fjárfestingarhvata hjá almenningi**

Eitt af því sem einkenndi íslenskan hlutabréfamarkað áður fyrr var mikil og virk þátttaka almennings, en eftir hrun hefur fjárfestingarhvati hjá almenningi til hlutabréfakaupa snarminnkað. Það er eitthvað sem Kauphöll Íslands og verðbréfamarkaður, þá sérstaklega hlutabréfamarkaður, finnur mikið fyrir. Þetta er sennilega eitt stærsta vandamálið sem Kauphöllin þarf að glíma við. Það er að sjálfsögðu mjög erfitt að reyna að sannfæra félög um ávinning þess að skrá sig á markað þegar lítil eftirspurn er eftir verðbréfum hjá almenningi. Páll Harðarson hefur á síðustu misserum greint frá nokkrum hugmyndum um hvernig hægt væri að auka þennan hvata með ákveðnum aðgerðum stjórnvalda. Það er greint nánar frá því hvaða aðgerðir þetta eru síðar í ritgerðinni. Þetta sýnir að þetta er eitthvað sem forsvarsmenn Kauphallarinnar hafa áhyggjur af og eru að reyna að fá breytt til hins betra. (Arnór Gísli Ólafsson, 2011a)

#### **4.2.5 Skráningarferlið**

Skráningarferlið er nokkuð umfangsmikið og skráningu fylgir kostnaður og mikil upplýsingagjöf. Sumir hafa bent á þetta sem ókost við skráningu í Kauphöllina. Til þess að geta skráð sig í Kauphöllina þarf að uppfylla ákveðin skilyrði er varða félagið og rekstur þess, skilyrði sem varða hluti eins og t.d. féлагаform, eignarhald, stærð, rekstrarsögu og hvers konar reikningskilastaðla skal nota. Það eru ekki margir sem benda á þetta sem helsta ókostinn í könnuninni minni, eða 25%, og Kauphöllin færir rök fyrir því að í skráningarferlinu felist tækifæri fyrir félög til þess að fara í eins konar naflaskoðun, og þar með átta sig á hvaða hlutum mætti skerpa á og hvar þarf að taka til o.fl. Ljóst er þó að skráningarferlið er tímafrekt og að því fylgir fyrirhöfn, því er mikilvægt að skipuleggja sig þegar um er að ræða eins stóra ákvörðun eins og skráning á markað er. Frá sjónarhóli fyrirtækjanna kann þetta að vera þungt í vöfum, en frá sjónarhóli fjárfestanna er þetta mjög mikilvægt og alger forsenda þess að þeir vilji kaupa í viðkomandi fyrirtæki. Það er því erfitt að sjá að þetta geti verið öðruvísi því með skráningarferlinu er verið að reyna að tryggja að allar upplýsingar sem geta haft áhrif á verð bréfanna séu öllum aðgengilegar.

### **4.3 Ógnanir**

#### **4.3.1 Gjaldeyrishöftin**

Gjaldeyrishöftin sem eru við lýði á Íslandi og komu á árið 2009 sem skammtímaúrræði eru vandamál sem ekki er hægt að horfa framhjá. Eru afskaplega fáir sem treysta því lengur að höftin hverfi fljótt og ríkir almennt vantrú gagnvart áætlunum Seðlabanka og stjórnvalda um afnám haftanna. (Samtök Atvinnulífsins, 2012) Viðvarandi gjaldeyrishöft fæla frá fjárfesta því þeir óttast að festast innan haftanna með sína fjármuni og því vilja alþjóðleg fyrirtæki eins og Össur og Marel færa hluta af starfsemi sinni frá Íslandi og skrá sig frekar á erlendum mörkuðum.

#### **4.3.2 Fjandsamlegar yfirtökur**

Eitt af því sem gerðist á síðasta blómaskeiði Kauphallarinnar var að yfirráðin yfir mörgum fyrirtækjum færðust á milli aðila í meira eða minna fjandsamlegum yfirtökum. (Magnús Sveinn Helgason, 2010) Samkvæmt könnuninni er það þó minnihluti sem óttast þetta, en 25% svarenda telja þetta þó vera einn áhættuþáttinn við skráningu. Sumir eru

brenndir af fjandsamlegum yfirtökum og vilja ráða með hverjum þeir starfa, og því óttast einhver félög að fá óæskilega meðeigendur með því að vera skráð á almennum markaði. Íslensk fyrirtæki eru í mörgum tilfellum það lítil, að það er auðvelt fyrir fjársterka aðila að ná yfirráðum í þeim. Þegar slík yfirráð hafa nást er hættan að fyrirtækjunum verði beitt til þess að þjóna hagsmunum þessara nýju aðila, jafnvel án þess að taka tillit til hagsmuna minnihlutans.

### **4.3.3 Stjórnvöld**

Aðgerðir stjórnvalda geta haft gríðarleg áhrif á fjárfestingarvilja fyrirtækja og almennings. Eins og bent hefur verið á er erfitt fyrir hlutabréfamarkað að þrífast þegar lítil fjárfestingarhvati er til staðar, og ýmsar aðgerðir stjórnvalda síðustu ára, sem hafa dregið úr fjárfestingarhvata, hafa verið gagnrýndar af Páli Harðarsyni og ýmsum viðskiptafræða- og fjármálasérfræðingum. (Páll Harðarson, 2011a) Síðustu ár er búið að setja á svokallaðan auðlegðarskatt, þar sem aðilar þurfa að borga skatt af eignum sínum umfram ákveðið hámark. Einnig er búið að hækka tekjuskatt og virðisaukaskatt, sem gerir það að verkum að fyrirtæki borga hlutfallslega meira í skatt nú en áður. Þá hefur fjármagnstekjuskattur verið hækkaður í nokkrum stökkum úr 10% í 20%. Þessi aukna skattlagning hefur lamandi áhrif á vilja almennings og fjárfesta til verðbréfa kaupa. (Viðskiptablaðið, 2012d) Eins og bent hefur verið á draga gjaldeyrishöftin líka úr eftirspurn verðbréfa, og það er að sjálfsögðu undir stjórnvöldum komið hvenær höftin verða afnumin.

## **4.4 Tækifæri**

### **4.4.1 Atvinnulífið þarf að að fjármagna sig með eigin fé í auknum mæli.**

Með skráningu á markað geta fyrirtæki fengið aðgang að auknu fjármagni og flestir nefna þetta sem helsta kostinn við skráningu á hlutabréfamarkað í könnuninni. Þessi leið til fjármögnunar er áhættuminni en fjármögnun með lánsfé. Mörg félög voru fyrir hrun að fjármagna sig með alltof miklu lánsfjármagni, oft í erlendum gjaldmiðlum og varð það mörgum að falli þegar lánin urðu óviðráðanleg. Þetta ætti að kenna íslenskum fyrirtækjum lexíu og það ætti að vera ljóst að fyrirtæki þurfa að fjármagna sig með eigin fé í auknum mæli, til þess að forðast að það sama gerist aftur. Í þessu ætti að felast tækifæri fyrir Kauphöll Íslands, því einhver fyrirtæki gætu viljað skrá sig á markað með

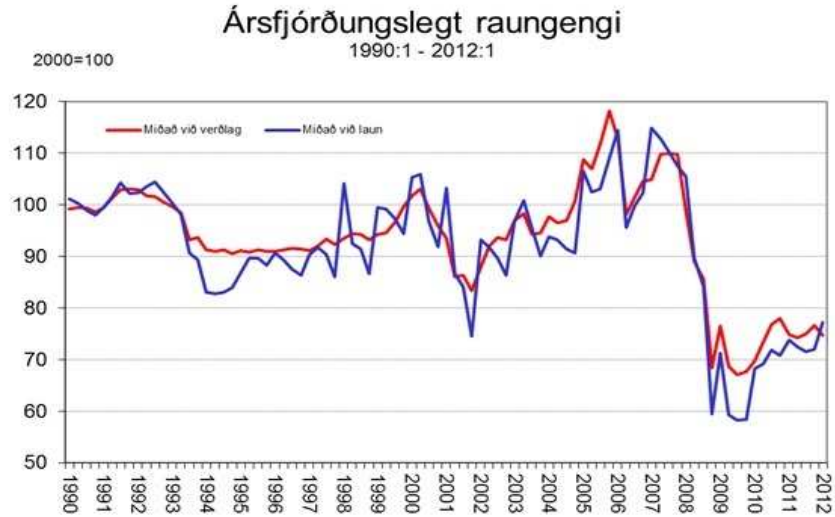
þetta sem markmið. (Samtök Atvinnulífsins, 2009) Ef fjárfestar hafa eitthvað lært af hruninu er það líklega forsenda þess að fyrirtæki eigi framtíð fyrir sér á hlutabréfamarkaði að þau hafi jákvæða afkomu og hafi getu til þess að greiða arð. Til dæmis hefur verið nokkur eftirspurn eftir bréfum Hampiðjunnar og HB Granda sem eru skráð á First North, en þessi fyrirtæki hafa verið með sterkan grunnrekstur og góða afkomu. Fyrirtæki sem þessi ættu að vera eftirsóknarverður kostur fyrir Kauphöllina og fyrirtækin geta þá notið þess á móti með betra aðgengi að fjármagni, lægri fjármagnskostnaði og auknum seljanleika á bréfum. (Vísir, 2012b)

#### **4.4.2 Lífeyrissjóðir þurfa ávöxtun**

Í kjölfar hruns hlutabréfamarkaðar og afskráningu fjölda félaga af hlutabréfamarkaði minnkuðu fjárfestingamöguleikar lífeyrissjóðanna verulega. Nú sitja þeir uppi með gríðarlega fjármuni sem þeir þurfa að ávaxta til þess að fullnægja þeim kröfum sem félagsmenn þeirra gera. Vandamálið fyrir lífeyrissjóðina er að þeim vantar fleiri möguleika til þess að ávaxta þessa fjármuni, en þeir geta aðeins náð takmarkaðri ávöxtun með ríkisskuldabréfakaupum, sem þeir hafa keypt í miklu magni eftir hrun. Þeir þurfa líka að geta fjárfest í verðbréfum sem bera hærri ávöxtun en skuldabréfin. Hlutabréf geta gefið mjög mikla ávöxtun, og bendir m.a. Warren Buffett á það að til langs tíma litið bera hlutabréf að jafnaði miklu meiri ávöxtun heldur en skuldabréf, meðal annars vegna þess að hlutabréfum fylgja arðgreiðslur sé afkoma fyrirtækjanna viðunandi. (Buffett, 2012)

#### **4.4.3 Lágt raungengi**

Raungengi krónu mælir kaupmátt innlendrar framleiðslu og er hlutfall á milli verðlags hér og erlendis. Gengisfall krónunnar síðustu árin hefur valdið mikilli lækkun á raungengi krónunnar. Þannig má segja að verðlag og laun á Íslandi séu orðin lág í alþjóðlegu samhengi. Þetta eykur samkeppnishæfni og skilyrði til útflutnings eru hagstæð.



**Mynd 11 Ársfjórðungslegt raungengi frá 1990-2012**

**Heimild. Seðlabanki Íslands**

Eins og sjá má á mynd 11 er raungengið í dag talsvert undir langtímameðaltali, sem þýðir það að það ætti að vera eftirsóknarvert fyrir erlenda fjárfesta að fjárfesta héraendis. Kauphöllin hefur nefnt þetta sem eitt af tækifærunum sem eru til staðar í dag. Það er þó nauðsynleg forsenda fyrir áhuga erlendra aðila að fjárfesta héraendis að gjaldeyrishöftin verði afnumin, því þeir vilja ekki festast með verðbréfaeignir sínar á Íslandi. (Samtök Iðnaðarins, 2009)

## 5 Endurreisn Kauphallarinnar

Eins og sjá má af SVÓT greiningunni snúast vandamál Kauphallarinnar að miklu leyti um skort á trausti og skort á fjárfestingahvata. Hér verður farið yfir þær leiðir sem telja má vænlegastar til að taka á þessum þáttum.

### 5.1 Endurvekja traust

#### 5.1.1 Endurvekja trú á eftirlitinu

Könnunin bendir til þess að fyrirtæki treysti Kauphöllinni ágætlega en hafi vantrú á eftirlitsaðilum á verðbréfamarkaði. Aðilar á markaði verða að geta treyst því að eftirlitið sé virkt og að það sé hart tekið á því ef einhver er ekki að fylgja þeim leikreglum sem gilda. Eftirlitshlutverkið er því mjög mikilvægt og er það algert lykilatriði til að byggja upp traust á því að nýju. Formlega liggur stærsti hluti eftirlitsins hjá Fjármálaeftirlitinu og Kauphöllinni sjálfri. Stór hluti eftirlits með fyrirtækjum á markaði liggur þó hjá endurskoðendum þeirra og glíma þeir ekki síður við trúverðugleikavanda en aðrir eftirlitsaðilar. Það er búið að stefna endurskoðunarfyrtækjum fyrir ranga upplýsingagjöf á árunum fyrir hrun og almenn tiltrú á áritanir endurskoðenda er lítil. Þá er hlutverk stjórnna í skráðum fyrirtækjum mikilvægt og endurheimt trúverðugleika ræðst líka af því þær sinni eftirlitshlutverki sínu betur en tíðkaðist sums staðar á árunum fyrir hrun.

Þá spillir það örugglega fyrir endurheimt trúverðugleika hlutabréfamarkaðarins hversu mikið þær rannsóknir sem sérstakur saksóknari hefur farið í hafa dregist á langinn. Einungis einn dómur vegna innherjaviðskipta er fallinn og fáar ákærur hafa litið dagsins ljós. Stóru fiskarnir leika enn lausum hala og lítið ber á ákærum vegna markaðsmisnotkunar eða innherjaviðskipta. Það er mikilvægt fyrir trúverðugleika verðbréfamarkaðar að menn hafi trú á því að dómskerfið virki og að þeir sem ekki fari að settum reglum á verðbréfamarkaðnum verði dregnir til ábyrgðar og látnir sæta refsingum reynist þeir sekir um lögbrot. Það er að sjálfsögðu á könnu yfirvalda að tryggja að dómskerfið virki sem skyldi.

Það er alger forsenda fyrir því að Kauphöllin geti þjónað hlutverki sínu að hún geti sýnt fram á að viðskipti þar fari fram á heiðarlegan hátt þar sem allir sitji við sama borð þegar

kemur að upplýsingagjöf til þess að forðast að sögur eins og þegar SPRON fór á markað verði endurteknar.

Það er einungis ein leið til þess að öðlast traust, en maður verður að ávinna sér það. Þetta gildir líka um Kauphöllina og þá aðila sem hafa eftirlit með henni eins og alla aðra. Það er hægt að grípa til ýmissa ráðstafanna en þegar fram í sækir þá er bara eitt sem telur en það er góð frammistaða. Páll Harðarson telur skynsamlegasta úrræðið til þess að öðlast traust sé að ávinna sér það hægt og rólega aftur með vandaðri vinnubrögðum í framtíðinni. Þessi leið krefst mikillar þolinmæði, en er líklegust til þess að skila árangri til lengri tíma. (Arnór Gísli Ólafsson, 2011a) Samkvæmt upplýsingum frá Kauphöllinni hefur verklag varðandi viðskipta- og útgefendaeftirlit verið endurbætt. Unnið hefur verið í fræðslu um hlutverk kauphallar og gagnsemi hennar fyrir samfélagið. Þá hafa samskipti við hagsmunaðila verið aukin með það fyrir augum að ýta undir gagnrýna og uppbyggilega umræðu. (Kristín Jóhannsdóttir munnleg heimild, 2012)

### **5.1.2 Regluverkið**

Regluverk hlutabréfamarkaðar er mikilvægt svo viðskipti geti átt sér stað á sanngjarnan og eðlilegan hátt. Svo virðist sem einhverjir gallar hafi verið í regluverkinu fyrir hrun, t.d. varðandi krosseignatengsl og sýnileika eignarhalds. Þó verður það að segjast, Kauphöllinni til varnar, að það hafi ekki endilega verið regluverkið eða Kauphöllin sem vettvangur viðskipta sem brást, heldur frekar að það voru aðilar á markaðnum sem voru meira eða minna vísvitandi að sniðganga þær reglur sem giltu og nýta sér holur sem hægt var að finna í regluverkinu. Æskilegast væri að samræma regluverkið hér á landi við það regluverk sem gildir á Norðurlöndunum að því marki sem það er hægt, en nú þegar eru útgefenda- og viðskiptareglur að mestu leyti þær sömu og í hinum kauphöllum NASDAQ OMX Nordic. (Kristín Jóhannsdóttir munnleg heimild, 2012)

## **5.2 Vekja fjárfestingarhvata**

Fjárfestingarhvatin er ekki mikill eins og er, og eru aðstæður til fjárfestinga ekki hagstæðar. Á blómaskeiði verðbréfamarkaðsins var þessi hvati miklu meiri og voru stórir jafnt sem litlir leikmenn á markaðnum að stunda viðskipti með verðbréf. Til þess að Kauphöllin ætli einhvern tímann að ná fyrrum styrk er þetta augljóslega einn mikilvægasti þátturinn sem þarf að bæta úr. Hér að neðan verður gert grein fyrir

nokkrum aðgerðum sem hægt væri að framkvæma til þess að örva hlutabréfamarkaðinn að nýju. Grunnforsendan er þó alltaf að hér þrífist blómlegt atvinnulíf, því án þess eru hlutabréf lítils virði.

### **5.2.1 Skattaívilnanir**

Hér áður fyrr var skattaafsláttur veittur af hlutabréfakaupum og var það talið einn stærsti áhrifavaldurinn að þeim mikla fjárfestingarvilja sem þá var til staðar. Í dag verður að segjast að skattaumhverfið sem er til staðar núna er fjárfestum ekki hagstætt. Skattaafslátturinn er ekki lengur til staðar, fjármagnstekjuskattur hefur hækkað, tekjuskattur hefur hækkað, settur hefur verið á auðlegðarskattur og ýmsar álögur á fyrirtæki hafa hækkað. (Viðskiptablaðið, 2012d)

### **5.2.2 Afnema gjaldeyrishöft**

Flestir aðilar sem fjalla um íslenskt efnahagslíf eru sammála um það að til skamms tíma geti gjaldeyrishöftin haft einhver góð áhrif, en því lengri tími sem líður þá minnki skilvirkni þeirra og þau skaði efnahagslífið. Þá er alltaf erfiðara og erfiðara að framfylgja þeim eftir sem tíminn líði og eina leiðin sé að gera þau stöðugt strangari með neikvæðum afleiðingum fyrir efnahagslífið. Fyrir Kauphöll Íslands er sérstaklega mikilvægt að losna úr höftunum, því þó svo að einhverjar krónur komist ekki úr landi vegna haftanna og geti þar af leiðandi ratað í fjárfestingar í Kauphöll, má telja líklegt að þau viðskipti séu smámunir við það sem tapast vegna þess að útlendingar hafa ekki trú á íslensku efnahagslífi vegna haftanna og fjárfesta þar af leiðandi ekki í íslenskum félögum. Ekki nóg með það, því á meðan að höftin eru til staðar, þá geta þeir ekki innleyst hagnað eða notið arðs af sínum fjárfestingum og flutt úr landi, svo höftin koma bæði beint og óbeint í veg fyrir fjárfestingar útlendinga. Með framtíðarmöguleika Kauphallarinnar í huga er því mjög mikilvægt að höftin verði afnumin sem fyrst. (Samtök Atvinnulífsins, 2012)

### **5.2.3 Kauphöllin sem hagvaxtartæki**

Vel rekin kauphöll þjónar hlutverki hagvaxtartækis í þjóðfélagi. Öflugur verðbréfamarkaður ætti að öllu eðlilegu að hafa jákvæð áhrif á efnahag og atvinnulíf þjóðar, því hann er uppspretta fjármagns fyrir atvinnulífið og gerir fyrirtækjum kleift að fjármagna sig með öðrum hætti en með lánsfé. Með þessum hætti getur hann hjálpað til



við það að snúa hjólum atvinnulífsins og þar með stuðlað að hagvexti. Þetta er eitthvað sem stjórnvöld þurfa að gera sér ljóst, því það er hagur samfélagsins alls að fjárfesting í atvinnulífinu aukist. Það má leiða líkur að því að til lengri tíma muni það skila meiri skatttekjum í ríkissjóð að auka hvata til fjárfestinga í verðbréfum, en þeir skattar sem nú eru lagðir á fjárfesta eru að skila.

## 6 Framtíðarhlutverk

### 6.1 Hlutabréfamarkaður

Undir gjaldeyrishöftunum er mikið fjármagn að safnast upp á Íslandi sem kemst ekki úr landi og mikið af því þyrfti að komast í betri ávöxtun en býðst á ríkisskuldabréfum. Hér er um að ræða lífeyrissjóði sem fá framlög frá sínum félagsmönnum mánaðarlega, en búa jafnframt við hömlur á því í hverju þeim er heimilt að fjárfesta. Vegna útgreiðslna úr protabúum gömlu bankanna eru einnig að safnast upp sjóðir útlendinga sem eru fastir á með fjármuni á Íslandi sem ekki komast úr landi vegna gjaldeyrishaftanna og þá er mikið fjármagn í eigu Íslendinga í umferð. Ýmsir hafa spáð því að við þau skilyrði sem nú ríkja, þá sé hætt á eignabólu vegna þess að það er lítið framboð á fjárfestingakostum samanborið við eftirspurnina. Þetta ættu því að vera góðar aðstæður fyrir fyrirtæki sem hygga á skráningu, því líklegt er að eftirspurnin og þar af leiðandi verði á bréfunum ætti að vera gott. Reynslan af skráningu Haga skýtur stoðum undir að þetta sé raunin. Afkoma Haga hefur reyndar verið mjög góð og því eðlilegt að fjárfestar hafi áhuga á að eiga hlut í félaginu. Þetta sýnir að öflug fyrirtæki eiga fullt erindi í Kauphöllina og eru til hagsbóta, fyrir hagsmunaðila á markaði.

Mörg íslensk fyrirtæki hafa einnig nýlega lokið fjárhagslegri endurskipulagningu með samningum við sína viðskiptabanka. Oft með því að fyrri eigendum hefur verið boðið að kaupa fyrirtækin aftur með því að leggja fram nýtt hlutafé á móti lánsfjármögnun bankanna. Ekki hafa allir fyrirtækjæigendur búið svo vel að hafa digra sjóði að ganga í og í einhverjum tilfellum hafa þessir fyrri eigendur þurft að ganga meira á sína varasjóði en þeir helst vildu. Sumir þessara aðila vilja gjarnan geta losnað við eitthvað eða öll sín bréf innan tiltölulega skamms tíma og ef fyrirtækin eru skráð á markað þá er möguleiki fyrir þá til að losna við bréfin á einfaldan hátt. Það er t.d. frekar erfitt fyrir minnihlutaeigendur að losna við sína hluti ef félög eru ekki á markaði og hætt við að einhverjir séu þannig „læstir“ inni takist þeim ekki að semja við meirihlutann um að kaupa þá út. Þá er verðmat á slíkri minnihlutaeign í lokuðu félagi alltaf erfitt og hætt við að hugmyndir kaupanda og seljanda séu ekki alltaf í takt. (Reynir Jóhannsson munnleg heimild, 2012)

### 6.1.1 Framtíðarhorfur First North

Ein af skýringum þess að First North náði ekki flugi á árunum fyrir hrun var að mikið og auðfengið lánsfjármagn á þessum tíma latti fyrirtæki til að skrá hlutabréf sín á First North. Nú eru aðrir tímar og því ætti First North að vera góður kostur fyrir þau fyrirtæki sem vilja fjármagna sig með ódýrari hætti. First North líður líka fyrir að fjárfestingar lífeyrissjóða í félögum þar, falla ekki undir fjárfestingar í skráðum félögum. Það takmarkar hversu mikið lífeyrissjóðir geta notað í fjárfestingar í félögum skráðum þar. Forsvarsmenn Kauphallarinnar hafa verið að berjast fyrir að fá þessu breytt, en enn sem er án árangurs. Á meðan svo er þá dregur það nokkuð úr aðdráttarafli First North. Þá bendir Kauphöllin á að útfærsla auðlegðarskatts dregur sérstaklega úr hvötum til skráningar á vaxtarfyrirtækjum þar sem markaðsvirði slíkra fyrirtækja er oft mun hærra en bókfært virði eigin fjár. Æskilegt væri að efla skattalega hvata til fjárfestinga í bréfum á First North. Kauphöllin stingur til dæmis upp á þeirri útfærslu að ríkið gæti krafist af fjárfesti sem skilyrði fyrir skattaafslætti, að hann héldi bréfunum um tiltekinn tíma (1-2 ár) eftir kaup. Þá þarf að efla kynningu á First North markaðnum á meðal fyrirtækja og sjóða. (Kristín Jóhannsdóttir munnleg heimild, 2012)

### 6.2 Skuldabréfamarkaður

Sum fyrirtæki eru að velta fyrir sér skráningu á markað í þeim tilgangi að gefa út skuldabréf. Mörg fyrirtæki eru að koma úr fjárhagslegri endurskipulagningu sem hefur að miklu leyti farið fram undir ströngum skilyrðum bankanna sem meðal annars kemur fram í fjármagnsskipan þeirra og ekki síst í þeim lánskjörum sem þeim bjóðast. Þá hafa bankarnir nýtt sér það að fyrirtækin hafa ekki átt aðra kosti í stöðunni en að samþykkja skilmála bankans hafi endurskipulagningin á annað borð átt að ganga í gegn. Nú eru mörg fyrirtæki hins vegar að losna undan valdi bankanna og telja möguleika á að ná fram hagræði með hagstæðari fjármagnsskipan. (Reynir Jóhannsson munnleg heimild, 2012) Eitt af því sem er freistandi í því sambandi er skuldabréfaútboð, en eins og kunnugt er þá búa aðilar eins og lífeyrissjóðir yfir miklu fjármagni sem þeir þurfa að ávaxta. Það eru ekki margir fjárfestingakostir í boði í landi sem býr við gjaldeyrishöft og því eru lífeyrissjóðir væntanlega áhugasamir ef öflug fyrirtæki færu í skuldabréfaútboð. Ef atvinnulíf er í blóma og fyrirtæki eru arðsöm, þá er þetta tilvalin leið til þess að sækja sér fjármagn fyrir fyrirtækin og jafnframt fyrir lífeyrissjóðina að tryggja sér góða

ávöxtun. Til að lífeyrissjóðir mættu kaupa slík skuldabréf, þá þurfa félögin að vera skráð á markað og þetta ástand gæti því verið hvati fyrir einhver fyrirtæki til að sækja um skráningu til að geta gefið út skuldabréf.

### **6.3 Kauphöllin sem gjaldeyrisviðskiptamarkaður**

Fyrirtæki á Íslandi sem þurfa að eiga mikil viðskipti með erlenda mynt hafa kvartað undan því að bankarnir séu að spila á það ástand sem hér ríkir undir í gjaldeyrishöftunum. Það hefur verið bent á það að það sé óeðlilega mikill munur á kaup og sölugengi bankanna á gjaldeyri og þeir séu vísvitandi að spila á ástandið, því hér ríki fákeppni á gjaldeyrismarkaði. Kauphöllin hefur sýnt áhuga á því að bæta úr þessu með því að vera með einhvers konar gjaldeyrisviðskiptamarkað. (Kristín Jóhannsdóttir munnleg heimild, 2012) Þar sem kaupendur og seljendur gjaldeyris gætu lagt inn sölu og kauptilboð eins og gengur og gerist á öðrum mörkuðum kauphallarinnar og þannig tryggja að viðskiptin eigi sér stað á markaðsverði en ekki verði sem er ákveðið einhliða af bönkunum. Þetta er að sjálfsgöðu ekki mögulegt á meðan gjaldeyrishöftin í núverandi mynd eru til staðar, en Páll Harðarson telur að höftin stuðli að stöðnun efnahagslífsins og þau geti leitt til skaða fyrir efnahagslífið. (Arnór Gísli Ólafsson, 2011a)

Því væri það eflaust gott fyrir atvinnu- og efnahagslífið á Íslandi ef Kauphöllin myndi taka að sér miðlun gjaldeyris, þar sem menn bæði geta boðið gjaldeyri til sölu og gert tilboð um kaup á sanngjarnari kjörum enn eru til staðar núna. Kauphöllin hefur kynnt tillögur að ákveðnu fyrirkomulagi fyrir Seðlabankanum, en þar á bæ hefur ekki verið tekin afstaða til málsins. (Kristín Jóhannsdóttir munnleg heimild, 2012)

## 7 Niðurstaða

Grundvallarspurningin sem þessi ritgerð leitast við að svara er hvort það sé yfirlétt grundvöllur fyrir kauphöll á jafn litlum markaði og Ísland er? Hér er fámenni og það þekkja allir alla, fólk er ýmist tengt fjölskylduböndum, eru gamlir skólafélagar eða eru saman í einhverjum félagsskap. Þetta gerir það að verkum að alls konar kviksögur, bæði þær sem eiga við rök að styðjast og þær sem eiga það ekki, berast hratt og menn hafa hugtök eins og „kínamúra“ í flimtingum. Það verður líka að segjast að atburðarásin á verðbréfamörkuðum á árunum fyrir hrun hefur ekki verið góð fyrir orðspor íslenskra verðbréfamarkaða og vakið spurningar um hvort umhverfið á Íslandi sé tilbúið fyrir skipulagðan markað. Þetta vekur upp spurninguna um hvort hér sé nægjanlega gott regluverk og eftirlit til að reka kauphöll og ekki síst hvort markaðurinn sé nægjanlega stór til þess að réttlæta tilvist Kauphallarinnar?

Niðurstaðan er að Kauphöllin sé ekki bara æskileg, heldur sé hún bráðnauðsynleg fyrir íslenskt atvinnulíf. Fjárfestar bæði almenningur og stofnanafjárfestar þurfa vettvang þar sem þeir geta keypt og selt verðbréf í sæmilegri vissu um það að verðmyndun sé eðlileg og að þeir aðilar sem viðskiptin byggjast á séu undir eftirliti. Þetta er nauðsynlegt svo sparnaður hafi eðlilegan farveg að leita í og fjárfestar geti notið þeirra umframávöxtunar, sem yfir lengri tíma ætti að vera hærri á skráðum verðbréfum en á venjulegum bankainnistæðum. Atvinnulífið þarf á kauphöll að halda, því hún er uppspretta fjármagns bæði í formi hlutafjár og lánsfjár í formi skuldabréfa. Ríkið og Íbúðalánasjóður þurfa á kauphöll að halda til að afla sér lánsfjár innanlands með skuldabréfaútböðum og ekki síst þarf hagkerfið á kauphöll að halda, þar sem öflugur verðbréfamarkaður stuðlar að auknum hagvexti og þar með auknum skatttekjum ríkisins.

Fyrir hrun voru oft grunsemdir um að aðgengi að upplýsingum væri ekki jafnt. Það er því ekki gott að við skráningu fyrsta fyrirtækisins á markað eftir hrun, var ákveðið að halda mikilvægum upplýsingum frá markaðnum og hafa þær á vitorði fárra aðila. Það fóru að stað sögusagnir um að einhverjir starfsmenn Arion hafi notfært sér þessar upplýsingar og keypt í Högum, en Arion banki hefur alfarið hafnað því. Þó svo að hér sé einungis um sögusagnir að ræða, er svona umræða skaðleg fyrir Kauphöllina og sýnir mikilvægi þess

að menn standi rétt að skráningum og þess sé gætt að allar markaðsmyndandi upplýsingar séu birtar strax. (Viðskiptablaðið, 2011)

Ef það á að draga einhvern lærdóm af hruninu, þá ætti hann að vera að það skiptir miklu að þær upplýsingar sem verða birtar séu áreiðanlegar og er það algert lykilatriði að vanda sig við þetta í enduruppbyggingunni. Það gildir fyrir alla hagsmunaaðila, ekki síst Kauphöllina sjálfa sem sér til þess að rammarnir séu til staðar. Þetta á ekki síður við um hina formlegu eftirlitsaðila sem sjá til þess að allt fari fram eftir settum reglum og að allir sitji við sama borð þegar kemur að upplýsingagjöf. Þátttakendur á markaðnum sem halda hagkerfinu gangandi með viðskiptum sínum þurfa að gera sér grein fyrir að þeirra hagsmunir til lengri tíma felast í sanngjörnum og heiðarlegum viðskiptaháttum. Fjárfestar þurfa að vera gagnrýnir á þau félög sem þeir eiga í og taka virkan þátt og veita stjórnendum og stjórn fyrirtækjanna aðhald. Fjölmíðlar hafa líka hlutverki að gegna og þurfa að veita aðhald með gagnrýnni umfjöllun lausri við þann halelúja-tón sem einkenndi umfjöllun árin fyrir hrun. Endurskoðendur þurfa að líta í eigin barm og setja það ofar, að gæta þess að upplýsingar séu réttar, fremur en að hafa viðskiptavininn ánægðan. Stjórnir þurfa að gera sér grein fyrir ábyrgð sinni og skilja að þeirra hagsmunum er best þjónað ef þær nálgast sitt hlutverk á gagnrýnni og ábyrgan hátt. Síðast en ekki síst þurfa stjórnvöld að gera sér grein fyrir mikilvægi verðbréfavíðskipta fyrir hagkerfið og skapa réttu hvatana til að örva þau, en ekki standa í vegi fyrir þeim. Menn verða að skilja að verðbréfavíðskipti sem slík eru nauðsynleg og ekki eitthvað slæmt. Það að einhverjir aðilar hafir misnotað verðbréfamarkaðina, gerir ekki verðbréfamarkaðina sem slíka vonda, heldur þá aðila sem að misnotkuninni stóðu. Hlutverk hagsmunaaðilanna hér að ofan er að tryggja að slíkt geti ekki endurtekið sig og sannfæra þátttakendur um að nú sé hægt að stunda viðskipti á sanngjarnan og heiðarlegan hátt í Kauphöll Íslands. Það er mikilvægt að allir sem hafa hagsmuna að gæta geri sér grein fyrir þessu og sinni sínu hlutverki og átti sig á því að hagsmunir þeirra fara saman og hlutverk allra þjónar mikilvægum tilgangi. Það er grundvöllur fyrir kauphöll á Íslandi, þó það sé ekki sjálfgefið að hún njóti velgengni, en það mun ráðast af því hvort menn læra af sögunni og ná að forðast að endurtaka mistök fortíðarinnar.

## 8 Heimildaskrá

Arnór Gísli Ólafsson. (2011a). Páll Harðarson - Vænlegt að leita til breiðs hóps. *Viðskiptablaðið*, 26-28.

Arnór Gísli Ólafsson. (2011b). Þurfa að endurskipuleggja efnahaginn. *Viðskiptablaðið*, 14.

Brynjar Örn Ólafsson. (20. 6 2004). *Mikilvægi Kauphallar Íslands*. Sótt frá mbl.is: <http://www.mbl.is/greinasafn/grein/804633/>

Buffett, W. (2012). *Warren Buffett: Why stocks beat gold and bonds*. Sótt 20. 4 2012 frá CNN Money: <http://finance.fortune.cnn.com/2012/02/09/warren-buffett-berkshire-shareholder-letter/>

Endurreisnarnefnd Sjálfstæðisflokksins. (2009). *5. drög - Endurreisn íslensks hlutabréfamarkaðar*. Sótt 12. 2 2012 frá <http://www.endurreisn.is/samkeppnishafni/drog/endurreisn-islensks-hlutabrefamarkadar/5/>

Frjáls Verslun. (2011). *300 Stærstu 2010*. Reykjavík: Oddi.

Gylfi Arnbjörnsson. (2012). *Rannsóknarskýrslan um starfsemi lífeyrissjóðanna*. Sótt 12. 4 2012 frá [pressan.is: http://www.pressan.is/pressupennar/Lesa\\_Gylfa\\_Arnbjornsson/-rannsoknarskyrslan-um-starfsemi-lifeyrissjodanna-](http://www.pressan.is/pressupennar/Lesa_Gylfa_Arnbjornsson/-rannsoknarskyrslan-um-starfsemi-lifeyrissjodanna-)

Gylfi Magnússon. (5. 6 2003). *Spurning. Hvað eru Dow Jones og Nasdaq?* Sótt 1. 2 2012 frá Vísindavefurinn: <http://visindavefur.hi.is/svar.php?id=3482>

IPO Task Force. (2011). *Rebuilding the IPO On-Ramp; Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth*. Sótt 25. 4 2012 frá [http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding\\_the\\_ipo\\_on-ramp.pdf](http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf)

Magnús Sveinn Helgason. (2010). *Íslenskt viðskiptalíf - breytingar og samspil við fjármálakerfið*. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis.

NASDAQ OMX Group, Inc. (2011). Heimsókn HR nema - "Fjármálamarkaðir".

NASDAQ OMX Nordic. (2012a). *Um First North*. Sótt 1. 4 2012 frá <http://nasdaqomxnordic.com/umokkur/aboutfirstnorth/>

NASDAQ OMX Nordic. (2012b). *Vísitölur - Söguleg gögn*. Sótt 10. 2 2012 frá nasdaqomxnordic.com:

[http://nasdaqomxnordic.com/visitolur/soguleg\\_gogn/?Instrument=IS0000018885](http://nasdaqomxnordic.com/visitolur/soguleg_gogn/?Instrument=IS0000018885)

Ólafur Þ. Stephensen. (2011). *Peningar í vinnu*. Sótt 2. 4 2012 frá visir.is:

<http://www.visir.is/peningar-i-vinnu/article/2011711039977>

Páll Harðarson. (21. 10 2011a). *Fleiri fjárfestingarkostir, fleiri ávöxtunarleiðir*. Sótt 10. 4 2012 frá [http://www.sa.is/files/P%C3%A1ll%20Har%C3%B0arson\\_2083962845.pdf](http://www.sa.is/files/P%C3%A1ll%20Har%C3%B0arson_2083962845.pdf)

Páll Harðarson. (2011b). *Málþing Markaðsráðs 14.09.2011/Hlutabréfamarkaður á tímamótum*.

Páll Hreinsson, Sigríður Benediksdóttir og Tryggvi Gunnarsson(ritstjórar).(2010). *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna og tengdir atburðir 7.bindi*, 220. Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis.

Samtök Atvinnulífsins. (2012). *Áætlun SA um afnám gjaldeyrishafta: Óásættanleg gjaldeyrishöft*. Sótt 25. 4 2012 frá sa.is: <http://www.sa.is/frettir/almennar/nr/5510/>

Samtök Atvinnulífsins. (2009). *Endurreisn hlutabréfamarkaðar í Kauphöllinni mikilvæg*. Sótt 1. 2 2012 frá sa.is: <http://www.sa.is/frettir/almennar/nr/4369/>

Samtök Atvinnulífsins. (2011). *Heiðrún Jónsdóttir: Traustur hlutabréfamarkaður mikilvægur í uppbyggingunni*. Sótt 1. 4 2012 frá sa.is: <http://www.sa.is/frettir/almennar/nr/5366/>

Samtök Iðnaðarins. (2009). *Raungengi krónu á mælikvarða verðlags*. Sótt 10. 4 2012 frá si.is/Samtök Iðnaðarins: [http://www.si.is/media/hagtolur/raungengi\\_feb\\_09.pdf](http://www.si.is/media/hagtolur/raungengi_feb_09.pdf)

Seðlabanki Íslands. (2011a). *Fjármálastöðugleiki 2011-1*. Seðlabanki Íslands.

Seðlabanki Íslands. (2011b). *Fjármálastöðugleiki 2011-2*. Seðlabanki Íslands.

Seðlabanki Íslands. (4. 4 2012). *Raungengi - Mynd*. Sótt 1. 4 2012 frá Seðlabanki Íslands: <http://www.sedlabanki.is/?pageid=444&itemid=5d8b67bd-f82d-49a2-a57f-35118b8154a8&nextday=4&nextmonth=5>

Sigurður Már Jónsson. (2012). *Eru hlutabréf að rísa á ný?* Sótt 10. 4 2012 frá mbl.is: <http://www.mbl.is/vidskipti/pistlar/sigurdurmar/1232883/>



Valur Grettison. (9. 12 2010). *Landsbankinn var tæknilega fallinn - aftur brást PwC*. Sótt 2012. 3 1 frá visir.is: <http://www.visir.is/landsbankinn-var-taeknilega-fallinn-2007---aftur-brast-pwc/article/201016846839>

Viðskiptablaðið. (2011). *Klúður við útboð Haga*. Sótt 2. 2 2012 frá vb.is: <http://www.vb.is/frett/68417/>

Viðskiptablaðið. (2012). *Nauðsynlegt að endurreisa hlutabréfamarkað*. Sótt 10. 2 2012b frá vb.is: <http://www.vb.is/frett/2590/>

Viðskiptablaðið. (2012c). *Skýrslan um lífeyrissjóðina - 700 síður í fjórum bindum*. Sótt 1. 4 2012 frá vb.is: <http://www.vb.is/frett/69580/>

Viðskiptablaðið. (2012a). *Slitastjórnir stefna PwC*. Sótt 23. 4 2012 frá <http://www.vb.is/frettir/71630/>

Viðskiptablaðið. (2012d). *Vilhjálmur Bjarnason - Skattastefnunni má líkja við galdraofsóknir*. Sótt 2012. 4 1 frá <http://www.vb.is/frett/68959/>

Vilhjálmur Bjarnason. (2011). *Skattlagning fjáreignatekna - Ofurskattar eða eignarnám*. Sótt 10. 4 2012 frá [http://www.sa.is/files/VBjarna\\_887810824.pdf](http://www.sa.is/files/VBjarna_887810824.pdf)

Vísir. (2009). *Endurreisn hlutabréfamarkaðar lykilforsenda endurreisnar*. Sótt 4. 4 1 frá visir.is: <http://www.visir.is/endurreisn-hlutabrefamarkadar-lykilforsenda-endurreisnar/article/2009911756515>

Vísir. (2012b). *Hampidjan greiðir 124 milljónir í arð til hluthafa*. Sótt 30. 4 2012 frá visir.is: <http://www.visir.is/hampidjan-greidir-124-milljonir-i-ard-til-hluthafa/article/2012120439980>

Vísir. (2011). *Kaup Búvalla í Högum eru viðskipti ársins*. Sótt 15. 3 2012 frá <http://www.visir.is/kaup-buvalla-i-hogum-eru-vidskipti-arsins/article/2011712299945>

Vísir. (2012a). *Slitastjórn Landsbankans stefnir bankaráði og stjórnendum*. Sótt 30. 4 2012 frá visir.is: <http://www.visir.is/slitastjorn-landsbankans-stefnir-bankaradi-og-stjornendum/article/2012120119128>

Vísir. (2009). *Vilhjálmur Bjarna - SPRON á alvarlegasta glæpinn*. Sótt 30. 4 2012 frá <http://www.visir.is/vilhjalmur-bjarna--spron-a-alvarlegasta-glaepinn/article/200995973196>.

*Lög um fjármálafyrirtæki nr. 161/2002.*