



**Lokaverkefni til BS-prófs  
í viðskiptafræði**

**Fjárhagslegur munur á að einkavæða eða ríkisreka  
Landsbankann**

**Hanna María Heiðarsdóttir**

Gylfi Magnússon, dósent  
Júní 2016



**HÁSKÓLI ÍSLANDS**  
**FÉLAGSVÍSINDASVIÐ**

---

VIÐSKIPTAFRÆÐIDEILD

# **Fjárhagslegur munur á að einkavæða eða ríkisreka Landsbankann**

Hanna María Heiðarsdóttir

Lokaverkefni til BS-prófs í viðskiptafræði

Leiðbeinandi: Gylfi Magnússon, dósent

Viðskiptafræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júní 2016

Fjárhagslegur munur á að einkavæða eða ríkisreka Landsbankann.

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

© 2016 Hanna María Heiðarsdóttir

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Svansprent

Reykjavík, 2016

## **Formáli**

Ritgerð þessi er sex ECTS eininga lokaverkefni við Viðskiptafræðideild Félagsvísindasviðs Háskóla Íslands

Ég vil þakka leiðbeinanda mínum, Gylfa Magnússyni, dósent við Háskóla Íslands fyrir góða leiðsögn og gagnlegar ábendingar við vinnslu þessarar ritgerðar.

Einnig vil ég þakka Heiðari Ásgeirssyni, föður mínum, fyrir yfirlestur og góðar ábendingar.

## Útdráttur

Markmið þessarar ritgerðar er að skoða fjárhagslegan mun á að einkavæða eða ríkisreka Landsbankann. Til þess var framkvæmt virðismat á bankanum ásamt þremur öðrum bönkum frá Norðurlöndunum til að meta virði þeirra með samanburði á fjórum kennitölum en þær kennitölur sem notast var við eru V/H hlutfall, V/H hlutfall Shiller, V/I hlutfall og eiginfjárhlutfall. Við þá útreikninga var Landsbankinn borinn saman við erlendu bankana til að meta fjárhagslega stöðu hans.

Við samanburðinn á kennitölunum leiddu niðurstöður til þess að fjárhagsleg staða Landsbankans styrktist á síðustu árum og færðist því nær með hverju árinu hlutföllum erlendu bankanna sem komu betur út úr samanburðinum. Batnandi gengi Landsbankans gefur til kynna að eigandi bankans geti verið bjartsýnn á aukinn hagnað í framtíðinni. Ef vel gengur hjá ríkinu með rekstur bankans og með væntingar um aukinn hagnað þarf sterk rök fyrir því að vilja selja þessa eign og ef að sölu verður megi menn gera væntingar um hátt söluverð.

## Efnisyfirlit

Formáli.....	4
Útdráttur .....	5
Efnisyfirlit.....	6
Töfluskrá.....	7
1 Inngangur .....	8
2 Einkavæðing .....	9
2.1 Einkavæðing og helstu tegundir hennar .....	9
2.2 Ferli einkavæðingar.....	9
2.3 Ástæður fyrir einkavæðingunni .....	10
3 Opinbert eignarhald .....	12
3.1 Einkenni ríkisrekstrar .....	12
3.2 Hlutverk hins opinbera.....	13
3.3 Ástæður fyrir eignarhluta ríkisins í fyrirtækjum.....	14
4 Landsbankinn.....	16
4.1 Sögulegt yfirlit.....	16
4.2 Skipulag Landsbankans .....	17
5 Virðismat .....	18
5.1 Kennitölusamanburður.....	19
5.1.1 V/H hlutfall .....	20
5.1.2 V/H hlutfall Shiller .....	21
5.1.3 V/I hlutfall.....	23
5.1.4 Eiginfjárlutfall .....	24
6 Niðurstöður .....	26
Heimildaskrá.....	29

## Töfluskrá

Tafla 1 Samanburður á V/H hlutfalli .....	21
Tafla 2 Samanburður á V/H hlutfalli Shiller .....	22
Tafla 3 Samanburður á V/I hlutfalli .....	24
Tafla 4 Samanburður á eiginfjárhlutfalli.....	25
Tafla 5 Samanburður á meðaltölum úr töflum 1-4 .....	26

## 1 Inngangur

Bankar eru mikilvægir í þjóðfélagi hvers lands. Þeir bjóða upp á fjármálaþjónustu til einstaklinga og fyrirtækja og þjóna því mörgum og ólíkum hópum sem hagnast á starfsemi þeirra. Það er jafnvel mikilvægt fyrir þá einstaklinga sem stunda engin viðskipti við tiltekinn banka því hagkerfið sem einstaklingurinn lifir í byggir á starfsemi bankans. Þegar slík stofnun gegnir svo stóru hlutverki í efnahagslífinu þarf á skýrum lögum og virku eftirliti að halda, sérstaklega þegar það á við um svona stóran hóp þjóðarinnar.

Tilgangur þessarar ritgerðar er að skoða virðismat Landsbankans með samanburði á kennitölum og sjá hvort það geti gefið hugmynd um hvort hagstæðara sé fjárhagslega séð að einkavæða eða ríkisreka bankann.

Fyrst verður fjallað um einkavæðingu og opinbert eignarhald almennt og farið yfir kosti þeirra. Einnig verður smá umfjöllun um nýja Landsbankann, sögu hans og skipulag eftir stofnun hans 2008. Að lokum er gert virðismat á Landsbankanum og þremur öðrum bönkum á Norðurlöndunum til samanburðar en þeir eru Danske Bank, DNB og Nordea. Við virðismatið var notast við fjórar kennitölur til samanburðar á bönkunum og reynt að lesa úr þeim niðurstöðum og metið hver staða Landsbankans væri miðað við hina þrjá.



## 2 Einkavæðing

### 2.1 Einkavæðing og helstu tegundir hennar

Til eru margar skilgreiningar á hugtakinu einkavæðing. Ein kenning byggir á að einkavæðing lágmarki hlutverk hins opinbera eða efli stofnanir í samfélaginu til að fullnægja þörfum almennings, þ.e. að almenningur reiði sig frekar á einkageirann en hinn opinbera. Oft er einnig talað um samstarf opinberra- og einkaaðila (e. Public-Private Partnerships). Önnur kenning um einkavæðingu byggir á að hún sé í meginatriðum færsla á eignarhaldi frá ríki til tiltekins einkaaðila. Samkvæmt þeirri kenningu eru tegundir einkavæðingar þrjár; úthlutun (e. Delegation), söluferli (e. Divestment) og tilfærsla (e. Displacement) sem allar hafa svo sína undirflokk.

Úthlutun í einkavæðingu er vítt hugtak, sú aðferð kallar á stuðning frá hinu opinbera sem ber áfram ábyrgð en úthlutar starfsemi til einkaaðila. Þetta kallast einkavæðing að hluta. Framkvæmd úthlutunar fer fram með samningum, samkeppni, samvinnu milli opinberra og einkaaðila, sérleyfum, umboði, styrkjum, lánum, skattaafslætti og ávísun (e. Voucher).

Söluferli á við þegar að hið opinbera losar sig við fyrirtæki, starfsemi eða eign. Þetta líkist úthlutun sem er jákvæð aðgerð frá stjórnvöldum en munurinn fellst í því að þetta eru endanleg skipti í formi sölu, gjafar eða jafnvel þrotabú.

Ólíkt úthlutun og söluferli sem þurfa stuðning frá hinu opinbera, er tilfærsla hlutlausari eða óbein aðferð sem einkageirinn leysir stjórnvöld af hólmi smám saman þar sem markaðir þróast til að fullnægja eftirspurn sem er ekki mætt að hálfu stjórnvalda. Tilfærsla er algeng og frekar mikilvæg aðferð þar sem skilvirk einkavæðing á sér stað án pólitískra áhrifa og afskipta. Markaðurinn ræðst þá fyrst og fremst af staðbundnu frumkvæði og frumkvöðlastarfi einkafyrirtækja sem gerist fyrir tilstuðlan sjálfgefinnar tilfærslu (e. Default displacement), afturköllun frjálsra aðgerða eða afnámi hafta (Savas, 2000).

### 2.2 Ferli einkavæðingar

Sumir fræðimenn halda því fram að yfirstíga þurfi ákveðin skref til að fara rétt að því að einkavæða. Einkavæðing gengur best þegar hún er gerð í þeim tilgangi sem þáttur af

stærra plani en ekki sem skammtímaáætlun fyrir ríkið. Mary M. Shirley, hjá The World Bank, telur þrjú mikilvæg skref til að einkavæða vel og á áhrifaríkan hátt.

Fyrsta skrefið er í höndum ríkisins, að búa til rétta umhverfið til að örva samkeppni sem stuðlar að betri hagvexti og skilvirkni. Í raun er þetta undirbúningur í ferli einkavæðingar, þ.e. sjá til þess að allt sé gert rétt og öllum lögum og reglum sé fylgt.

Annað skrefið felst í að að búa til sterkt, miðstýrt og gagnsætt ferli þar sem almenningur er upplýstur um allt sem varðar söluna. Það er mjög mikilvægt að hafa allt uppi á borði, t.d. með opnu söluferli þar sem ríkið fær utanaðkomandi aðila til að meta virði fyrirtækisins sem á að selja svo hægt sé að sannreyna að salan sé lögmæt. Tilgangurinn með gagnsæju ferli er að ábyrgð sé tekin á sanngjarnri sölu og erfiðara sé fyrir spillt ríki eða stjórnámálamenn að afvegaleiða almenning.

Þriðja og lokaskrefið er að undirbúa fyrirtækið undir þær breytingar sem fylgja því að einkavæða það. Þá þarf bæði að huga að því að gera það á skilvirkastann hátt og finna lausn til að bregðast við atvinnuleysi sem gæti orðið í kjölfarið. Einnig þarf að tryggja að starfsemin endi ekki í einokun eða fákeppni en það er í höndum ríkisins að sjá til þess að það gerist ekki (Shirley, 1992).

### **2.3 Ástæður fyrir einkavæðingunni**

Margar ástæður hafa komið fram sem ástæður fyrir einkavæðingu en aðaláherslan, samkvæmt þeim sem eru fylgjandi henni, eru þær að einkavæðingin bætir notkun á opinberum auðlindum, rekstrarhagræðingu og breytilegri skilvirkni. Þegar kemur að opinberum auðlindum telja þá fylgjendur einkavæðingar réttlátt að einkavæða auðlindina ef mjög lítill hluti þjóðarinnar nýtir hana því ríkið þarf annars að borga rekstur til að halda henni gangandi. Í staðinn gæti ríkið nýtt fjármagnið til að styrkja önnur málefni þar sem peningunum væri betur varið.

Tveir þættir eru nefndir í rekstrarhagræðingu hjá einkavæddum fyrirtækjum. Í fyrsta lagi er aukin samkeppni góð fyrir almenning en fyrirtækin verða að vera jafn stæð og fá lítil afskipti frá hinu opinbera til að hún gangi upp. Í öðru lagi er aukinn árangur með tilvist einkafyrirtækja sem felur í sér betri frammistöðu á lægri kostnaði. Það hefur sýnt sig að einkarekin fyrirtæki geti veitt betri vöru og þjónustu fyrir lægra verð. Hvatinn er

mikill því að eigendur eiga hlutdeild að ágóða sölunnar og taka áhættu á tapi og því leggja þeir meira á sig.

Rannsóknir hafa sýnt að einkavæðing hefur í flestum tilvikum leitt af sér aukningu í fjárfestingum og nýsköpun. Einkaaðilar hafa mikinn hvata í að koma auga á gott viðskiptatækifæri og á sama tíma eru minna hikandi við að grípa það heldur en ríkisstarfsmenn. Möguleg skýring á því er sú að starfsmönnum ríkisins er sjaldan hrósað eða umbunað fyrir að taka áhættu, jafnvel þó hún hafi leitt gott af sér, en hörð refsing fylgir því að taka áhættu með slæmum afleiðingum (Shirley, 1992).

### 3 Opinbert eignarhald

#### 3.1 Einkenni ríkisrekstrar

Rekstur ríkis er nokkuð frábrugðinn rekstri annarra almennra fyrirtækja á markaði. Strangari kröfur eru gerðar í fyrirtækjum sem eru ríkisrekin og nauðsynlegt að rekstrarform ríkisins taki mið af þeim. Hér má greina eftirfarandi átta einkenni ríkisrekstrar á Íslandi:

- Skýrir rammar. Sérstök lög eru sett sem gilda um stofnanir ríkisins og þann rekstur sem tengist honum eins og fjárreiður, réttindi og kjarasamningar starfsmannanna. Þessir skýru rammar eru settir til að koma í veg fyrir spillingu og misbeitingu valds. Í raun má segja að ekki sé heimilt að gera neitt nema það eigi sér stoð í lögum.
- Valdheimildir og ábyrgð. Ríkisstofnun sem er veitt heimild til ákvarðanatöku ber ábyrgð. Það er meginregla í starfemi hennar að tryggja að heimildir samræmist almannahagsmunum. Ábyrgðin liggur í því að ríkisstofnun starfar í umboði ráðherra sem ber svo ábyrgð gagnvart ríkisstjórninni, Alþingi og almenningi. Því meiri valdheimild sem stofnun, eða ráðherra, fær því meiri ábyrgð fylgir.
- Ótakmörkuð ábyrgð í skuldbindingum. Með ótakmarkaðri ábyrgð er átt við að ef illa gengur í rekstri ríkisstofnunar þá þarf ríkið að grípa til úrræða t.d. með auknum fjárveitingum eða draga úr þjónustu. Ríkisstofnanir verða ekki gjaldþrota ef illa gengur, ekki svo lengi sem þörf er á henni í samfélaginu.
- Gagnsæi. Í upplýsinga- og stjórnsýslulögum er tryggt að allur rekstur ríkisins þarf að vera þannig að ákvarðanir þurfa að þola skoðun og Alþingi og ráðherrar hafa rétt á að fá upplýsingar frá ríkisstofnunum.
- Samfélagsleg markmið. Ólíkt markmiði fyrirtækja í einkaeigu, sem er að hámarka hagnað, þá er markmið með ríkisrekstri fyrst og fremst að veita þjónustu sem samfélagið þarfnast og leiðréttu markaðsbresti.

- Bein fjárframlög. Ríkisstofnanir eru flestar fjármagnaðar með framlögum frá ríkinu eins og kveðið er um í fjárlögum hvert ár en óheimilt er fyrir ríkisstofnanir að taka lán á almennum markaði.
- Hömlur á meðferð fjármuna. Ríkisstofnun má aðeins stofna til útgjalda ef heimild er um það í fjárlögum. Þetta er gert til að koma í veg fyrir að sýslað sé með skattfé.
- Einfalt eignarhald. Það er nánast undantekningarlaust að ríkið eigi að fullu sínar stofnanir (Arnar Þór Másson, 2007).

### 3.2 Hlutverk hins opinbera

Framvinda efnahagslífsins er annað hvort í uppsveiflu eða í samdrætti. Í uppsveiflu eykst eftirspurn og umfang efnahagsstarfseminnar, störfum fjölgar og vinnutími eykst. Í samdrætti fækkar störfum, veltan minnkar og útflutningstekjur dragast saman (Ríkiskassinn, 2012). Helsta hlutverk ríkisins er að reyna að hafa stjórn á þessum hagsveiflum og með því að minnka umsvif þegar hagkerfið er í uppsveiflu og á sama hátt auka þau í samdrætti. Til að halda hagsveiflum jöfnum er mikilvægt að geta séð fyrir um komandi breytingar og þau áhrif sem þær hafa, bæði ákvarðanir um breytingar sem eru teknar af stjórnvöldum og líka mögulega hegðun annarra þátttakenda í hagkerfinu (Seðlabanki Íslands, e.d.-b).

Verðbólga er annað mikilvægt verkefni fyrir ríkisvaldið en það þarf að ná að halda henni innan tiltekinna marka til að tryggja stöðugleika í efnahagslífinu og vernda kaupmáttinn. Samkvæmt Seðlabanka Íslands er verðbólga skilgreind sem:

viðvarandi hækkun almenns verðlags og er oftast mæld sem tólf mánaða breyting vísitölu neysluverðs en sú vísitala mælir meðalverð vöru og þjónustu á markaði. Verðbólga felur í sér að verðgildi peninga minnkar, þ.e.a.s. minna magn vöru og þjónustu fæst fyrir hverja krónu. Hagstofa Íslands mælir vísitölu neysluverðs og byggir það á reglubundnum könnunum á útgjöldum heimilanna í landinu (Seðlabanki Íslands, e.d.-a).

Hlutverk Seðlabanka Íslands er að hafa stjórn á verðbólgunni með peningamálastefnu en það gerir hann með því að nota vexti hans í viðskiptum við önnur fjármálafyrirtæki sem síðan hafa áhrif á skammtímavexti á fjármálamarkaði. Vaxtastigið sem

Seðlabankinn ákveður hefur áhrif á eftirspurn einstaklinga, fyrirtækja og hins opinbera sem að lokum hefur þá áhrif á verðlagið. Bankinn hefur líka þann kost á að eiga viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri í þeim tilgangi að hafa áhrif á gengi krónunnar og þar með verðlag (Seðlabanki Íslands, e.d.-c).

Markmið Seðlabankans er að halda verðbólgunni í 2,5% á 12 mánuðum. Ef frávikin frá þessu markmiði fer yfir 1,5% í aðra hvora áttina þá ber Seðlabankanum skylda að tilkynna stjórnvöldum frá því, þ.e. ástæður fyrir þessum frávikum, hve lengi þeir áætli að það vari og hvort þeir telji þörf á að grípa til einhverja aðgerða vegna frávikanna (Seðlabanki Íslands, e.d.-c).

### **3.3 Ástæður fyrir eignarhluta ríkisins í fyrirtækjum**

Ýmsar ástæður eru fyrir því að ríkið ætti að eiga hlut í ákveðnum fyrirtækjum en þær geta þó verið breytilegar á milli fyrirtækja. Þá er gert ráð fyrir að eignarhald ríkisins geti hjálpað bæði af efnahagslegum og félagslegum ástæðum. Einnig er ríkisrekstur talinn vera góður af því að ríkið sé langtímafjárfestir og fjárhagslega sterkur eigandi sem geti stutt jákvætt við langtíma eignarhald á fjármagnsmarkaði síns land.

Norska ríkið gaf út skýrslu árið 2015 um eignarhaldsstefnu stjórnvalda þar sem þeir fjalla um fjórar meginástæður sem réttlæta eignarhald ríkisins.

Sú fyrsta er leiðrétting á markaðsbresti. Markaðsbrestur verður þegar einkavæðing og efnahagsleg arðsemi fara ekki saman, þ.e. þegar markaðurinn er ekki nógu skilvirkur eða að framleiðsla á góðum vörum eða þjónustu er ekki nógu góð og almenningur líður efnahagslegt tap. Einokun og fákeppni eru dæmi um markaðsbrest. Í slíkum aðstæðum getur ríkið gripið inn í með eignarhaldi og leiðrétt þennan markaðsbrest.

Önnur ástæða er að halda höfuðskrifstofum mikilvægra fyrirtækja, sem hafa ákveðna sérþekkingu, í sínu heimalandi. Þetta á við fyrirtæki sem hafa jákvæð ytri áhrif á efnahagslífið og stuðla að verðmætasköpun í samfélaginu. Í norskum lögum um fyrirtæki gildir sú regla að þeir sem eiga meira en 1/3 hlut í fyrirtækinu hafa neitunarvald yfir meiriháttar ákvörðunum sem teknar eru á hluthafafundi fyrirtækisins. Það þýðir að nóg er fyrir norska ríkið að eiga yfir þriðjungs hlut (34%) í þeim fyrirtækjum til að halda þeim starfandi í Noregi og þar með undir norskum lögum.

Stjórnun á nýtingu sameiginlegra náttúruauðlinda er einnig ástæða fyrir eignarhaldi ríkisins. Tryggja þarf að stjórnun náttúruauðlinda sé í samræmi við óskir samfélagsins og að tekjurnar af þeim renni til almennings en ekki einstakra leikmanna.

Að lokum má nefna að í sumum tilvikum getur það verið réttlætanlegt fyrir ríkið að eiga hlut ef það hefur löngun í að breyta aðstæðum fljótt. Þetta á við þegar ríkið setur stefnumiðuð markmið á ákveðnar atvinnugreinar, t.d. að takmarka og stjórna framboði af áfengi í vínbúðum. Einnig getur verið um neyðartilvik að ræða þar sem eignarhald ríkisins er hentugasta leiðin til að takast á við félagsleg áhyggjuefni (Nærings- og fiskeridepartmentet, 2015).

## 4 Landsbankinn

### 4.1 Sögulegt yfirlit

Landsbankinn hf. var stofnaður í kjölfar neyðarlaganna svokölluðu (nr. 125/2008) 7. október 2008 en undanfari þess, Landsbanki Íslands hf., á rætur sínar að rekja 130 ár til ársins 1886. Neyðarlögin voru sett vegna þeirra sérstöku aðstæðna sem hafði myndast á fjármálamarkaðinum. Þau veittu, skv. 1. grein þeirra, ráðherra heimild til að reiða fram fjármagn til að stofna nýtt fjármálafyrirtæki eða yfirtaka fjármálafyrirtæki og/eða protabú þess í heild eða að hluta (Alþingi, lög nr. 125/2008).

Landsbankinn var stofnaður til að halda utan um innstæðuskuldbindingar og meirihluta íslenskra eigna gamla Landsbanka Íslands hf. Fjármálaeftirlitið stofnaði svo skilanefnd sem átti að taka við stjórn gamla Landsbanka Íslands hf. og hafa umsjón með uppgjöri protabús bankans og þeim eignum og skuldum sem urðu eftir í þeim banka. Samið var um uppgjörið í desember 2009 og með samkomulaginu skiptist eignarhaldið í tvo hluthafa: íslenska ríkið með 81,33% hlutafjár bankans og Landsskil (eignarhaldsfélag skilanefndar Landsbanka Íslands hf.) með 18,67%. Upphaflega var lögheiti bankans NBI hf. en því var breytt í Landsbankinn hf. í apríl 2011 (Bankasýsla ríkisins, e.d.-a).

11. apríl 2013 varð aftur breyting á eignarhaldi Landsbankans. Þá fór 18,67% hluturinn sem var í eigu Landsskila yfir til Landsbankans hf. og íslenska ríkisins sem gaf á móti skilyrt skuldabréf til LBI hf. í samræmi við samkomulag þessara aðila frá því í desember 2009. Bréfið var hluti af kaupverði þeirra eigna sem Landsbankinn keypti af LBI og skilyrðið var að hluta af þeim þyrfti að afhenda starfsmönnum Landsbankans. Við þessi skipti varð eignarhlutur ríkisins í bankanum orðinn 97,9% og hlutur starfsmanna Landsbankans 2,1% (Landsbankinn hf., e.d.-a).

Árið 2015 ákvað Fjármálaeftirlitið að Landsbankinn skyldi yfirtaka tvo sparisjóði þar sem ríkið var meirihlutaeigandi. Þetta voru Sparisjóður Vestmannaeyja og Sparisjóður Norðurlands. Við samrunann fór eignarhlutur ríkisins í 98,2% og er enn í dag. Aðrir eigendur Landsbankans eru Landsbankinn sjálfur með 0,91%, núverandi og fyrrverandi starfsmenn Landsbankans með 0,78% (sem er afgangurinn af 2,1% hlut sem áður var í eigu LBI frá árinu 2013 en um helmingur af þeim hlut sem var úthlutað rann til ríkissjóðs



í formi skatta) og að lokum eru 0,11% í eigu fyrrum stofnfjáreigenda sparisjóðanna, annarra en ríkisins (Landsbankinn hf., e.d.-a).

## **4.2 Skipulag Landsbankans**

Skipurit Landsbankans skiptist í þrjú tekjusvið og þrjú stoðsvið. Tekjusviðin eru einstaklingssvið, fyrirtækjasvið og markaðir og undir stoðsviðin heyrir áhættustýring, fjármál og rekstur og upplýsingatækni. Í framkvæmdastjórn Landsbankans sitja sjö stjórnarmenn, framkvæmdastjórar hvers sviðs auk bankastjóra sem er Steinþór Pálsson frá 2010 (Landsbankinn hf., e.d.-b).

Fyrirtækið á tvö dótturfélög, sem bankinn á meira en helming eignarhlut í, Landsbréf hf. og Hömlur ehf (Landsbankinn hf., e.d.-b).

Bankasýsla ríkisins er sú stofnun sem fer með eignarhlut ríkisins í fjármálafyrirtækjum og þar með talið Landsbankanum. Þetta er sjálfstæð stofnun sem var stofnuð með lögum nr. 88/2009, eftir bankahrunið og heyrir undir fjármálaráðherra. Stofnunin tók til starfa í janúar 2010 með það að markmiði að endurreisa innlenda fjármálamarkaðinn, stuðla að virkri og eðlilegri samkeppni, tryggja gagnsæi í öllum þeim ákvörðunum er varða þátttöku ríkisins í fjármálastarfsemi og í leiðinni virkja upplýsingamiðlun til almennings (Bankasýsla ríkisins, e.d.-b).

## 5 Virðismat

Virðismat á félagi er framkvæmt til að meta hversu mikils virði hlutabréf fyrirtækis er á þeim tímapunkti, miðað við ákveðnar forsendur. Sumir hlutir hafa ekkert virði heldur aðeins verð og er þá átt við að þá hluti sem ekki er hægt að núvirða væntar tekjur sem viðkomandi eign gefur.

Þegar greining á virðismati fer fram er reynt að meta hvert eðlilegt virði sé á eign og með eign kemur margt til greina eins og land, korn, byggingu, skuldabréf eða fyrirtæki. Í grunninn er reynt að sýna fram á rétt virði eignarinnar svo að sá sem fjárfestir í eigninni geti metið hvort viðkomandi verð á henni sé í samræmi við virðismat og út frá því ákvarðað hvort góð kaup hafi átt sér stað eða ekki (Damodaran, 2002).

Þegar kemur að því að virðismeta banka, tryggingafélög og fjárfestingarbanka er um flóknara ferli að ræða heldur en önnur almenn fyrirtæki og er orðið sérstakt áhyggjuefni eftir hrunið 2008. Vandamálið með að virðismeta fjármálafyrirtæki er sprottið af tveimur lykilþáttum. Í fyrsta lagi er það af þeirri ástæðu að erfitt er að áætla sjóðstreymi hjá fjármálafyrirtækjum því útgjöldum fjármagns, veltufé og skuldir eru ekki nógu vel skilgreint. Í öðru lagi er það vegna þess að þessi fyrirtæki eru bundin sérstökum reglum sem stjórnarnir þvi hvernig þau eru eignfærð, hvar þau fjárfesta og hversu hratt þau mega vaxa. Breytingar á lögum og reglugerðum geta haft mikil áhrif og myndað umfangsmiklar breytingar á virði (damodaran, 2009).

Í þessum kafla verður farið yfir hinar ýmsu kennitölur til að bera saman og reyna að meta virði fyrirtækjanna. Þessi fjögur fyrirtæki sem verða skoðuð eru Landsbankinn og þrjár aðrir bankar frá sitt hvoru landi á Norðurlöndunum sem notaðir verða til samanburðar við Landsbankann. Þessir bankar voru valdir með það sjónarmið að þeir væru sambærilegir Landsbankanum en bankarnir þrír eru DNB, Nordea og Danske Bank.

DNB er stærsti bankinn í Noregi og einn af þeim stærstu á Norðurlöndunum hvað varðar markaðsvirði. Bankinn býður upp á alhliða fjármálaþjónustu og er stór rekstraraðili í fjölmörgum atvinnugreinum þar sem þeir hafa norræna eða alþjóðlega stefnumótun (DNB, e.d.-a). Bankinn er auk þess með sterka stöðu í orkugeiranum og sjávarútveginum. DNB er elsti einkavæddi bankinn í Noregi og var stofnaður árið 1822

(DNB, e.d.-b). Í dag á ríkið hins vegar 34% hlut í honum og er hann því aðeins einkavæddur að hluta (Nærings- og fiskeridepartmentet, 2015).

Nordea á sér einnig langa sögu um nokkra samruna í gegnum árin (frá 1820) þangað til árið 1990 en þá voru fjórir eftirstandandi bankar (Nordbanken frá Svíþjóð, Merita Bank frá Finnlandi, Unibank frá Danmörku og Christania Bank og Kreditkasse frá Noregi) sem urðu að Nordea árið 2001 (Nordea, e.d.-a). Nordea er stærsta fjármálaþjónusta fyrirtæki á Norðurlöndunum og Eystrarsaltssvæðinu. Bankinn hefur leiðandi stöðu í að veita fyrirtækjum og einstaklingum alhliða fjármálaþjónustu sem og góða einkabankaþjónustu (Nordea, e.d.-b). Nordea er einkavæddur banki þar sem stærsti eigandi þess er finnska fjármálafyrirtækið Sampo plc með rúmlega 21% eignarhlut. Vert er að taka fram að bankinn er einn af þeim fáu í Evrópu sem hefur fengið einkunnina AA- (Nordea, e.d.-c).

Danske Bank er stofnaður þann 5. Október 1871 en fékk ekki núverandi nafnið sitt fyrr en árið 2000 eftir nokkra samruna. Hann er norrænn alþjóðlegur banki með starfsemi á öllum Norðurlöndunum (fyrir utan Ísland) ásamt Eistlandi, Lettlandi, Litháen og Norður-Írlandi (Danske Bank, e.d.-a). Danske Bank er einnig einkavæddur og samkvæmt dönskum lögum þarf hluthafi að tilkynna bankanum ef eignarhlutur hans fer yfir 5% af hlutafé bankans. Stærstu tveir eigendur Danske Bank eru A.P. Møller og Hustru Chastine Mc-Kinney Møller sem eru í eigu A.P. Møller Holding Group með 21.6% hlut og svo Cevian Capital II GP Limited með 7.4% hlut (Danske Bank, e.d.-b).

## 5.1 Kennitölusamanburður

Kennitölur eru ein leið til að mæla samanburð á árangri fyrirtækja yfir ákveðið tímabil. Kennitölur eru fjárhagsstærðir eða hlutfall tveggja eða fleiri stærða úr ársreikningi og niðurstaðan við útreikning þeirra lýsir mismunandi sjónarmiðum á frammistöðu fyrirtækisins (Unnar Friðrik Pálsson, 2007). Þær eru þó í flestum tilvikum bornar saman við sömu kennitölur í öðrum fyrirtækjum eða þá yfir ákveðið tímabil innan sama fyrirtækis því einar og sér segja þær lítið.

Almennum fyrirtækjum ber skylda að vera með aðgengilegan ársreikning og fyrirtæki sem eru rekin af einkaaðilum veita einnig yfirleitt einhverjar upplýsingar um sína stöðu í bókhaldinu. Út frá þessum upplýsingum á að vera hægt að finna tölur fyrir útreikninginn

á kennitölunum en þær eru yfirleitt gefnar upp í reikstrarreikningum, efnahagsreikningum eða sjóðstreyminu. Þegar búið er að finna þær tölur sem þarf er útreikningurinn auðveldur. Í sumum tilfellum er jafnvel búið að gefa upp kennitöluna í ársreikningnum. Erfiði hlutinn við kennitölusamanburð er að túlka niðurstöðurnar og segja til um fjármálalega stöðu og frammistöðu fyrirtækisins. Það þarf að gæta þess að samanburður á lykil fjárhagslegum mælikvörðum sé sambærilegur hjá fyrirtækjunum sem er verið að skoða (Ingi G. Ingason, 2012).

Helstu kostir þess að vera með kennitölugreiningu er að hún er algeng og einnig auðveld í framkvæmd. Hún er því oft fljótleg leið sem notuð er í viðræðum um mögulegt markaðsverð (Ingi G. Ingason, 2012).

Helstu gallar þess eru að það þarf að velja réttu margfaldarana sem á að nota í greiningunni og hvað þær gefa til kynna þannig að sanngjarnt verð fái fyrir fyrirtækin. Auk þess er mjög erfitt að finna fullkomlega sambærileg fyrirtæki. (Haraldur Yngvi Pétursson, án ártals).

Ótal margar kennitölur eru til sem veita mismunandi upplýsingar og er þeim skipt upp í nokkra flokka. Þær kennitölur sem verður farið í hér eru V/H hlutfall, V/H hlutfall Shiller, V/I hlutfall og Eiginfjárlutfall.

### **5.1.1 V/H hlutfall**

V/H hlutfall (e. P/E Ratio) sýnir hvað það tekur hagnað hjá fyrirtæki mörg ár að greiða til baka ígildi markaðsverðs, miðað við hagnað síðastliðins árs (Unnar Friðrik Pálsson, 2007). Hlutfallið er eftirfarandi:

$$\frac{\text{Markaðsverð hlutar}}{\text{Hagnaður á hlut}}$$

Hlutfallið endurspeglar væntingar markaðsaðila um framtíðarhagnað fyrirtækisins og segir hversu mikið þeir eru tilbúnir að greiða fyrir hverja krónu hagnaðar. Ef hlutfallið er hátt þá eru fjárfestar bjartsýnir á að hagnaður hjá fyrirtækinu aukist í framtíðinni og líklegri til að eiga hlut í því fyrirtæki. Einnig getur þó verið að hlutfallið sé hátt ef

hagnaðurinn er lítil hjá fyrirtækinu, það þarf að skoða báðar tölur í nefnara og teljara áður en metið er hlutfallið (Unnar Friðrik Pálsson, 2007).

Við samanburð á kennitölum er notast við tölur úr ársreikningum hjá bönkunum fjórum. Taka þarf fram að markaðsverð hlutar fyrir Landsbankann er ekki til þar sem hann er ekki búinn að vera á markaðinum frá stofnun, 2008. Því var talið ákjósanlegt að styðjast við arðgreiðslur í teljara jöfnunnar í stað markaðsverðs hlutar. Hjá hinum bönkunum var markaðsverð hlutar notuð. samanburður á V/H hlutfalli hjá bönkunum verður því eftirfarandi:

**Tafla 1 Samanburður á V/H hlutfalli**

V/H hlutfall	2015	2014	2013	Meðaltal
<b>Landsbankinn</b>	15.20	15.79	8.12	13.04
<b>DNB</b>	24.40	29.13	40.19	31.24
<b>Noreda</b>	11.20	11.70	12.70	11.87
<b>Danske Bank</b>	14.50	44.60	17.50	25.53

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Taflan sýnir að kennitölurnar hjá Landsbankanum eru mjög svipaðar og fyrir norrænu bankana og alveg innan meðaltalsins. Hlutfallið er heldur lágt hjá Landsbankanum árið 2013 en það ár var töluvert minni arður greiddur út hjá honum heldur en seinni tvö árin. Árið 2012 var enginn arður greiddur út hjá Landsbankanum svo aðeins er notast við tölur síðustu þriggja ára í útreikningum við þessa kennitölugreiningu. Það sama á við í útreikningum um V/I hlutfallið sem verður farið í næst.

Hlutfallið hjá Danske Bank er mun sveiflukenndara en hinum bönkunum og var lægst núna 2015. Samt er það hærra hjá Nordea sem er með mun stöðugri hlutföll, þó hlutföll þeirra banka fari smátt og smátt lækkandi með árunum. Háa hlutfallið hjá Danske Bank árið 2014 er vegna þess að talsvert minni hagnaður var hjá fyrirtækinu það árið miðað við árin í kring.

### 5.1.2 V/H hlutfall Shiller

V/H hlutfall Shiller er mælikvarði á verðmat og mælir markaðsverð fyrirtækis miðað við meðalhagnað á undanförunum árum. Hlutfallið er mjög líkt hinu hefðbundna V/H hlutfalli

en liggur munurinn í nefnaranum þar sem miðað er við meðalhagnað yfir nokkurra ára skeið í stað hagnað síðasta árs. Yfirleitt er notast við meðalhagnað síðustu 10 ára. Þessi kennitala er einnig þekkt sem V/H 10, CAPE (e. Cyclically Adjusted Price per Earnings) eða V/H Shiller, kennd við Robert Shiller sem vann Nóbelsverðlaun árið 2013 í hagfræði. V/H hlutfall Shiller er reiknað með því að taka núverandi markaðsverð fyrirtækis og deila því með meðalhagnaði síðustu 10 ára (Financial Times Lexicon, e.d.). Þar sem Landsbankinn er ekki orðinn nema 8 ára gamall (stofnaður 2008) verður notast við meðalhagnað síðustu 5 árin og er hlutfallið reiknað eftirfarandi:

$$\frac{\text{Markaðsverð hlutar}}{\text{Meðalhagnaður til 5 ára}}$$

V/H hlutfall Shiller miðar að því að jafna út skammtímasveiflur í hagnaði til að gefa betri sýn á sjálft markaðsverðið. Því er hægt að ná með því að líta á hagnað yfir nokkurra ára tímabil, reikna meðalhagnað þess og notast við sömu töluna í deilaranum. Þá nærðu að rýna betur í breytingar á sjálfu markaðsverðinu og forðast um leið að álykta ákveðnar niðurstöður út frá eins árs sveiflum í hagnaði upp eða niður á við, eins og gert er í hefðbundna V/H hlutfallinu. Meðalhagnaður til nokkurra ára jafnar út skammtíma sveiflur í hagnaði og meðallangar hagsveiflur í efnahagslífinu og taldi Shiller að sú útkoma endurspegladi betur langtíma hagnað fyrirtækisins (Marotta, 2012).

Fundið var markaðsverð hlutar síðustu 5 ára (greiddur arður í tilviki Landsbankans), hagnað á hlut síðustu 5 ára og reiknaður meðalhagnaður til þess að deila með. Útkomuna má finna í töflu 2:

Tafla 2 Samanburður á V/H hlutfalli Shiller

V/H Shiller	2015	2014	2013	2012	2011	Meðaltal
<b>Landsbankinn</b>	20.54	17.47	8.69	0.00	0.00	9.34
<b>DNB</b>	36.36	36.66	35.93	23.31	19.39	30.33
<b>Noreda</b>	12.88	12.28	12.41	9.19	7.59	10.87
<b>Danske Bank</b>	30.26	27.35	20.33	15.64	11.93	21.10

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Í töflunni sést að hlutfallið hækkar með hverju árinu og mun jafnar heldur en hjá hinu hefðbundna V/H hlutfalli. Það gefur til kynna að markaðsverð hlutar sé að hækka með hverju ári óháð skammtíma sveiflum í hagnaði.

Árin 2011 og 2012 var enginn arður greiddur út hjá Landsbankanum og þess vegna er hlutfallið núll. Það sést hins vegar að frá 2013 til 2015 fer hlutfallið hækkandi sem gefur til kynna að það sé að ganga betur hjá fyrirtækinu.

Hjá DNB er hlutfallið örlítið hærra 2014 en 2015 sem sýnir minni háttar samdrátt hjá þeim á síðasta ári en ekkert stórvægilegt.

Hjá Nordea og Danske Bank hækkar hlutfallið með hverju árinu en mun meira hjá Danske Bank sem gefur til kynna að hagnaðurinn eigi eftir að aukast á næstu árum.

### 5.1.3 V/I hlutfall

V/I hlutfall (e. P/B Ratio) sýnir hvernig markaðsvirði fyrirtækis er metið í samanburði við bókfært eigið fé þess og byggir því á efnahagsreikningi fyrirtækisins (Ingi G. Ingason, 2012). Hlutfallið er reiknað á eftirfarandi hátt:

$$\frac{\text{Markaðsveð hlutar}}{\text{Bókfært eigið fé}}$$

Kennitalan er jöfn einum þegar markaðsverð fyrirtækisins er jafnt bókfærðu eigin fjár og þá er sagt að það sé “eðlilegt hlutfall” eða þá er átt við að fyrirtækið standi undir væntri afkomu. Ef hlutfallið er hærra en einn þá metur markaðurinn virði fyrirtækisins meira en eigið fé þess og fjárfestar tilbúnir til að borga hátt verð fyrir hlutabréf hjá fyrirtækinu samanborið við bókfært verðmæti þess. Þá telja fjárfestar að eignirnar séu vanmetnar samkvæmt bókhaldinu. Ef hlutfallið er lægra en einn þá metur markaðurinn fyrirtækið undir bókhaldslegu verðmæti og þá telja fjárfestar að eignir fyrirtækisins séu ofmetnar samkvæmt bókhaldinu. (Unnar Friðrik Pálsson, 2007).

Fundið var hlutfallið hjá bönkunum fjórum og sett saman í eftirfarandi töflu:

Tafla 3 Samanburður á V/I hlutfalli

V/I hlutfall	2015	2014	2013	Meðaltal
Landsbankinn	0.88	0.79	0.41	0.70
DNB	0.98	1.14	1.25	1.12
Noreða	1.32	1.31	1.35	1.33
Danske Bank	1.21	1.14	0.85	1.07

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Hér sést að hlutfallið er töluvert lægra hjá Landsbankanum heldur en hjá hinum og þá sérstaklega árið 2013. Aftur skal tekið fram að í útreikningum hjá Landsbankanum var stuðst við greiddan arð fyrirtækisins í stað markaðsverð þess í teljarann og getur það verið líkleg skýring fyrir lágu hlutfalli Landsbankans.

Nordea er með hæsta meðaltalið en þó mjög stöðugt síðustu þrjú árin. DNB fer lækandi með árunum en Danske Bank hækkandi.

Hjá Landsbankanum er hlutfallið undir einum öll árin svo út frá jöfnunni er hægt að gefa sér að fyrirtækið sé ofmetið á markaði, þ.e.a.s. ef það væri í raun á markaði. Hins vegar eru hlutföllin yfir einum (fyrir utan árið 2013 hjá Danske Bank og 2015 hjá DNB) og því er það mat markaðarins að fyrirtækið sé meira virði en bókfært eigið fé segir til um.

#### 5.1.4 Eiginfjárlutfall

Eiginfjárlutfall (e. Equity Ratio) segir til um hversu hátt hlutfall eigið fé er af heildareignum fyrirtækisins og sýnir því fjárhagslegan styrkleika fyrirtækisins. Hlutfallið er reiknað eftirfarandi:

$$\frac{\text{Bókfært eigið fé}}{\text{Heildarfjármagn}}$$

Flest fyrirtæki eru fjármögnuð bæði með eigin fé og lánsfé (skuldir). Það sem Eiginfjárlutfallið segir er í raun hversu hátt hlutfall það er af heildarfjármagninu, þ.e. heildar eigið fé og skuldir. Einnig er hægt að deila með heildareignum því samkvæmt bókhaldsjöfnunni eiga heildareignir alltaf að vera jafnt og heildar eigið fé og skuldir. Því



hærra sem hlutfallið er þeim mun meiri er fjárhagslegur styrkur fyrirtækis (Sigurður B. Stefánsson, 2003).

Eiginfjárlutföll bankanna voru öll gefin upp í ársreikningum þeirra og sýnir tafla 4 eiginfjárlutföllin þeirra síðustu fjögurra ára ásamt reiknuðu meðaltali hvers banka.

**Tafla 4 Samanburður á eiginfjárlutfalli**

<b>Eiginfjárlutfall</b>	2015	2014	2013	2012	Meðaltal
<b>Landsbankinn</b>	30.40%	29.50%	26.70%	25.10%	27.93%
<b>DNB</b>	17.90%	15.20%	13.90%	12.40%	14.85%
<b>Nordea</b>	21.60%	20.60%	18.10%	16.20%	19.13%
<b>Danske Bank</b>	21.00%	19.30%	21.40%	21.30%	20.75%

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Samkvæmt töflunni er Landsbankinn með lang hæsta eiginfjárlutfall en taka verður tillit til þess að hærri krafa sé gerð um eiginfjárlutfall bankans samkvæmt íslenskum lögum. Nýjustu reglur frá 2016 hækkuðu lágmarks eiginfjárkröfu bankanna úr 8% í 16,5%. Í tilkynningu fjármálastöðugleikaráðs er búist við fjölgun útlána og að ójafnvægi í þjórðarbúskapnum myndi aukast. Því var lágmarkskrafan hækkuð til að mæta þessari áhættu (Rúv, e.d.).

DNB og Nordea eru með hækkanði eiginfjárlutfall frá 2012 en Danske Bank virðist standa í kringum 21% fyrir utan árið 2014.

## 6 Niðurstöður

Til að meta stöðu Lansbankans þarf að skoða hvernig hann er að standa sig miðað við erlendu bankana. Niðurstöður úr kennitölureikningunum ættu að gefa einhverja vísbendingu um fjárhagslega stöðu bankanna. Kennitala ein og sér segir ekki mikið en ef þær eru bornar saman ættu þær að segja eitthvað. Með því að taka saman meðaltöl hlutfallana og setja saman í töflu er hægt að sjá skýrari mynd af samanburðinum sem tafla 5 sýnir:

Tafla 5 Samanburður á meðaltölum úr töflum 1-4

Meðaltöl Hlutfalla	V/H	V/H Shiller	V/I	Eiginfjárlutfall
<b>Landsbankinn</b>	13.04	9.34	0.7	27.93%
<b>DNB</b>	31.24	30.33	1.12	14.85%
<b>Nordea</b>	11.87	10.87	1.33	19.13%
<b>Danske Bank</b>	25.53	21.1	1.07	20.75%

(Heimild: Ársreikningar bankanna og útreikningar höfundar).

Í kennitölunni með V/H hlutföllum sést að meðaltal Lansbankans er 13.04 sem er talsvert lægra en hjá hinum bönkunum en þó er það hærra en hjá Nordea. Hátt hlutfall benti til bjartsýni hjá fjárfestum um aukinn hagnað í framtíðinni svo búast má við auknum hagnaði hjá Lansbankanum á næstu árum en ekki eins miklum og hjá DNB og Danske Bank.

Þegar V/H Shiller hlutfallið er skoðað sést að hlutfallið lækkar talsvert hjá Lansbankanum og er lægst af þessum bönkum. Í þessu hlutfalli var skoðað markaðsverð bankanna miðað við meðalhagnað á hlut síðustu 5 ára og gaf því betri mynd af breytingunni á sjálfu markaðsverðinu og um leið jafna út skammtíma sveiflur í hagnaðinum. Út frá því sést að hlutfallið breytist aðeins hjá Lansbankanum og Danske Bank frá hinu hefðbundna V/H hlutfalli. Það getur gefið vísbendingu um að markaðsverð eða hagnaður sé sveiflukenndari hjá þessum bönkum heldur en DNB og Nordea. Ástæða fyrir sveiflunni hjá Lansbankanum er vegna þess að enginn arður var greiddur út fyrir en

árið 2013 en eftir það hækkaði hlutfallið milli ára til ársins 2015 sem útskýrir þá hærra hefðbundið V/H hlutfall.

Samanburðurinn á V/I hlutfallinu sýnir að meðaltal Landsbankans sé undir einum meðan meðaltal hinna bankanna er yfir einum. Hægt er þá að gefa sér að markaðsverð Landsbankans er ofmetið á markaðinum en þar sem Landsbankinn er raunverulega ekki á markaði þá sýnir það ekki alveg nógu góða mynd. Einnig er meðaltal hlutfallsins hjá Landsbankanum lægra heldur en hlutfall hans síðustu tvö árin svo því fer hækkandi nær einum sem þýðir að “markaðsvirði” þess fer hækkandi.

Síðasta kennitalan sem var skoðuð var eiginfjárlutfallið sem skýrði hversu hátt hlutfall eigið fé bankarnir ættu miðað við heildarfjármagn og þar var Landsbankinn með hæsta hlutfallið. Taka verður með í reikninginn að gerð er krafa um hátt eiginfjárlutfall í íslenskum bönkum en vegna þessarar kröfu er fjárhagslegur styrkleiki fyrirtækisins mikill. Hærra hlutfall af eigið fé þýðir minna hlutfall af skuldum og minni áhætta á að fyrirtæki lendi í erfiðleikum fjárhagslega séð.

Samanburðurinn gefur í skyn að þrátt fyrir erfiða byrjun Landsbankans virðist hann ganga betur núna síðustu tvö árin og færast nær hlutfalli erlendu bankanna.

Batnandi gengi bankans gefur til kynna að fjárhagsleg staða hans styrkist á komandi árum. Spurningin er þá hvort hagkvæmara sé að einkavæða bankann eða að halda honum áfram í ríkiseigu.

Ef ríkið selur Landsbankann þá getur það létt á greiðslubyrði ríkisins sem annars þyrfti að taka lán fyrir ýmsum öðrum framkvæmdum eins og til dæmis að leggja nýja vegi. Ríkið hagnast á sölunni til skamms tíma með auknu fjármagni en athuga þarf hvort nauðsynlegt er fyrir ríkið að selja eignina. Ef arðsemi frá Landsbankanum er hærri en vaxtaþrósentan á útisandandi lánum ríkisins þá ætti ríkið að halda eigninni og nýta þann pening sem það fær í arð frá bankanum í að fjármagna önnur verkefni. Ef arðsemin er töluvert lægri en vaxtaþrósentan á lánunum þá væri hagstætt fyrir ríkið að selja því þau fyrirtæki sem eru að skila litlum eða engum hagnaði inn fyrir ríkið ætti ríkið að losa sig við ef einungis er horft út frá fjármálalegu sjónarhorni. Þetta gildir þó ekki fyrir Landsbankann þar sem hann er byrjaður að skila hagnaði núna síðustu árin og arðsemin er að aukast með hverju árinu. Greiddur arður til hluthafa Landsbankans var enginn fyrir 2013 en það er vegna uppgjörs og skuldbindinga hans við þrotabú Landsbanka Íslands

hf. Búið er að gera upp það félag og arðsemin var byrjuð að aukast með árunum strax frá árinu 2013.

Til viðbótar eru önnur sjónarmið sem ekki er hægt að líta fram hjá en samfélagsleg sjónarmið eru sérstaklega mikilvæg þar sem þessi fjármálastofnun sinnir svo stóru hlutverki í hagkerfinu og eykur hagvöxt fyrir allt samfélagið. Þetta eru sjónarmið sem erfitt er að meta til fjár.

Einnig eru lög og virkt eftirlit nauðsynlegir þættir til að tryggja öryggi þjóðfélagsins og stöðugleika í fjármálakerfinu. Lögin hér á Íslandi eru ekki nógu skýr og þarf að bæta úr því en þau þurfa að vera nákvæm til að koma í veg fyrir spillingu. Það getur verið erfitt verkefni að endurnýja lögin örugglega þar sem þróun markaðarins er hröð en þetta er gerlegt.

Öruggara er að Landsbankinn verði áfram í umsjón ríkisins að minnsta kosti meiri hluti hans því strangari kröfur eru gerðar um fyrirtæki í opinberu eignarhaldi. Fjármálastofnunin er það stór og hefur afkoma hennar áhrif á allt samfélagið svo fara ætti varlega með rekstur hennar. Ef selja ætti Landsbankann væri best að selja aðeins hluta (ekki meira en 49% í heildina) og í nokkrum skrefum til að viðhalda jafnvægi í hagkerfinu. Mikilvægasta skrefið áður en hugað yrði að sölu bankans væri að skerpa á lögnum og nýta dýrkeyptan lærdóm til að forðast að endurtaka fyrri mistök.

## Heimildaskrá

- Arnar Þór Másson. (2007). Ríkið hf. Hlutfélagavæðing ríkisrekstrar, *Stjórnmal og stjórnýsla veftímarit (Erindi og greinar)*, 3(2). Sótt 16. apríl 2016 af <http://skemman.is/handle/1946/8954>
- Bankasýsla Ríkisins. (e.d.-a). *Landsbankinn*. Skoðað 20. apríl 2016 á <http://bankasysla.is/eignir/landsbankinn/>
- Bankasýsla Ríkisins. (e.d.-b). *Um Bankasýsluna*. Skoðað 20. apríl 2016 á <http://bankasysla.is/um-bankasysluna/>
- Damodaran, Aswath. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2. útg.). New York: John Wiley & Sons.
- Damodaran, Aswath. (2009). Valuing Financial Service Firms. *Damodaran Online*. Sótt 29. Apríl 2016 af <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Danske Bank (e.d.-a). *Nordic Universal Banks*. Skoðað 24. apríl 2016 á <http://www.danskebank.com/en-uk/About-us/Our-business/Pages/our-markets.aspx>
- Danske Bank (e.d.-b). *Largest Shareholders*. Skoðað 24. apríl 2016 á <http://www.danskebank.com/en-uk/ir/Share/ownership/Pages/largest-shareholders.aspx>
- DNB. (e.d.-a). *About the Group*. Skoðað 24. apríl 2016 á <https://www.dnb.no/en/about-us/about-the-group.html>
- DNB. (e.d.-b). *DNB's History*. Skoðað 24. apríl 2016 á <https://www.dnb.no/en/about-us/about-dnb/history.html>
- Haraldur Yngvi Pétursson. [Án ártals]. Verðmat fyrirtækja: Almennt um verðmat, helstu aðferðir og ferli [PowerPoint glærur]. Sótt 2. maí af <http://slidegur.com/doc/5557294/presentation>
- Financial Times Lexicon. (e.d.). Definition of cyclically adjusted PE ratio. Skoðað 9. maí 2016 á [http://lexicon.ft.com/Term?term=cyclically-adjusted-PE-ratio-\\_-Shiller-PE-\\_-CAPE](http://lexicon.ft.com/Term?term=cyclically-adjusted-PE-ratio-_-Shiller-PE-_-CAPE)
- Ingi G. Ingason. (2012). *Flokkun P/B og P/E kennitalna: Greining Penman matrixu*. Óútfegin meistaraþrófsritgerð, Háskóli Íslands, Reykjavík. Sótt 1. maí 2016 af [http://skemman.is/stream/get/1946/13145/31597/1/Ingi\\_Ingason\\_-\\_masterritger](http://skemman.is/stream/get/1946/13145/31597/1/Ingi_Ingason_-_masterritger)
- Landsbankinn hf. (e.d.-a). *Saga*. Skoðað 20. apríl 2016 á <https://bankinn.landsbankinn.is/um-bankann/saga/>

- Landsbankinn hf. (e.d.-b). *Skipulag*. Skoðað 20. apríl 2016 á <https://bankinn.landsbankinn.is/um-bankann/skipulag/>
- Marotta, John David. (2012, 30. apríl). The Shiller Ten-Year P/E Ratio. Forbes. Sótt 7. maí 2016 af <http://www.forbes.com/sites/davidmarotta/2012/04/30/the-shiller-ten-year-pe-ratio/2/#2bd97ab74024>
- Lög um heimild til fjárveitingar úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði o.fl. nr. 125/2008. Sótt 20. apríl 2016 af <http://www.althingi.is/lagas/nuna/2008125.html>
- Nordea. (e.d.-a). *Our History*. Skoðað 24. Apríl 2016 á <http://www.nordea.com/en/about-nordea/who-we-are/our-history/>
- Nordea. (e.d.-b). *Our Position*. Skoðað 24. Apríl 2016 á <http://www.nordea.com/en/about-nordea/who-we-are/our-position/>
- Nordea. (e.d.-c). *Shareholders*. Skoðað 24. Apríl 2016 á <http://www.nordea.com/en/investor-relations/share/shareholders/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Regjeringens Eierpolitikk*. Sótt 27. apríl af <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-eierpolitikk-2015/id2468481/>
- Ríkiskassinn. (2012-13). *Hið opinbera í hagkerfinu*. Skoðað 20. apríl 2016 á <http://www.rikiskassinn.is/rikid-og-efnahagslifid/hid-opinbera-i-hagkerfinu/>
- Rúv. *Bankarnir verði að tvöfalda eiginfjárlutfall*. Skoðað 1. maí 2016 á <http://www.ruv.is/frett/bankarnir-verdi-ad-tvofalda-eiginfjarhlutfall>
- Savas, E. S., & Savas, E. S. (2000). *Privatization and Public-Private Partnerships*. New York: Chatham House.
- Seðlabanki Íslands. (e.d.-a). *Verðbólga*. Skoðað 20. apríl 2016 á <http://www.sedlabanki.is/peningastefna/verdbolgomarkmid/verdbolga/>
- Seðlabanki Íslands. (e.d.-b). *Miðlun peningastefnunnar*. Skoðað 20. apríl 2016 á <http://www.sedlabanki.is/peningastefna/verdbolgomarkmid/midlun-peningastefnunnar/>
- Seðlabanki Íslands (e.d.-c). *Greinargerðir til ríkisstjórnar um verðbólgu*. Skoðað 20. apríl 2016 á <http://www.sedlabanki.is/peningastefna/peningastefnunefnd/greinargerdir-til-rikisstjornar-um-verdbolgu/>
- Shirley, Mary M. (1992). The What, Why, and How of Privatization: A World Bank Perspective, *Fordham Law Review*, 60(6), 23-36.
- Sigurður B. Stefánsson (ritstj.) (2003). *Hlutabréf og eignastýring: Að velja hlutabréf og byggja upp eignir*. Reykjavík: Íslandsbanki.

Unnar Friðrik Pálsson. (2007). *Greining ársreikninga og verðmat fyrirtækja*. KPMG á Íslandi. Sótt af <http://www.fbo.is/files/Greiningarsreikninga02112007.pdf>