

MS ritgerð í viðskiptafræði

Stjórnun og stefnumótun

Kauphöll og sjávarútvegur

Eiga þau samleið?

Erla Kristinsdóttir



HÁSKÓLI ÍSLANDS

Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands

Kristján Jóhannsson

Janúar 2009

Samantekt

Hlutabréfamarkaður og sjávarútvegur eru viðfangsefni þessarar ritgerðar. Á fyrstu árum hlutabréfamarkaðar á Íslandi streymdu sjávarútvegsfyrirtækin þangað í stríðum straumum en yfirgáfu flest þennan vettvang á mjög stuttum tíma. Markmið ritgerðarinnar er að varpa ljósi á þá atburðarás.

Tilgangurinn er að kanna hvort þættir í ytra starfsumhverfi gerðu það að verkum að þau sáu sér ekki hag í skráningu, eða hvort um innri þætti greinarinnar sjálfrar hafi verið að ræða sem gerðu henni ókleift að starfa á þessum vettvangi.

Í ritgerðinni er fjallað nokkuð ítarlega um valda þætti sem taldir eru hafa áhrif á fyrirtæki á hlutabréfamarkaði er tengjast inngöngu, útgöngu og veru þeirra þar. Auk þess er íslenskur og erlendur sjávarútvegur skoðaður í samhengi við rannsóknarefnið.

Rannsóknarsniðin eru annars vegar eigindleg aðferð og hins vegar töluleg greining. Í eigindlegu aðferðinni voru tekin viðtöl við sjö manns sem voru þátttakendur í atburðarásinni með einum eða öðrum hætti. Tölulegar upplýsingar voru notaðar til samanburðar á sjávarútvegi og öðrum atvinnugreinum innan Kauphallarinnar.

Helstu niðurstöður rannsóknarinnar eru þær að breytt fjármálaumhverfi hafi breytt forsendunum fyrir veru fyrirtækjanna inn á markaðnum. Aðrar atvinnugreinar uxu meira og bréf þeirra ávöxtuðu sig mikið meira sem gerði samanburðinn við sjávarútvegsfyrirtækin afar óhagstæðan. Vísbendingar komu fram um að vanmat á sjávarútvegsfyrirtækjunum hafi verið til staðar og stjórnendur fyrirtækjanna hafi séð hag sínum betur borgið með afskráningu þeirra. Takmarkanir greinarinnar, bæði vegna laga og náttúru, gera hana ekki vel til þess fallna að vera á hlutabréfamarkaði.

Formáli

Í þessari ritgerð er sjónum beint að hlutabréfamarkaði og sjávarútvegi. Fjallað er almennt um þá þætti sem skipta máli þegar farið er út á slíkan markað, hvaða atriði skipta máli fyrir velgengi á þeim vettvangi og af hverju fyrirtæki yfirgefa hlutabréfamarkaði.

Ritgerðin er lokaverkefni í meistaranámi í Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands á sviði stjórnunar og stefnumótunar. Vægi ritgerðarinnar er 30 einingar. Leiðbeinandi er Kristján Jóhannsson.

Til þess að nálgast viðfangsefnið sem best var framkvæmd bæði eigindleg rannsókn og töluleg greining og þær látnar styðja hvor við aðra .

Vinna við ritgerðina hófst í janúar 2008 og stóð yfir með hléum allt árið. Meginhluti ritgerðarinnar var unninn í maí, september, október og nóvember. Ritgerðarsmiði lauk í desember.

Að vinna svona verkefni, ásamt því að reka fiskvinnslu á Snæfellsnesi og vera með stórt heimili, hefur verið heilmikið þúsluspil, auk þess sem sýna hefur þurft þolinmæði og þrautseigju. Á þessum tíma hef ég notið velvilja og aðstoðar margra góðra aðila og fyrir það ber að þakka. Leiðbeinenda mínum Kristjáni Jóhannssyni þakka ég fyrir góða kennslu og leiðsögn. Samstarfsfólki hjá Sjávariðjunni Rifi fyrir þolinmæði og umburðarlyndi. Eiginmanni mínum, Erni Tryggva Johnsen, vil ég þakka stuðninginn og hvatninguna við gerð ritgerðarinnar. Síðast en ekki síst vil ég þakka öllum þátttakendum rannsóknarinnar fyrir að veita mér viðtal, svo og Kauphöll og Seðlabanka Íslands fyrir aðstoð við gagnaöflun. Án velvilja þessara aðila hefði rannsóknin ekki orðið að veruleika.

5. desember 2008.

Erla Kristinsdóttir

Efnisyfirlit

Myndayfirlit.....	6
Töfluyfirlit	8
Inngangur.....	9
1 Hlutabréfamarkaður - Kauphöll.....	11
1.1 Um hlutabréfamarkaði	11
1.1.1 Skilgreiningar og saga	11
1.1.2 Hluthafar – eigendur hlutabréfa.....	15
1.1.3 Eðli og starfsemi hlutabréfamarkaða	16
1.1.4 Skilyrði fyrir skráningu.....	23
1.1.5 Hlutabréfamarkaður á Íslandi	24
1.2 Af hverju fara félög út á hlutabréfamarkað?	26
1.2.1 Kostir og gallar þess að vera á hlutabréfamarkaði.....	27
1.2.2 Hvernig félögum vegnar vel á hlutabréfamarkaði ?	32
1.2.3 Hvernig fjölskyldufyrirtækjum vegnar á hlutabréfamarkaði	36
1.3 Af hverju fara félög af markaði ?.....	37
1.3.1 Ástæður og kostir.....	38
1.3.2 Breytt umhverfi.....	39
2 Sjávarútvegur og hlutabréfamarkaður	43
2.1 Sjávarútvegur á Íslandi.....	43
2.2 Sjávarútvegur og Kauphöll Íslands	46
2.3 Sjávarútvegur í öðrum löndum	48
2.3.1 Noregur	49
2.3.2 Evrópusambandslöndin.....	53
2.3.3 Kanada	54
2.3.4 Nýja Sjáland.....	55
2.3.5 Önnur lönd	56
3 Aðferðafræði – Rannsóknaraðferðir	58
3.1 Markmið rannsóknar / rannsóknarspurningar	58
3.2 Eigindleg rannsókn	59
3.3 Töluleg greining	62
3.4 Takmarkanir rannsóknar	62
4 Eigindleg rannsókn – Greining viðtala	64

4.1	Ytri áhrifaþættir.....	64
4.1.1	Breytt efnahags- og fjármálaumhverfi.....	64
4.1.2	Áhrif hlutabréfamarkaðarins.....	65
4.1.3	Samfélagsleg áhrif.....	68
4.2	Innri áhrifaþættir.....	71
4.2.1	Áhættan af rekstri sjávarútvegsfyrirtækja.....	71
4.2.2	Vaxtarmöguleikar.....	72
4.2.3	Stjórnendurnir - eigendur.....	73
4.3	Framtíðin.....	76
5	Töluleg greining.....	78
5.1	Ytri áhrifaþættir.....	78
5.1.1	Breytt efnahags og fjármálaumhverfi.....	78
5.1.2	Áhrif hlutabréfamarkaðarins.....	82
5.2	Innri áhrifaþættir.....	90
5.2.1	Afkoma fyrirtækjanna.....	90
5.2.2	Vaxtarmöguleikar.....	91
6	Niðurstöður.....	93
6.1	Umfjöllun um rannsóknarspurningar.....	93
6.2	Lokaorð.....	100
6.3	Heimildaskrá.....	101
	Viðauki.....	109

Myndayfirlit

Mynd 1. Tengsl ávöxtunarkröfu og áhættustigs	19
Mynd 2. Fjöldi fyrirtækja í Kauphöll Íslands frá 1992 til 2007.	25
Mynd 3. Fjöldi nýskráninga á helstu mörkuðum Bandaríkjanna.	33
Mynd 4. Verðþróun þorskveiðiheimilda frá 1996 til 2007.....	44
Mynd 5. Þróun kvótageignar hjá 20 kvótastærstu fyrirtækjum Íslands.....	45
Mynd 6. Fjöldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands og fjöldi sjávarútvegsfyrirtækja í Kauphöll Íslands.	46
Mynd 7. Fjöldi sjávarútvegsfyrirtækja í kauphöllum Íslands og Noregs.	50
Mynd 8. Samanburður á gengi bréf Aker Seafoods og úrvalsvisitölunni á Olsó Børs.52	
Mynd 9 . Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af heildarfjölda fyrirtækja í Kauphöllinni .	79
Mynd 10. Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af heildarmarkaðsvirði fyrirtækja í Kauphöllinni.	80
Mynd 11. Heildarviðskipti í Kauphöll Íslands	80
Mynd 12. Hlutfall fjölda viðskipta með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjum borin saman við hlutfall þeirra í Kauphöllinni	81
Mynd 13. Hlutfall veltu með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjunum borið saman við heildarveltu með hlutabréf í Kauphöllinni.....	82
Mynd 14. Þróun verðs hjá nokkrum sjávarútvegsfyrirtækjum	83
Mynd 15. Sjávarútvegsvisitölan og úrvalsvisitölan frá 1992 til 2007	84
Mynd 16. Þróun þorsk kvótaverðs frá 1996 - 2007	85
Mynd 17. Samanburður á þróun kvótaverðs og verð hlutabréfa nokkurra sjávarútvegsfyrirtækja.....	86
Mynd 18. Samanburður kvótaverðs á kvótamarkaði og meðalverði kvótans innan fyrirtækjanna sem skráð voru í Kauphöllinni	87
Mynd 19. Samanburður kvótaverðs á kvótamarkaði og kvótans innan nokkurra fyrirtækja sem skráð voru í Kauphöllinni.....	88
Mynd 20. Hlutfall stærðar sjávarútvegsfyrirtækja af meðalstærð allra fyrirtækja skráðra í Kauphöllinni.	89

Mynd 21. Ytri áhrifaþættir á brotthvarf sjávarútvegsfyrirtækjanna úr Kauphöllinni . .	95
Mynd 22. Innri áhrifaþættir úr rekstri sjávarútvegsfyrirtækjanna á brotthvarf þeirra úr Kauphöllinni	97
Mynd 23. Helstu áhrifaþættir á brotthvarf sjávarútvegsfyrirtækjanna úr Kauphöllinni.	98

Töfluyfirlit

Tafla 1. Sjávarútvegsfyrirtæki í Kauphöll Íslands, nýskráning og afskráning.	47
Tafla 2. Sjávarútvegsfyrirtæki sem hafa verið skráð á Osló Børs og meginstarfsemi þeirra.	51
Tafla 3. Velta bréfa hjá Aker Seafoods og samanburðarfélögum.	52
Tafla 4. Árleg hækkun atvinnugreinaúsitalna Kauphallarinnar frá 1993 til 2004.	84
Tafla 5: Arðsemi eigin fjár	90
Tafla 6. Hagnaðarhlutfall.....	91
Tafla 7. Mismunandi ávöxtun eftir eignaflokkum.....	91
Tafla 8. Yfirlit yfir vöxt tekna fyrirtækja skráð í Kauphöllinni 1997-2007.	91
Tafla 9. Forsendur fyrir inngöngu sjávarútvegsfyrirtækja á ný í Kauphöllina.	99

Inngangur

Árið 1990 voru fyrstu hlutabréfin skráð í Kauphöll Íslands og fljótlega streymdu sjávarútvegsfyrirtækin inn á hana til skráningar á hlutabréfamarkaðinn. Alls hafa 25 slík félög verið skráð þar en núna, 18 árum síðar, er einungis eitt sjávarútvegsfyrirtæki skráð í Kauphöllinni og hefur þegar verið tilkynnt um brotthvarf þess þaðan. Í árdaga núverandi fiskveiðistjórnunarkerfis var von um að almenningur á Íslandi gæti að hluta til átt í þeirri náttúruauðlind sem veiðiheimildir eru með því að kaupa hlutbréf í sjávarútvegsfyrirtækjum á almennum markaði. Tíðarandi viðskiptalífs síðastliðinna ára hefur verið mjög jákvæður fyrir því að fyrirtæki með álíka starfsemi séu skráð á almennum markaði. Því vaknar sú spurning hvað hafi valdið því að ekkert þeirra fyrirtækja sem fór inn á markaðinn sá sér hag í því að vera þar til lengri tíma.

Viðfangsefni ritgerðarinnar er að skoða hvað legið hafi að baki þessari atburðarás. Ætlunin er að skoða ytri ástæður, þ.e. frá umhverfinu sem fyrirtækin starfa í, og einnig innri ástæður, þ.e. það sem tengist sérstaklega atvinnugreininni, hennar sérkennum og sérstöðu. Rannsóknin beinist að sjávarútvegsfyrirtækjunum sem heild og þeim atriðum sem eru sammerkt með þeim öllum. Sjávarútvegsfyrirtæki voru takmörkuð við þann hóp fyrirtækja sem stundaði veiðar og vinnslu sjávarafurða en hvorki voru tekin með í rannsóknina fyrirtæki sem sjá um sölu á sjávarafurðum né fiskeldisfyrirtæki.

Í ritgerðinni er fjallað fræðilega um hlutabréfamarkaði, greint frá erlendum rannsóknum um ástæður þess að fyrirtæki fara inn og út af slíkum mörkuðum og hvaða kosti fyrirtæki þurfa að vera búin til að vegna vel þar.

Rannsóknarspurningar sem leitast verður svara við eru eftirfarandi:

- Hvaða ytri ástæður og þættir í umhverfinu höfðu áhrif á ákvarðanatökuna um brotthvarf úr Kauphöllinni?

- Hvaða innri þættir í rekstri sjávarútvegsfyrirtækis gerðu því erfitt fyrir á hlutabréfamarkaði ?
- Eiga sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi afturkvæmt inn í Kauphöllina ?

Ritgerðin er byggð upp þannig að fyrsti kafli á eftir inngangi fjallar um hlutabréfamarkaði, eðli þeirra og einkenni, á fræðilegan hátt. Þar er einnig að finna umfjöllun um þá þætti sem verða til þess að fyrirtæki taka þá ákvörðun að láta skrá sig á hlutabréfamarkað, hvers konar fyrirtækjum vegnar vel þar og af hverju fyrirtæki láta afskrá sig af hlutabréfamarkaði.

Annar kafli fjallar um sjávarútveg, helstu einkenni hans sem atvinnugreinar og starfsumgjörð hans á Íslandi. Farið er yfir þau sjávarútvegsfyrirtæki sem hafa verið skráð í Kauphöll Íslands. Einnig er aðeins litið til sjávarútvegs í öðrum löndum, þau starfsskilyrði sem hann býr við og skoðað hvernig honum hefur vegnað í Kauphöllum.

Þriðji kafli fjallar um aðferðafræði rannsóknarinnar og þær tvær rannsóknaraðferðir sem notaðar voru, annars vegar eigindleg rannsókn og hins vegar töluleg greining. Fjórdi kafli greinir frá því sem fram kom í eigindlegu rannsókninni og fimmti kafli er töluleg greining á þeim atriðum sem fram komu í fjórða kafla. Í sjötta og síðasta kaflanum er rannsóknarspurningunum svarað og heildarniðurstöður dregnar saman. Í lokaorðum er að finna tillögur að frekari rannsóknum á þessu sviði.

1 Hlutabréfamarkaður - Kauphöll

1.1 Um hlutabréfamarkaði

Í kaflanum er fjallað um hlutabréf, hlutabréfamarkað og kauphöll. Þessi hugtök eru skilgreind og ljósi varpað á hvaða hlutverki þau gegni í viðskiptalífi heimsins. Greint er frá helstu hagsmunaaðilum þeirra. Tæpt er á helstu atriðum í virkni hlutabréfamarkaða og eðli þeirra. Farið verður lauslega yfir þau atriði sem fyrirtæki þurfa að uppfylla til að geta fengið skráningu í Kauphöll. Að lokum er ágríp af sögu hlutabréfamarkaðar á Íslandi. Ekki er lögð áhersla á að umfjöllunin sé tæmandi, heldur nægjanleg til þess að lesandinn hafi nægar forsendur til þess að skilja viðfangsefni ritgerðarinnar.

1.1.1 Skilgreiningar og saga

Hlutabréf

Skilgreina má hlutabréf sem verðbréf eða skírteini sem keypt eru sem fjárfesting og teljast eign að hluta í félagi (Fontanills og Gentile, 2001). Hlutabréf bera ekki fyrirfram ákveðna vexti eins og skuldabréf heldur felst ávöxtun þeirra í greiðslu arðs og hækkun á gengi þeirra. Hlutabréf eru áhættusamari en t.d. skuldabréf þar sem greiðsla arðs og hækkun á gengi bréfanna fer að mestu leyti eftir efnahagslegri afkomu fyrirtækjanna.

Einar Guðbjartsson (1999) segir marga velta fyrir sér enska orðinu „*stock*” sem þýtt hefur verið á íslensku sem hlutabréf. Hann segir enska orðið „*stock*” (tré eða kubbur) sem nú er notað um hlutabréf eiga rætur sínar að rekja til 14. aldar. Þegar stofnuð voru fyrirtæki á þessum tíma þurfti eins og nú að útbúa eignaryfirlýsingu um hlut hvers og eins í fyrirtækinu. Fyrir valinu varð „spýta” því viðurinn hafði það fram yfir pappírinn sem var kálfskinn að hann var endingarbetri og það var einnig auðvelt að rista texta og upphæð í viðinn. Spýtan hafði betra geymsluþol en kálfskinn og var

ekki eins viðkvæm í flutningum eða við sölu. Sá sem hafði „*stock*” undir höndum var lögmætur “hlutabréfaeigandi” í viðkomandi fyrirtæki.

Fontanills og Gentile (2001) segja hlutabréf vera tákni eignarhlutar í fyrirtæki, þannig að þegar einstaklingur kaupir hlutabréf, verði hann eigandi að hluta fyrirtækisins. Hlutfallið sem hann eigi er háð fjölda hluta sem hann hafi keypt og fjölda hluta sem eru í umferð hverju sinni. Þeir segja að hluthafinn hafi eftirfarandi réttindi; hlutdeild í hagnaði, atkvæðisrétt og rétt á upplýsingum um fyrirtækið. Þeir telja mikilvægustu réttindi hvers hluthafa vera hlutdeild hans í hagnaði fyrirtækisins. Fræðilega séð segja þeir verðmæti fyrirtækisins í beinu samhengi við þann hagnað sem það getur myndað.

Hlutabréfamarkaður

Fontanills og Gentile (2001) segja hlutabréfamarkað (*e. stock market*) vera flókið fyrirbæri sem lúti engum náttúrulegum hlutum heldur lagi sig að aðstæðum hverju sinni. Hann sé samheiti yfir það ferli að kaupa og selja hlutabréf í fyrirtækjum. Þeir skilgreina viðskiptin (*e. trade*) á hlutabréfamarkaði sem raunverulegt ferli við að kaupa eða selja fjármuni með það markmið að hagnast. Þetta kaup og sölufarli og þjónustan í kringum það er varan sem hlutabréfamarkaðurinn verslar með.

Í ritstjórnarávarpi Runólfs Smára Steinþórssonar í bók Einars Guðbjartssonar (1999) bendir Runólfur á að ávinningur af virkum hlutabréfamarkaði sé víðtækur. Hann stuðli að hagkvæmstu ráðstöfun auðlinda í samfélaginu og auki aðhald í rekstri fyrirtækja, m.a. vegna þess að samhliða verður markaðurinn fyrir stjórnendur fyrirtækja virkari. Hann segir fleiri og fleiri fyrirtæki hafi séð sér hag af þátttöku á hlutabréfamarkaðnum sem hefur skapað fjölmörg ný tækifæri til að efla rekstur og bæta eigin fjárstöðu fyrirtækja.

Mikilvægi hlutabréfamarkaðar felst fyrst og fremst í virkni fjármagnsins, þ.e. virkjun á fjármagni fjárfesta inn í fyrirtækjunum. Ef virkni markaðar er skilvirk verður kostnaður fjármagns hagstæður (Schwartz, 1988). Í grein Magnúsar Sveins Helgasonar frá 2004 um hlutverk kauphallar segir hann frá því að Larry Neal, einn virtasti hagsögufræðingur Bandaríkjanna, hafi haldið því fram að hlutverk verðbréfamarkaða sé ekki síst að auðvelda hagkerfum að takast á við efnahagslegar

eða fjármálalegar „byltingar”. Verðbréfamarkaðurinn geri þetta með því að bjóða upp á örugga verðmyndun og fjármagnsflæði. Hann telur að þróun hagkerfa fari nokkuð eftir því hversu vel markaðnum tekst að sinna þessu hlutverki .

Kauphöll

Kauphöll (*e. stock exchange*) er þjónustustofnun við hlutabréfamarkaðinn. Hún veitir þingaðilum þjónustu með því að bjóða upp á fullkomið viðskiptakerfi, með því að tryggja að allir markaðsaðilar hafi aðgang að sömu upplýsingum og að allir fjárfestar sitji við sama borð. Þá veitir hún skráðum fyrirtækjum og hluthöfum þeirra þjónustu með því að skrá verð bréfa í fyrirtækinu opinberlega og gera öflun eiginfjár á hlutabréfamarkaði mögulega (Magnús Sveinn Helgason, 2004).

Sagan

Hlutabréf og hlutabréfaviðskipti eiga sér langa sögu. Í Evrópu er hún rakin nokkrar aldir aftur í tímann og samfelld skráning á verði í viðskiptum með hlutabréf í Bandaríkjunum nær aftur til árána 1720 – 1730. Tvö fyrstu almenningshlutafélögin í Bretlandi urðu til í kringum könnunarleiðangra til fjarlæggra heimshluta, meðal annars til Indlands, og er Austur Indía félagið þeirra þekktast. Skrifstofa fyrir hlutabréfamarkað var opnuð á Wall Street í New York í mars árið 1792. Mikil þróun átti sér stað á næstu áratugum, sú mikilvægasta kom þegar þjónusta ritsímans opnaði á árunum 1840-1850 en það stuðlaði að betri dreifingu á upplýsingum til fjárfesta (Schwartz, 1988). Á fyrsta þriðjungi tuttugustu aldarinnar jókst fjöldi Bandaríkjamanna sem átti hlutabréf úr hálfri milljón manna upp í tíu milljónir manna. Hlutabréfamarkaður hafði þróast frá því að vera vettvangur lítills hóps fjárfesta til þess að almenningi gæfist kostur á að ávaxta fé sitt á þeim með kaupum og sölum á hlutabréfum. Þeir voru þannig komnir í samkeppni við aðrar fjármálastofnanir um sparifé almennings (Schwartz, 1988). Eftir hrun hlutabréfamarkaða árið 1929 minnkaði traust almennings mikið á þeim. Í kjölfarið var lagaumgjörðinni í kringum þá breytt á árunum 1933-1938 en þær settu skýrari leikreglur og þóttu stuðla að meira öryggi fyrir fjárfestana. Þetta varð til þess að traust almennings á hlutabréfamarkaði jókst á nýjan leik (Brigham og Daves, 2004).

Á árunum fyrir seinni heimstyrjöldina var mest allt langtímafjármagn í Bretlandi fengið á hlutabréfamörkuðum því bankar lánuðu einungis fjármagn til skamms tíma (Chapman, 1986).

Árin 1963-1968 voru mikil uppgangsr hlutabréfamarkaðar í Bandaríkjunum og jókst þá fjöldi félaga sem fóru á markað og einnig fjöldi fjárfesta. Hlutabréfamarkaðir hafa tekið mjög miklum breytingum síðastliðin 20 ár og eiga efalaust eftir að breytast enn meira á næstu árum með tilkomu tækninýjunga og breyttra viðskipta- og þjófþélagshátta. Í dag eru hlutabréf flestra hlutabréfamarkaða aðgengileg hvar sem er í heiminum og einnig er aðgengi einstaklinga sem og fagfjárfesta að upplýsingum um hlutabréfin mjög góð og breyttist mjög mikið við tilkomu internetsins.

Hlutverk

Helstu hlutverk hlutabréfamarkaða hvar sem er í heiminum hafa m.a. verið skilgreind með eftirfarandi hætti:

1. Að stuðla að heppilegri eignadreifingu og um leið valddreifingu í helstu greinum atvinnureksturs.
2. Að greiða fyrir því að almenningur geti ávaxtað sparifé sitt í fyrirtækjum í atvinnulífinu og einnig lífeyrissjóðir fyrir hönd sjóðfélaga sinna.
3. Að greiða fyrir eigendaskiptum í atvinnurekstri, t.d. vegna kynslóðaskipta, samruna og yfirtöku í hagræðingarskyni, og vegna tækniframfara eða til að efla rekstrareiningar í atvinnulífinu og gera þeim kleift að ráðast í stærri verkefni.
4. Að greiða fyrirtækjum leið til að afla áhættufjár til að ráðast í ný verkefni eða hagræða í rekstri sínum (Sigurður B. Stefánsson, 2003. bls. 20).

Auk þessa hefur verið nefnt að hlutabréfamarkaðurinn skapi aðhald og eftirlitskerfi í sambandi við rekstur, stjórnun og meðferð þess fjármagns sem bundið er í fyrirtækjunum sem skrásett eru á hlutabréfamarkaðnum (Einar Guðbjartsson, 1999).

Hlutabréfamarkaður er ekkert frábrugðinn öðrum mörkuðum að því leyti að það er framboð og eftirspurn sem ræður ríkjum. Viðskiptavinir hlutabréfamarkaðar hafna þeim vörum sem ekki uppfylla væntingar um gæði og verð. Þeir bera saman arðsemi hlutabréfanna miðað við það áhættustig sem rekstur fyrirtækisins hefur.

1.1.2 Hluthafar – eigendur hlutabréfa

Fjárfestar (*e. investors*), sem kaupa hlutabréf í fyrirtækjum, gerast um leið hluthafar. Með kaupunum eignast þeir ákveðinn hundraðshluta í hlutafé fyrirtækisins. Sem hluthafar verða þeir þátttakendur í atvinnustarfseminni og hagnast því þegar fyrirtæki gengur vel en tapa þegar reksturinn gengur illa.

Fjárfestum á hlutabréfamörkuðum er oft skipt upp í þrjá ólíka hópa en það eru:

- Einstaklingar sem setja sinn sparnað í hlutabréf
- Fyrirtæki og stofnanir s.s.eftirlaunasjóðir, líftryggingarfyrirtæki, fjárfestingarsjóðir.
- Spákaupmenn (*e. speculators*) og miðlarar (*e. traders*).

Á hlutabréfamörkuðum heimsins er talið að einstaklingar eigi um fjórðung hlutabréfanna. Þróunin víðast hvar hefur verið sú, að hlutdeild einstaklinga hefur farið minnkandi. Sem dæmi má nefna að á síðari hluta 20. aldarinnar lækkaði hlutfall hlutabréfa í eigu einstaklinga í Bandaríkjunum úr 65 % í 40% og hlutfall hlutabréfa í eigu stofnana hækkaði úr 26% í 47%. (Sigurður B. Stefánsson, 2003). Sumir hafa verið þeirrar skoðunar að þessi aukning fyrirtækja og stofnana sem eigenda hlutabréfa, hafi orðið til þess að eignarhald fyrirtækja safnist með því móti á færri hendur. Þetta er talið algengt á öllum ungum hlutabréfamörkuðum en þetta var einmitt raunin í Bandaríkjunum á fyrstu áratugum markaðarins þar. Mikill auður safnaðist á hendur fárra fjölskyldna. Þegar markaðurinn eltist og þroskaðist þá dreifðist eignarhaldið á fleiri hendur (Sigurður B. Stefánsson, 1994).

Annar hópur sem einnig hefur tekið til sín aukinn hlut á hlutabréfamörkuðum heimsins eru svokallaðir spákaupmenn en það eru þeir aðilar sem vinna út frá tilfinningu sinni fyrir sálarástandi markaðarins á hverjum tíma og spá fyrir um verðbreytingar hlutabréfa óháð öðrum aðstæðum fyrirtækisins (Sigurður B. Stefánsson, 2003). Miðlarar nota kerfisbundna greiningu á gögnum um hlutabréf til að meta kaup og sölu á hlutabréfum. Bæði spákaupmenn og miðlarar eru taldir spila meira inná skammtímahagnað en aðrir fjárfestar á hlutabréfum.

Markmið og væntingar eru með mismunandi hætti hjá þessum hluthafahópum og taka þeir mið af stefnu félagsins á ýmsan hátt. Sem dæmi er hægt að nefna arð-

greiðslustefnu (*e. payout policy*) sem tekur mið af því hvort hluthafar eru að leita eftir félögum sem hafa þá stefnu að greiða alltaf út arð eða kaupa bréf til baka (*e. pay back*) eða láta ávöxtun fyrirtækisins koma fram í hækkun á verði bréfanna.

Þróunin hefur verið sú að til að ná að ávaxta fjármagnið sem best í hlutabréfum hafa almennir hluthafar þurft á síðustu árum að kaupa og selja bréf í meira mæli en ástæða var til á síðari hluta 20. aldarinnar. Flökt á verði hlutabréfa hefur einnig aukist frá árinu 1980 þegar umbylting á fjármálamarkaði hófst og sumir telja að dagar þess að kaupa til eignar (*e. buy and hold*) sem Warren Buffett er kunnur fyrir séu taldir. Um 1980 var eignarhaldstími hlutabréfa að jafnaði 4,5 ár. Árið 2003 var meðaltíminn aðeins 4,5 mánuðir (Sigurður B. Stefánsson, 2003).

1.1.3 Eðli og starfsemi hlutabréfamarkaða

Skilvirkni hlutabréfamarkaðar

Sveiflur á hlutabréfamarkaði hafa alltaf verið fyrir hendi þar sem fullkomnar upplýsingar um það umhverfi sem fyrirtækin starfa í eru ekki fáanlegar. Í þessu samhengi hafa verið settar fram kenningar um skilvirkni markaðar (*e. efficient market*). Kenningin byrjaði að þróast um 1900 og hafa margir stræðfræðingar og hagfræðingar lagt rannsóknir að mörkum við þróun hennar eins og Maurice Kendall og Harry Markowitz. Kenningin er þó oftast kennd við hagfræðinginn Eugene Fama sem setti hana fram í núverandi mynd árið 1970 (Brealey, Myers og Allen 2006). Hugmyndin um skilvirkan markað byggist á því að allir fjárfestar á markaðnum hafi jafnan aðgang að þeim upplýsingum sem í boði eru og allir hafi jafna getu og möguleika til að kaupa og selja verðbréf á nákvæmlega sama tíma. Þannig gæti gengi félags á markaði endurspeglað allar upplýsingar sem væru fyrirbyggjandi á þeim tíma (Brealey, Myers og Allen 2006).

Skilyrði fyrir skilvirkum markaði eru talin vera eftirfarandi (Brealey, Myers og Allen 2006);

- Upplýsingar aðgengilegar
- Engar viðskiptahindranir
- Þátttakendur margir
- Markmið fjárfesta er að hámarka arð sinn

Virgni markaða er hægt að skipta í þrennt (Brealey, Myers og Allen 2006);

- *Veik virgni* á við þegar verð geymir allar upplýsingar sem má lesa úr fyrri verðsveiflum sem endurspeglast í núverandi andvirði bréfanna.
- *Hálfsterk virgni* er þegar andvirði bréfanna endurspeglar allar opinberar upplýsingar þ.e. ársreikninga, hálfársuppgjör, fréttabréf, hagtölur o.s.frv. Þá nær enginn betri árangri en aðrir með því að greina ársskýrslur og fréttatilkynningar skráðra hlutafélaga.
- *Sterk virgni* hlutabréfamarkaða er þegar í verði hlutabréfa eru allar upplýsingar sem tengjast fyrirtækjunum, jafnvel upplýsingar sem einungis eru kunnugar innherjum og því geta engir, jafnvel ekki innherjar, hagnast óeðlilega á hlutabréfaviðskiptum. Þessi markaður er af mörgum ekki talinn til.

Verðmyndun

Miklum sveiflum á hlutabréfamarkaði má líkja við flóð og fjöru. Þær tengjast lögmálinu um framboð og eftirspurn á markaði og einnig þeim aðstæðum sem eru í hagkerfinu á hverjum tíma (Lorie og Hamilton, 1973). Til einföldunar hefur verið sagt að sveiflurnar tengjast því hvort “græðgin eða hræðslan” hafi völdin hjá fjárfestum á hverjum tíma. Staða markaðarins í hagsveiflunni og samhengið á milli hagvaxtar, hækkunar hlutabréfaverðs og vaxtastigsins í samfélaginu, þetta eru þættir sem skipta mjög miklu máli í viðskiptum með hlutabréf (Lorie og Hamilton 1973). Þetta eru þættir sem hvert fyrirtæki um sig getur haft lítil áhrif á, svokallaðir ytri áhrifaþættir.

Virði hlutabréfa byggjast að miklu leyti á væntingum um framtíðarávinning af starfsemi hlutafélagsins og af því gildi sem þessi ávinningur er reiknaður út frá. Í heimi þar sem allir hlutir væru vitaðir með vissu og öryggi, myndi ávinningur hlutabréfa vera jafn þeim ávinningi sem fjárfestingin skilaði. En í okkar óvissa heimi er ekki svo auðveldlega hægt að reikna út þennan vænta ávinning (Lorie og Hamilton 1973). Í gegnum tíðina hafa komið fram margar kenningar og aðferðir til að reikna og meta þann vænta ávinning sem hlutabréf gætu gefið af sér. Hlutabréfamarkaðurinn hefur eigið verðmætakerfi á efnahagslega framtíðargetu fyrirtækjanna (*e.future economics benefit*) miðað við áhættustig. Mælikvarðinn sem hlutabréfamarkaðurinn

notar er “gengi” hlutabréfanna. Mest er notast við verð hvers hlutabréfs (*e. price of share*).

Samkvæmt Brealey, Myers og Allen (2006) eru algengustu aðferðir við verðmat á hlutabréfum eftirfarandi;

- **Núvirði væntra arðgreiðslna** (*e. present value expected future dividends*) núvirtar eru væntanlegar arðgreiðslur miðað við ákveðna ávöxtunarkröfu.
- **Reiknað með vexti í arðgreiðslum** (Gordon módel) áfram núvirtar væntanlegar arðgreiðslur en til viðbótar er gert ráð fyrir vexti þeirra.
- **Frjáls fjárflæði núvirt með WACC** WACC (*e. weighted average cost of capital*) er mæling á kostnaði fjármagns, vegið er saman kostnaður við lánsfé, hlutafé og annað eigið fé fyrirtækisins.
- **Kennitölur og samanburður innan sömu greinar.** Algengustu kennitölurnar eru v/h hlutfall (*e. P/E price to earnings ratio*) en það er hlutfallið á milli markaðsvirðis fyrirtækis og hagnaðar eftir skatta.
- **Arðsemi eigin fjár** (*e. return on equity*) sem er hagnaður deilt með eigin fé og segir til um hvernig fyrirtæki tekst að ávaxta það fjármagn sem í því er bundið.
- **Hagnaðarhlutfall** (*e. net profit margin*) segir til um hve stór hluti veltu skilar sér sem hagnaður fyrirtækisins.
- **Markaðsverð** gengið sem bréfin eru skráð á í Kauphöll á hverjum tíma.
- **Bókfært virði** virði hlutabréfa samkvæmt efnahagsreikningi fyrirtækisins.
- **Upplausnarverð** endurmetinn efnahagsreikningur miðað við það verð sem fengist fyrir eignir fyrirtækisins í sölu.

Innri áhrifaþættir á verðmyndun hlutabréfa eru þeir þættir sem fyrirtækið sjálft hefur áhrif á með starfsemi sinni. Brighams og Daves (2004) nefna eftirfarandi þætti sem hafa mikil áhrif á val fjárfesta: arðgreiðslustefna, væntingar um arðsemi rekstrar, vaxtarmöguleikar fyrirtækisins og áhættan af starfsemi þess.

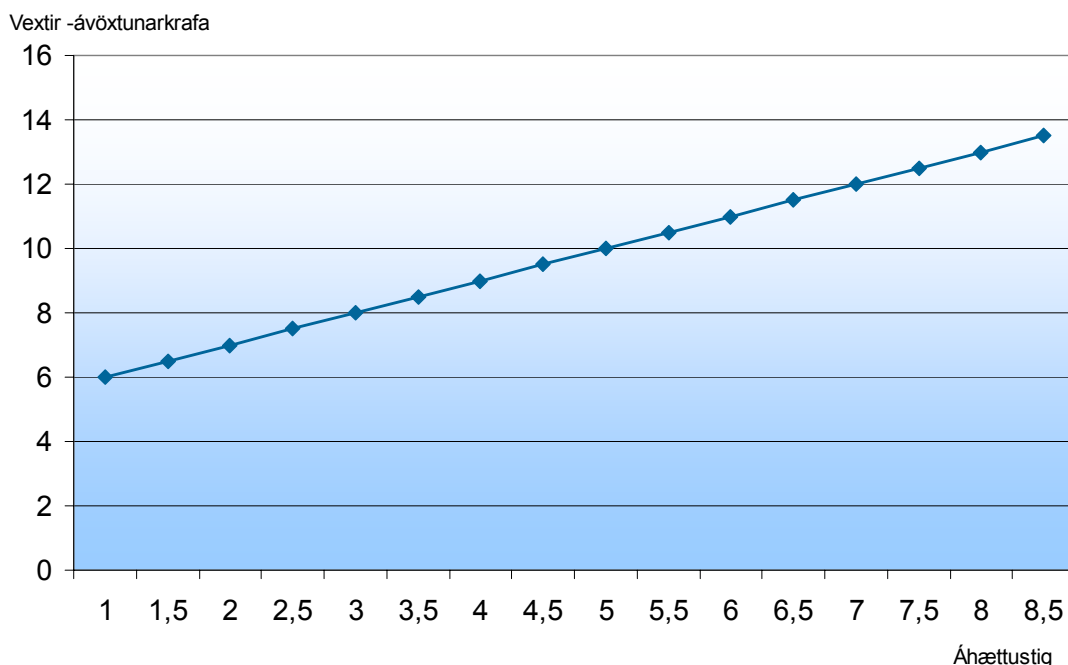
Arðgreiðslustefna hefur áhrif á þann veg að ákveðnum hópi fjárfesta, t.d. lífeyrisþegum, er mikilvægt að fá reglulega útgreiðslu á arði, ef fyrirtæki hefur þá stefnu að greiða út arð velja þeir frekar þess konar fyrirtæki til að fjárfesta í. Fyrir aðra fjárfestahópa skiptir þetta atriði ekki eins miklu máli.

Væntingar um arðsemi rekstrar algengast er að fjárfestar skoði hagnað fyrir vexti, skatta og afskriftir, svokallaða EBITDA (*e. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) til að meta framlegð rekstrarins og til að meta hversu háu hlutfalli rekstrartekna fyrirtækið skilar til að standa undir fjármagnskostnaði, sköttum og hagnaði til eigenda.

Vaxtarmöguleikar hafa mikil áhrif á mat fjárfesta því þar sem fyrirtæki hafa sýnt kröftugan vöxt er líka von um hratt vaxandi hagnað. Til að fylgjast með vexti er fylgst með veltu og hagnaði fyrirtækisins.

Áhætta starfseminnar hefur mikið um það að segja hver ávöxtunarkrafa fjárfestisins til fyrirtækisins verður. Fjármagn það sem hluthafar leggja fram er í eðli sínu áhættufjármagn. Hlutfé gefur ekki af sér örugga ávöxtun til skamms tíma litið. Vegna þessarar óvissu um ávöxtunina og endurgreiðslu hlutfjárins krefst fjárfestirinn aukabóknunar, umfram það sem áhættulaus fjárfesting gæfi af sér.

Í sinni einföldustu mynd er samræmi á milli aukinnar áhættu og hærri ávöxtunar (sjá mynd 1). Algengast er að miða við að áhættulaus fjárfesting séu ríkistryggð skuldabréf og miða aukna áhættu út frá þeirra vaxtastigi.



Mynd 1. Tengsl ávöxtunarkröfu og áhættustigs

Markaðsáhætta (*e. market risk*) fyrirtækja er sú áhætta sem skapast af verðbreytingum á hlutabréfamarkaðnum öllum. Mæld markaðsáhætta hvers fyrirtækis er táknuð með gríska bókstafnum beta. Ef betagildi hlutabréfs er hærra en einn merkir það að slík hlutabréf taka meiri breytingum heldur en markaðurinn. Ef beta er einn breytist verð hlutabréfsins eins og markaðurinn, en minna ef gildið er minna en einn.

Ýmsir útreikningar eru notaðir til að reikna út og meta áhættu og má þar nefna, næmnispróf (*e. sensitivity analysis*), sviðsmyndagreiningu (*e. scenario analysis*), núllpunkt (*e. break even analysis*), hermun (*e. simulation*), ákvörðunartré (*e. decision trees*) og breytta ávöxtunarkröfu með CAPM (*e. capital asset pricing model*). Til að ná sem bestri ávöxtun á fjármagn á hlutabréfamarkaði er þekking og skilningur á forsendum og hlutverki hans mjög mikilvæg bæði fyrir fjárfesta, greinendur og miðlara. Bæði kenningarnar og stærðfræðilegu reiknireglurnar eru ómissandi þegar fjárfestingartækifæri eru borin saman (Kristján Jóhannsson, munnleg heimild, 6. september 2007).

Vaxtarmöguleikar

Í mjög mörgum útreikningum á verðmati hlutabréfa kemur mögulegur vöxtur fyrirtækisins við sögu. Um er að ræða vöxt á tekjum, arðsemi og arðgreiðslum. Þetta er eitt þeirra atriða sem hvað erfiðast er að meta en aukinn vöxtur getur haft mjög mikil áhrif á verðmat. Samkvæmt Brigham og Daves (2004) eru þrjár aðferðir algengastar til að meta væntanlegan vöxt fyrirtækis.

- Skoða sögulegan fyrri vöxt
- Reikna út vöxt fyrirtækis á milli ára miðað við tölur úr efnahagsreikningi
- Nota spár um framtíðarvöxt atvinnugreinarinnar

Þessu til viðbótar má nefna að metnir eru möguleikar fyrirtækja til vaxtar út frá þekkingu, reynslu og öðrum auðlindum fyrirtækisins sem oft eru illmælanlegir en byggjast á væntingum. Sum fyrirtæki eru flokkuð sem vaxtarfyrirtæki (*e. growing firms*) en það eru oftast mjög ung fyrirtæki sem hafa sýnt kröftugan vöxt og mikinn og hratt vaxandi hagnað. Vaxtarfyrirtæki ráðstafa oftast sjálf hagnaði sínum til að auka enn umsvifin í eigin rekstri í stað þess að greiða hann út sem arð til hluthafa. Eitt þekktasta dæmið um vaxtarfyrirtæki er Coca Cola (Brigham og Daves (2004)).

Vísitölur

Vísitölur eru mikið notaðar við greiningar á hlutabréfamörkuðum. Atvinnugreinavísitölur eru nokkurs konar meðaltal á breytingum á verði hlutabréfa í fyrirtækjum sem tengjast hverri vísitölu. Kauphöll Íslands notar flokkun eftir GICS staðli frá Morgan Stanley International og Standard og Poors. Samkvæmt henni eru fyrirtæki flokkuð eftir lýsingu á meginstarfsemi þeirra. Dæmi um slíkar vísitölur eru sjávarútvegsvísitalan, iðnaðarvísitalan og fjármálavísitalan. Þegar skoðaðar eru breytingar á hlutabréfamörkuðum er yfirleitt horft á gengi vísitalna til að fá einhverja mynd af þróuninni. Kauphöll Íslands birtir úrvalsvísitölu sem í voru 12-15 fyrirtæki hverju sinni fram að bankahruninu í október 2008. Félög eru valin í úrvalsvísitöluna tvisvar á ári og er m.a. horft til veltu með bréf og flots þeirra þ.e. aðgengis fjárfesta að bréfum til kaups (Kauphöll Íslands, 2006b).

Seljanleiki

Seljanleiki bréfa er metinn út frá því hve mikil velta er með viðkomandi bréf. Mikil og tíð viðskipti með hlutabréf fyrirtækis eru forsenda þess að verðmyndun sé með eðlilegum hætti því þá geta einstök viðskipti ekki haft veruleg áhrif á gengi hlutabréfanna. Einnig skiptir flot bréfa verulegu máli því ef ekki eru til bréf til kaups á markaðnum verður heldur ekki um eðlilega verðmyndun að ræða (Brigham og Daves, 2004).

Eignarhald – stjórnendur

Hlutabréfamarkaður gerir kleift að aðskilja eignarhald og stjórnun fyrirtækis. Hann auðveldar eignarhaldsbreytingar hvort sem um er að ræða einkavæðingu opinbers félags eða önnur fyrirtæki í atvinnulífinu. Einkafyrirtæki geta verið vel rekin sem einkahlutafélög og verið í eigu eins aðila eða einnar fjölskyldu. Of þröngt eignarhald getur valdið því að fyrirtækið verður af þeim stækkunarmöguleika sem í því býr vegna þess að meira áhættufjármagn þarf eða meðeigendur með sérþekkingu. Við kynslóðaskipti í fjölskyldum geta myndast erfiðleikar við að kaupa út þá sem ekki vilja koma að áframhaldandi rekstri og þá er skráning á hlutabréfamarkaði leið til að losa um eignarhluta á verði sem myndast á opnum markaði.

Yfirtökur

Þar sem frjáls kaup og sala er með hlutabréfin geta áhugasamir aðilar keypt mikið magn bréfa í ákveðnu félagi með það að markmiði að koma að manni í stjórn og jafnvel taka alla stjórn á félaginu (Chapman, 1986). Eitt af því sem mögulegt er á hlutabréfamarkaði er að kaupa meirihluta í hlutafélagi eða það allt, og fara í svokallaða yfirtöku (*e. take over*).

Um tvennskonar yfirtökur er að ræða, vinveittar og óvinveittar. Vinveitt yfirtaka er þegar stjórnendur fyrirtækisins standa að yfirtökunni en óvinveitt er þegar um er að ræða aðila utan fyrirtækisins sem vilja kaupa fyrirtækið gegn vilja stjórnenda eða eigenda.

Skuldsett yfirtaka stjórnenda (*e. leveraged buyout*) er sérstakt form yfirtöku þar sem stjórnendur fyrirtækis kaupa fyrirtækið sem þeir vinna hjá og fá til þess lán hjá fjármálafyrirtæki. Ferlið hefst oft á því að stjórnendum finnst að verðmæti fyrirtækisins sem þeir vinna hjá sé vanmetið. Fleiri ástæður geta verið fyrir því að þetta ferli hefst og er atvinnuöryggi stjórnenda t.d. ein þeirra. Með því að kaupa fyrirtækið sem þeir vinna hjá, þarf að hafa í huga mögulega hagsmunaárekstra á milli stjórnenda og eigenda. Á fyrstu árunum þegar skuldsettar yfirtökur hófust, eða upp úr 1980, voru skuldsettar yfirtökur stjórnenda oft gagnrýndar fyrir að vera of lágar og að stjórnendur væru í krafti stöðu sinnar að hagnast óeðlilega mikið á kostnað hluthafa (Brunner og Paine, 1988). Eftir að þær jukust minnkaði möguleiki stjórnenda að hagnast auðveldlega á þessum viðskiptum. Jafnframt varð algengara að fleiri aðilum en stjórnendum væri boðið að gera tilboð í fyrirtæki til að fá sem hæst verð fyrir það og leiddi það til þess að tilboð stjórnenda urðu hærri m.a. til að koma í veg fyrir að fleiri aðilar blönduðu sér í slaginn um fyrirtækið (Davis og Lehn, 1992). Í ljósi þessa þá þarf að skoða yfirtökur stjórnenda sérstaklega m.t.t hagsmunaárekstra sem geta orðið á milli stjórnenda og eigenda auk ósamhverfra upplýsinga um fyrirtækið sem stjórnendur og eigendur búa yfir.

Ósamhverfar upplýsingar.

Talað er um ósamhverfar upplýsingar þegar stjórnendur búa yfir meiri upplýsingum en hluthafar og aðrir mögulegir bjóðendur í fyrirtæki. Þess vegna hafa verið settar strangar reglur um upplýsingagjöf stjórnenda í yfirtökutilboðum. Þessar reglur geta þó aldrei alveg komið í veg fyrir að stjórnendur viti meira um fyrirtækið en aðrir og

munu stjórnendur alltaf vera í yfirburðastöðu þegar þeir gera tilboð í fyrirtæki sem þeir vinna hjá (Bruner og Paine, 1988).

Umboðsvandi.

Þegar stjórnendur gera tilboð í fyrirtæki eða ákveðinn hluta þess, þá er það oft vegna þess að þeir telja að hægt sé að gera fyrirtækið verðmeira en það er á markaði. Þá er auðvitað hægt að spyrja af hverju stjórnendur gerðu fyrirtækið ekki verðmeira áður en þeir gerðu yfirtökutilboðið í fyrirtækið. Vandamálið er m.a. fólgið í því að stjórnendur vinna fyrir hluthafana við að hámarka hag þeirra en þeir vinna einnig að því að hámarka hag sinn og þarna á milli geta skapast hagsmunaárekstrar. Það er alltaf sá möguleiki fyrir hendi að stjórnendur hámarki vísvitandi ekki verðmæti fyrirtækisins. Talað er um umboðsvanda þegar hagsmunaárekstrar verða á milli stjórnendanna og hins almenna hluthafa (Brealey, o.fl., 2006).

1.1.4 Skilyrði fyrir skráningu

Skilyrði fyrir skráningu á hlutabréfamarkaði og í Kauphöll er með sambærilegum hætti um allan heim (Brigham og Daves, 2004). Samkvæmt Kauphöll Íslands (Nordic Exchange, 2006) eru almenn skráningarskilyrði tengd stofnun félagsins og að gildi hlutabréfa séu í samræmi við viðkomandi lög um hlutafélagaskrá. Hlutabréfin verða að vera framseljanleg. Liggja þarf fyrir bókhalds- og rekstrarsaga síðastliðinna þriggja ári í formi endurskoðaðra ársreikninga. Þetta á jafnt við um félagið og öll dótturfélög þess. Félagið skal sýna fram á að það búi yfir hagnaðargetu þegar litið er til samstæðu þess, að öðrum kosti skal félagið sýna fram á að það hafi aðgang að nægilegu veltufé fyrir áætlaðan rekstur í a.m.k. eitt ár frá fyrsta skráningardegi.

Skilyrði eru fyrir því að nægjanlegt framboð og eftirspurn sé af hlutabréfum til að stuðla að áreiðanlegri verðmyndun. Nægjanlega mörg hlutabréf skulu vera í eigu almennra fjárfesta (25%). Til viðbótar skal félag hafa nægjanlegan fjölda hluthafa. Markaðsvirði hlutabréfa skal að lágmarki vera 80 milljónir króna eða sem nemur 1 milljón evra miðað við gengi hvers tíma. Kauphöllin áskilur sér rétt til að meta hæfi fyrirtækja og hafna þannig skráningu telji hún hana skaðlega verðbréfamarkaðnum eða hagsmunum fjárfesta þótt öllum skráningarskilyrðum sé fullnægt.

Um stjórnun og stjórnendur félagsins segir að samsetning þeirra skuli endurspeglar hærni og reynslu sem krafist er til að stýra skráðu félagi. Áður en skráning fer fram og eftirléiðis, verður félag að búa yfir fullnægjandi verkferlum, eftirliti og stjórnkerfi, svo sem kerfum og ferlum fyrir reikningsskil, til að auðveldara sé að uppfylla kröfur kauphallarinnar um að veita markaðnum tímanlegar, áreiðanlegar, nákvæmar og nýjustu upplýsingar.

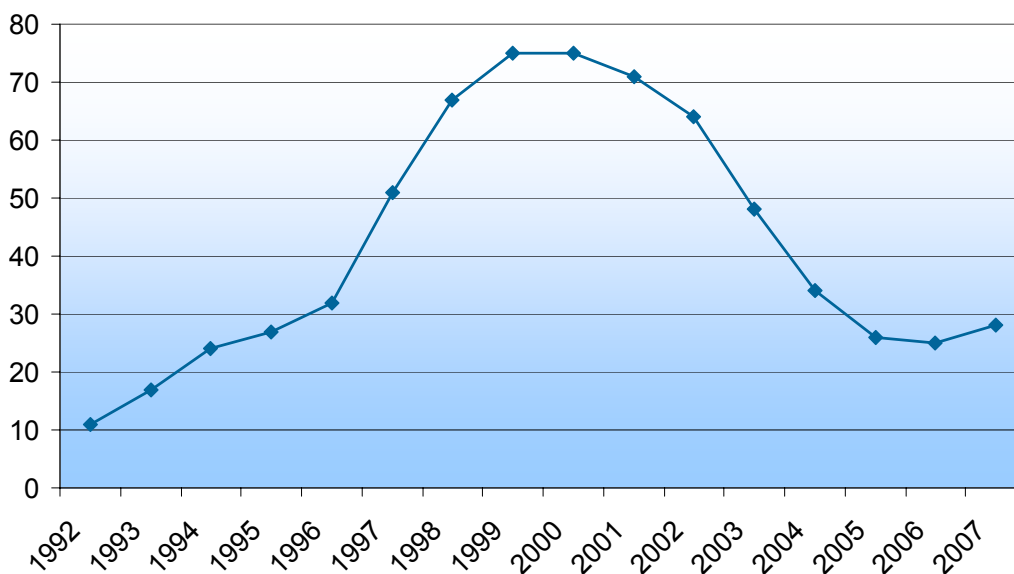
1.1.5 Hlutabréfamarkaður á Íslandi

Upphaf hlutabréfamarkaðar á Íslandi má rekja til ársins 1984 þegar Seðlabanki Íslands hafði frumkvæði að því að koma á skipulögðum verðbréfavíðskiptum. Víðskipti hófust á Verðbréfaþingi Íslands árið 1986 en þau voru eingöngu með ríkistryggð skuldabréf til að byrja með. Árið 1990 voru fyrstu íslensku hlutabréfin skráð og upp úr því hófu mörg fyrirtæki undirbúning fyrir skráningu. Í apríl 1998 setti Alþingi ný lög um starfsemi kauphalla sem afléttu einokun og kváðu á um að Verðbréfaþing breytti félagsformi sínu úr sjálfseignarstofnun í hlutafélag (Kauphöll Íslands, 2003). Árið 1999 var fyrsta starfsár þingsins sem hlutafélags og sama ár fékk Verðbréfaþing Íslands leyfi til þess að reka kauphöll á Íslandi. Árið 2002 tók Verðbréfaþingið upp nafnið Kauphöll Íslands hf. Síðan þá hefur Kauphöllin verið í stöðugri þróun og tekið miklum breytingum. Kauphöllin er í dag eini skipulegi markaðurinn á Íslandi og hefur starfsleyfi samkvæmt lögum um starfsemi kauphalla og skipulegra tilboðsmarkaða (Lög um kauphallir nr.110/ 2007).. Lög og reglur um starfsemi fjármálafyrirtækja taka mið af tilskipunum Evrópusambandsins og hefur íslensk löggjöf á þessu sviði tekið miklum framförum á umliðnum árum og er í dag í samræmi við löggjöf annarra ríkja á Evrópska efnahagssvæðinu (Þórður Friðjónsson 2003b).

Fyrir 1990 voru hlutabréfavíðskipti tiltölulega fátíð á Íslandi. Hlutabréf voru almennt ekki talin vænlegur fjárfestingarkostur. Lítið var um að einstaklingar og félög seldu hlutabréf. Mörg félög í íslenskum atvinnurekstri voru fjölskyldufélög (Ágúst Einarsson, 2004). Á fyrstu árum Kauphallarinnar voru félög treg að skrá sig. Ástæður þess voru taldar m.a. að reynslu skorti í slíkum víðskiptum, reglur voru framandi og óttast var að upplýsingarlöggjöf myndi rýra samkeppnisstöðu (Ágúst Einarsson, 2003c). Smátt og smátt breyttust víðhorfin og stór félög í mikilvægum

atvinnugreinum voru skráð í Kauphöllinni. Þar með jókst reynslan og veltan sem hvatti önnur félög til að skrá sig. Kauphöllin opnaði fyrir aðgang félaga að fjármagni en hlutafjármögnun hafði verið lítil í íslensku atvinnulífi fram að þessu. Félög voru fyrst og fremst fjármögnuð með lánsfé. Einnig telur Ágúst Einarsson (2004) að stórfelld einkavæðing stjórnvalda hafi styrkt hlutabréfamarkaðinn, en fjölmörgum fyrirtækjum í opinberri eigu, m.a. á sviði fjármála og iðnaðar, var fyrst breytt í hlutafélög og þau síðan einkavædd. Sagnfræðingurinn Magnús Sveinn Helgason (2004) telur þessa einkavæðingu einhverja stórfelldustu fjármálabyltingu Íslandssögunar og án Kauphallarinnar hefði þessi bylting ekki gengið eins snurðulaust fyrir sig og raunin varð.

Á síðustu árum hefur Kauphöllin orðið stærri og fyrirferðarmeiri í viðskiptalífinu. Fleiri fyrirtæki hafa séð sér hag af þátttöku sem hefur skapað þeim ný tækifæri til að efla rekstur og bæta eigin fjárstöðu fyrirtækja. Auk þess að auðvelda eigendaskipti fyrirtækja þá ýtir hlutabréfamarkaðurinn undir vöxt fyrirtækja og burði þeirra til athafna (Einar Guðbjartsson, 1999).



Mynd 2. Fjöldi fyrirtækja í Kauphöll Íslands frá 1992 til 2007.

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Mynd 2 sýnir þróun á fjölda skráðra fyrirtækja í Kauphöllinni. Flest urðu félögin 75 talsins árin 1999 og 2000. En síðan þá hefur þeim stöðugt farið fækkandi. Frá árinu 2002 til 2003 fækkaði fyrirtækjum um 16, frá 2003 til 2005 fækkaði fyrirtækjum um 22. Sem ástæðu fyrir þessari miklu fækkun á þessum árum telur Þórður Friðjónsson forstjóri Kauphallarinnar í blaðaviðtali vera eftirfarandi; „Þegar mest gekk á á hlutabréfamarkaði og bylgja nýskráninga gekk yfir fóru hugsanlega fleiri inn í Kauphöllina en áttu erindi þangað. Í öðrum tilfellum er þröngt eignarhald sem veldur því að teknar eru ákvarðanir í hlutaðeigandi fyrirtækjum um að hverfa frá skráningu í Kauphöllinni” (Guðrún Helga Sigurðardóttir, 2003, bls. 35) . Þórður segir að nýskráningar og afskráningar gangi gjarnan í bylgjum og telur hann hugsanlegt að uppsveiflan frá því í kringum 2000 sé að ganga til baka á árunum 2002 - 2003. Á þessum tíma nefnir hann þrjár ástæður fyrir miklum afskráningum fyrirtækja

- Lítil fyrirtæki – of mikill kostnaður fylgir skráningu.
- Þröngt eignarhald, sem m.a. kann að stafa af valdabaráttu um yfirráð félaga og þ.a.l. er takmarkaður ávinningur af skráningu
- Samruni tveggja félaga og þar af leiðandi er annað þeirra skráð af markaði.

Sjávarútvegsfyrirtæki voru stór hluti þeirra fyrirtækja sem fóru inn í Kauphöllina og síðan aftur út úr henni. Meginmarkmið ritgerðar þessarar er einmitt að varpa ljósi á ástæður þess. Nú hefur verið fjallað almennt um hlutabréfamarkaði og starfsemi þeirra. Næst verður sjónum beint því hvaða þættir valda því að fyrirtæki láta skrá sig á slíka markaði.

1.2 Af hverju fara félög út á hlutabréfamarkað?

Í þessum kafla er varpað ljósi á þá þætti sem helst skipta máli hjá fyrirtækjum þegar tekin er ákvörðun um að láta skrá það á hlutabréfamarkað. Greint er frá rannsóknum sem gerðar hafa verið um þetta efni. Fjallað er um kosti þess og galla að vera inni á hlutabréfamarkaði og hvaða þættir hafa áhrif á slíkt ferli. Sérstaklega er skoðað hvaða þættir valda því að sumum fyrirtækjum vegnar vel á hlutabréfamörkuðum en öðrum ekki. Reynt er að varpa ljósi á þá þætti sem fyrirtæki þurfi að hafa til brunns að bera til að ná árangri þar. Og að lokum er sérstaklega fjallað um það hvernig fjölskyldufyrirtækjum hefur reitt af á hlutabréfamörkuðum.

1.2.1 Kostir og gallar þess að vera á hlutabréfamarkaði

Samkvæmt kennslubók þeirra Brigham og Daves (2004) í fjármálafræðum, eru helstu kostir þess að vera með fyrirtæki skráð á hlutabréfamarkaði eftirfarandi:

1. **Leyfir stofnendum fyrirtækisins að losa um hluta af eignum sínum.** Þetta atriði er sérstaklega mikilvægt þegar stofnandinn er með allt sitt fé bundið í fyrirtækinu. Skráning á hlutabréfamarkað verður þá til þess að hann geti dreift eignum sínum og einnig fengið aðra til liðs við sig.
2. **Eykur seljanleika fyrirtækisins.** Auðveldara er að selja að hluta til eða allt fyrirtækið á opnum markaði.
3. **Eykur möguleika á að ná í aukið fjármagn fyrir fyrirtækið.** Einkafyrirtæki sem vill auka hlutafé sitt hefur til færri aðila að leita heldur en fyrirtæki á opnum markaði.
4. **Staðfestir verðmat á fyrirtækið.** Að mörgu leyti getur verið mjög gott að fá opinbert verðmat á fyrirtæki, t.d. þegar einn af nokkrum eigendum vill selja eða af skattalegum ástæðum.
5. **Bætir möguleikann á samruna.** Með opinberu verðmati á bréfum er auðveldara að kaupa félag og borga fyrir það með bréfum í öðru félagi með opinbert verðmat.
6. **Eykur markaðstækifæri fyrirtækisins.** Það hefur mikið auglýsinga- og markaðslegt gildi að vera með félag skráð á hlutabréfamarkaði.

Auk þessara atriða hefur verið nefnt sem kostur að fyrirtæki sem skráð eru í Kauphöll starfi undir ströngu eftirliti frá henni sem veitir fyrirtækjunum mikið aðhald. Fyrirtæki á hlutabréfamörkuðum eru einnig talin vera með minna hlutfall lánsfjár og herra hlutfall eigin fjár í fjármagnssamsetningu sinni.

En lítum þá á það sem Brigham og Daves (2004) nefna helstu gallana við að vera með fyrirtæki á markaði.

1. **Kostnaður við skráningu og skýrslugerð til Kauphallar.** Kröfur eru um ársfjórðungsleg uppgjör og fleiri upplýsingar sem eru viðbótarkostnaður hjá fyrirtækjum sem ekki hafa áður unnið slíka vinnu. Er þessi kostnaður talinn hlutfallslega dýrari fyrir minni fyrirtæki.
2. **Afhjúpun upplýsinga.** Vegna samkeppni getur verið erfitt að opinbera miklar upplýsingar úr rekstri fyrirtækis.

3. **Erfiðara fyrir æðstu stjórnendur að hygla sjálfum sér.** Í einkafyrirtæki hafa æðstu stjórnendur meiri möguleika á að skara eld að sinni köku.
4. **Óvirkur markaður.** Þegar það gerist að ekki verður um virka verðmyndun að ræða eða undirverðmat, fæst ekki markaðsverð á fyrirtækið.
5. **Stjórnunarerfiðleikar.** Þeir birtast oft í því að hluthafar vilja oft skammtímahagnað þó betra sé fyrir fyrirtækið að taka ákvarðanir sem leiða til langtímahagnaðar.
6. **Samstarf við fjárfesta og greinendur tímafrek.** Til að ná góðum árangri á hlutabréfamarkaði þarf að hafa mikla og góða upplýsingagjöf til greinenda og fjárfesta sem er bæði tímafrekt og kostnaðarsamt.

Þó strangt eftirlit og aðhald sé talinn góður kostur fyrir rekstur fyrirtækja þá getur þetta stranga eftirlit einnig orðið fyrirtækjum íþyngjandi og heftandi í rekstri þess og því verið meiri galli en kostur.

Pagano, Panetta og Zingales (1999) telja ákvörðunina að fara á markað (*e. going public*) eina mikilvægustu spurninguna í fjármögnun fyrirtækja og eina þá minnst rannsökuðu. Þeir telja hefðbundinn skilning vera að þetta sé eitt stig í vexti fyrirtækja en þó talsverður sannleikur felist í því geti það ekki staðist þar sem mörg mjög stór fyrirtæki t.d. í Bandaríkjunum hafa aldrei farið á markað (Pagano, Panetta and Zingales 1999). Á stórum efnahagssvæðum eins og Þýskalandi og Ítalíu er það frekar undantekning heldur en regla að fyrirtæki fari á markað. Því má almennt segja að það að fara á markað er ekki eitthvað stig sem fyrirtæki ná heldur val. Í framhaldi af því vaknar sú spurning af hverju fyrirtæki velja að fara á markað.

Í kennslubók Brighams og Daves (2004) kemur fram að ástæðan fyrir því að félög ákveði að láta skrá sig á hlutabréfamarkaði sé til að safna peningum til að stækka og þróast. Þau ætli sér að ná ákveðinni viðurkenningu sem komi sér vel fyrir framleiðslu og markaðssetningu þess. Það muni einnig laða að hæft starfsfólk sem auki enn á styrkleika fyrirtækisins. Þó aukið aðhald verði á reikningum og uppgjörum hafi það jákvæð áhrif á reksturinn í heild. Fyrri eigendur geti losað um eigið fé sem bundið er í fyrirtækinu og kynslóðaskipti, ef um þau er að ræða, verði auðveldari. Þegar inn á opinbera hlutabréfamarkaði sé komið, verða samrunar og yfirtökur mun auðveldari. Draumsýnin virðist því vera sú að ef allt gengur vel fái félög óumbeðið fjármagn með hækkandi verði bréfa, laði að hæft starfsfólk, stækki og dafni um ókomna tíð.

Fræðimenn hafa gert rannsóknir á ástæðum þess að fyrirtæki velja að fara inn á hlutabréfamarkað. Þekktustu niðurstöður á ástæðum fyrir því að fyrirtæki fara á hlutabréfamarkað séu að safna fé, dreifa eignaraðild, bæta lausafjárstöðu, stjórnunarástæður og vegna umboðsvanda (Chemmanur og Fulghieri, 1999; Pagano og Röell, 1998). Í fæstum tilfellum kemur þó fram í útboðslýsingu hver raunverulegur ásetningur eigendanna er með því að fara út á opinberan hlutabréfamarkað. Því er það fjárfestanna að leiða að því líkur eða gera sér væntingar um það eftir viðskiptaáætlun fyrirtækisins og öðrum gögnum sem það birtir í útboðinu (Bessler og Ties, 2007).

Atvinnugreinin

Sagan segir að mörgum sinnum hafi komið tímabil, þar sem mörg fyrirtæki í sömu atvinnugrein fara út á markað á svipuðum tíma (Chemmanur og Fulghieri, 1999; Pagano o.fl., 1999). Chemmanur og Fulghieri (1999) rannsökuðu sérstaklega hvort um kerfisbundin tengsl væru á milli fjármagnsþarfar og mögulegrar tækniþróunar og vaxtar í viðkomandi atvinnugrein. Þetta atriði gæti varpað ljósi á af hverju mörg fyrirtæki í sömu atvinnugrein fara út á markað á svipuðum tíma. Niðurstaða þeirra var að þegar von var á stökkbreytingu í framleiðni vegna tækniþróunar kom bylgja af fyrirtækjum í atvinnugreininni inn á hlutabréfamarkað. Tímaramminn á hámarkun á framlegðinni á nýja verkefni hafði allt um það að segja um hvort og hvenær farið væri í öflun fjár og þá einnig hvernig staðið væri að þeirri fjáröflun. Möguleikinn á seinkun á því að fara í fjárfestingu og tímapressa við að setja af stað nýtt verkefni er svo það atriði sem ræður úrslitum um það hvort fyrirtæki velja að afla fjármagns meðal almennings eða einkaaðila. Bylgjur með samskonar fyrirtækjum inn á hlutabréfamarkað komu einnig fram ef von var á breytingum í aðföngum fyrirtækja eða ef einhverra hluta vegna verðmæti greinarinnar sem heildar urðu meiri.

Rannsakendurnir Chemmanur og Fulghieri (1999) þróðu módel til að skoða betur ákvörðunina um að fara á markað. Þeir settu fram spurningu um á hvaða stigi á lífsferli sínum fyrirtæki ættu að fara á markað frekar en að fjármagna sig með einkafjármagni. Eitt af þeim atriðum sem þeir sýndu fram á að hafði áhrif á hvort farið var með fyrirtæki út á hlutabréfamarkað var að þegar farið er með félag á markað þarf að sannfæra mjög stóran hóp af fjárfestum um að starfsemin sé þess virði

að fjárfesta í henni. Þegar eðli starfseminnar var þannig að eigendur töldu að auðvelt yrði að sannfæra fjölda fólks um ágæti hennar þá fóru eigendur frekar með fyrirtækið út á markað og verðlögðu hærra.

Einnig komu fram vísbendingar í rannsókn þeirra Chemmanur og Fulghieri (1999) að þegar eitt fyrirtæki í ákveðinni atvinnugrein sýndi óvenju góða afkomu á hlutabréfamarkaðnum, þá myndaðist eftirspurn eftir öðrum slíkum fyrirtækjum inn á hlutabréfamarkaðinn og þess vegna streymdu fleiri fyrirtæki í viðkomandi atvinnugrein inn á markaðinn.

Niðurstöður rannsóknar á ítalska hlutabréfamarkaðnum gefa til kynna að líkurnar á að fyrirtæki fari út á markað eru tengdar því hvernig hlutabréfamarkaðurinn metur fyrirtæki í sömu atvinnugrein sem þar eru inni fyrir (Pagano o.fl., 1999). Nálgunin í þeirri rannsókn var að kanna hvort þessi jákvæðu tengsl, sem tengdust frekar aukinni fjármagnspörf hjá greinum með góð vaxtartækifæri, eða að há verðlagning á atvinnugreininni gerði það að verkum að eigendurnir vildu notfæra sér það til að fá sem mest fyrir fyrirtækið og færu þess vegna með það út á markaðinn. Vísbendingar komu fram um að bæði atriðin skiptu verulegu máli hjá mjög mörgum fyrirtækjum.

Verðlagning

Eitt þeirra atriða sem skiptir miklu máli við ákvarðanatökum að fara með fyrirtæki út á hlutabréfamarkað, er að þar myndast opinbert verðmat á hlutum í fyrirtækinu. Þetta atriði á sérstaklega við þar sem ákveðin hluti eigenda vill út úr fyrirtækinu og ágreiningur er um raunverulegt verðmat á fyrirtækinu (Chemmanur og Fulghieri, 1999). Sérstaklega virðist þetta eiga við þegar stofnendur fyrirtækisins eru margir og eins við kynslóðaskipti í stjórnun fyrirtækis þar sem um marga erfingja er að ræða.

Þegar eigendur vilja frekar fá marga í stað fárra meðeigenda taka þeir frekar ákvörðun um að fara með fyrirtækið út á markað. Leitt hefur verið að því líkur að þegar markmiðið er að ná í dreifða eignaraðild með hlutfjárútboði geti eigendur beitt undirverðlagningu til að ná henni fram (Pagano og Röell, 1998). Önnur ástæða fyrir undirverðlagningu í útboði er að þegar fjárfestar þurfi að hafa mikið fyrir því að afla upplýsinga um fyrirtækið verði það frekar metið niður (Chemmanur og Fulghieri, 1999).

Fjárhagsleg endurskipulagning

Þrír ítalskir fræðimenn, Pagano, Panetta og Zingales (1999), unnu viðamikla rannsókn á því af hverju fyrirtæki fara á hlutabréfamarkað á Ítalíu. Þeir settu meðal annars fram þá tilgátu að fyrirtæki fari ekki á markað til að fjármagna fjárfestingar og vöxt heldur til að endurskipuleggja efnahagsreikning sinn eftir miklar fjárfestingar og vöxt. Skráning á hlutabréfamarkað sé því til að fylgja eftir lægri fjármagnskostnað í heild fyrir fyrirtækið. Niðurstöður þeirra benda eindregið til þess að fyrirtæki á Ítalíu fari ekki út á markað til að fara í fjárfestingar og vaxa heldur til að fá betra jafnvægi á efnahagsreikning sinn eftir tímabil mikils vaxtar og fjárfestinga. Þar að auki sýndi rannsóknin fram á að fyrirtæki sem hafa farið út á hlutabréfamarkað hafa möguleika á að fá ódýrara lánsfé en einkafyrirtæki. Í kringum útboðsdag hefur vaxtaálag lækkað og fjöldi fjármálafyrirtækja sem tilbúin eru að lána fyrirtækinu hefur aukist. Samræmi er á milli niðurstaðna við sambærilegar rannsóknir á Spáni og í Svíþjóð en í Bandaríkjunum er þessu þveröfugt farið. Talið er að þetta hafi kannski eitthvað að segja með ungan aldur markaða í Evrópu miðað við Bandaríkin (Pagano, Panetta, Zingales, 1999).

Ávinningur eigendanna

Eigendur fyrirtækja hugsa ekki bara um markaðsvirði fyrirtækisins þegar þeir ákveða að fara með það út á markað heldur einnig um framtíðarávinning þeirra sjálfra (Pagano og Röell, 1998; Zingales 1995). Zingales (1995) setti fram þá kenningu að það að fara út á markað væri fyrsta skrefið í sölu á fyrirtæki. Hann vildi meina að þegar eigendur sæju ávinning fyrir sjálfan sig í því að fara með fyrirtæki á markað, þá gerðu þeir það. Castaneda (2006) setti fram kenningu á þann veg, að þar sem eigendur töldu að síður yrði um umboðsvanda að ræða á hlutabréfamörkuðum, þar voru meiri líkur á því að þeir færu með fyrirtækið sitt á markað.

Einnig hefur komið fram sú skoðun að ef eigendurnir telja að þeir geti ráðið að öllu leyti við viðbrögð utanaðkomandi hlutahafa á jákvæðan hátt þá velja þeir frekar að fara með fyrirtækið á hlutabréfamarkað, þrátt fyrir kostnaðinn við að gera það (Chemmanur og Fulghieri, 1999). Markmiðið er þá oft á tíðum að ná í dreifða eignaraðild með von um að margir litlir hluthafar muni ekki skipta sér af rekstrinum og stjórnendurnir geti áfram haldið völdum sínum án mikilla afskipta. Þetta er gert

m.a. með því að fá einn stóran kjölfestufjórðungi sem sendir skilaboð til markaðarins um að hann samþykki núverandi stjórnendur. Ef þessir aðilar sæktu sér meðeiganda á einkamarkaði yrði það að vera einn eða fáir stórir aðilar sem myndu gera ríkari kröfu um að koma að stjórnun fyrirtækisins.

Chemmanur og Fulghieri (1999) settu fram kenningu um að einungis í þeim fyrirtækjum, þar sem æðstu stjórnendur eða eigendur höfðu sögu um jákvæða og mikla velgengni, var ákveðið að fara með fyrirtækin út á markað. Að sama skapi ákváðu þau sem höfðu ekki eins góða sögu, að afla fjár hjá einkafjórðungi .

Í rannsókn sem prófessorarnir Pagano og Röell (1998) gerðu um ástæður þess að stjórnendur færu með fyrirtæki á markað komu fram mjög sambærilegar niðurstöður um stjórnendurna og áður voru nefndar. Eiginhagsmunir og siðferðiskennd eigendanna ræður mjög miklu um það hvort farið er með fyrirtæki á markað eða ekki. Þeir töldu einnig að stjórnendur gerðu í flestum tilfellum ráð fyrir að halda völdum í fyrirtækjunum eftir að komið væri inn á markaðinn.

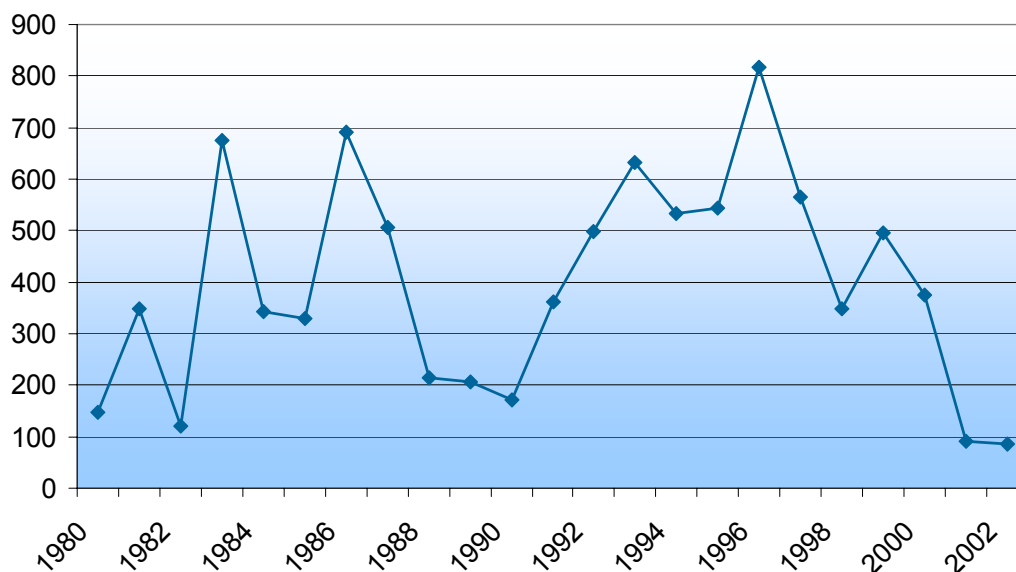
Stærð

Stærð fyrirtækis hefur mikið að segja, en margir telja að stærri fyrirtæki séu líklegri til að fara á markað en minni (Chemmanur og Fulghieri, 1999; Pagano og Röell, 1998) . Erfiðara er fyrir minni og yngri fyrirtæki að afla sér þess trausts sem þarf til að fara á markað. Misjafnt er eftir löndum hversu stór fyrirtækin eru sem velja það að láta skrá sig á hlutabréfamarkaði. Fyrirtæki á Ítalíu eru að meðaltali t.d. 8 sinnum stærri og 6 sinnum eldri heldur en fyrirtæki í Bandaríkjunum sem fara á markað (Pagano, Panetta og Zingales, 1999).

1.2.2 Hvernig félögum vegnar vel á hlutabréfamarkaði ?

Efnahagsástand

Frá 1980 hefur sú þróun átt sér stað í Bandaríkjunum að fleiri fyrirtæki en áður hafa sóst eftir nýskráningum á hlutabréfamörkuðum.



Mynd 3. Fjöldi nýskráninga á helstu mörkuðum Bandaríkjanna.

Heimild: Peristiani og Hong ,2004.

Mynd 3 sýnir vel sveiflur í nýskráningum fyrirtækja á hlutabréfamörkuðum í Bandaríkjunum. Þegar efnahagsástand er ekki gott og hagvöxtur lítill er minna um nýskráningar eins og var á árunum 1988-1990 (Peristiani og Hong, 2004). Niðurstöður fleiri rannsókna hafa einnig sýnt að miklu máli skipti fyrir velgengni fyrirtækja á hlutabréfamarkaði hvenær þau fara út á markað út frá efnahaglegum aðstæðum (Bessler og Thies, 2007; Castaneda, 2006). Líkur er taldar á að þegar niðursveifla er á efnahagsástandi sé meira um afskráningar á hlutabréfamörkuðum heldur en er þegar uppsveifla er á efnahagsástandi (Bessler og Thies, 2007; Peristiani og Hong, 2004).

Fjárhagsleg undirstaða og afkoma

Í rannsókn þeirra Peristiani og Hong (2004) á bandarískum hlutabréfamörkuðum, kemur fram að á árum áður fóru einungis á hlutabréfamarkað fyrirtæki sem voru fjárhagslega stöðug og höfðu sýnt hagnað í rekstri. Eftir 1980 varð breyting, fyrirtækjum fjölgaði og fyrirtækjum sem hvorki stóðu vel fjárhagslega né höfðu sýnt hagnað af rekstri tókst vel til í útboðum á grundvelli væntinga um rekstur fyrirtækjanna í framtíðinni. Þetta varð svo aftur til þess að sölutryggjendur (*e.underwriters*) tóku fleiri og fleiri “óburðug” fyrirtæki til nýskráningar á

hlutabréfamörkuðum. Einungis fáum þessara fyrirtækja tókst að afla sér sess til lengri tíma, því jókst brottfall fyrirtækja út af hlutabréfamarkaði að sama skapi mjög mikið. Leiða má að því líkur að markaðurinn hafi ekki orðið var við það nógu snemma eða að þessi félög voru í auknum mæli ofmetin í útboði á fyrsta degi.

Greining þeirra Peristiani og Hong (2004) segir að til að fyrirtæki vegni vel á hlutabréfamarkaði, þurfi fjárhagslegar undirstöður þess að vera traustar og viðskiptaáætlun góð. Á tíunda áratugnum voru mörg fyrirtæki sem fóru á markað óarðbær og byggðu á væntingum. Fjárfestar fóru í auknum mæli að fjárfesta í slíkum fyrirtækjum sem varð til þess að verð þeirra hækkaði. Eftir hrunið sem varð eftir að “dot-com” bólan sprakk á árunum 1999 og 2000 hefur þróunin orðið með öðrum hætti, þ.e. fjárfestar hafa aftur snúið sér að fjárhagslega sterkari fyrirtækjum (Peristiani og Hong, 2004).

Í niðurstöðum þeirra Peristiani og Hong (2004) kemur fram að það er rekstrarleg afkoma og fjármálalegar undirstöður fyrirtækis sem hafa mest um það að segja hvernig því vegnar á markaði. Einungis fyrirtæki með framúrskarandi afkomu hafi möguleika á að afla nægilegs fjármagns á hlutabréfamarkaði. Velgengi til lengri tíma er mikið háð því að það takist að safna nægu eigin fé í fyrsta útboði. Fyrirtæki með betri rekstur (*e. better performance*) hafa möguleika á að afla viðbótarfjármagns á hlutabréfamörkuðum á meðan fyrirtæki með slakan rekstur (*e. poor performance*) fá ekki annað tækifæri til þess.

Rannsókn hefur sýnt fram á að fjárfestar eru í upphafi of bjartsýnir á árangur fyrirtækis þegar það kemur út á markaðinn en verða raunhæfari í væntingum þegar á líður (Bessler og Thies, 2007).

Stjórnendur

Peristiani og Hong (2004) leiða að því líkur að í fyrirtækjum þar sem stjórnendur voru stór hluti eigenda þegar fyrirtækið fór á markað, hafi gengið betur að fóta sig og halda sér inn á hlutabréfamarkaðnum heldur en fyrirtækjum með stjórnendur sem ekki voru úr eigendahópnum.

Í rannsókn sem var gerð á ítalska hlutabréfamarkaðnum kom í ljós að þremur árum eftir að fyrirtæki fór á markað höfðu breytingar á stjórnendahópnum verið mun meiri

en hjá öðrum fyrirtækjum. Þetta fannst rannsakendum benda til þess að það að fara út á hlutabréfamarkað væri liður í endurskipulagningu á stjórnun þess. (Pagano o.fl., 1999).

Sumir telja að þegar farið er með fyrirtæki á hlutabréfamarkað, sé það grundvallarbreyting á eignarformi sem kalli á endurskipulagningu á öllum rekstri fyrirtækisins (Martens, 2002; Nelson, 2003); Sú breytta óvissa sem felist í því breytta umhverfi sem breytt eignarhald er, kalli á viðamiklar breytingar á fyrirtækinu. Í rannsókn prófessors Martin L Martens frá 2003, fjallar hann um mikilvægi þess að fjárhagsleg og stjórnunarleg endurskipulagning sé áætluð þegar fyrirtæki fara út á hlutabréfamarkað. Hann vill meina að útboðsferlið sé og þurfi að vera endurskipulagningarferli. Flest fyrirtæki sem fara í útboð eru ung frumkvöðlafyrirtæki sem á útboðsferlinu þurfa að þróast yfir í að verða faglega stjórnun fyrirtæki.

Samkvæmt rannsókn hans eru þrjár gerðir endurskipulagningarferla mikilvægastir;

- Endurskipulagning fjármála
- Endurskipulagning á viðskiptaáætlun, þ.e. að það liggi fyrir áætlun um hvernig bregðast eigi við breytingum á meginstarfsemi fyrirtækisins. Þar komi fram hvernig eigi að nota peningana sem safnast í hlutafjárútboðinu og hverjar séu líkurnar á yfirtöku.
- Stjórnskipunarlegar breytingar til þess að stjórnun fyrirtækisins verði með árangursríkari hætti. Hér er aðallega verið að hugsa um breytingar frá frumkvöðlastjórnun yfir í fagstjórnun.

Þó að þessar endurskipulagningar sem gerðar eru hafi góð áhrif á útboðið, þurfa þær ekki endilega að hafa góð áhrif á fyrirtækið sjálft. Breytingar á viðskiptaáætlun og skipuriti eru oft gerðar til að bæta ímynd. Þessar aðgerðir eru gerðar til að senda merki um verðmæti fyrirtækisins. Prófessor Martens heldur því fram að “innbyggðar” væntingar séu leikreglur og nauðsynlegt sé að þær komi mjög fljótt fram í útboðsferlinu, eigi að nást góður árangur í því. Því betur sem fyrirtæki og stjórnendur sýni fram á að þeir geri breytingar til að mæta betur breyttu umhverfi, því betur byggji þeir upp væntingar til tilvonandi hluthafa, skapi traust og nái betri árangri á hlutabréfamarkaðinum.

Stærð fyrirtækja

Viðamikil rannsókn var unnin af Bessler og Thies (2007) um það hvernig þýskum félögum sem fóru inn á hlutabréfamarkaði á árunum 1977-1995 hefur vegnað. Rannsóknin gekk út á skoða þá þætti sem urðu til þess að sumum félögum gekk vel, þegar til lengri tíma er litið, á meðan öðrum gekk illa. Í niðurstöðum þessarar rannsóknar kemur fram að stærð fyrirtækja skiptir verulegu máli um velgengi þeirra á hlutabréfamarkaði þegar til lengri tíma er litið. Stærstu fyrirtækjunum gekk langbest, síðan þeim minnstu en millistærðinni gekk verst. Einnig komu fram vísbindingar um að undirverðmat væri mun líklegra hjá minni fyrirtækjum.

1.2.3 Hvernig fjölskyldufyrirtækjum vegnar á hlutabréfamarkaði

Í ljósi þess að mjög mörg fyrirtæki hefja sína starfsemi sem fjölskyldufyrirtæki, og mörg sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi hófu sinn rekstur sem fjölskyldufyrirtæki, er fróðlegt að skoða hvernig fjölskyldufyrirtækjum hefur gengið að fóta sig á hlutabréfamörkuðum.

Þýskaland og Spánn

Stór rannsókn var unnin á gengi þýskra og spænskra fjölskyldufyrirtækja á hlutabréfamörkuðum á árunum 1990-2000 af Jaskiewicz, González, Menéndez og Schiereck (2005). Rannsóknin var byggð upp þannig að félög á hlutabréfamarkaðnum voru flokkuð í fjölskyldu- og ekki-fjölskyldufyrirtæki og svo gerður á þeim samanburður. Í báðum þessum löndum sýndu fyrirtækin sem eru ekki fjölskyldufyrirtæki örlítið betri frammistöðu. Í fjölskyldufyrirtækjum þar sem eru sterk „sinnustig“ (*e. involvement*) hefur það jákvæð áhrif til langs tíma á stöðu þess á markaðnum en aldur fyrirtækisins hefur neikvæð áhrif. Stærð fyrirtækja hafði jákvæð áhrif, þ.e. eftir því sem fyrirtækin voru stærri, þeim mun betur gekk þeim.

Frakkland

Rannsókn var framkvæmd um gengi franskra fjölskyldufyrirtækja á hlutabréfamörkuðum af Sraer og Thesmar (2007). Þar er skiptingin sú að tveir þriðju hlutar fyrirtækjanna eru að meirihluta til í höndum fjölskyldna. Rannsakendur töldu þetta umfangsmestu rannsókn sem framkvæmd hefði verið á gengi fjölskyldufyrirtækja á hlutabréfamarki. Þeirra niðurstöður voru að fjölskyldufyrirtæki

hafa meiri framleiðni vinnuafis, borga lægri laun, nota minna fjármagn, borga lægri vexti og standa að betur heppnuðum samrunum (þegar til lengri tíma er litið) heldur en þau fyrirtæki sem skilgreind voru sem ekki-fjölskyldufyrirtæki. Í fjölskyldufyrirtækjum þar sem voru faglegir stjórnendur (háskólamenntaðir) var árangurinn bestur. Þeirra mat var að fjölskyldufyrirtækin stæðu sig betur heldur en önnur fyrirtæki á franska hlutabréfamarkaðnum.

Fjölskyldufyrirtæki

Niðurstöður rannsókna á franska markaðnum og þeim þýska og spænska sýna ekki sömu niðurstöður. Þar af leiðandi er ekki hægt að draga ályktun um það hvort fjölskyldufyrirtæki standi sig betur eða verr á hlutabréfamörkuðum þar sem það er greinilega afar misjafnt eftir löndum. Hins vegar er það spurning hvernig þessu er háttað hér á landi hjá sjávarútvegsfyrirtækjunum, sem mjög mörg eru fjölskyldufyrirtæki.

Samantekt

Nú er lokið umfjöllun um það af hverju fyrirtæki fara inn á hlutabréfamarkaði og þeim þáttum sem skipta máli við velgengi þeirra þar. Líklegra er að stærri fyrirtæki fari á hlutabréfamarkað og þeim vegni betur þar en minni fyrirtækjum. Að fá markaðslegt verðmat á fyrirtækið skiptir miklu máli við ákvarðanatökuna um að fara á markað, sem og væntur ávinningur eigenda og stjórnenda. Rekstrarleg afkoma, góð viðskiptaáætlun og fjárhagslegar undirstöður eru þau atriði sem mestu máli skipta fyrir velgengni fyrirtækja á hlutabréfamörkuðum. Það þykir gefa betri raun að stjórnendur séu einnig eigendur fyrirtækisins. Þar sem endurskipulagning var eða sýnt fram á hana, gekk betur og einnig þar sem byggðar voru upp væntingar um arðbæran rekstur í framtíðinni.

1.3 Af hverju fara félög af markaði ?

Nú hefur verið fjallað um þau atriði sem verða til þess að fyrirtæki fara inn á hlutabréfamarkað og hvaða atriði það eru sem mestu ráða um velgengi þeirra á þeim vettvangi. Í þessum kafla er ætlunin að skoða þau atriði sem hafa hvað mest áhrif á þá ákvörðun stjórnar fyrirtækis að afskrá það og taka út af hlutabréfamarkaði. Fjallað

verður efnislega um þá þætti sem mestu máli skipta í því ferli. Greint verður frá rannsóknum sem gerðar hafa verið á þessum þáttum.

1.3.1 Ástæður og kostir

Það að fara af markaði (*e. going private*) felur í sér að hópur fjárfesta, oftast með einhverjum af núverandi æðstu stjórnendum fyrirtækis, kaupa upp hlutabréf fyrirtækisins af öðrum eigendum. Algengast er að stjórnendur fyrirtækisins fá til liðs við sig hóp af fjárfestum sem geta fjármagnað yfirtöku félagsins. Nýir eigendur eru oft tilbúnir að borga hærra verð en það sem skráð er á hlutabréfamarkaðnum til að komast yfir fyrirtækið. Það er erfitt að ímynda sér að stjórnendur, sem hafa hvað bestar upplýsingar um fyrirtækið, séu tilbúnir að borga of hátt verð fyrir það. Í þeim tilfellum hafa fyrirtækin verið mikið vanmetin eða að nýir eigendur sjá mikla möguleika á meiri arðsemi fyrirtækisins í eigin höndum.

Í kennslubók sinni nefna Brigham og Daves (2004) þessa kosti helsta við að fara með fyrirtæki af markaði;

1. **Stjórnunarkostnaður minnkar** með minni vinnu og kostnaði við skýrslur, tilkynningar, ársreikningagerð og árshlutareikninga.
2. **Aukið frumkvæði stjórnenda** með auknum ávinningi stjórnenda eykst skilvirkni í ákvarðanatöku þeirra sem og niðurskurður á óþörfum kostnaðarliðum.
3. **Aukinn sveigjanleiki í stjórnun** vegna þess að stjórnendur þurfa ekki að hafa áhyggjur af skammtímaáhrifum á gengi bréfanna og taka frekar ákvarðanir með langtímahagsmunum fyrirtækisins í huga.
4. **Aukin þátttaka hluthafa í rekstrinum** því það eru keyptir út hluthafar sem hafa verið óvirkir í stjórn fyrirtækisins af hluthöfum sem taka mun virkari þátt í að stjórna því.
5. **Breyting á fjármögnun** getur minnkað skatta. Sú breyting að vera fjármagnað meira með skuldum getur leitt til minni skatta þar sem vextir af lánum eru gjaldfærðir. Hins vegar neyða auknar skuldir stjórnendur til að draga úr kostnaði svo hægt sé að borga afborganir lána.

Einkenni fyrirtækja þar sem um skuldsett kaup stjórnenda af markaði er að ræða eru eftirfarandi (Kristján Jóhannsson, munnleg heimild, 2. apríl 2008);

- Stöðugt greiðsluflæði.
- Traustir og reyndir stjórnendur.
- Fituskurður mögulegur eins og til dæmis;
 - Starfsmannafækkun.
 - Aðhald í nýjum fjárfestingum.
 - Sala gæluverkefna / aukabúgreina.
- Hlutfjárframlag kaupenda /stjórnenda.
 - Tryggir eftirfylgni stjórnenda
 - Auðveldari lántaka.
- Lítil skuldsetning fyrir – hátt eigið fé.

Áhættan sem stjórnendur standa frammi fyrir við það að kaupa fyrirtæki út af hlutabréfamarkaði er talin vera tvenns konar, annars vegar viðskiptaáhætta og hins vegar fjármögnunaráhætta. Viðskiptaáhættan tengist þeim rekstri sem fyrirtækið er í. Talið er að fyrirtæki í harðri samkeppni og sveiflukenndum rekstri henti illa til stjórnenda uppkaupa, þar sem í slíkum rekstri er oft lítill afgangur til að standa undir aukinni skuldsetningu. Fjármögnunaráhætta snýst um þá áhættu að fyrirtækið hafi ekki nægjanlega sterka fjármögnunaraðila þannig að bæði geti orðið um lausafjárskort að ræða og eins að fyrirtækið fái ekki aðgang að fjármagni til vaxtar (Kristján Jóhannsson, munnleg heimild, 2.apríl 2008);

1.3.2 Breytt umhverfi

Á sama hátt og fyrirtæki fara inn á hlutabréfamarkaðinn í bylgjum, þá fara þau einnig út af markaðnum í bylgjum. Mismunandi ástæður eru þó taldar drífa áfram hverja bylgju fyrir sig (Weir, Laing og Wright, 2005).

Á undanförunum áratugum hefur yfirbragð hlutfjármarkaða breyst mjög mikið að áliti Thomas K Grose sem hefur skrifað margar greinar í tímarit á borð við Time Magazine, Time International, Time Europe og U.S. News & World Report. Í tímaritinu Time Europe birtir hann grein (Grose, 2000) þar sem hann bendir á ýmislegt þessu til rökstuðnings. Hann fullyrðir að vaxandi fjöldi fyrirtækja hafi yfirgefið hlutabréfamarkaði bæði í Bretlandi og Evrópu. Mest hafi verið um að ræða

fyrirtæki sem eru ekki lengur í tísku, en það eru aðallega fyrirtæki í gömlu frumatvinnugreinunum. Hann vill meina að ný fjárfestingarhugsun um skjótfenginn gróða, hafi rekið mörg félög út af markaðnum. Þau fyrirtæki sem hafi yfirgefið kauphallirnar séu smærri félög sem séu í arðbærum rekstri og jöfnum vexti. En þau geti ekki verið eins árásgjörn og ágeng og stærri fyrirtæki í sölu-og markaðssetningu, þróun nýrrar vöru og samrunum. Fjárfestar beini einungis sjónum sínum að miklum vexti og því verði þau undir í samkeppninni á hlutabréfamörkuðum. Grose telur, að af þeim fyrirtækjum sem hafa farið af markaði á síðasta áratug, séu meira en 90% þeirra starfandi í hefðbundnum greinum eins og útgáfu og framleiðslu. Á þetta sérstaklega við matvælaframleiðslu bæði matar- og drykkjarvöru. Bankar hafa í ríkum mæli verið tilbúnir að lána þessum nýafskráðu fyrirtækjum þar sem þeir telja að eignarhald stjórnendanna á hlutafénu haldi þeim fjárhagslega öguðum.

Undirverðlagning

Í Bretlandi hefur verið umtalsverð aukning á því að félög fari af markaði. Á árunum 1990-1997 fóru 37 af markaði og á árunum 1998-2000 fóru 116 félög af markaði og verðmæti þeirra félaga var nærri fimmfalt hærra (Weir, Laing og Wright (2005)).

Þrír prófessorar í Bretlandi, þeir Weir, Laing og Wright (2005), gerðu viðamikla rannsókn þar sem þeir reyndu að átta sig á því af hverju fyrirtæki tækju þessa ákvörðun í auknum mæli að fara af hlutabréfamarkaði. Þeir nefna að það sé viðurkennd staðreynd að slæm frammistaða sé helsta ástæða þess að fyrirtæki fara af markaði en vildu skoða nákvæmar í hverju þessi slæma frammistaða fælist. Niðurstöður þeirra leiða ótvírætt í ljós að helsta ástæða þess að fyrirtæki eru tekin af markaði er undirverðmat. Þau eru tekin af markaði af því stjórnendur þeirra telja þau undirverðlögð. Þetta á bæði við um það þegar stjórnendur kaupa fyrirtækin út og í þeim tilfellum þegar aðrir en stjórnendur kaupa fyrirtæki út. Niðurstöðurnar gefa líka til kynna að rökin fyrir því að fara á hlutabréfamarkað á sínum tíma hafi breyst og þar með séu forsendurnar fyrir því að vera á markaði brostnar.

Þegar stjórnendurnir sjálfir kaupa aðra út, gefur það til kynna að stjórnendur þessara fyrirtækja hafi haft innanhúss upplýsingar um verðmæti starfsemi og eigna fyrirtækisins sem aðrir hafa ekki. Í rannsókninni var skoðað sérstaklega hvort hægt væri að greina á milli þess hvernig fyrirtæki fara út af markaði, hvort um stjórnenda

uppkauþ hefði verið að ræða eða ekki. Rannsakaðir voru þættir eins og undirnat, umboðskostnaður og eigendaskipun. Í tilfellum þar sem aðrir en stjórnendur keyptu fyrirtækin út, höfðu þeir ekki innanhúss upplýsingar sem gerðu það að verkum að þeir teldu að markaðurinn hefði rangt fyrir sér, heldur var sýnt fram á að þeir sem stóðu utan við fyrirtækin mátu þau öðruvísi heldur en þeir sem stóðu innan þeirra (Weir o.fl., 2005).

Ef rekstrarleg afkoma hefur ekki verið afburðagóð en stjórnendur vilja kaupa það út á yfirverði geta það einnig verið skilaboð um að leyndur ávinningur felist í fyrirtækinu sem stjórnendur þess ætli að njóta einir með því að kaupa það út (Weir o.fl., 2005).

Óskilvirk stjórnun

Rannsókn þeirra Weir, Laing og Wright (2005), gefur einnig vísbendingar um að þau fyrirtæki sem fóru af markaði hafi haft fremur óskilvirka stjórnunaruppbyggingu og hærri stjórnunarkostnað en önnur sambærileg fyrirtæki. Lítil þrýstingur hafi verið frá hluthöfum um að breyta stjórnskipunni. Fjárfestar sem kaupi fyrirtæki út af markaðnum, telja að ná megi betri árangri með fyrirtækið með því að breyta stjórnskipulagi þess og lækka kostnað við stjórnun.

Stærð fyrirtækja

Leitt hefur verið að því líkur að lítil fyrirtæki yfirgefi frekar hlutabréfamarkaðinn heldur en stór fyrirtæki (Bessler og Thies, 2007), að litlum fyrirtækum gangi oft ekki vel að fóta sig á hlutabréfamörkuðum. Stórir stofnanafjárfestar hafi ekki áhuga á þeim og þess vegna verði minni velta með bréf þeirra sem aftur leiðir til þess að minni almennur áhugi verður á þeim. Talið er að minni áhugi á bréfum sé eitt þeirra atriða sem valdi því að lægra verð verði á bréfum fyrirtækja og þau því undirverðlögð. Lítil fyrirtæki eru meirihluti þeirra fyrirtækja sem yfirgefa hlutabréfamarkaði (Weir o.fl., 2005).

Aðrir þættir

Viðamikil rannsókn var kynnt árið 2005 en hún var unnin af Evans, Poa og Rath á því hver einkennin hjá 80 áströlskum fyrirtækjum voru sem fóru af markaði á árunum 1990 til 1999 og voru þau borin saman við 80 fyrirtæki sem héldu kyrru fyrir á hlutabréfamarkaðnum. Eldri rannsókn frá 1979 til 1984 (Lowenstein, 1986) hafði sýnt

að það voru fyrst og fremst tveir þættir sem skiptu máli varðandi fyrirtæki sem fóru af markaði en þeir eru stærð fyrirtækis og stærð eignarhlutar stjórnenda. Einnig höfðu eldri rannsóknir (Maupin, Bidwell og Ortégren, 1984; Opler og Titman, 1993) sýnt fram á að mikið sjóðstreymi væri mikilvægt atriði þegar ákvörðun væri tekin um að taka fyrirtæki af markaði. Rannsakendurnir töldu að einkenni þessara fyrirtækja hefðu breyst mikið frá 1990 og vildu fá staðfestingu á því.

Þeir þættir sem skoðaðir voru eru: frjálst sjóðstreymi, vaxtarmöguleikar, áhætta starfseminnar, seljanleiki bréfa, útgjöld vegna rannsókna og þróunar, eignarhlutur stjórnenda í fyrirtækinu og möguleg ógn af yfirtöku fyrirtækjanna. Helstu niðurstöður voru þær að ekki var hægt að tengja líkurnar á því að fara af markaði við herra sjóðstreymi sem áður fyrr hafði verið talin helsta ástæðan. Niðurstöður sýndu hins vegar að þau fyrirtæki sem hafa farið af markaði í Ástralíu, hafa einkenni þess að hafa minni seljanleika, minni vaxtarmöguleika, áhætta starfseminnar var meiri og lægri útgjöld til rannsókna og þróunar. Yfirtökuógn var einnig merkjanleg.

Lítið hefur verið um rannsóknir á því af hverju fyrirtæki yfirgefa hlutabréfamarkaði. Ein ástæðan fyrir því er kannski skortur á opinberum upplýsingum um raunverulegar ástæður þess að fyrirtæki eru tekin út af hlutabréfamörkuðum. En væntanlega munu þær miklu hræringar sem hafa verið á hlutabréfmörkuðum undanfarið (haust 2008) verða til þess að áhugi eykst á slíkum rannsóknum.

Samantekt

Það má segja að undirverðlagning á fyrirtæki hafi mest um það að segja að það sé afskráð á hlutabréfamarkaði. Einnig hefur rekstrarleg afkoma mikil áhrif á þá ákvörðun. Óskilvirk stjórnun er atriði sem skiptir líka máli. Stærð fyrirtækja hefur mikil áhrif þar sem minni fyrirtæki eru í meira mæli tekin af markaði. Sýnt hefur verið fram á að atriði eins og minni seljanleiki bréfa, minni vaxtarmöguleikar, meiri áhætta starfseminnar, lægri útgjöld til rannsókna og þróunar og yfirtökuógn, hafa einnig verulega mikil áhrif.

Hins vegar er það spurning hvort þetta séu sömu atriði og hafi valdið því að íslensku sjávarútvegsfyrirtækin voru tekin út af hlutabréfamarkaðnum eitt af öðru. Við því verður reynt að leita svara í rannsókninni sem á eftir fylgir.

2 Sjávarútvegur og hlutabréfamarkaður

Í kaflanum er fjallað um sjávarútveg, helstu einkenni hans sem atvinnugreinar og starfsumgjörð hans á Íslandi. Nefnd eru nokkur atriði úr lögum um stjórn fiskveiða við Ísland sem koma við sögu síðar í ritgerðinni. Farið er yfir þau sjávarútvegsfyrirtæki sem hafa verið skráð í Kauphöll Íslands. Einnig er aðeins litið til sjávarútvegs í öðrum löndum, þau starfsskilyrði sem hann býr við og skoðað hvernig honum hefur vegnað í kauphöllum erlendis. Ekki er lögð áhersla á að umfjöllunin sé tæmandi, heldur einungis til þess að gefa lesandanum innsýn inni atvinnugreinina.

2.1 Sjávarútvegur á Íslandi

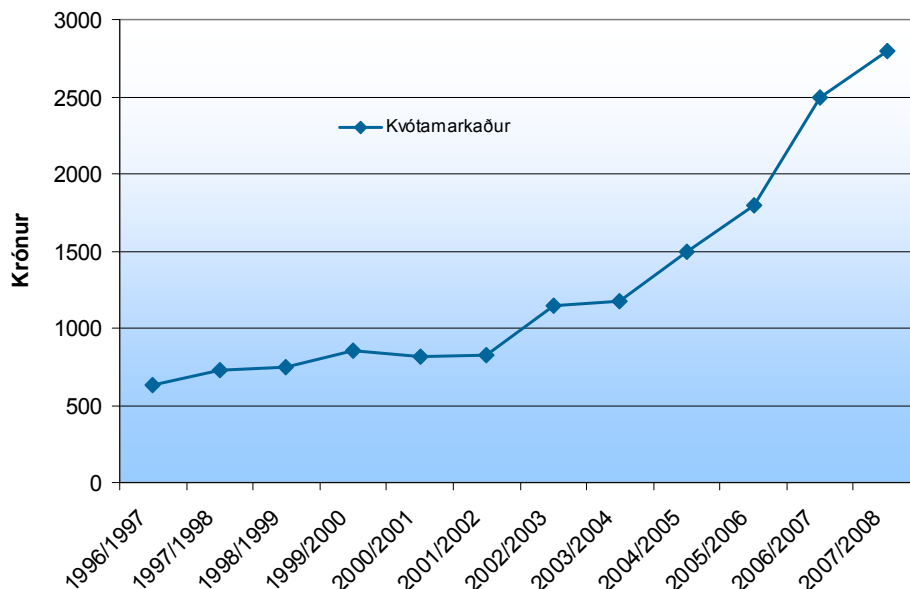
Sjávarútvegur er að mörgu leyti frábrugðinn öðrum atvinnugreinum. Fiskurinn, sem er aðalframleiðsluþátturinn, er villt dýr sem er venjulega veitt í úthafinu eða nálægt ströndum til manneldis og fóðurs. Slíkt fyrirkomulag í matvælaframleiðslu er mjög sjaldgæft í heiminum því flest dýr til neyslu eru ræktuð eða hýst á afmörkuðum svæðum svipað og í fiskeldi (Ágúst Einarsson, 2003b). Veiðislóðir fisks eru auk þess venjulega mjög dreifðar og sjósókn er verulega háð náttúrulegum skilyrðum eins og veðri. Mikil óvissa er bundin veiðunum þótt tækni framfarir hafi verið miklar undanfarna áratugi. Sjávarútvegur er því áhættusöm atvinnugrein og stjórnun í sjávarútvegi, hvort sem er af hálfu hins opinbera eða innan fyrirtækja, er einstaklega erfið í samanburði við aðrar atvinnugreinar (Ágúst Einarsson, 2003b).

Frá árinu 1990 hefur aflamarkskerfi með framseljanlegri aflahlutdeild (*e. individual transferable share quota system*) verið aðalreglan með allar veiðar við Ísland. Þetta er í daglegu tali kallað kvótakerfi. Leyfilegur heildarafla er ákveðinn af sjávarútvegsráðherra fyrir hvert ár að fengnum tillögum fiskifræðinga Hafrannsóknarstofnunar. Ákvörðun ráðherra á einungis að breytast innan ákveðinna marka milli einstakra ára. Aflahlutdeild, sem er hlutdeild í heildarafla viðkomandi

fisktegundar, er úthlutað á einstök skip og byggist hún upphaflega á afla skipsins á tilteknum þremur viðmiðunarárum og breytist ekki milli ára.

Um stjórn fiskveiða við Ísland gilda sérstök lög nr. 38/1990. Í lögnum er meðal annars kveðið á um hámarksafhlutdeild (þ.e. hámarkskvóta) hvers félags á hverri fisktegund. Mismunandi er eftir tegundum hvert þetta hámark er, frá 12% í þorski upp í 35 % í karfa. Þetta felur í sér að sérhverju fyrirtæki á Íslandi er ekki heimilt að eiga meira en sem nemur 12% af heildaraflaheimildum landsins á hverjum tíma. Þetta er í daglegu tali kallað kvótabak og gerir það að verkum að sjávarútvegsfyrirtækin geta ekki vaxið nema að takmörkuðu leyti, þ.e. upp að þessu kvótabaki.

Eins og fram hefur komið eru veiðiheimildirnar við Ísland framseljanlegar og hófust viðskipi með þær fljótlega eftir gildistöku laganna. Verðþróun þeirra hefur verið misjöfn eftir tegundum og stjórnast af framboði og eftirspurn. Einna mest viðskipti hafa átt sér stað með veiðiheimildir í þorski og hafa þær hækkað mikið á undanförunum árum. Mynd 4 sýnir verðþróunina á þorskveiðiheimildunum frá 1996-2007.



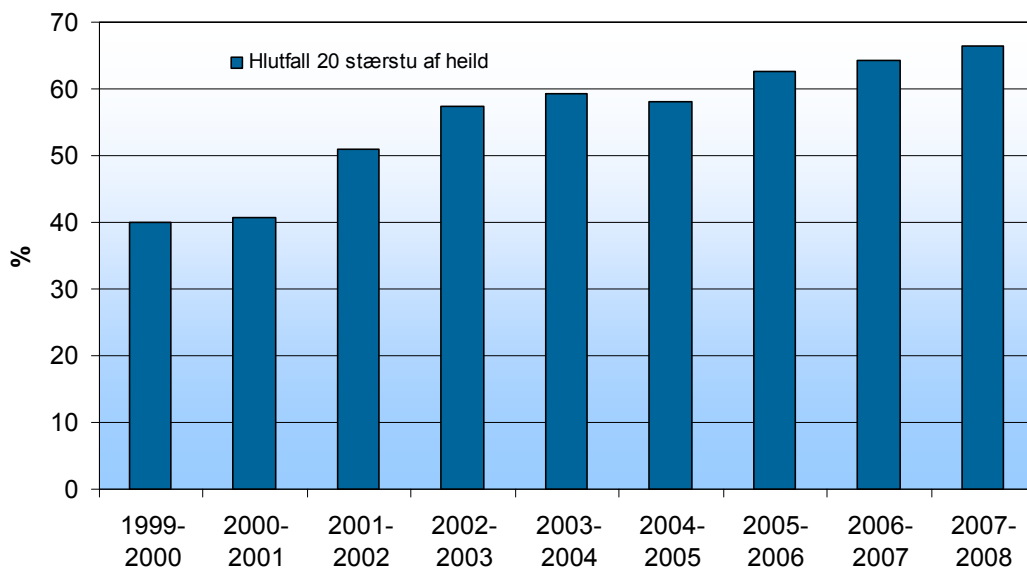
Mynd 4. Verðþróun þorskveiðiheimilda frá 1996 til 2007.

Heimild: Kvótamiðlun LÍÚ, 2008.

Sjávarútvegur á Íslandi hefur skipt miklu máli fyrir íslenskt hagkerfi gildir það jafnt um landsframleiðslu, vöruútflutning og gjaldeyrisöflun. Vægi hans hefur þó minnkað

undan farin ár og sífellt færri störf tengjast greininni (Ágúst Einarsson, 2003b). Sjávarútvegur á Íslandi nýtur engra styrkja en þarf í markaðssetningu sinni á alþjóðlegum mörkuðum að keppa við ríkisstyrktan sjávarútveg margra landa.

Í sjávarútvegi hefur gerst það sama og í mörgum öðrum iðngreinum, að þeir stærstu eru að verða stærri. Á sama tíma hefur litlum fyrirtækjum einnig fjölgað og átti stofnun fiskmarkaða eftir 1987 þátt í því (Ágúst Einarsson, 2003b). Mynd 5 sýnir hlutfall 20 stærstu kvótaeigenda af heildinni og hve mikið hlutdeild þeirra hefur stækkað á sl. árum.



Mynd 5. Þróun kvótaeignar hjá 20 kvótastærstu fyrirtækjum Íslands

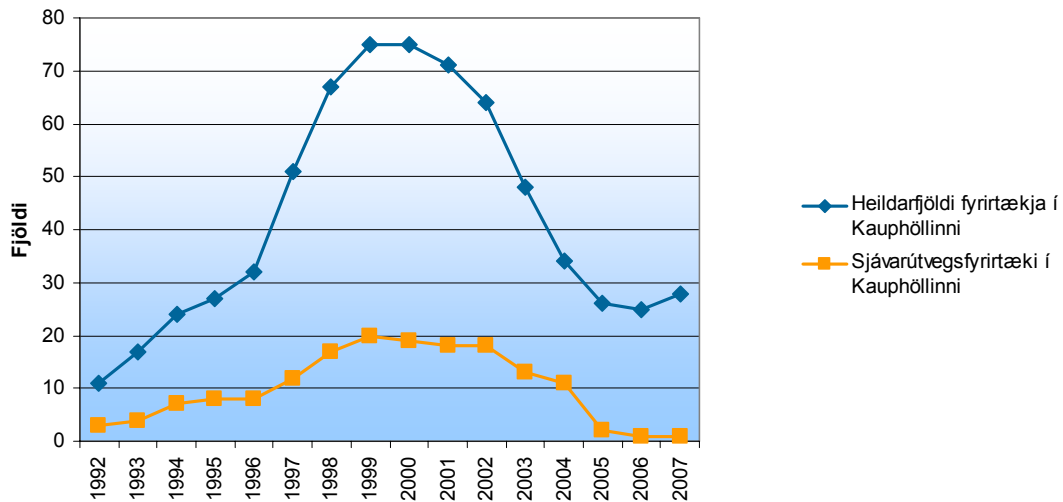
Heimild; Fiskistofa e.d.

Sambærileg þróun hefur verið í öðrum iðnaði og þá einna helst matvælaíðnaði. Stærri smásalar og verslunarkeðjur hafa viljað meira magn og vilja þess vegna skipta við stærri fyrirtæki. Þetta hefur ekki bara gerst í sjávarútvegi heldur í matvælaíðnaði almennt (Valdimar Halldórsson, munnleg heimild 16. september 2008).

Sjávarútvegur er ein frumatvinnugreinanna sem haldið hefur lífinu í Íslendingum síðustu aldirnar og hefur því mikil tilfinningaleg og samfélagsleg tengsl. Fiskveiðistjórnunarkerfið hefur verið mikið til umræðu í þjóðfélaginu og ekki allir verið á eitt sáttir um ágæti þess. Stjórn málaflakkar hafa flestir haft á stefnuskrá sinni að gera á því verulegar breytingar án þess að af því hafi þó orðið.

2.2 Sjávarútvegur og Kauphöll Íslands

Fyrsta sjávarútvegsfyrirtækið sem skráð var í Kauphöll Íslands var Skagstrendingur hf. og var félagið skráð þann 21. ágúst 1992.



Mynd 6. Fjöldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands og fjöldi sjávarútvegsfyrirtækja í Kauphöll Íslands.

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Mynd 6 sýnir fjölda fyrirtækja í Kauphöllinni á hverju ári og fjölda sjávarútvegsfyrirtækja sem þar voru inni. Fyrirtækjunum fjölgaði jafnt og þétt til ársins 1999 en þá náði fjöldi þeirra hámarki. Veruleg fækkun hófst eftir 2002 og eftir árið 2005 var einungis eitt sjávarútvegsfyrirtæki skráð á aðallista Kauphallarinnar..

Tafla 1 sýnir lista yfir þau sjávarútvegsfyrirtæki sem hafa verið skráð í Kauphöll Íslands, ásamt dagsetningum nýskráningar og afskráningar.

Tafla 1. Sjávarútvegsfyrirtæki í Kauphöll Íslands, nýskráning og afskráning.

Nafn fyrirtækis	NYSKRAN	LOKA	SKÝRING
	DAGUR	DAGUR	
Jökull hf.	21.1.1997	15.1.2000	Sameinað UA
Krossanes hf.	22.12.1998	28.4.2000	Sameinað Ísfélagi Vestmannaeyja
Básafell hf.	18.6.1998	25.8.2000	Hlutfé keypt upp
Loðnuvinnslan hf.	1.6.1999	30.4.2002	Samruni við Hraðfrystihús Fáskrúðsfjarðar
Útgerðarfélag Akureyringa hf.	19.2.1993	7.6.2002	Keypt upp af Eimskipafélaginu
Skagstrendingur hf.	21.8.1992	21.8.2002	Keypt upp af Eimskipafélaginu
Haraldur Böðvarsson hf.	2.11.1994	16.12.2002	Keypt upp af Eimskipafélaginu
SR-Mjöl hf.	30.12.1994	10.3.2003	Vegna sameiningar við Síldarvinnsluna
Fiskiðjusamlag Húsavíkur hf.	28.8.1997	28.11.2003	Hlutfé keypt upp
Eskja hf.	26.11.1997	13.2.2004	Yfirtökutilboð
Hraðfrystihúsið-Gunnvör hf.	2.11.1998	31.3.2004	Hlutfé keypt upp af YT ehf.
Þorbjörn Fiskanes hf.	10.11.1998	2.4.2004	Hlutfé keypt upp af félagi í eigu Eiríks Tómassonar
Guðmundur Runólfsson hf.	27.4.1998	11.6.2004	G.R. útgerð ehf. Með yfirtökutilboð
Síldarvinnslan hf.	12.10.1994	12.10.2004	Yfirtökutilboð frá Samherja og fleirum
Tangi hf.	9.9.1998	7.1.2005	Samruni við HB Grandi hf.
Hraðfrystistöð Þórshafnar hf.	11.1.1999	11.3.2005	Keyptir upp af Símatúni ehf.
Þormóður rammi-Sæberg hf.	4.12.1992	30.6.2005	Yfirtekið af Nýbergi ehf.
Samherji hf.	12.6.1997	28.7.2005	Stjórn yfirtók félag
HB Grandi hf.	15.12.1992		Farinn á First North Iceland
Vinnslustöðin hf.	30.12.1994		Enn í Kauphöllinni

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Af þeim 20 félögum sem skráð voru í Kauphöllinni voru fimm sameinuð inn í önnur félög en það voru: Jökull hf, Krossanes hf, Loðnuvinnslan hf, SR-Mjöl hf og Tangi hf. Þrettán félaganna voru yfirtekin, þ.e. hlutféð var keypt upp af meirihlutaeigendum og þau afskráð í kjölfarið. Sex af þeim félögum voru keypt upp af sömu fjölskyldunni og fór með þau út á hlutabréfamarkaðinn í upphafi. HB Grandi er skráður á First North markaðnum og Vinnslustöðin er eina fyrirtækið sem enn er í Kauphöllinni.

Í grein frá 2003c, fjallar Ágúst Einarsson um samanburð á viðskiptum í kauphöllum hér og erlendis. Þar kemur fram að á Íslandi hafa mikil viðskipti með hlutabréf í skráðum félögum átt sér stað utan Kauphallarinnar. Í samanburði við önnur lönd sker Ísland sig nokkuð úr en algengast er að um þriðjungur viðskipta sé utan við kauphallir. “Í flestum tilvikum er verð í Kauphöll notað sem viðmið í viðskiptum utan kauphallar en það getur verið óheppilegt til lengri tíma ef mjög stór hluti er fyrir utan kauphallir þar sem viðskiptin þar gefa mjög góða mynd af framboði og eftirspurn, m.a. vegna upplýsingakerfisins” (Ágúst Einarsson, 2003c, bls. 4). Í framhaldi af þessum staðreyndum um hátt hlutfall utanhallarviðskipta má velta fyrir

sér hvort verðmyndun hefði verið með sambærilegum hætti og ef um viðskipti innan Kauphallar væri að ræða.

Á árunum þegar fjölgun sjávarútvegsfyrirtækjanna var hvað mest kviknuðu vonir um að á Íslandi gæti orðið til miðstöð fjármálaviðskipta í sjávarútvegi og Kauphöllin hér yrði alþjóðlegur markaður fyrir fyrirtæki í sjávarútvegi og tengdum greinum (Þórður Friðjónsson, 2003a) vonir þessar gengu hins vegar engan veginn eftir.

Í Viðskiptablaðinu, fimmtudaginn 2. október 2008, fjallar Þórður Friðjónsson, forstjóri Kauphallarinnar, um að nú sé ákjósanlegur tími fyrir sjávarútvegsfyrirtækin til þess að skrá sig á hlutabréfamarkaðinn á nýjan leik. Að þar séu tækifæri til að sækja sér fjármagn, þar sem lánsfjármagn sé hvorki ódýrt né aðgengilegt um þessar mundir. Hann bendir á að rekstrarskilyrði greinarinnar séu hagfelld um þessar mundir. Raungengi er mjög lágt og samkeppnisstaða sjávarútvegs því sterk, auk þess sem afurðaverð sé hátt. Hann er sannfærður um að áhugi fjárfesta á greininni sé allt annar og meiri en hann var fyrir nokkrum árum. Í rannsókninni á eftir verður fjallað um framtíðarmöguleika sjávarútvegsins innan Kauphallarinnar.

2.3 Sjávarútvegur í öðrum löndum

Víða er enn litið á sjávarútveg sem byggðastefnutæki og sérstakar reglur settar sem miða að því að halda uppi byggð í dreifbýli, til dæmis í Noregi. Stundum krefst það að vinnuafli þarf að koma erlendis frá en dæmi eru um það í Kanada. Víða eru reglur sem takmarka eignarhald erlendra aðila í greininni líkt og hér á Íslandi.

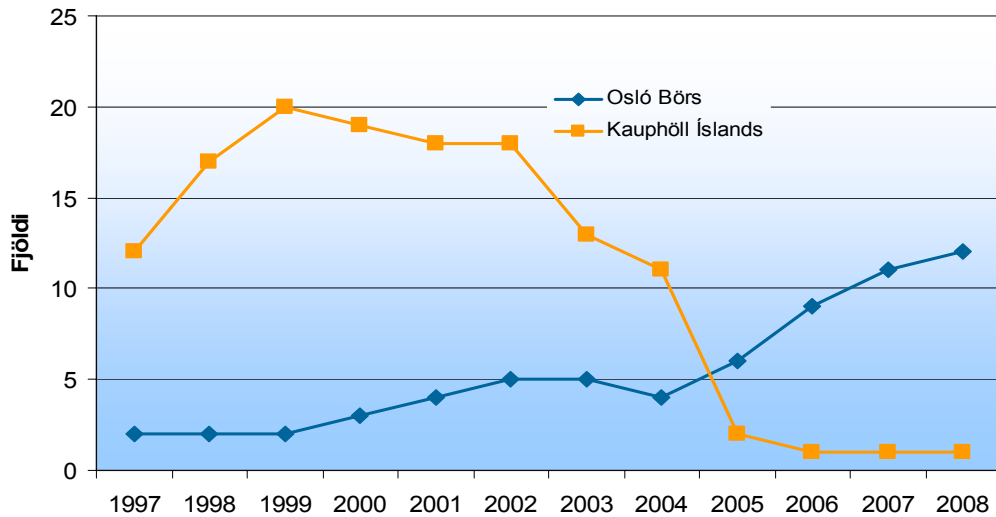
Árið 2003 var talið að um 85 fyrirtæki í sjávarútvegi væru skráð á hlutabréfamörkuðum í heiminum. Þá voru 17 sjávarútvegsfyrirtæki (12 í veiðum og vinnslu + 5 sölufyrirtæki, fiskmarkaður og fiskeldi) skráð í Kauphöll Íslands, eða um 20% af heildarfjöldanum. Samanlagt markaðsvirði sjávarútvegsfyrirtækjanna árið 2003 var hæst í Japan en Ísland var í öðru sæti (Ágúst Einarsson, 2003a). Í dag er talið að fyrirtæki sem flokkuð eru sem sjávarútvegsfyrirtæki séu innan við 60 (Valdimar Halldórsson, munnleg heimild 16. september 2008). Á sjávarútvegsvakt Glitnis í

september 2008 var að finna lista yfir 30 stærstu fyrirtækin, 10 í hverri heimsálfu fyrir sig: Evrópu, Ameríku og Asíu. Nú verður litið nánar á nokkur lönd og fyrirtæki.

2.3.1 Noregur

Noregur er það land sem gjarnan er talið næst okkur Íslendingum í lagaumgjörð og menningu. Er því einna helst að vænta að hægt væri með góðu móti að bera norsku sjávarútvegsfyrirtækin saman við þau íslensku. Norska fiskveiðistjórnunarkerfið byggir á kvótaúthlutun eins og það íslenska en er þó töluvert frábrugðið því. Úthlutað er veiðileyfum til eigenda skipa og þarf að fá samþykki stjórnvalda fyrir breytingum á eignarhaldi. Leyfin gefa heimild til að veiða ákveðinn hluta af úthlutaðu aflamarki hvers árs. Lög segja til um hvað má veiða eftir veiðisvæðum og á hvernig skipum. Lögin kveða t.d. á um að 70% af afla norðan 62. breiddargráðu skuli veiddur af strandveiðiflota en 30% af togurum. Lögin kveða einnig á um að innlent eignarhald megi ekki fara undir 60%. Útgerðum eru settar skorður varðandi hvert má selja afla og eru leyfin bundin því að aflinn sé unnin í ákveðnum vinnslum eða á ákveðnu landssvæði. Margir telja hömlur á framsali og flutningi aflahlutdeildar og einnig kvaðir um að landa á ákveðnum stöðum standi norskum sjávarútvegi fyrir þrifum. Þessar hömlur geri það að verkum að ekki sé hægt að stýra veiðum og vinnslu á sem hagkvæmastan hátt eins og gert er hérlendis (Björn Sigtryggsson, 2007).

Skráðum sjávarútvegsfélögum hefur fjölgað jafnt og þétt í norsku kauphöllinni. Árið 1997 voru einungis 2 sjávarútvegsfyrirtæki skráð á Osló Børs (kauphöllin í Osló) en í dag eru þau 12 (Randi Hovde, munnleg heimild 18. september 2008).



Mynd 7. Fjöldi sjávarútvegsfyrirtækja í kauphöllum Íslands og Noregs.

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Randi Hovde, munnleg heimild 18. september 2008; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Mynd 7 sýnir öfuga þróun í Noregi og á Íslandi á fjölda sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaði. Það er reyndar ekki alveg réttmætt að bera þessa hópa saman með þessum hætti þar sem meginstarfsemi norsku fyrirtækjanna er með talsvert öðrum hætti heldur en hér á landi.

Tafla 2 sýnir þau norsku sjávarútvegsfélög sem hafa verið skráð í norsku kauphöllinni og hver sé meginstarfsemi þeirra (Randi Hovde, munnleg heimild 18. september 2008).

Tafla 2. Sjávarútvegsfyrirtæki sem hafa verið skráð á Osló Børs og meginstarfsemi þeirra.

Sjávarútvegsfélög á Osló børs	Megin starfsemi
Aker seafood	veiðar úr viltum stofnum
Austevoll seafood	úthafs veiðar og vinnsla, mjöl framleiðsla, sala og lax eldi
Cermaq	fiskeldisfyrirtæki
Codfarmers	fiskeldisfyrirtæki
Lerøy Seafood Group	sölufyrirtæki
Marine Farms	fiskeldi og sala á fiski
Marine Harvest	sölufyrirtæki
Domstein	uppsjávarveiðar og vinnsla, sölufyrirtæki
SalMar	fiskeldisfyrirtæki
Norway Pelagic	sala á afurðum af úthafs veiðum
Grieg Seafood	fiskeldisfyrirtæki
Copeninca	lýsi og mjöl
Hafa verið afskráð:	
Norway Seafood	útflytjandi og sala
Pan pelagic	veiðar á uppsjávarfiski, framleiðsla á lýsi og mjöli og laxafóðri
Fjord Seafood	fiskeldisfyrirtæki

Heimild: Randi Hovde, munnleg heimild 18. september 2008.

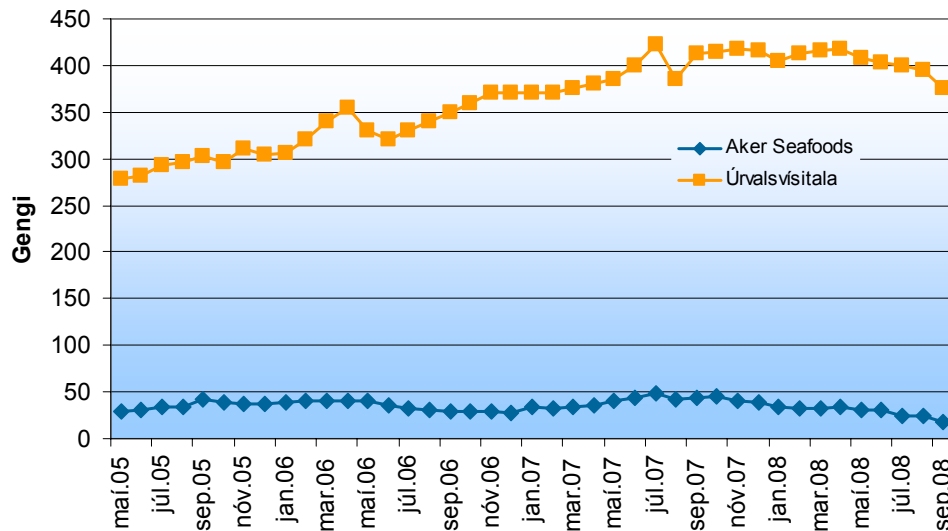
Af þessum 15 félögum eru 6 sem hafa fiskeldi sem meginstarfsemi, 4 hafa útflutning og sölu sem meginstarfsemi, 5 hafa veiðar og vinnslu meðal sinnar meginstarfsemi en þar af skipar mjöl- og lýsisframleiðsla stærstan sess hjá 4 þeirra. Einungis eitt fyrirtæki, Aker Seafoods, hefur veiðar og vinnslu á villtum stofnum sem meginstarfsemi sína og líkist það félag einna mest þeim íslensku fyrirtækjum sem hafa verið í Kauphöll Íslands.

Ekki er ólíklegt að þróunin verði með sambærilegum hætti og á Íslandi, því fyrr á þessu ári birti norska fjármálablaðið Kapital grein (Fiskeribladet/fiskaren, 2008) sem fjallar um það hversu heppileg fyrirtækin Domstein og Grieg séu til uppkaupa vegna lágs verðs í norsku kauphöllinni og eru þau talin undirverðlögð. Bæði þessi félög eru að meirihluta til í eigu fjölskyldna sem hafa stýrt þeim um árabíl. Fleiri hræringar hjá þessum sjávarútvegsfyrirtækjum eru ekki ósennilegar þar sem lækkun þeirra í kauphöllinni hefur verið um 20% meiri en annarra fyrirtækja á Osló Børs. Ástæðuna fyrir þessu falli má rekja til erfiðleika í fiskeldi (Nilsen, 2008).

Skoðum frekar Aker Seafoods, sem er eina sjávarútvegsfyrirtækið í norsku kauphöllinni sem líkist þeim íslensku sem eru hér til rannsóknar. Aker Seafood er

stærsti einstaki aðilinn í veiðum á hvítfiski í allri Evrópu. Félagið er með starfsemi í Noregi, Danmörku og Bretlandi. Fyrirtækið varð til við sameiningu þriggja stórra félaga snemma árs 2005 og var í kjölfarið skráð á norska hlutabréfamarkaðinn (Aker Seafoods, 2008).

Þegar skoðuð er þróun verðs á bréfum í Aker Seafoods samanborið við markaðsvísitöluna á Oslo Børs, sést að verðþróun Aker Seafoods hefur ekki verið með sambærilegum hætti. Á meðan markaðsvístan hefur hækkað um tæp 30% á milli ára hefur verð á hlutabréfum Aker Seafoods staðið í stað eða lækkað.



Mynd 8. Samanburður á gengi bréf Aker Seafoods og úrvalsvísitölunni á Olsó Børs.

Heimild: Osló Børs, 2008; Randi Hovde, munnleg heimild 18. september 2008.

Viðskipti með bréf í Aker Seafoods virðast hafa verið minni en hjá félögum af sambærilegri stærð.

Tafla 3. Velta bréfa hjá Aker Seafoods og samanburðarfélögum.

Ar	Aker	Acta	Eltek	Global Goe
2005	3054	10453	13343	16050
2006	3640	35128	38539	28096
2007	3348	89947	61785	82342
2008	508	71677	17479	51039

Heimild: Osló Børs, 2008; Randi Hovde, munnleg heimild 18. september 2008.

Tafla 3 sýnir fjölda viðskipta með bréf hjá Aker Seafoods sl. fjögur ár samanborið við þrjú félög svipað verðmæt í norsku kauphöllinni. Gefa þessar tölur sterklega til kynna að viðskipti séu færri og verðhækkningar minni en annarra fyrirtækja þar.

Í kjölfar mikilla lækkana á öllum sjávarútvegsfyrirtækjunum í norsku kauphöllinni, hafa komið fram getgátur í norska fiskifréttablaðinu Fiskaren (Fiskeribladet Fiskaren, 2008; Nilsen, 2008) um að þróunin þar fari á sama veg og hér á Íslandi, þ.e. að um uppkaupt verði að ræða og afskráningar margra þeirra úr kauphöllinni í kjölfarið.

2.3.2 Evrópusambandslöndin

Innan Evrópusambandsins er um miklar styrkveitingar að ræða til sjávarútvegsins og verður hann að því leyti ekki algerlega samanburðarhæfur við íslenskan sjávarútveg. Fiskveiðistefna Evrópusambandsins miðar að því að landskvótum sé úthlutað til aðildarríkjanna sjálfra, m.a. í því skyni að tryggja lífsafkomu þeirra byggðalaga sem háðar eru fiskveiðum. Reglum innri markaðarins innan Evrópusambandsins er hins vegar ætlað að tryggja frjáls og hindrunarlaus viðskipti á öllum innri markaðnum og opna þannig um leið að vissu leyti bakdyraleið að þeim landskvóta sem aðildarríki fá úthlutað. Með þessu geta hin efnahagslegu tengsl milli útgerðar og aðildarríkis rofnað og arður af fiskveiðum skilar sér ekki endilega inn í hagkerfi þess ríkis sem fengið hefur veiðiheimildunum úthlutað (Utanríkisráðuneytið, 2008b).

Þrátt fyrir mikla veiði og stóran markað hefur sjávarútvegur litla efnahagslega þýðingu fyrir Evrópusambandið, þegar litið er á hann sem hlutfall af vergri þjóðarframleiðslu. Hins vegar eiga margar fjölskyldur og mörg byggðarlög afkomu sína undir sjávarútvegi. Sjávarútvegurinn hefur sérstaklega mikið vægi á svæðum sem eiga undir högg að sækja efnahagslega og á ýmsum svæðum sem hafa mikla pólitíska þýðingu af ýmsum ástæðum. Í Evrópusambandinu hefur sjávarútvegur verið atvinnugrein á undanhaldi og gjarnan er vísað til útvegsins í sömu andrá og talað er um byggðastefnu og styrki til að takast á við félagsleg og efnahagsleg vandamál á fátækari svæðum (Utanríkisráðuneytið, 2008a).

Spánn og Danmörk eru stærstu fiskveiðiþjóðir Evrópusambandsins. Á Spáni er Pescanova stærsta sjávarútvegsfyrirtækið í kauphöllinni þar. Pescanova er reyndar eitt af stærstu sjávarútvegsfyrirtækjum heims með starfsemi í Evrópu, Norður- og Suður

Ameríku, Afríku og Eyjaálfu. Pescanova hefur sterka stöðu í heimalandinu Spáni, þar sem það hefur um 43% markaðarins fyrir unnar sjávarafurðir, en hins vegar eru umsvifin hvað mest erlendis. Auk þess að vera eitt stærsta útgerðar- og fiskvinnslufyrirtæki heims, þá er félagið orðið mjög umsvifamikið á fiskeldissviðinu. Útgerð félagsins telur yfir hundrað skip sem stunda veiðar víða um heim.

Á vefsíðu intrafish, 17.mars 2006, var umfjöllun um Pescanova (Viðskiptablaðið, 2008). Þar telur sjávarútvegssérfræðingur á Spáni félagið undirverðlagt. Ástæðan fyrir því sé meðal annars sú að einungis 24% hlutabréfanna hafi gengið kaupum og sölu á hlutabréfamarkaði. Hann telur stöðu félagsins á markaðnum á Spáni afar sterka, það hafi mjög góðan aðgang að hráefni og rekstrarafkoma þess sé viðunandi.

Í Danmörku er Biomar Holding A/S stærsta sjávarútvegsfyrirtækið á hlutabréfamarkaði. Meginstarfsemi þess er framleiðsla á fódri til fiskeldisfyrirtækja. Á gríska hlutabréfamarkaðnum er sjávarútvegsfyrirtækið Nireus. Meginstarfsemi þess er fiskeldi og er það stærsta fiskeldisfyrirtækið í Miðjarðarhafinu. Þessi tvö fyrirtæki eru ekki með sambærilega starfsemi og íslensku sjávarútvegsfyrirtækin og því ekki heppileg til samanburðar við þau (Valdimar Halldórsson, munnleg heimild 16. september 2008).

2.3.3 Kanada

Í Kanada er enn litið á sjávarútveg sem byggðastefnutæki og sérstakar reglur settar sem miða að því að halda uppi byggð í dreifbýli. Einnig eru reglur um takmarkað eignarhald erlendra aðila í greininni líkt og á Íslandi (Björn Sigtryggsson, 2007).

Fiskveiðistjórnunarkerfi Kanada er að stórum hluta byggt á kvótaúthlutun. Þeirra kerfi er þó mun flóknara en kerfi Íslendinga og gengur meira út á byggðarsjónarmið. Lögsögunni er skipt upp í mörg veiðihólf og veiðum síðan skipt upp í strandveiðar og úthafsveiðar. Strandveiðarnar eru stundaðar af smærri aðilum á smærri skipum sem landa afla sínum inn í fiskvinnslur. Úthafsveiðiskipin eru nær öll frystiskip sem veiða og vinna aflann um borð. Ekki er heimilt að selja heimildir úr strandveiðum yfir í úthafsveiðar eða sameina heimildir á milli báta, nema að litlum hluta. Möguleg hagræðing í útgerð og vinnslu er talin mikil. Þess vegna hafa verið uppi væntingar um að breytingar verði gerðar á kanadíska fiskveiðistjórnunarkerfinu í framtíðinni til að

hægt verði að ná þessari hagræðingu fram. (Björn Sigtryggsson, munnleg heimild 11. júní 2008).

Á hlutabréfamarkaðnum í Kanada hafa fjárfestingarfélög sem hafa það að meginstarfsemi að eiga hlut í sjávarútvegsfyrirtækjum verið flokkuð með sjávarútvegsfyrirtækjum. Um þessi fjárfestingarfélög gilda sérstakar reglur sem takmarka starfsemi þeirra mjög og hafa veruleg áhrif á veltu bréfa og gengi. Ástæða þessara laga var annarsvegar að halda eignarhaldinu dreifðu og hinsvegar að halda uppi atvinnu og byggð (Björn Sigtryggsson, munnleg heimild 11. júní 2008). Félög þessi heita Connors Bothers Income Fund og Clearwater Seafoods Inc Fund.

Glitnir, sem hefur sérhæft sig í fjármögnun og ráðgjöf í alþjóðlegum sjávarútvegi, veitti ráðgjöf í tengslum við afskráningu Clearwater Seafood Income Fund úr kauphöllinni í Toronto í október 2008, en fyrirtækið fer með ráðandi hlut í matvælafyrirtækinu Clearwater Fine Foods sem er með höfuðstöðvar í Halifax og sérhæfir sig í veiðum og vinnslu á skelfisk, rækju og humri (Valdimar Halldórsson, munnleg heimild 16. september 2008).

High Liner Foods Inc. er rótgróið sjávarútvegsfyrirtæki sem hefur til margra ára verið í kauphöllinni í Toronto. Fyrirtækið er fyrst og fremst sölufyrirtæki á frosnum sjávarafurðum en er einnig með framleiðslu á tilbúnum frosnum sjávarréttum. Það hefur stóra markaðshlutdeild í Kanada, Bandaríkjunum og Mexíkó. Gengi bréfa þess hefur nánast staðið í stað allt þetta ár (Toronto Stock Exchange, 2008).

2.3.4 Nýja Sjáland

Fiskiveiðistjórnunarkerfi Ný-Sjálendinga svipar mjög til þess íslenska. Kerfinu var ætlað að koma í veg fyrir ofveiði og um leið að auka arðsemi sjávarútvegs. Árlega er ákveðið heildaraflamark hvernar tegundar sem er í kvóta og er sú ákvörðun byggð á tillögum vísindamanna og hagsmunaaðila. Vísindamenn reikna út hversu mikið má veiða án þess að draga úr hæfni stofnsins til að viðhalda sér, þ.e. veiðarnar eiga að vera sjálfbærar. Út frá þessum upplýsingum er heildaraflamark ákveðið (*e. total allowable catch*) en frá því er síðan dregin hlutdeild frumbyggja og hlutdeild sem fer til tómstundaveiða, það sem eftir er fá síðan almennar útgerðir. Líkt og í okkar kerfi geta

handhafar kvóta selt, keypt og leigt kvóta sem gerir útgerðum kleift að gera langtímaáætlanir og ná fram hagræðingu í útgerðinni (Björn Sigtryggsson, 2007).

Annað af tveimur stærstu sjávarútvegsfyrirtækjum landsins heitir Sanford og er skráð í kauphöllinni á Nýja-Sjálandi. Sanford er staðsett í Auckland, Nýja-Sjálandi, og stundar veiðar, vinnslu og sölu á sjávarafurðum ásamt því að vera í fiskeldi. Mest af veiðum félagsins fer fram í landhelgi Nýja-Sjálands en auk þess stundar félagið úthafsveiðar og veiðar í landhelgi annarra landa í samstarfi við heimamenn. Gengi þess hefur verið nokkuð stöðugt síðastliðið ár og sveiflast mun minna, bæði upp og niður, heldur en gengi úrvalsvísitölunnar þar. Viðskipti með hlutabréf þess hafa einnig verið með svipuðum hætti og hjá öðrum fyrirtækjum í kauphöllinni þar (NZX limited, 2008).

2.3.5 Önnur lönd

Chile er leiðandi í laxeldi í heiminum ásamt Noregi en flest sjávarútvegsfyrirtækin sem skráð eru í kauphöll þar hafa fiskeldi að meginstarfsemi sinni. Nokkur veiða og vinna uppsjávarfisk og eru því stór í mjöl- og lýsisframleiðslu. Fyrirtæki á hlutabréfamarkaði í Chile eru (Glitnir, 2008):

- Multiexport
- Sociedad Pesquera Coloso S.A.
- Pesquera Iquique Guanaye S.A.
- Pesquera Itata S.A.
- Invetec Pesquera Mar de Chile

Í kauphöllum í **Japan** eru nokkuð mörg fyrirtæki flokkuð sem sjávarútvegsfyrirtæki. Þetta eru meira og minna allt fyrirtæki sem eru í margþættum rekstri og sjávarútvegur er í raun bara ein deild eða hluti þeirra. Þess vegna er erfitt að bera þau saman við fyrirtæki sem hafa sjávarútveg að meginstarfsemi sinni. Stærstu sjávarútvegsfyrirtækin í kauphöllum í Japan (Glitnir, 2008) eru:

- Nippon Suisan Kaisha Ltd.
- Maruha Group inc.
- Kyokuyo Co Ltd.

- Uoriki Co Ltd
- Chuo gyorui Co Ltd.

Auk ofantalinna fyrirtækja eru í nokkrum öðrum löndum fyrirtæki á hlutabréfamörkuðum sem flokkast sem sjávarútvegsfyrirtæki, (Glitnir, 2008) en þau eru:

- Í **Perú** er félagið Copeinca ASA
- Í **Bandaríkjunum** félagið Omega Protein Corp.
- Í **Kína** China Fishery Group Ltd og Pacific Andes Intl Hldg Ltd
- Í **Tælandi** félögin Thai Union Frozen Prod Pub og Sea Horse Corp Pub Co Ltd

Samantekt

Samanburður á íslensku sjávarútvegsfyrirtækjunum við erlend sjávarútvegsfyrirtæki, sem eru eða hafa verið á hlutabréfamarkaði, er mjög erfiður. Meginstarfsemi fyrirtækjanna er mjög ólík sem og ytri starfsskilyrði. Engar rannsóknir eða úttektir á sjávarútvegsfyrirtækjum í kauphöllum fundust, þrátt fyrir þó nokkra leit. Við þessa litlu skoðun virðist saga sjávarútvegsfyrirtækja í öðrum löndum ekki hafa verið mjög árangursrík á hlutabréfamörkuðum. Þau virðast vanmetin og með færri viðskipti eins og dæmin af Aker Seafoods í Noregi og Pescanova á Spáni sýna. Á slakri velgengni eru þó undantekningar eins og dæmin af High Liner Foods í Kanada og Sanford Ltd. á Nýja Sjálandi sýna.

3 Aðferðafræði – Rannsóknaraðferðir

Í kaflanum er fjallað um aðferðafræði rannsóknarinnar, greint er frá helstu markmiðum rannsóknarinnar og kynntar eru rannsóknaraðferðir. Greint er frá framkvæmd rannsóknarinnar og helstu takmörkunum hennar.

Aðferðafræðin sem notuð var við þessa rannsókn var að beita bæði eigindlegri rannsókn aðferð (*e. qualitative research methods*) og tölulegum greiningum. Ástæður fyrir því að þessar tvær aðferðir voru valdar eru að rannsakandi taldi eftir forathugun á viðfangsefninu að ekki næðist utan um alla þætti þessa viðfangsefnis með einungis einni rannsóknaraðferð. Byrjað var á eigindlegu rannsókninni. Í henni komu fram mikið af upplýsingum um atriði sem mögulegt var að sannreyna með tölulegum greiningum.

3.1 Markmið rannsóknar / rannsóknarspurningar

Markmið rannsóknarinnar er að komast að því hvaða stjórnunar- eða fjármálalegar ástæður hafi legið að baki því að sjávarútvegsfyrirtækin voru afskráð. Ætlunin er að skoða ytri ástæður, þ.e. frá umhverfinu sem fyrirtækin starfa í, og einnig innri ástæður, þ.e. það sem tengist sérstaklega atvinnugreininni, sérkennum hennar og sérstöðu. Markmiðið er líka að skoða hvar áhersluatriði æðstu stjórnendanna hafi legið. Rannsóknin beinist að sjávarútvegsfyrirtækjunum sem heild og þeim atriðum sem sammerkt eru með þeim öllum. Einungis voru tekin til skoðunar þau sjávarútvegsfyrirtæki sem stunduðu fiskveiðar og vinnslu, en fiskmarkaður, fiskeldi og sölufyrirtæki voru undanskilin.

Rannsóknarspurningar voru eftirfarandi;

- Hvaða ytri ástæður og þættir í umhverfinu höfðu áhrif á ákvarðanatökuna um brotthvarf úr Kauphöllinni?

- Hvaða innri þættir í rekstri sjávarútvegsfyrirtækja gerðu þeim erfitt fyrir á hlutabréfamarkaði?
- Eiga sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi afturkvæmt inn í Kauphöllina ?

Upphaflega var rannsakandi einnig með eftirfarandi spurningu: Hver voru áhrif kvótakerfisins á þessa atburðarrás ? En þegar á rannsóknina leið beindist athyglin nánast eingöngu að fyrstu spurningunum. Tengslin við kvótakerfið sem slíkt reyndist flóknara, hverju svo sem um er að kenna. Frekari rannsóknir á því viðfangsefni bíða því betri tíma.

3.2 Eigindleg rannsókn

Eigindleg rannsóknaraðferð er í raun samheiti yfir fjölbreytta rannsóknarhefð (Taylor og Bogdan, 1998). Rannsakandinn er aðal rannsóknarverkfærið og hann safnar gögnum með því að tala við fólk. Með þessum aðferðum er ekki verið að reyna að fá viðtækt tölfræðilegt yfirlit yfir það svið sem rannsaka á, heldur að öðlast dýpri skilning á viðfangsefninu. Þegar rannsakandi beitir eigindlegri aðferðafræði, byrjar hann á fólkinu sem hann er að rannsaka, ekki á kenningu. Hann fer til fólksins, skoðar raunveruleika þess og reynir að skilja hlutina eins og það sjálft skilur þá. Þegar því er lokið er sett fram tilgáta eða fullyrðing sem bendir á það mynstur eða þá efnisþætti sem finna má í rannsóknargögnum. Þannig getur safn tilgáta orðið að kenningu og jafnvel að lögmáli. Niðurstöður eigindlegra rannsókna eru greinandi ályktanir.

Fimm meginhefðir eru í eigindlegum rannsóknum og er hér notuð tilviksrannsókn (*e. case study*) (Taylor og Bogdan, 1998). Tilviksrannsókn er þegar gerð er ýtarleg rannsókn á tilviki - í þessu tilfalli þeirri atburðarrás þegar stjórnendur sjávarútvegsfélaganna tóku þá ákvörðun að taka félögin úr Kauphöllinni. Aðferðin felst í því að setja tilvikið í félagslegt, sögulegt eða efnahagslegt samhengi og skoðað hvort um sé að ræða einstakt, dæmigert eða mörg tilvik.

Rannsakandi valdi hálfstöðluð, opin djúpvíðtöl sem rannsóknaraðferð. Þar eru ekki notaðir staðlaðir spurningarlistar heldur er reynt að láta viðtalið líkjast venjulegu samtali frekar en formlegu viðtali. Rannsóknarspurningarnar eru hafðar til hliðsjónar í viðtölunum en megináherslan er á að láta viðmælendur lýsa eigin upplifun og fá þá til

að fjalla um það sem þeim þykir skipta mestu máli. Viðtöl eru ein af algengustu aðferðum eigindlegra rannsókna. Helsti kostur opinna djúpvíðtala er hversu sveigjanleg þau eru og rannsakanda gefst kostur á að spyrja dýpra og biðja viðmælanda um frekari útlistanir þegar það á við.

Þátttakendur rannsóknar - viðmælendur

Tekin voru viðtöl við sjö viðmælendur, þrjár þeirra gegndu lykilstöðum við stjórnun sjávarútvegsfyrirtækja sem voru á hlutabréfamarkaðnum og voru tekin af honum. Þeir gegndu ýmist stöðu stjórnarformanns eða framkvæmdastjóra. Þeir unnu bæði að því að fara með fyrirtækin á markað og taka þau af markaði og þekkja því alla atburðarásina frá upphafi til enda. Einn viðmælandinn hefur verið atkvæðamikil fjárfestir í sjávarútvegsfyrirtækjum og með mikla reynslu af rekstri slíkra fyrirtækja. Þrjú viðtöl voru tekin við sérfræðinga úr fjármálageiranum sem störfuðu sem greinendur fyrir fjárfesta, en þeir hafa sérhæft sig í sjávarútvegsfyrirtækjum og þekktu þetta málefni sérstaklega vel. Allir viðmælendurnir voru karlmenn.

Í eigindlegri rannsókn er aðaláhersla ekki lögð á fjölda þátttakenda heldur leitast rannsakandi við að reyna að öðlast djúpan skilning á viðfangsefninu í gegnum viðmælendur sína. Úrtaksaðferðin er markvisst úrtak (*e. purposeful sampling*), sem miðar að því að leita eftir fjölbreytileika með vali á viðmælendum vegna þess að það er álitid að þeirra viðhorf vikki út kenninguna sem er í mótun (Bogdan og Biklen, 1998). Úrtakið var valið af rannsakanda eða eftir ábendingum annarra. Þessi sjö viðtöl rannsóknarinnar fullnægja því formkröfum eigindlegra rannsóknaraðferða.

Rannsakandi hefur starfað innan sjávarútvegs og þekkir því nokkuð til í greininni. Tvo viðmælendurna þekkti hann nokkuð vel, einn lítilsháttar en fjóra hafði hann aldrei hitt áður. Við flesta viðmælendurna hafði rannsakandi beint samband með tölvupósti og óskaði eftir viðtali sem var góðfúslega veitt í öllum tilfellum. Einn viðmælandinn hafði samband við rannsakanda að fyrra bragði eftir að hafa frétt af rannsókninni hjá kunningja sínum og óskaði eftir að deila sínum sjónarmiðum.

Rannsakandi óttaðist í upphafi að ná ekki trúnaði viðmælanda sinna og að þeir myndu ekki hafa áhuga á að rifja upp þessa atburði. Þessar áhyggjur voru með öllu ástæðulausar. Allir viðmælendurnir höfðu mikinn áhuga á rannsóknarefninu, þeir

sögðu reyndar misítarlega frá ,en tveir töluðu um það að þeir treystu rannsakanda sérstaklega vel til að fara rétt með efnið þar sem hann hefði reynslu úr þessari atvinnugrein og hefði góðan skilning á henni.

Framkvæmd rannsóknarinnar

Í upphafi rannsóknar var unnin rannsóknaráætlun þar sem sett var fram áætlun um aðferðir og framgang rannsóknarinnar. Síðan tók við undirbúningur fyrir viðtölin. Þegar viðtalsaðferð er notuð, ber rannsakandi ekki upp fyrirfram ákveðnar spurningar, heldur eina spurningu í upphafi sem er leiðandi og reynir síðan að láta viðtalið stjórnast af því sem viðmælandi segir. Rannsakandi undirbýr sig því gjarnan með því að útbúa spurningarlista en þær spurningar eru ekki þær sömu og rannsóknarspurningin eða rannsóknarspurningarnar. Hver rannsóknarspurning er fræðileg og á bak við hana geta verið margar viðtalsspurningar. Viðtalsspurningar þurfa að vera einfaldar, stuttar og skýrar og eru meira hugsaðar sem hjálpartæki fyrir rannsakanda (Kvale, 1996).

Rannsakandi gerði viðtalsramma með atriðum sem spurt var um (sjá viðauka). Fyrsta viðtalið var tekið 31. janúar og það síðasta 15. september. Viðtölin voru hljóðrituð og síðan afrituð frá orði til orðs, aðdraganda lýst og hugleiðingar rannsakandans skráðar niður. Eftir fyrsta viðtalið var skoðað hvaða svörun fékkst, hvað mætti betur fara og hvernig mætti betur standa að næsta viðtali. Gerður var nýr viðtalsrammi og svona gekk þetta fyrir sig þar til 7 viðtöl höfðu verið unnin. Rannsóknargögnin sem aflað var með þessum hætti voru samtals 182 blaðsíður.

Þegar öflun gagna var lokið hófst úrvinnsla og greining. Öll gögnin voru lesin nokkrum sinnum yfir og hvert viðtal greint niður eftir áherslum þess. Borið var saman hvar viðmælendur voru sammála og hvar mismunandi sjónarmið komu fram. Síðan var unnið greiningarblað með megináherslum úr öllum gögnunum. Skrifaðir voru kaflar með helstu atriðunum sem fram komu. Viðmælendum voru gefin dulnefni og er skammstöfun dulnefnanna innan sviga eftir hverja tilvitnun.

3.3 Töluleg greining

Í kjölfar fenginna upplýsinga úr eigindlegu rannsókninni, var ljóst að hægt væri að varpa enn frekar ljósi á hluta þeirra atriða sem þar komu fram með söfnun tölulegra gagna og úrvinnslu þeirra. Má í þessu sambandi nefna atriði eins og minni viðskipti með bréf sjávarútvegsfyrirtækjanna, minni verðhækkanir, undirverðmat, minni vöxt og slakari afkomu sjávarútvegsfyrirtækjanna en annarra fyrirtækja í Kauphöllinni.

Söfnun og greining gagna

Söfnun tölulegra gagna hófst í byrjun maí og lauk í lok september. Flestar tölulegu upplýsingarnar fengust frá Kauphöll Íslands og úr árbókum hennar. Einnig fengust gögn frá Seðlabanka Íslands, kvótamiðlun LÍÚ og fiskistofu. Til að takmarka rannsóknina voru einungis skoðuð atriði sem fram komu í eiginlegu rannsókninni.

Greining gagna byggist að mestu á einföldum samanburði á milli talna sjávarútvegsfyrirtækjanna og annarra atvinnugreina í Kauphöllinni, eða á samanburði á sjávarútvegsfyrirtækjunum við heildina. Vísitölur eru notaðar til að bera sjávarútvegsfyrirtækin saman við aðrar starfsgreinar. Tilgangurinn með þessum samanburði var að skoða að hvaða leyti sjávarútvegsfyrirtækin væru frábrugðin öðrum starfsgreinum.

3.4 Takmarkanir rannsóknar

Takmarkanir rannsóknarinnar felast fyrst og fremst í því að verið er að skoða hóp fyrirtækja sem eina heild án þess að skoða sérstaklega einkenni og mismun hvers og eins þeirra, sem óneitanlega eru mikil. Rannsóknarefnið hefur lítið verið rannsakað á Íslandi og því litlar heimildir til um viðfangsefnið.

Rannsakandinn

Rannsakandi hefur starfað við sjávarútveg síðastliðin 16 ár. Rannsakandi þekkir vel til þess umhverfis sem sjávarútvegur á Íslandi starfar í og situr í stjórn Samtaka fiskvinnslustöðva. Skoðanir hans hafa mótast af eigin reynslu af störfum innan greinarinnar og er vert að hafa það í huga við lestur ritgerðarinnar.

Réttmæti og áreiðanleiki

Yin (1994) segir að til þess að rannsakandi geti tryggt gæði rannsóknar þurfi hann að nota viðurkennd vinnubrögð og gæta að réttmæti og áreiðanleika. Rannsakandi leitaðist við að hafa það að leiðarljósi frá upphafi til enda. Áreiðanleiki og réttmæti eru metin á mismunandi hátt eftir því hvort um er að ræða eigindlega rannsóknaraðferð eða greiningu á tölulegum gögnum. Í eigindlegri rannsókn er rannsakandi nær þátttakendum og getur nærvera hans og aðferðir því frekar haft áhrif á niðurstöður. Engu að síður koma fram með þeirri aðferð atriði sem ekki hefðu litið dagsins ljós einungis með tölulegum greiningum.

Hvað réttmæti varðar er mikilvægt að skilgreina vel það sem verið er að rannsaka strax frá upphafi. Huga þarf vel að því hvort verið sé að mæla það sem á að mæla og reyna að hugsa fyrir sem flestum áhrifum (*e. bias*) sem geta komið upp og geta haft áhrif á rannsóknina. Áreiðanleiki eykst með endurteknum mælingum og gögn eru áreiðanlegri ef tveir rannsakendur komast að sömu niðurstöðu með sama mælitækinu (Taylor og Bogdan, 1998; Yin 1994).

Hægt er að skipta réttmæti í innra og ytra réttmæti. Innra réttmæti felst í því að gæta samræmis milli niðurstaðna rannsóknarinnar og þess raunveruleika sem verið er að rannsaka og hvort hægt sé að fullyrða um orsakatengsl í tilgátunni, t.d. frá úrtaki yfir í heild. Ytra réttmæti snýr svo að því hvort hægt er að alhæfa eða álykta út frá rannsókninni. Réttmæti tölulegra greininga er venjulega mjög gott og áreiðanleiki eigindlegra rannsókna er yfirleitt mikill.

Umfjöllun rannsóknarinnar er skipt upp í tvo meginkafla. Annarsvegar eigindlega hluta rannsóknarinnar og hins vegar tölulega greiningu gagna.

4 Eigindleg rannsókn – Greining viðtala

Í þessum hluta er ætlunin að skoða þau atriði sem fram komu í eigindlegu rannsókninni. Þau eru byggð á mati viðmælendanna um það mikilvægasta sem hafði áhrif á það ferli sem leiddi til þess að íslensku sjávarútvegsfyrirtækin drógu sig út úr Kauphöllinni, eitt af öðru. Fjallað er almennt um sjávarútvegsfyrirtækin. Þessum hluta rannsóknarinnar er skipt upp í þrjú kafla þar sem fyrst er fjallað um ytri áhrifaþætti, síðan innri áhrifaþætti og að lokum eru dregin fram þau atriði er vörðuðu framtíðina.

4.1 Ytri áhrifaþættir

Í þessum kafla er fjallað um þá þætti í ytra umhverfi sjávarútvegsfyrirtækjanna er fram komu sem mikilvægir áhrifaþættir varðandi ákvarðanirnar um brotthvarf fyrirtækjanna úr Kauphöllinni. Kaflanum er skipt upp í þrjú meginhluta. Sá fyrsti fjallar um breytingar á efnahags- og fjármálalegu umhverfi í landinu. Annar fjallar um áhrifin af hlutabréfamarkaðnum, þ.e. þeim leikreglum sem þar gilda um verðlagningu, yfirtökuógn, seljanleika og væntingar markaðarins. Síðasti hlutinn fjallar um samfélagsleg áhrif á fyrirtækin, byggðasjónarmið og siðferðileg álitæfni.

4.1.1 Breytt efnahags- og fjármálaumhverfi

Á þeim tíma sem sjávarútvegsfyrirtækin voru á hlutabréfamarkaðnum var þessi vettvangur tiltölulega nýr hér á landi. Sjávarútvegsfyrirtækin urðu strax mjög áberandi og spiluðu þar stórt hlutverk. Mikill ákafi var í að fá sem flest félög inn í Kauphöllina og var jafnvel rætt um að gera hana að sérstakri sjávarútvegskauphöll (HR). Viðmælandi einn velti því fyrir sér að kannski hefði ákafinn, við að fá sem flest fyrirtæki skráð í Kauphöllina, orðið til þess að hæfni fyrirtækjanna til að vera þar hafi ekki verið nægilega ígrunduð. Félögin streymdu inn á markaðinn í miklum mæli eða eins og hann sagði: *þetta var bara svona “moment”, að skrá félagið og þá varstu*

eitthvað svo mikill töffari, já þetta varð tíska (HR). Þarna er verið að vísa í að einhverskonar hjarðhegðun hafi myndast á Íslandi um skráningu félaga á markaði, enda voru orðin 75 fyrirtæki skráð á hlutabréfamarkaðinn árið 2000.

Það var mat flestra viðmælendanna að þann tíma sem sjávarútvegsfyrirtækin voru inni á hlutabréfamarkaðnum, hafi átt sér stað miklar breytingar á öllu efnahags- og fjármálaumhverfi hér á landi. Fyrirtækjum fjölgaði mjög ört í Kauphöllinni og sjávarútvegur sem hafði verið þar allsráðandi til að byrja með, fór að falla í skuggann af öðrum ört vaxandi fyrirtækjum sem þangað streymdu inn. Stjórnarformaður orðaði þetta svona: *Málið var bara það að það var komið nýtt umhverfi. Við vorum ekki lengur einir eða einir af fáum. Við höfðum ekki lengur þessa sérstöðu það voru orðnir svo margir á hlutabréfamarkaðnum* (RB).

Annað sem gerðist einnig á þessum sama tíma var að viðskiptin urðu sífellt stærri og fleiri. Þátttakendum á hlutabréfamarkaðnum fjölgaði mjög og hann óx mikið á þessum tíma.

Að sama skapi álitu nokkrir viðmælendur að breytingar á fjárfestahópunum hefðu orðið mjög miklar. Inn á markaðinn hafi komið aðilar sem aðgang höfðu að miklu fjármagni og vildu með kaupum og sölum öðlast skjótfenginn og mikinn hagnað. En hluthafarnir sem fyrir voru inn í félögunum, voru aðilar sem vildu halda fyrirtækjunum úti áfram og sætta sig við lægri ávöxtun til lengri tíma (RB). Einn viðmælandinn lýsti þessu svona: *Arðsemi félaganna í núverandi rekstri var bara 10-15 % ávöxtun á peningana. Fyrir „dealmaker” þá er það ekki neitt. Þannig að þeir segja að það er eina vitið að taka þetta fyrirtæki og taka það yfir* (RB). Aðgangur að lánsfjármagni hafði gerbreyst og auðvelt var fyrir flest fyrirtæki að nálgast ódýrt lánsfjármagn. Að sama skapi var auðveldur aðgangur fyrir fjárfesta að lánsfjármagni. Það gerði öll viðskipti á þessum vettvangi mikið auðveldari (FG).

4.1.2 Áhrif hlutabréfamarkaðarins

Verðlagning markaðarins

Verðlagning hlutabréfamarkaðarins á bréfum fyrirtækja hefur mikið um það að segja hvernig fyrirtækjum reiðir af inná markaðnum. Hjá flestum viðmælendunum kom

fram sù skoðun að verðmyndun hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna hafi ekki verið með eðlilegum hætti. Þeir töldu að þau hafi hækkað mun minna en annarra félaga á markaðnum og því hafi fjárfestar misst áhugann á þeim. Stjórnarformaður sjávarútvegsfyrirtækis talaði um að þau fyrirtæki sem fóru fyrst inn á markaðinn hafi hækkað ágætlega í verði en þau sem á eftir komu hafi lítið hækkað. *Þegar önnur fyrirtæki hækkuðu en sjávarútvegsfyrirtækin ekki, urðu þau sjálfkrafa verri fjárfestingarkostur* (FG).

Sem ástæður fyrir þessum litlu verðhækkunum nefndi einn að ástæðan gæti verið að þau hafi farið inn á of háu gengi (FG). Flestir töldu að arðsemi félaganna hefði verið eins há og hægt var að hafa hana í þessari grein en einn viðmælandi taldi að þau hefðu öll mátt gera betur í rekstrinum.

Stór áhrifaþáttur á kaupákvörðun á hlutabréfum á markaði er verðmyndun bréfanna. Þegar bréfin hækkuðu ekkert í verði urðu færri viðskipti. Lög á Íslandi heimila ekki erlendum aðilum að fjárfesta í sjávarútvegi með beinum hætti og því voru það einungis innlendir fjárfestar sem höfðu möguleika á að kaupa bréfin. Viðmælendurnir töldu allir að verðmæti félaganna hefði verið mun meira en verð þeirra á hlutabréfamarkaðnum sagði til um en það skoðum við í næsta kafla.

Undirverðlagning

Á sama tíma og sjávarútvegsfyrirtækin streyma inn í Kauphöllina, gerðist það að veiðiheimildir á Íslandi hækkuðu jafnt og þétt í verði eins og fram kom í 2. kafla.

Veiðiheimildir voru mjög stór hluti eigna flestra sjávarútvegsfyrirtækja hvort sem þau voru á markaði eða ekki. Á meðan markaðsverð fyrir veiðiheimildirnar hækkaði stöðugt, stóð gengi hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna í Kauphöllinni í stað. Þetta töldu viðmælendurnir að hefði gert það að verkum að markaðsvirði þessara fyrirtækja var mikið lægra en samanlagt virði allra eigna þeirra, þ.e. upplausnarverðið.

Viðmælendurnir bentu einnig á það að þetta litla magn af kvóta sem gekk kaupum og sölum hafi ekki gefið raunhæfa mynd af því verði sem ríkja myndi ef mikið magn af kvóta væri á markaði. Verðið var hátt á tiltölulega fáum kílóum sem gengu kaupum og sölum af því að margir höfðu hag af því að bæta við sig, til að ná betri nýtingu á skip sín og vinnslur. Þar sem engin önnur verðmyndun var fyrir hendi var þetta eina verðið sem miðað var við. Þegar kvótinn innan félaganna í Kauphöllinni var

uppreiknaður á þessu verði og félögin verðmetin út frá því, var borðleggjandi, að mati allra viðmælendanna, að verðlagningin í Kauphöllinni var ekki nógu há. Virðist þetta ekki einungis hafa verið mat stjórnenda sjávarútvegsfyrirtækjanna, heldur einnig fjármálafyrirtækjanna sem voru tilbúin að lána fjármagn til kvótakaupa miðað við gangverðið.

Yfirtökuógn

Nokkrir viðmælendanna sögðu að á ákveðnum tímapunkti í kringum árið 2003, þegar kvótaverðið hafði hækkað mjög mikið, hafi það verið orðið það hátt að flestir í greininni töldu að reksturinn gæti ekki staðið undir því. Einn orðaði þetta svona; *Við þetta myndaðist spá eða ótti um að sá sem hygðist kaupa félag á upplausnarvirði ætlaði ekki að reka það áfram í óbreyttri mynd heldur selja í burtu eignir þess. Fjárhagslegir hagsmunir til skamms tíma voru mjög miklir en á móti voru reksturinn og störf þeirra sem unnu við hann í húfi. Þessi hætta var raunveruleg og gerðar voru tilraunir til yfirtöku á félögum í þessu skyni (RB).*

Aðrir viðmælendur bentu á að þessi hætta hafi kannski ekki verið raunveruleg, því menn hefðu siðferðislega hvorki látið verða af því að bíta félögin niður né heldur verið til kaupendur af því mikla magni af kvóta sem var inni í þessum félögum (HR).

Viðskipti með hlutabréfin og stærð fyrirtækjanna

Margir viðmælendurnir töluðu um að viðskipti með bréf sjávarútvegsfyrirtækjanna hefðu verið minni en með bréf annarra fyrirtækja í Kauphöllinni og það hefði verið dæmi um áhugaleysi á viðskiptum með þessi bréf. Ein skýringin sem nefnd var á þessum minni viðskiptum var að eignarhald bréfanna lenti í höndum fárra aðila sem voru ekki tilbúnir að selja. Einn stjórnandinn lýsti þessu svona; *Fljótlega eftir að við fórum á markað hófst söfnun hjá stærri fjárfestum á þessum bréfum og við lentum fljótlega í því að vera með alltof fáa hluthafa. Við lentum í því á ákveðnum tímapunkti að við urðum í minnihluta í fyrirtækinu. Í upphafi fórum við bara í þetta til að fjármagna fyrirtækið að einhverju leyti með hlutafé og reiknuðum með því að þetta færi í dreifða eignaraðild sem gekk hins vegna engan veginn eftir (SR).*

Önnur skýring sem nefnd var, var að sjávarútvegsfyrirtækin hafi verið svo lítil að ekki hafi verið hægt að eiga viðskipti af þeirri stærðargráðu sem fjárfestar vildu. Sérfræðingur fjármálafyrirtækis orðaði þetta svona; *Þegar menn vildu geta keypt*

fyrir 200 milljónir þá gátu þeir ekki gert það. Eins og t.d. ef þeir vildu kaupa í Vinnslustöðinni þá varstu bara að kaupa 6% í félaginu og það bara virkar ekki þannig að það þýddi sko að það voru mjög fá viðskipti, lítil viðskipti svona það var ekki skilvirk verðmyndun og þetta féll svolítið um sig sjálf (HR).

Væntingar markaðarins

Eitt af því sem hefur mikil áhrif á gengi fyrirtækja á hlutabréfamarkaði er hvernig þeim tekst að byggja upp væntingar hjá markaðnum um starfsemi fyrirtækisins í framtíðinni. Einn viðmælendanna kallaði þetta væntingarvísitölu og útskýrði hana svona: *Þar sem allir eru að kaupa hlutabréf út á það sem það á að verða en ekki út á það sem það er. Og oft brosti ég og hnippti í mína féлага þegar þeir frá greiningardeildum bankanna og margir af þessum verðbréfafrökkum voru að segja mér hvað þeir byggjust við að hlutabréfin í félaginu hjá mér yrðu næst eftir hálf ár eða ár. Ég spurði svo um forsendurnar og þá voru þau alltaf að reikna inn í verð hlutabréfanna einhverja væntingu um hvað þeir héldu að við gætum gert (RB).*

Framkvæmdastjóri sagði frá því að eitt sinn er hann var að kynna níu mánaða uppgjör, sem var það besta sem hann hafði nokkru sinni séð í þessum rekstri og þó víðar væri leitað í sjávarútvegsfyrirtækjum, þá höfðu greinendurnir ekki nokkurn áhuga á því. Þeir voru alltaf að spyrja hann: og hvað ætlið þið svo? Hann sagðist ætla að halda sig við að reka fyrirtækið áfram með þessum sama hætti en það var bara ekki það sem þeir vildu heyra (SR).

4.1.3 Samfélagsleg áhrif

Viðmælendurna greindi á um hvort stjórnendur fyrirtækjanna hafi í einhverjum tilfellum verið að hugsa um samfélögin sem fyrirtækin störfuðu í, þegar ákvörðunin um að taka þau út af markaðnum var tekin. Þeir töldu þó allir að það hafi aldrei verið eina ástæðan en voru flestir sammála um að hjá félögum eins og Guðmundi Runólfssyni, Þormóði Ramma og Hraðfrystihúsinu Gunnvöru, þar sem stjórnendurnir voru allir eigendur sem bjuggu á viðkomandi stöðum úti á landi, þá hafi þetta atriði vegið fremur þungt. Einn stjórnarformaður lýsti atburðarásinni þegar hann og fjölskylda hans náðu að yfirtaka fyrirtækið sem miklu láni, bæði fyrir þau og ekki síður fyrir bæjarfélagið þeirra.

Fram kom að inn í þessa ákvarðanatöku fléttaðist persónuleg staða stjórnandans í sínu bæjarfélagi. Misjafnt hafi verið hvort hún hafi verið sterk eða veik fyrir. Atgervisflótti hefur verið mikill í sjávarþorpunum á Íslandi. Fyrirtækjum þar hefur fækkað og þar af leiðandi stjórnendum sem búa á stöðunum. Einn viðmælandi lýsti þessu svona; *Í þorpunum eru eftir fáir leiðtogarnir eða leiðtoginn í atvinnulífinu er með ofboðslega mikla ábyrgð sem dreifðist á marga fyrir bara um áratug síðan. Við það verður rosalega erfitt fyrir þennan eina eða þessa fáu stjórnendur að búa í þorpinu* (RB). Skilja mátti orð hans á þann veg að veik staða stjórnandans í bæjarfélaginu hefði þá síður hvatt hann til að berjast fyrir áframhaldandi starfsemi fyrirtækisins á staðnum.

Tveir viðmælendur nefndu að ábyrgð stjórnenda gagnvart starfsfólki sínu hefði vegið þungt í þessari ákvarðanatöku. Þeir hafi ekki viljað horfa framan í andlitin á starfsfólki sínu og samborgurum og segja þeim að fyrirtækinu yrði lokað eða það flutt í burtu. Einn viðmælandi áleit þó að ekkert þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem voru á hlutabréfamarkaði hafi verið að hugsa um byggðarsjónarmið. Arðsemin hafi alltaf haft yfirhöndina. Hans skoðun var sú að einu sjávarútvegsfyrirtækin sem væru að hugsa um byggðina í landinu væru litlu fyrirtækin sem aldrei hefðu farið á markað og nefndi Odda á Patreksfirði og Hraðfrystihús Hellissands sem dæmi um slík fyrirtæki.

Fram kom hjá viðmælendunum að mörg sjávarútvegsfyrirtæki væru með samtvinnnaða stefnu um að hafa góða ávöxtun og hugsa líka um byggðina sem fyrirtækið starfar í. Þeim fannst líka að viðhorfið í samfélaginu væri mjög ríkt í þá átt að sjávarútvegsfyrirtækjunum bæri að halda uppi byggð í landinu. Oft á tíðum hefði fjölmiðlaumræðan um sjávarútveg og landsbyggðina verið spyrnt saman eins og þau væru einn og sami hluturinn. Einn stjórnandinn vísaði ábyrgðinni á þessu yfir á stjórnámálamenn og sagði: *Stjórnámálamenn eru með tvískinnung, þeir segja að sjávarútvegurinn eigi að halda upp byggðinni og á sama tíma segja þeir að við eigum að reka hann arðsaman* (GJ). Nokkrir nefndu að lítið væri hugsað um að skapa fyrirtækjum á landsbyggðinni samkeppnishæfari skilyrði og nefndu í því skyni sem dæmi að flutningskostnaður gerði fyrirtækjum á landsbyggðinni erfitt fyrir.

Einn viðmælandinn sagði að sjávarútvegsfyrirtækin gætu aldrei haldið uppi byggð í landinu. Hann sagði ; *Það þurfa að koma nýjar atvinnugreinar í landinu ef fólk vill búa þar og ef við erum skynsöm og menntuð þjóð. En ef þú ætlar að þína einhverja atvinnugrein til að halda uppi óarðbærum störfum þá deyr hún bara innan frá* (GJ).

Áhugi íbúa bæjarfélaga fyrirtækjanna á að hafa áhrif á rekstur þeirra, virðist hafa verið misjafn og sem dæmi um það sagði einn viðmælandi sögu af því þegar stjórnendur Þormóds Ramma á Siglufirði hugðust fara með félagið á markað. Þeir sendu dreifibréf í hvert einasta hús á Siglufirði með útboðslýsingu, sem var lokað útboð til þeirra með reikningum félagsins, áætlun og öllu tilheyrandi, en nánast enginn keypti (RB). Þarna hefðu íbúarnir haft tækifæri til að verða eigendur í fyrirtækinu á staðnum, og hafa þannig áhrif á stjórnun þess, en þeir nýttu sér það ekki.

Hjá viðmælendunum kom fram sú skoðun að siðferðisleg skylda fyrirtækjanna við byggðarlögin þar sem þau störfuðu hafi einnig hamlað þeim mikið á hlutabréfamarkaðnum. Vegna þessarar siðferðislegu skyldu hafi fjárfestar ekki gengið eins hart fram í því að kaupa upp fyrirtæki og sameina og það hafi hamlað vexti þeirra og gert þau síður samkeppnishæf. Einn sérfræðingur fjármálafyrirtækis sagði að þessi sjónarmið hefðu haldið töluvert aftur af þróuninni:

Ég veit að ég persónulega var farinn að viðra þá hugmynd við Eimskip á sínum tíma, að 1999 að taka öll þeirra félög og búa til eitt eða tvö og raða þeim svona upp svolítið með stratískari hætti..... Ein af ástæðunum þá var að menn vildu ekki rugga bátnum töldu að það væri of mikil pólitísk áhætta að gera það (SS).

Í máli viðmælendanna kom fram að í þessari atvinnugrein blönduðust tilfinningar í meira mæli inn í ákvarðanatökur heldur en hjá öðrum atvinnugreinum. Hver ástæðan fyrir því væri, svaraði einn viðmælandinn: *að þetta er náttúrulega búið að halda lífinu í okkur í mörg hundruð ár og kannski þykir okkur vænna um þessa grein heldur en aðrar og öll þessi fyrirtæki sem hafa verið með langa sögu og inn í sömu fjölskyldunum. Og tengjast svo oft byggðarlögum eflaust hefur það líka áhrif* (SS).

Enginn viðmælendanna taldi að hægt væri að benda á það með beinum hætti að byggðasjónarmið hafi verið aðalástæða þess að stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna tóku þá ákvörðun að fara með þau út úr Kauphöllinni. En af þessari umfjöllun er ljóst

að samfélagsleg áhrif voru mikil og siðferðileg álitaefni höfðu mikið að segja um alla atburðarásina.

4.2 Innri áhrifaþættir

Í þessum kafla verður fjallað um þá þætti úr innri rekstri sjávarútvegsfyrirtækjanna sem fram komu sem mikilvægir þættir sem höfðu áhrif á ákvörðunina um brotthvarf fyrirtækjanna úr Kauphöllinni. Kaflanum er skipt upp í þrjá meginhluta. Sá fyrsti fjallar um áhættuna af rekstri sjávarútvegsfyrirtækja. Annar fjallar um takmarkaða vaxtarmöguleika greinarinnar. Síðasti hlutinn fjallar um áhrif stjórnenda sjávarútvegsfyrirtækjanna á þá atburðarrás sem leiddi til þess að sjávarútvegsfyrirtækin hurfu, eitt af öðru, úr Kauphöllinni.

4.2.1 Áhættan af rekstri sjávarútvegsfyrirtækja

Eitt þeirra atriða sem viðmælendunum var tíðrætt um, sem hefði gert sjávarútvegsfyrirtæki frábrugðin öðrum fyrirtækjum í Kauphöllinni, er áhættan sem í rekstri þeirra felst. Áhætta sem ekki er hægt að stýra í rekstrinum. Þessari áhættu má skipta upp í tvennt; í fyrsta lagi áhættu vegna þess að verið er að vinna með lífríki sjávar, náttúruauðlind, fiskistofnana í sjónum og óblítt veðurfar við Ísland. Í öðru lagi stjórn málega óvissu sem hefur verið í kringum kvótakerfið allt frá upphafi þess. Sérfræðingur eins fjármálafyrirtækisins orðaði þetta svona; *Svo eru það þessir stjórn málamenn, það eru alltaf uppi hugmyndir: Eigum við að taka þetta af þeim kvótann og gera þetta eða hitt. Vilt þú setja pening inn í fyrirtæki þar sem einhver stjórn málamaður, ef hann kæmist til valda, gæti hugaslega bara í einum vettvangi tekið allt virðið af þér? Þú stendur bara uppi með verðlaust fyrirtæki (HR).*

Við þessa áhættu bætist svo við óstöðugleiki vegna gengis- og markaðsaðstæðna en misjafnt var hvort viðmælendurnir töldu hana vera sveiflukenndari en annarra atvinnugreina. Einn viðmælandi benti á að rekstrar- og efnahagsliðir sjávarútvegsfyrirtækjanna geti sveiflast alveg gríðarlega mikið. En mælt í fjárstreymi þá séu þeir tiltölulega stöðug stærð (SS).

Allir þessir þættir samanlagðir setja sjávarútvegsfyrirtæki í flokk með mjög áhættumiklum rekstri sem verður til þess að fjárfestar krefjast hærri ávöxtunar en hjá

áhættuminni rekstri. Viðmælendurnir töldu að hærri ávöxtun vegna áhættu hafi hinsvegar ekki orðið að veruleika á hlutabréfamarkaðnum og því hafi dregið úr tiltrú fjárfestanna á þeim.

4.2.2 Vaxtarmöguleikar

Einn mikilvægur þáttur sem viðmælendurnir töldu að gert hefði sjávarútvegsfyrirtækjunum erfitt fyrir í Kauphöllinni var að vaxtarmöguleikar og vaxtartækifæri eru takmörkuð í þessari atvinnugrein. Einn sagði að *fjárfestar vildu eiga bréf í fyrirtækjum sem gátu vaxið mikið vegna þess að mikill vöxtur ætti svo að skila sér í aukinni arðsemi, meiri veltu og hækkun á bréfum og öðru slíku* (HR).

Takmarkanir á vaxtarmöguleikum voru tvenns konar. Í fyrsta lagi var um lagalegar takmarkanir að ræða en eins og áður hefur komið fram um lögina um kvótaþakið gera þau það að verkum að sjávarútvegsfyrirtækin geta ekki vaxið ótakmarkað og ná þar af leiðandi ekki að uppfylla eitt þeirra atriða sem hafa mikil áhrif á mat hlutabréfa.

Hjá nokkrum viðmælendanna kom fram að á tímabili hafi verið uppi hugmyndir hjá fjárfestum um að búa til mjög stór sjávarútvegsfyrirtæki með sameiningum. Hófu þessir fjárfestar að kaupa hlutabréf í þeirri von að fá mætti stjórnámálamenn til að breyta kvótaþakinu. *En fljótlega þegar farið var að viðra þessar hugmyndir við stjórnámálamenn var ljóst að ekki næðist pólitísk samstaða um að breyta kvótaþakinu. Þá lá fyrir að grundvöllurinn fyrir þessum möguleika væri brostinn. Í kjölfarið minnkaði áhugi fjárfesta á sjávarútvegsfyrirtækjunum í Kauphöllinni* (RB).

Sum af minni fyrirtækjunum höfðu gert sér vonir um að geta sameinast öðrum fyrirtækjum af sama landsvæði, eins og t.d. Guðmundur Runólfsson hf. í Grundarfirði. Þar höfðu stjórnendur gert sér vonir um að ná að sameina inn í sitt fyrirtæki önnur smærri fyrirtæki af Snæfellsnesi. En þegar á reyndi, var eignarhald fyrirtækjanna í flestum tilfellum á hendi eins útgerðarmanns eða fjölskyldu og það fólk ætlaði sér ekki að hætta að veiða og vildi því ekki selja. Þess vegna gengu þeirra hugmyndir um sameiningar þar ekki eftir (SR).

Í öðru lagi var um að ræða takmarkanir sem náttúrlegar aðstæður skapa en viðmælendurnir töldu að *flestir gerðu sér ljóst að ekki var fiskunum í sjónum að fjölga og því ekki von um að heildarveiðikvóti yrði aukinn á næstu árum* (HR). Heildaraflí í mörgum tegundum var skertur hvað eftir annað, loðnu- og síldarstofnar fundust í minna mæli auk þess sem stjórnámálameðgerðir gerðu einnig miklar tilfærslur innan kerfisins, tóku af heildarúthlutun og færðu til smábáta og í byggðakvóta (HR).

Hjá viðmælendunum kom einnig fram að þeir töldu að vaxtartækifæri fyrir þessi fyrirtæki erlendis hafi verið takmörkuð. Eitt af því sem gerði fjárfestingar erlendis erfiðar var, að sögn eins viðmælanda: *að bæði hér og sumstaðar annarsstaðar er ekki hægt að greiða með hlutabréfum í félögunum eins og aðrir hafa gert. Þú getur ekki aukið hlutafé og tekið yfir félög erlendis með greiðslu hlutafjár, bara vegna takmörkunar á eignarhaldi erlendra aðila það er ekki bara hér heldur líka þegar þú kemur inn í annað land þá eru samskonar takmarkanir þar* (SS). Þetta hafi haft mikil áhrif á að útrásartækifærin voru ekki þau sömu og í öðrum félögum. Og eins og einn viðmælandinn orðaði það; *þegar sjávarútvegsfyrirtæki voru að keppa við félög með mikla útrásarmöguleika en slík félög voru mjög spennandi í augum fjárfesta og fengu þau (sjávarútvegsfyrirtækin) þar af leiðandi minni og minni athygli* (SS).

Fram kom í viðtölunum að takmörkun á vexti félaganna hafði ekki bara áhrif á hlutabréfamarkaðinn. Þetta hefur einnig haft mikil áhrif á markaðsstarf félaganna, því ekkert sjávarútvegsfyrirtæki á Íslands sé í raun og veru nógu stórt til að stunda markaðsstarf með árangursríkum hætti erlendis (GJ, SR, RB).

Allir viðmælendurnir nefndu takmörkuð vaxtartækifæri sem eitt þeirra atriða sem höfðu mikil áhrif á það að áhugi á sjávarútvegsfyrirtækjunum í Kauphöllinni minnkaði og þau fóru að hugsa sér til hreyfings. Þeir nefndu einnig að á sama tíma uxu önnur félög í Kauphöllinni mjög hratt og var það samanburðurinn við önnur félög á hlutabréfamarkaðnum sem varð sjávarútvegsfyrirtækjunum mjög svo óhagstæður.

4.2.3 Stjórnendurnir - eigendur

Á þeim tíma sem sjávarútvegsfyrirtækin voru inni á hlutabréfamarkaðnum var þessi vettvangur tiltölulega nýr hér á landi og því fáir stjórnendur sem höfðu reynslu af því

að vera með fyrirtæki í Kauphöll. Virðist sem margir stjórnendanna hafi í raun ekki verið tilbúnir að vinna í þessu agaða umhverfi. Mörg þessara félaga voru rótgróin fjölskyldufyrirtæki þar sem stjórnendurnir *höfðu í raun engan áhuga á því að láta einhverja aðra vera að skipta sér af því hvernig þeir ráku fyrirtækið sitt*, eins og einn sérfræðingur fjármálafyrirtækis orðaði það. Fram kom viðhorfið að fyrirtækin hefðu fyrst og fremst verið að sækja fjármagn á hlutabréfamarkaðinn en ekki ætlað sér breyta um stjórnunarstíl í samræmi við breytt umhverfi.

Fram kom hjá einum stjórnandanum að kannski hefðu ekki allir velt nógu mikið fyrir sér öllum þeim aðstæðum sem gætu komið upp á þessum vettvangi og raunverulega hugsað dæmið til enda. Framkvæmdastjóri sem fór með félagið sitt á markað og keypti það til baka aftur orðaði þetta svona; *Við áttum aldrei að fara. Auðvitað lærðum við dálítið margt á þessu. Stjórnun og skipulag og yfirsýn og svoleiðis og við breyttum ýmsu. Þetta var ágætis skóli, að vera inn á þessum markaði, miklu agaðri heldur en einkageirinn. Ágætis skóli, bara óþarflega dýr* (SR).

Það kom fram hjá viðmælendunum að mörg atriði komu stjórnendum sjávarútvegsfyrirtækjanna á óvart eins og að reynd væri vinveitt yfirtaka og óvinveitt, að bréfin færu ekki í dreifða eignaraðild til aðila sem ekki vildu skipta sér af rekstrinum og að fjárfestar biðu ekki þolinmóðir eftir ávöxtun. Álykta mætti að ekki hafi verið skoðað nógu vel hvað það hefði í för með sér að fara með fyrirtæki á hlutabréfamarkað og reynsluleysi stjórnenda af hlutabréfamarkaði hafi átt þátt í hvernig för.

Yfirtaka stjórnenda

Allir viðmælendurnir töldu, að stjórnendur þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem þeir yfirtóku og tóku út af markaðnum, hafi átt verulegra fjárhagslegra hagsmuna að gæta og það hafi átt stærstan þátt í að þeir fóru í þessar yfirtökur. Einn stjórnarformaðurinn orðaði þetta svona: *Þetta voru fyrst og fremst eða að stærstum hluta þá bara hagsmunir þeirra sem að stjórnðu fyrirtækjunum að mínu mati ... sko eigin hagsmunir þeirra sem réðu þarna ferðinni* (FG). Annað sem gerðist á þessum sama tíma var að umhverfi fjármálaheimsins var orðið mjög breytt. Mikið fjármagn var í umferð sem gerði það mögulegt fyrir stjórnendurna að kaupa félögin út. Stjórnarformaður lýsti þessu svona: *Það er bara miklu þægilegra ef þú ert í góðum rekstri að reka þitt fyrirtæki uppá á allar ákvarðanatökur. Það sem líka gerðist á*

Þessum tíma var að það opnast aðgangur að bankakerfinu, það varð auðvelt að fá lán, sem var gjörbreytt frá því sem var 10 árum áður þegar mjög erfitt var að fá lán og menn voru að fá hlutafé til að geta farið í fjárfestingar og gert eitthvað, en auðvitað af því að kvótinn hafði hækkað mjög mikið þá var veðhæfni félaganna orðin miklu meiri þess vegna var auðvelt að fá lán og í raun og veru auðvelt að fara í þessar yfirtökur (FG).

Hjá viðmælendunum kom fram sú skoðun að aðrir fjárfestar hafi ekki séð von á skammtímaávöxtun, þeir hafi ekki haft þolinmæði fyrir lægri langtímaávöxtun eins og stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna voru tilbúnir að sætta sig við. Einn orðaði þetta svona: *Spurningin var bara það viltu fá 50%ávöxtun á peninganna þína í dag eða viltu fá 15 % næstu 15 eða 20 árin.. Þetta gekk líka út á að þeir svöruðu þeirri spurningu hvort þeir væru í rekstri eða í „deal making” (RB). Nokkrum viðmælendanna fannst að þegar spurningin var orðin um að fá háa skammtímaávöxtun með því að brjóta félögin upp og hætta núverandi starfsemi þeirra, þá hafi stjórnendurnir, sem í flestum tilfellum voru eigendur líka, séð að störf þeirra voru í húfi. Þeir álitu flestir að til að halda félögunum áfram í óbreyttum rekstri hafi eina færa leiðin verið að yfirtaka þau og taka út af hlutabréfamarkaðnum.*

Einnig kom fram hjá viðmælendunum ótti við markaðinn og hans lögmál. Einn lýsti því svona; *ef þeir reka félagið vel þá þurfa þeir ekki að hafa áhyggjur, en ef þeir reki það illa þá reki markaðurinn þá, þessi ótti hafi líka haft áhrif á þessa ákvarðanatöku. Ótti stjórnendanna í sjávarútvegsfyrirtækjunum um sinn stól hafi verið það mikill að þess vegna hafi þeir passað það að enginn gæti keypt þá upp. Einn sagði hreint út; *Það var bara verið að verja völd. Af því að ef fyrirtækið væri áfram á markaði þá gátu þeir tapað völdunum, stjórnendurnir (GJ).**

Umboðsvandi

Fram hefur komið sú skoðun viðmælendanna að stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna hafi séð tækifæri á að kaupa fyrirtækin af markaði til að tryggja völd sín og peningalega hagsmuni. Í framhaldi af því má velta upp þeirri spurningu hvort ekki hafi í raun verið um umboðsvanda að ræða þar sem stjórnendur tóku eigin hagsmuni fram yfir hagsmuni hluthafanna sem þeim bar að gæta. Þeir tóku félögin af markaði á hluta af upplausnarverði þeirra og greiddu því hluthöfunum ekki hæsta mögulega

verð fyrir bréfin og högnuðust svo sjálfir á mismuninum. Það viðhorf kom fram hjá viðmælendum að stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna hafi allan tímann ekki hugsað nóg um hag hins almenna hluthafa sem þeim bar rík skylda til að gera. Einn nefndi þetta sem meginástæðuna fyrir því að áhuginn dofnaði á þessum fyrirtækjum. Hann sagði *þess vegna vildi enginn hluthafi eiga í sjávarútvegsfyrirtækjunum af því að stjórnendurnir komust upp með að hugsa ekkert um hluthafann* (GJ).

4.3 Framtíðin

Í þessum kafla eru dregin fram þau atriði sem fram komu hjá viðmælendum í umræðum um hvort sjávarútvegsfyrirtækin ættu afturkvæmt inn í Kauphöllina.

Viðmælendurnir voru allir beðnir um að leggja mat á það hvort sjávarútvegsfyrirtækin ættu afturkvæmt út á hlutabréfamarkaðinn. Þeir töldu allir litlar líkur á því. Einn taldi að atburðarásin á árunum þegar sjávarútvegsfyrirtækin voru inni, hefði eyðilagt alla möguleika á því að fara inn á hlutabréfamarkaðinn að nýju. Fjárfestarnir myndu ekki lengur heillast af þessum fyrirtækjum (FG). Annar taldi stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna svo brennda af þessari reynslu að þeir myndu ekki leggja í að reyna þetta aftur (SR).

Nokkrir nefndu að til að þetta yrði reynt aftur yrði margt að breytast. Sjávarútvegur yrði að öðlast aðdráttarafli til jafns við aðrar greinar sem eru inni á hlutabréfamarkaðnum. Verða arðvænleg grein með vaxtarmöguleika. Tveir nefndu það sem frumskilyrði að takmörkunum á eignarhaldi erlendra aðila yrði breytt því þá opnaðist sá möguleiki að hér yrðu til stór alþjóðleg sjávarútvegsfyrirtæki (SS, FG).

Flestir viðmælendurnir töldu að íslenskur sjávarútvegur yrði ekki girnilegur fjárfestingarkostur á hlutabréfamarkaði á næstu árum. Ekki vegna þess að arðsemi yrði í ólagi heldur vegna þeirrar neikvæðu umræðu sem verið hefði um sjávarútveg síðustu ár á Íslandi. Hugarfarsbreyting yrði fyrst að eiga sér stað varðandi greinina. Hún ætti fyrst og fremst að vera rekin með arðsemissjónarmið í huga, það væri samfélaginu og öllum fyrir bestu þegar til lengri tíma er litið (RB, GJ, SR)

Einn viðmælandinn nefndi að íslenskur hlutabréfamarkaður hefði verið ungur og tiltölulega vanþróaður á síðustu árum og þyrfti að „þroskast verulega” til að sjávarútvegsfyrirtækin ættu möguleika þar inn á ný (RB). Annar nefndi að breyta þyrfti löggjöfinni um sjávarútveg til að hann ætti afturkvæmt inn á hlutabréfamarkaðinn. Löggjöfin þyrfti að verða skýrari og einfaldari (GJ).

Einn viðmælandinn talaði um það að ef verulegar breytingar yrðu á fjármálaumhverfinu og þrengingar ættu sér stað í bankaheiminum, þannig að erfitt yrði um fjármögnun fyrirtækjanna, þá gætu þau hugsanlega farið inn á markaðinn aftur (FG). Það væri möguleg leið fyrir þau til að geta haldið áfram að þróast, vaxa og dafna.

Hjá viðmælendunum komu fram talsverðar áhyggjur af þessari þróun að flest sjávarútvegsfyrirtækin væru á leið út úr Kauphöllinni. Í árdaga kvótakerfisins voru vonir bundnar við að meiri sátt næðist um kvótann með beinu og óbeinu eignarhaldi fólksins í landinu í gegnum hlutabréfamarkaðinn. Stjórnarformaður einn sagði að þetta hafi verið mjög slæmt fyrir fyrirtækin sjálf, slæmt fyrir sjávarútveginn og í raun slæmt fyrir hlutabréfamarkaðinn einnig.

5 Töluleg greining

Í þessum hluta eru skoðaðir þættir sem fram komu í eigindlegu rannsókninni og rannsakandi taldi að hægt væri að skoða nánar með tölulegum gögnum. Þetta eru allt atriði sem talið er að hafi haft mikil áhrif á það ferli sem leiddi til þess að íslensku sjávarútvegsfyrirtækin drógu sig út úr Kauphöllinni, eitt af öðru. Fjallað er almennt um sjávarútvegsfyrirtækin. Kaflanum er skipt upp í tvo hluta. Fyrri hlutinn fjallar um ytri áhrifaþætti á rekstur sjávarútvegsfyrirtækjanna en sá síðari um innri þættina, þ.e. þau atriði sem voru sérstök fyrir rekstur sjávarútvegsfyrirtækjanna.

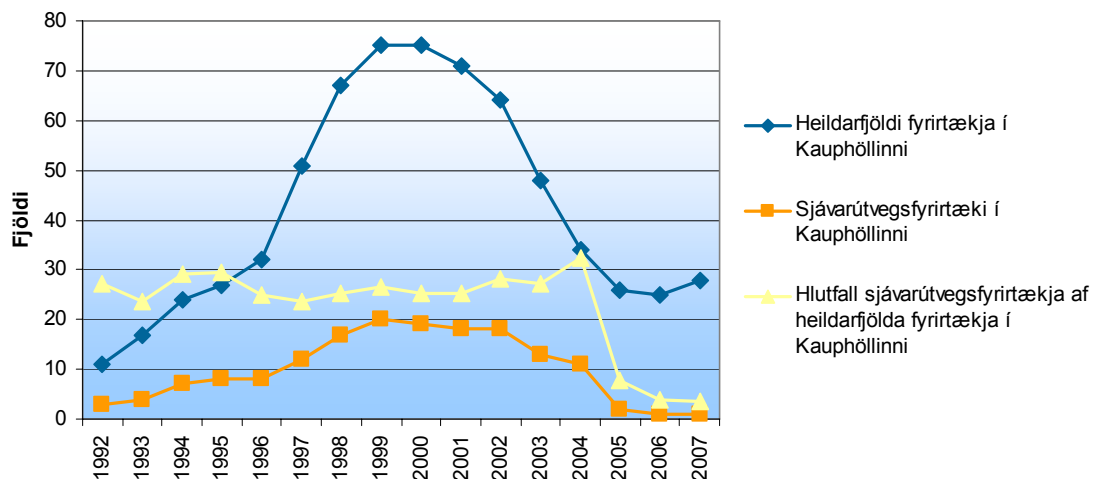
5.1 Ytri áhrifaþættir

Þessi kafli fjallar um þættina sem tengjast rekstrarlegu umhverfi sjávarútvegsfyrirtækjanna á Íslandi. Hann skiptist í tvo hluta; fyrri hlutinn fjallar um þróun á fjölda fyrirtækja í Kauphöllinni, seljanleika hlutbréfanna út frá fjölda viðskipta með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjum og hlutfall þeirra af heildarveltu. Seinni hlutinn fjallar um áhrif hlutabréfamarkaðarins á verðlagningu bréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna, samanborið við aðrar greinar.

5.1.1 Breytt efnahags og fjármálaumhverfi

Fjöldi félaga á markaði

Á upphafsárum Kauphallarinnar fjölgaði skráðum félögum jafnt og þétt. Á árunum 1999 og 2000 varð mesta aukningin á nýskráningum og voru þá 75 félög skráð á aðallista Kauphallarinnar. Mynd 9 sýnir heildarfjölda fyrirtækja sem skráð voru í Kauphöllinni frá 1992 til 2007. Hún sýnir einnig fjölda sjávarútvegsfyrirtækja á þessu tímabili og hlutfall þeirra af heildarfjöldanum.



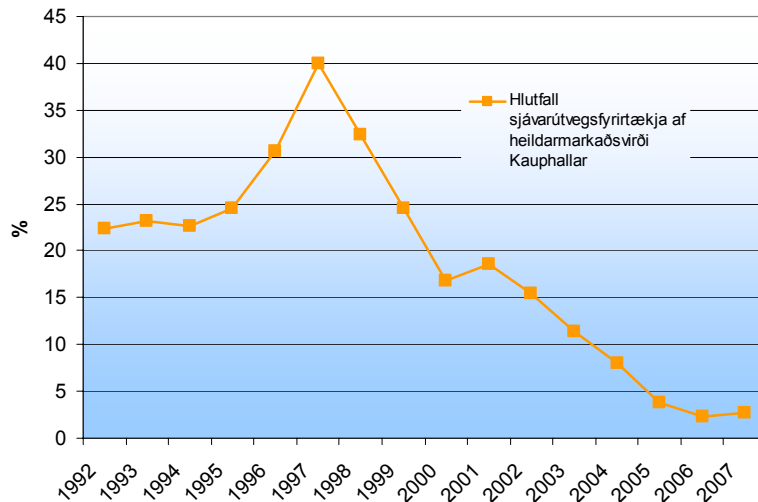
Mynd 9 . Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af heildarfjölda fyrirtækja í Kauphöllinni

Heimild: : Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004,2005,2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995,1996,1997, 1998,1999.

Á árunum 1992 til 2004 var hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja í Kauphöllinni frá 24-32% og sveiflaðist einungis lítillega á milli ára. Í árslok 2005 er hlutfallið komið niður í 8% og svo 4% síðustu tvö ár, þegar aðeins eitt sjávarútvegsfélag hefur verið skráð þar.

Fækkun skráðra fyrirtækja í Kauphöllinni var að einhverju leyti almenn þróun sem ekki var eingöngu bundin við sjávarútveg en hlutfall hans af heildarfjöldanum minnkaði hins vegar óeðlilega mikið, miðað við árin 1992- 2004.

Mynd 10 sýnir þróun á samantögu markaðsvirði hlutabréfa allra skráðra fyrirtækja og þróun á markaðsvirði hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna. Þessi mynd sýnir svipaða þróun og mynd 9. Virði hlutabréfanna í heild hefur vaxið stöðugt en þróun á markaðsvirði sjávarútvegsfyrirtækjanna var með allt öðrum hætti. Markaðsvirði sjávarútvegsfyrirtækjanna náði hámarki 1999 en síðan lækkaði það jafnt og þétt. Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækjanna af heildarmarkaðsvirði náði hámarki 1997 en hefur síðan einnig lækkað mjög mikið.

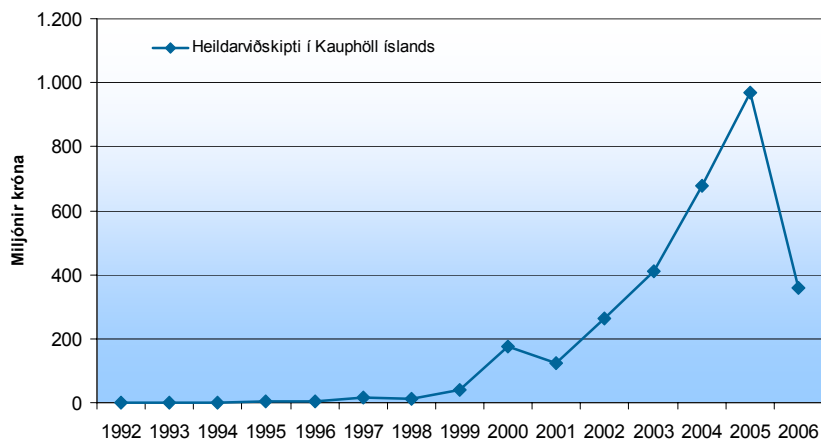


Mynd 10. Hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af heildarmarkaðsvirði fyrirtækja í Kauphöllinni.

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Viðskipti með hlutabréfin

Fjölgun fyrirtækja í Kauphöllinni á þessum tíma leiddi það af sér að viðskiptin urðu sífellt stærri og fleiri. Mynd 11 sýnir yfirlit yfir heildarviðskiptin í Kauphöll Íslands á árunum 1992 til 2007. Þar sést berlega aukningin sem á sér stað frá 1999 til 2002 og svo stökkið mikla frá 2002 til 2005.



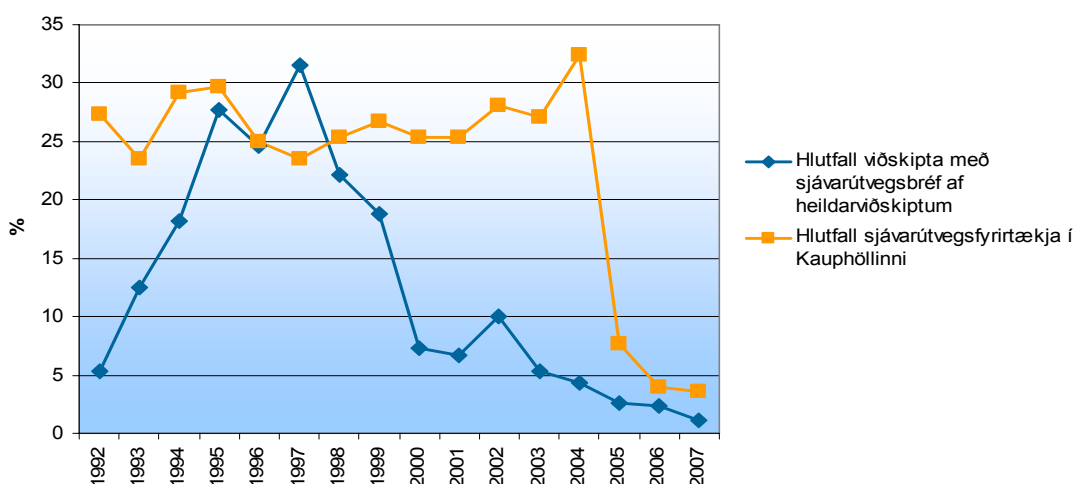
Mynd 11. Heildarviðskipti í Kauphöll Íslands

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Seljanleiki

Til að varpa ljósi á seljanleika hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna er ætlunin að skoða fjölda og stærð viðskipta í hlutfalli við stærð atvinnugreinarinnar í Kauphöllinni. Þegar skoðaðar eru tölur um fjölda viðskipta með hlutabréf í sjávarútvegsfyrirtækjunum, kemur í ljós að viðskiptin voru mikil til að byrja með en minnkuðu með tímanum.

Mynd 12 sýnir annars vegar hlutfall sjávarútvegsfyrirtækja af heildarfjölda fyrirtækja í Kauphöllinni og hins vegar hlutfall viðskipta með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjum af heildarviðskiptum innan Kauphallarinnar.

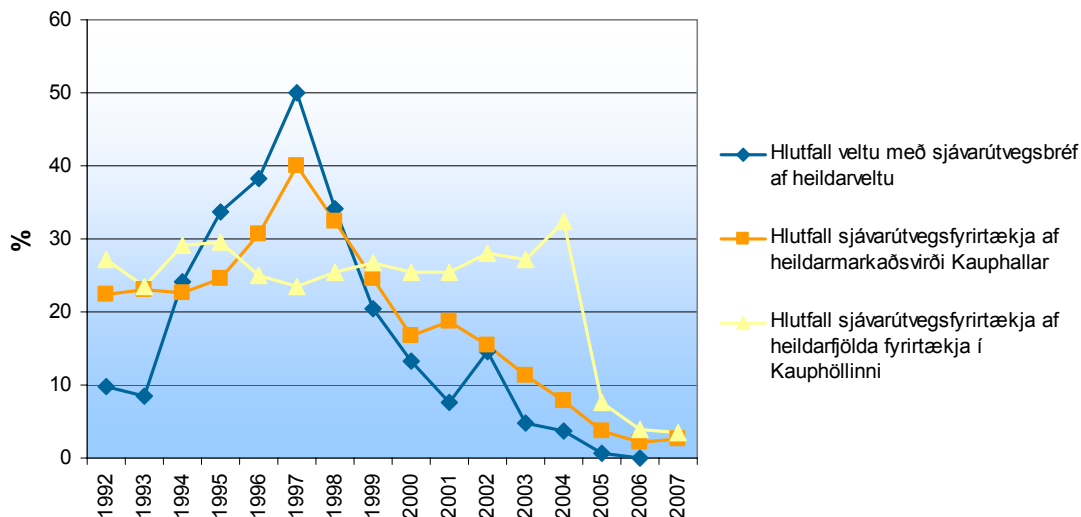


Mynd 12. Hlutfall fjölda viðskipta með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjum borin saman við hlutfall þeirra í Kauphöllinni

Heimild: : Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Hlutfall fjölda sjávarútvegsfyrirtækja í Kauphöllinni og hlutfall viðskipta með bréf í þeim hélst nokkuð í hendur á árunum 1995 og 1996, það fer upp fyrir árið 1997 en fellur síðan hratt. Á árunum 2000 og 2001 eru sjávarútvegsfyrirtækin um 25% af heildarfjölda fyrirtækja í Kauphöllinni en viðskipti með bréf þeirra eru einungis um 7% af heildarviðskiptunum þar. Á þessum tímamarki eru viðskipti með hlutabréf sjávarútvegsfyrirtækjanna orðin mun færri miðað við aðrar atvinnugreinar í Kauphöllinni.

Lítum nú á heildarveltu með bréf sjávarútvegsfyrirtækjanna sem hlutfall af heildarveltu hlutabréfa í Kauphöllinni en þau sjást á mynd 13.



Mynd 13. Hlutfall veltu með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjunum borið saman við heildarveltu með hlutabréf í Kauphöllinni

Heimild: : Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Á árunum 1994 til 1998 er hlutfall veltu með bréf í sjávarútvegsfyrirtækjum hærra heldur en hlutfall þeirra af heildarmarkaðsvirði félaga í Kauphöllinni. Árið 1999 snýst þetta við og mestur verður munurinn árið 2001 þegar hlutfall sjávarútvegsfyrirtækjanna af markaðsverðmæti er tæp 19% en velta með bréf þeirra einungis 7,5% af heildarveltunni sem var í Kauphöllinni það ár. Af þessu að dæma byrjar fækkun viðskipta sjávarútvegsfyrirtækjanna 1999 og fer stöðugt minnkandi upp frá því. Af þessu má ljóst vera að velta hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna minnkaði mikið eftir 1999 og varð minni en annarra atvinnugreina upp frá því.

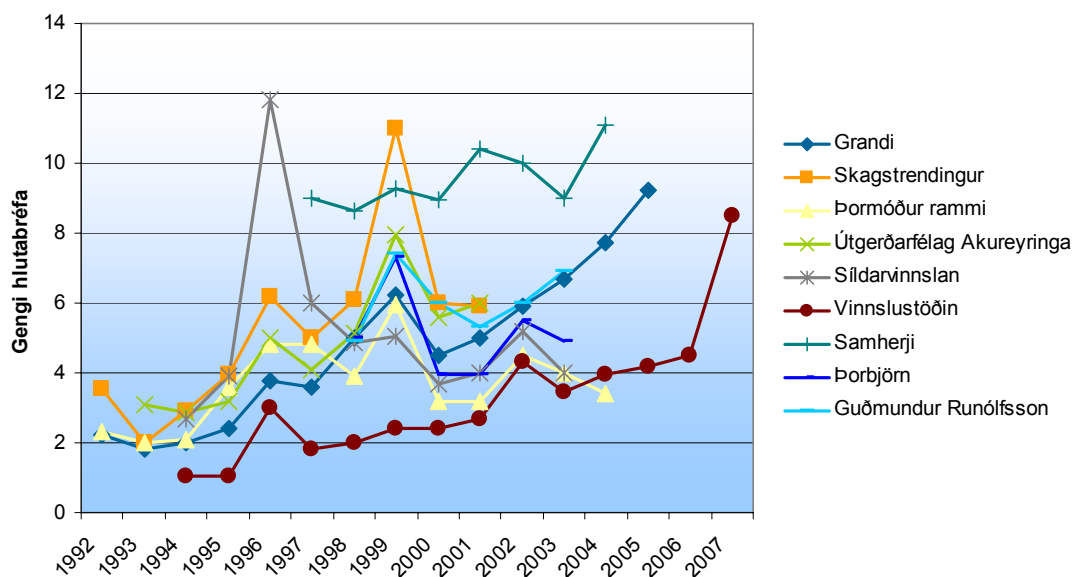
5.1.2 Áhrif hlutabréfamarkaðarins

Í þessum kafla er skoðuð verðþróun hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna í Kauphöllinni. Fyrst er skoðaður samanburður á verðþróun hlutabréfa við aðrar atvinnugreinar í Kauphöllinni. Umfjöllun er um verðþróun helstu verðmæta sjávar-

útvegsfyrirtækja, þ.e. kvótans, og skoðuð rannsókn á mismunandi verðþróun hans innan og utan Kauphallarinnar. Að lokum er stærð sjávarútvegsfyrirtækjanna borin saman við aðrar atvinnugreinar.

Verðlagning

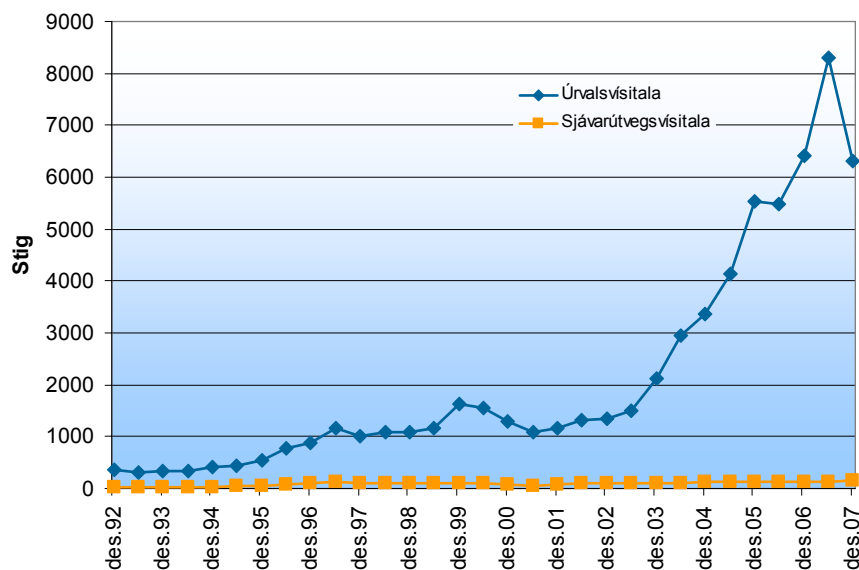
Þegar skoðuð er verðþróun hlutabréfa þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem fyrst fóru inn á hlutabréfamarkaðinn, mynd 14, sést að þau juku verðgildi bréfa sinna til að byrja með, dæmi um fyrirtæki má nefna Síldarvinnsluna, Skagstrending og Þormóð ramma. Bréf þeirra fyrirtækja sem seinna komu inn á markaðinn eins og t.d. Samherja hækkuðu mun minna.



Mynd 14. Þróun verðs hjá nokkrum sjávarútvegsfyrirtækjum

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Mynd 15 sýnir samanburð á verðþróun sjávarútvegsvísitölunnar og úrvalsvísitölunnar á árunum 1992 til 2007. Á árunum 1992 til 1996, fylgjast hækkanir þeirra nokkuð að í kringum 20% meðalhækkun á ári. Á tímabilinu 1996 til 2002 fer að draga í sundur með þessum hópum, árleg meðalverðhækkun sjávarútvegsfyrirtækjanna er rúmt 1% á meðan úrvalsvísitalan hækkaði um rúm 6% á milli ára.



Mynd 15. Sjávarútvegsvísitalan og úrvalsvísitalan frá 1992 til 2007

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfafing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Tímabilið frá 2003 fram að miðju ári 2007 einkenndist af miklum hækkunum hlutabréfa. Úrvalsvísitalan hækkaði um tæp 40 % á ári á meðan sjávarútvegsvísitalan hækkaði einungis um 1 % á ári. Sama er uppi á teningunum þegar sjávarútvegsvísitalan er borin saman við vísitölur annarra atvinnugreina, sjá töflu 4.

Tafla 4. Árleg hækkun atvinnugreinvísitalna Kauphallarinnar frá 1993 til 2004.

	Sjávarútvegur	Fjármálastarfs.	Iðnaður	Þjónusta	Flutningur	Úrvalsvísitalan
1993-1997	21,1%	24,7%	28,0%	17,1%	22,8%	21,9%
1998-2002	1,4%	10,4%	7,4%	8,9%	3,5%	6,2%
2003-2004	10,5%	77,7%	38,0%	18,2%	47,0%	66,9%
1993-2004	10,6%	25,4%	20,3%	13,1%	17,3%	20,9%

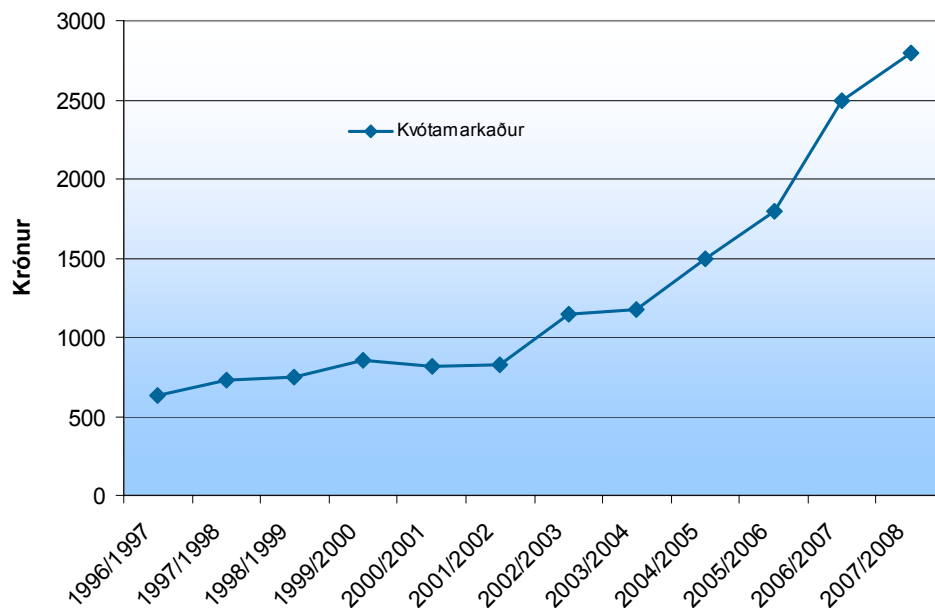
Heimild: Friðrik Már Baldursson og Stefán B. Gunnlaugsson, 2004.

Töflunni er skipt upp í þrjú tímabil og svo er tekin saman heildarhækkunin frá 1993-2004. Á fyrsta tímabilinu frá 1993 til 1997 sést að sjávarútvegsfyrirtækin hækka að meðaltali um 21,1% á ári, sem var svipuð hækkun og annarra hlutabréfa en úrvalsvísitalan hækkaði um 21,9% að meðaltali. Á næsta tímabili frá 1998-2002 hækkuðu sjávarútvegsfyrirtækin einungis um 1,4 % að meðaltali, nokkru minna en aðrar atvinnugreinar. Síðasta tímabilið einkenndist af miklum hækkunum hlutabréfa almennt og þar eru sjávarútvegsfyrirtækin mikill eftirbátur annarra atvinnugreina. Þegar heildartímabilið er skoðað hækkar sjávarútvegurinn talsvert minna en aðrar

atvinnugreinar og munur á honum og úrvalsvísitölunni er 10,3 %. Það er því nokkuð greinilegt að samanburður á verðhækkunum hlutabréfa sjávarútvegsins við aðrar atvinnugreinar í Kauphöllinni var honum verulega óhagstæður.

Undirverðlagning

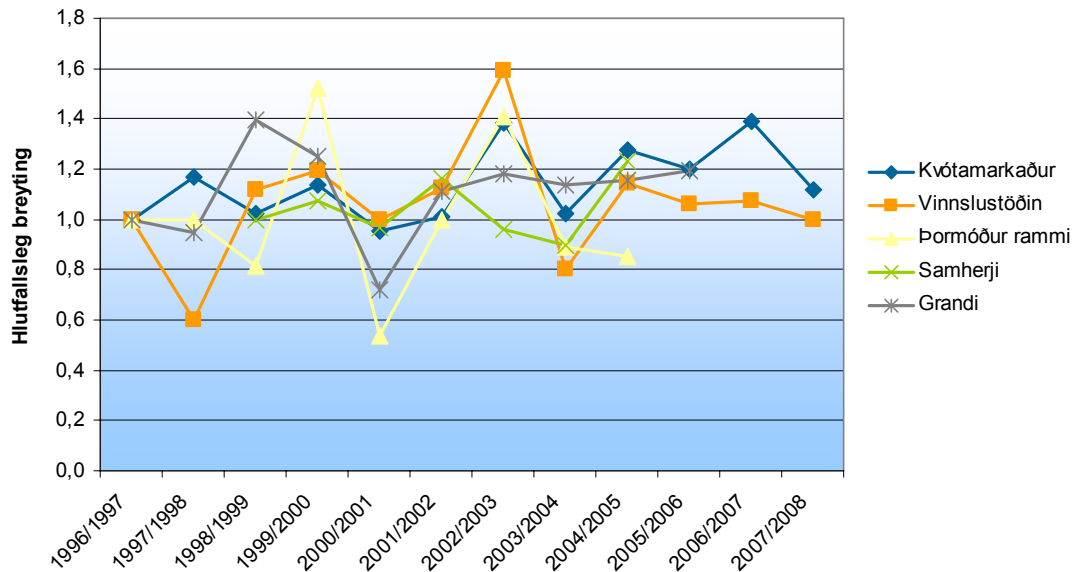
Á sama tíma og sjávarútvegsfyrirtækin streymdu inn í Kauphöllina gerðist það að þorskkvótinn á Íslandi hækkaði jafnt og þétt í verði eins og sjá má á mynd 16, sem sýnir verðþróun á þorskkvótanum frá 1996 til 2007.



Mynd 16. Þróun þorsk kvótaverðs frá 1996 - 2007

Heimild: Kvótamiðlun LÍÚ, 2008.

Veiðiheimildir voru mjög stór hluti eigna flestra sjávarútvegsfyrirtækja hvort sem þau voru á markaði eða ekki. Á meðan markaðsverð fyrir veiðiheimildirnar hækkaði stöðugt, hækkaði gengi hlutabréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna í Kauphöllinni ekki jafn mikið. Mynd 17 sýnir árlega hækkun þorskkvóta og verðs hlutabréfa nokkurra sjávarútvegsfyrirtækja. Hækkun hlutabréfanna hefur að hluta til fylgt eftir hlutfallslegri hækkun þorskkvóta, þó ekki að öllu leyti. Það ber þó að athuga að þorskkvóti var einungis hluti allra veiðiheimilda þessara fyrirtækja Þetta voru helstu rök viðmælenda fyrir því að sjávarútvegsfyrirtækin hefðu verið undirverðlögð.



Mynd 17. Samanburður á þróun kvótaverðs og verð hlutabréfa nokkurra sjávarútvegsfyrirtækja

Heimild: : Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Kvótamiðlun LÍÚ, 2008; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

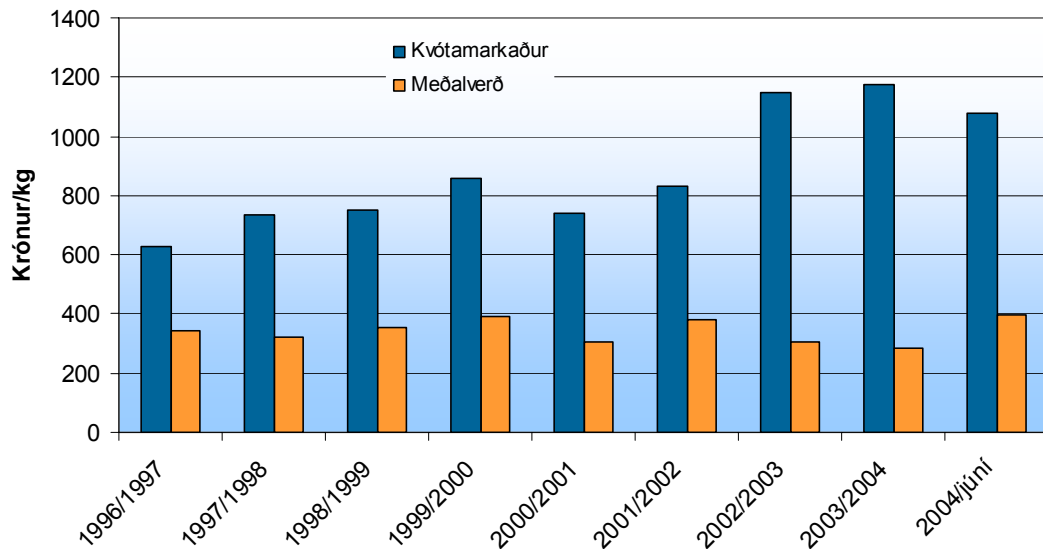
Af þessu má draga þá ályktun að markaðsvirði sjávarútvegsfyrirtækjanna miðað við það kvótaverð sem gekk kaupum og sölum hafi verið orðið eitthvað lægra en samanlagt virði allra eigna þeirra, þ.e. upplausnarverð.

Mismunandi kvótaverð

Þegar mynd 17 er skoðuð má álykta að í raun hafi mismunandi kvótaverð verið í gangi, annars vegar það sem gekk í beinni sölu veiðiheimildanna og hins vegar verðið á þeim innan fyrirtækjanna. Þar með gengur ekki upp markaðslögmálið um eitt verð á sama hlutnum á markaði.

Tveir hagfræðingar, þeir Þórólfur Matthíasson og Ólafur Klemensson, unnu rannsókn þar sem þeir skoðuðu þessa mismunandi verðlagningu á kvóta, eftir því hvort hann gekk kaupum og sölum beint á kvótamarkaði, eða í gegnum verðmat á sjávarútvegsfyrirtækjunum sem voru á hlutabréfamarkaði. Tilgangurinn með rannsókn þeirra var að varpa ljósi á tengslin á milli kvótaverðs og hlutabréfaverðs sjávarútvegsfyrirtækja í fræðilegu módeli. Þeir reiknuðu út nákvæmt verðmæti hvers kvótakílos innan hvers fyrirtækis með því að reikna upp allar eignir og draga skuldir

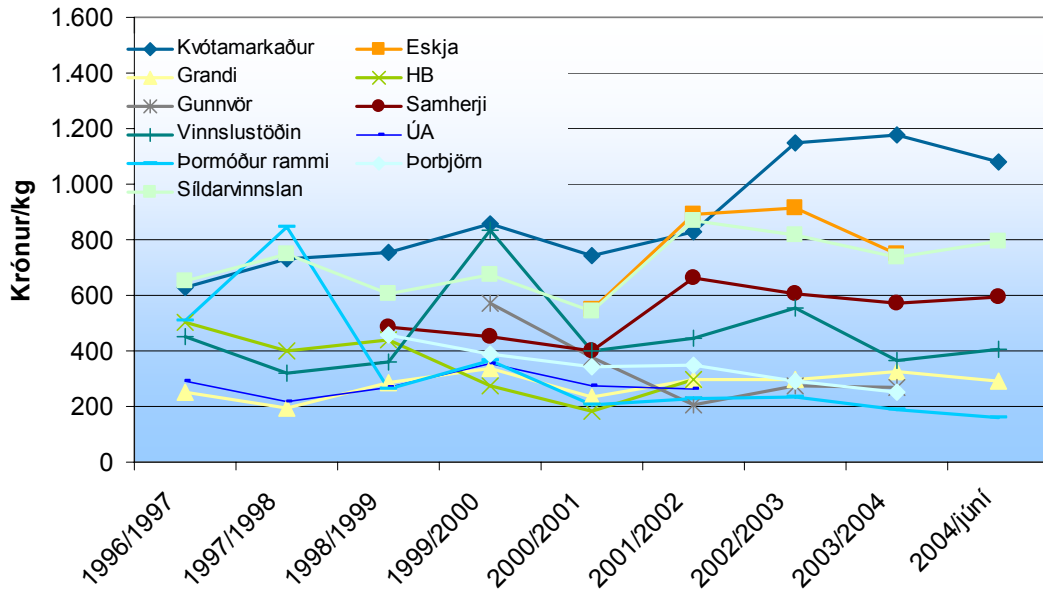
frá. Þeir gerðu ákveðna nálgun á þeim liðum þar sem ekki var hægt að leiðrétta útreikninga, eins og á þekkingu mannauðs, þróunarstarfi, landfræðilegri staðsetningu og viðskiptavild. Þeir gerðu leiðréttingu á breytingu á öðrum tegundum yfir í þorskígildi með því að reikna virðisauka hvernar tegundar en notuðust ekki við þorskígildisstuðla Fiskistofu.



Mynd 18. Samanburður kvótaverðs á kvótamarkaði og meðalverði kvótans innan fyrirtækjanna sem skráð voru í Kauphöllinni

Heimild: Kvótamiðlun LÍÚ, 2008; Þórólfur Matthíasson og Ólafur Klemensson, 2004.

Á mynd 18 sést útreikningur þeirra á verði kvótans á kvótamarkaði og svo meðalverði kvótans innan fyrirtækjanna sem skráð voru á hlutabréfamarkaðnum. Eins og áður hefur komið fram var mikil hækkun á kvótanum á árunum 2002 til 2003 en samkvæmt þessum útreikningum lækkar hann á sama tíma í verði á hlutabréfamarkaðnum.



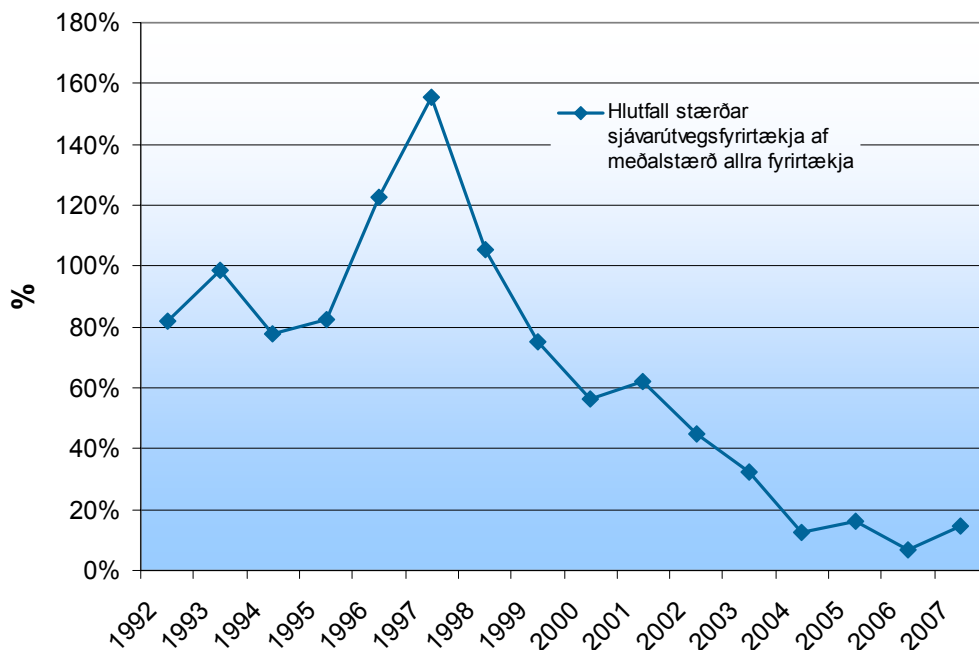
Mynd 19. Samanburður kvótaverðs á kvótamarkaði og kvótans innan nokkurra fyrirtækja sem skráð voru í Kauphöllinni

Heimild: : Kvótamiðlun LÍÚ, 2008; Þórólfur Matthíasson og Ólafur Klemensson, 2004.

Mynd 19 sýnir verð kvóta nokkurra félaga samkvæmt útreikningum þeirra Þórólfs og Ólafs og svo verðið á kvótamarkaðnum. Fram til fiskveiðiársins 2002/2003 eru nokkur félög sem halda í við kvótamarkaðinn eins og t.d. Síldarvinnslan. En eins og fyrri myndin sýnir verða afgerandi skil þarna á milli á kvótaárinu 2002/2003. Munurinn er hvað mestur á kvótaárinu 2003/2004 eða frá kr. 427 á hvert kíló upp í kr. 986.

Stærð fyrirtækja

Til að skoða hvort stærð fyrirtækja hafi áhrif á langtímaveru fyrirtækja á hlutabréfamarkaðnum, er áhugavert að bera saman meðalstærð fyrirtækja sem skráð hafa verið í Kauphöllinni, bæði sjávarútvegsfyrirtækja og fyrirtækja almennt, sjá mynd 20.



Mynd 20. Hlutfall stærðar sjávarútvegsfyrirtækja af meðalstærð allra fyrirtækja skráðra í Kauphöllinni.

Heimild: Kauphöll Íslands, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006; Verðbréfaþing Íslands 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999.

Á árunum 1992 til 1998 var meðalstærð sjávarútvegsfyrirtækja nokkuð svipuð og meðalstærð allra fyrirtækjanna í Kauphöllinni. Síðan skildu leiðir fremur hratt og árið 2004 var meðalstærð fyrirtækja í Kauphöllinni 29,2 milljónir kr. á meðan meðalstærð skráðra sjávarútvegsfyrirtækja var þá einungis 6,6 milljónir.kr. Þetta sama ár var markaðsvirði stærsta sjávarútvegsfyrirtækisins Samherja hf. rúmlega 22 milljónir kr. og því er markaðsvirði stærsta sjávarútvegsfyrirtækisins minna en meðalvirði fyrirtækja í Kauphöllinni í heild (Friðrik Már Baldursson og Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Samantekt

Viðskipti með bréf sjávarútvegsfyrirtækjanna voru minni og færri en annarra fyrirtækja í Kauphöllinni eftir árið 2000. Þau hækkuðu ekki eins mikið í verði og fyrirtæki í öðrum atvinnugreinum í Kauphöllinni. Vísbendingar eru um að þau hafi verið undirverðlögð. Eftir mikinn vöxt fyrirtækja almennt í Kauphöllinni frá árinu 1999, urðu sjávarútvegsfyrirtækin upp frá því í hópi lítilla fyrirtækja í Kauphöllinni.

5.2 Innri áhrifabættir

Seinni hluti kaflans um tölulega greiningu fjallar um þættina sem tengjast innri þáttum rekstrar sjávarútvegsfyrirtækjanna á Íslandi. Fyrst er fjallað um afkomu greinarinnar samanborið við aðrar atvinnugreinar. Síðar er fjallað um vöxt sjávarútvegsfyrirtækjanna samanborið við aðrar greinar.

5.2.1 Afkoma fyrirtækjanna

Ein grundvallarskýring fjármálafræðanna á verðþróun hlutabréfa á hlutabréfamarkaði er afkoma fyrirtækjanna. Í töflu 5 er yfirlit yfir afkomu fyrirtækja sem skráð eru í Kauphöllinni og eru fyrirtækin flokkuð í nokkrar atvinnugreinar.

Tafla 5: Arðsemi eigin fjár

Arðsemi eigin fjár	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	meðalt.	staðal frávík
Sjávarútvegur	11,6	7,9	3	-16,5	8,5	31	12,6	19,2	16,9	20,3	1,9	10,58	12,28
Sala sjávarafurða	2	-2,2	-1,9	-11,5	12,6	12,8	7	-1	-2,8	-0,9	1,2	1,39	7,11
lónaður	10,7	10	4,6	6,2	10,8	14	13,5	20,3	10,8	12,4	12,9	11,47	4,12
Tölvutækni og samskipti	15,8	16,5	22	25,8	-6,4	3,7	5,1	11,1	8,3	-25,4	21,8	8,94	14,79

Heimild: Ólafur Klemensson, 2008.

Taflan sýnir meðaltal arðsemi eigin fjár (hagnaður á móti eigin fé). Taflan sýnir að verulegar sveiflur hafa verið í afkomu sjávarútvegsfyrirtækja. Afkoman var lökust árið 2000 en þá var arðsemi eigin fjár neikvæð sem nam 16,5% en ástæður þess voru einkum vegna gengistaps. Afkoman var best árið 2002 en þá naut greinin verulegs gengishagnaðar. Miklar sveiflur sjást vel þegar litið er til staðalfráviks í arðsemi eigin fjár, en í sjávarútvegi var það 12,2 þetta tímabil.

Hagnaðarhlutfall gefur svipaða mynd og arðsemi eigin fjár. Hagnaðarhlutfall er hagnaður á móti tekjum (hér er notað vegið meðaltal, þ.a.l. hafa stór fyrirtæki meira vægi en lítil). Tafla 6 sýnir hagnaðarhlutfall nokkurra atvinnugreina. Meðaltalshagnaðarhlutfall sjávarútvegsfyrirtækjanna var á þessu tímabili 6,68 %, sem var hæsta meðaltalið. Mestar sveiflur voru í afkomu sjávarútvegsfyrirtækja í þessum samanburði og var staðalfrávík hagnaðarhlutfalls hæst hjá þeim.

Tafla 6. Hagnaðarhlutfall

Hagnaðarhlutfall	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	meðalt.	staðal frávik
Sjávarútvegur	6,4	4,4	2,1	-9,5	4,1	18,6	8,7	14,3	9,7	13,6	1,1	6,68	7,66
Sala sjávarafurða	0,2	-0,2	-0,2	-0,8	0,9	0,9	0,6	-0,2	-0,9	-0,3	0,3	0,03	0,61
Iðnaður	4,8	4,8	2,3	2,9	5,2	7,8	7,5	10,8	7,4	4,4	3,8	5,61	2,51
Tölvutækni og samskipti	2,1	2,3	4,5	6	-3,4	2,1	3,6	5,3	2,9	-5,9	5,2	2,25	3,71

Heimild: Ólafur Klemensson, 2008.

Ávöxtun

Tafla 7 sýnir samanburð á ávöxtun og staðalfrávik ýmissa eignaflokka á árunum 1997 til 2006. Þegar arðsemi eigin fjár sjávarútvegsfyrirtækjanna, sem var að meðaltali 10,58%, er borin saman við ávöxtun áhættulausrar fjárfestingar eins og ríkisvixla, sem var 8,93% á sama tíma, kemur í ljós að fyrir þá auknu áhættu sem fólst í því að eiga hlutabréf í sjávarútvegsfyrirtæki fékkst aðeins 1,65%. Borið saman við önnur innlend hlutabréf (úrvalsvisitöluna), var munurinn sjávarútvegsfyrirtækjunum óhagstæður um 11,25%.

Tafla 7. Mismunandi ávöxtun eftir eignaflokkum

Ávöxtun og staðalfrávik helstu eignaflokka, 1997-2006		
Eignaflokkur	Staðalfrávik	Nafnávöxtun
Innlend ríkisskuldabréf	5,41	10,72
Innlend hlutabréf (ICEX-15)	19,71	22,10
Alþjóðleg hlutabréf (MSCI-wold)	15,00	10,95
Alþjóðleg skuldabréf (JPM global bond)	8,37	10,73
Erlendir vogunarsjóðir	9,64	15,95
Ríkisvixlar (3 mán.)	0,69	8,93

Heimild: Björn Snær Guðbrandsson og Ottó Biering Ottósson, 2007.

5.2.2 Vaxtarmöguleikar

Til að meta vöxt fyrirtækja til lengri tíma, er meðal annars hægt að skoða vöxt heildartekna þeirra. Í töflu 8 er sýnd árleg breyting heildartekna nokkurra atvinnugreina sem skráð voru á hlutabréfamarkaðnum á árunum 1997 til 2007.

Tafla 8. Yfirlit yfir vöxt tekna fyrirtækja skráð í Kauphöllinni 1997-2007.

Aukning veltu	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	meðalt.	staðal frávik
sjávarútvegur	22,1	6	-7,4	6,2	40,8	6,1	-13	23	11	18	-4	9,89	15,50
sala sjávarafurða		12,6	37,1	35	23,4	-2,1	2	40	43	33	0	20,36	17,75
Iðnaður	7,4	2,5	15,3	57	48,5	29,4	33	23	81	107	22	38,74	32,20
Tölvutækni og samskipti	41,8	25,3	17,6	16,3	17,6	11,1	17	19	49	35	28	25,25	12,02

Heimild: Ólafur Klemensson, 2008.

Þess ber að geta að notaður er paraður samanburður á tekjum skráðra fyrirtækja til að reikna út breytingarnar. Hins vegar er ekki leiðrétt fyrir sameiningu fyrirtækja og því sýnir þessi tafla ytri vöxt tekna og má gera ráð fyrir að innri vöxtur hafi verið umtalsvert minni (Ólafur Klemensson, 2008). Þrátt fyrir þetta gefur taflan ágætan samanburð á atvinnugreinum. Áberandi er að vöxtur tekna sjávarútvegsfyrirtækjanna hefur verið mun minni en vöxtur annarra atvinnugreina sem eru hér til samanburðar. Iðnfyrirtæki hafa verið með hraðastan vöxt. Í þessum samanburði flokkast til iðnfyrirtækja hefðbundin iðnfyrirtæki en þar á meðal eru fyrirtækin Actavis og Bakkavör sem voru í mikilli útrás á þessum árum.

Samantekt

Arðsemi eigin fjár og hagnaðarhlutfall sjávarútvegsins á tímabilinu 1992 til 2007 voru meiri eða sambærileg við sölufyrirtæki sjávarútvegs, iðnaðarfyrirtæki og flutningastarfsemi. Ávöxtun bréfa sjávarútvegsfyrirtækjanna var mun minni en ávöxtun úrvalsvisitölunnar. Hún var lítið hærri en annarra ávöxtunarmöguleika en meiri áhætta gerði samanburðinn við þá mjög svo óhagstæða. Sjávarútvegsfyrirtækin uxu minna en önnur fyrirtæki í Kauphöllinni.

6 Niðurstöður

6.1 Umfjöllun um rannsóknarspurningar

Í þessum kafla er fjallað um rannsóknarspurningarnar sem settar voru fram í upphafi og í ljósi þeirra, rætt um niðurstöður rannsóknarinnar í heild, ásamt því að tengja þær við fræðilegan hluta ritgerðarinnar. Tilganginum með því að beita bæði eigindlegri aðferðafræði og tölulegri greiningu við úrvinnslu rannsóknarinnar var náð og telur rannsakandi að tekist hafi að veða upp kosti og galla beggja aðferða.

Rannsóknarspurningarnar voru þrjár talsins og leitaðist rannsakandi við að nálgast viðfangsefnið bæði innan- og utanfrá:

- Hvaða ytri ástæður og þættir í umhverfinu höfðu áhrif á ákvarðanatökuna um brotthvarf úr Kauphöllinni?
- Hvaða innri þættir í rekstri sjávarútvegsfyrirtækja gerðu þeim erfitt fyrir á hlutabréfamarkaði?
- Eiga sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi afturkvæmt inn í Kauphöllina ?

Íslensk sjávarútvegsfyrirtæki tóku þátt í þeirri miklu uppbyggingu sem gerði Kauphöll Íslands að veruleika. Það sem leitast er við að varpa ljósi á hér er hvað það var sem gerði veru þeirra á þeim vettvangi eins stutta og raun ber vitni. Hér á eftir verður fjallað um hverja rannsóknarspurningu fyrir sig.

1. Hvaða ytri ástæður og þættir í umhverfinu höfðu áhrif á ákvarðanatökuna um brotthvarf úr Kauphöllinni?

Það sem viðmælendur nefndu helst, sem utanaðkomandi þætti sem urðu til þess valdandi að sjávarútvegsfyrirtækin drógu sig eitt af öðru út úr Kauphöllinni, var að verðlagning markaðarins hafi ekki verið virk, fyrirtækin hafi verið undirverðlögð, seljanleiki bréfanna hafi verið takmarkaður og yfirtökuógn hafi margsinnis komið upp. Þeir nefndu dæmi máli sínu til stuðnings.

Eins og fram kom í fræðilegu umfjölluninni hefur komið tímabil mörgum sinnum á hlutabréfamörkuðum þar sem mörg fyrirtæki í sömu atvinnugrein fara út á markað á svipuðum tíma (Chemmanur og Fulghieri, 1999; Pagano o.fl., 1999). Leiða má að því líkur að slík bylgja hafi einmitt átt sér stað hér á landi þegar fjöldi sjávarútvegsfyrirtækja fóru inn í Kauphöllina á svipuðum tíma. Hverjar ástæðurnar voru fyrir því að þau fóru er ekki til rannsóknar og umfjöllunar hér en velta má því fyrir sér hvort þær hafi verið í samræmi við niðurstöður Pagano, Panetta og Zingales (1999), um að helstu ástæður inngöngu á hlutabréfamarkað í slíkum bylgjum væru sambland af fjármagnspörf og að eigendurnir vildu notfæra sér háa verðlagninguna á greininni til að fá sem mest fyrir fyrirtækið.

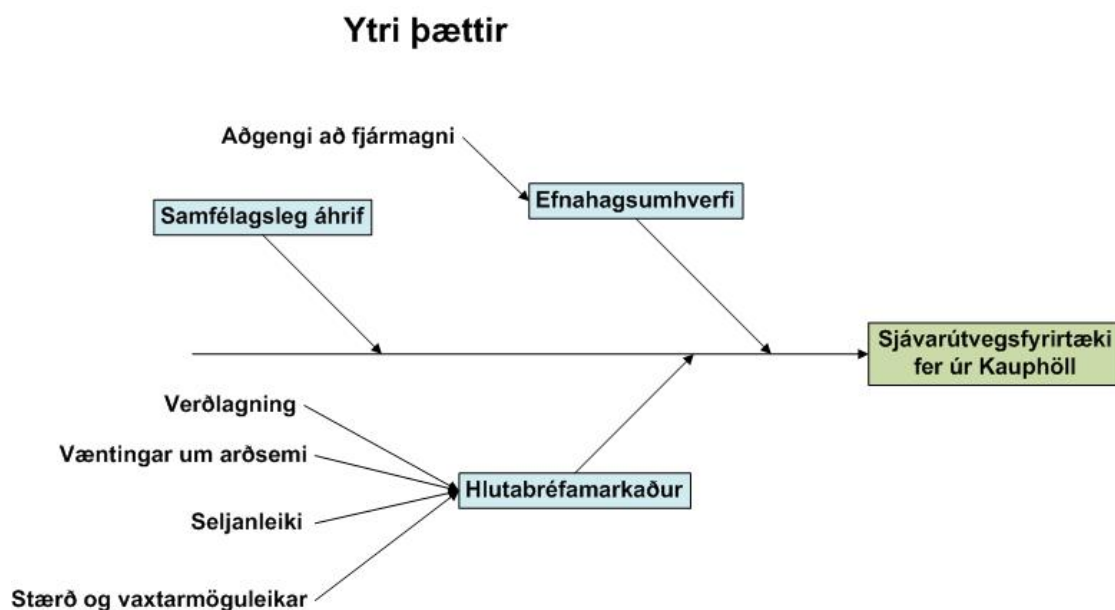
Fram kom hjá viðmælendum að breytingar á fjármálaumhverfi hafi haft mikil áhrif á þessa atburðarás. Þegar sjávarútvegsfyrirtækin fóru inn á hlutabréfamarkaðinn var takmarkað aðgengi að lánsfjármagni en svo breyttist það á nokkrum árum, aðgengi varð mjög gott og nánast ótakmarkað, eins og einn viðmælandinn orðaði það, og mun ódýrara en áður. Með þessu má segja að ein forsendan fyrir því að sækja sér fé út á hlutabréfamarkaðinn hafi verið brostin. En niðurstöður þeirra Weir, Laing og Wright (2005) á brotthvarfi breskra fyrirtækja af hlutabréfamarkaðnum gefa líka til kynna að rök þeirra fyrir því að fara á markað á sínum tíma hafi breyst og þar með hafi forsendurnar fyrir því að vera á markaði brostið.

Á þessum sama tíma stækkaði hlutabréfamarkaðurinn mjög mikið, inn komu öflug fyrirtæki sem voru í mikilli útrás sem sköpuðu miklar væntingar hjá fjárfestum sem gerði það að verkum að athyglin beindist meira að þeim. Við samanburð á sjávarútvegsvísitölunni og úrvalsvístölunni, kom berlega í ljós að sjávarútvegsfyrirtækin hækkuðu ekki eins mikið í verði og önnur fyrirtæki á markaðnum. Samanburður við fjármálafyrirtækin var lang óhagstæðastur en leiða má að því líkur, í ljósi gjaldþrots þeirra að undanfögnu, að ekki hafi verið innistæða fyrir allri þessari hækkun sem bolaði öðrum fyrirtækjum í burtu.

Við samanburð á viðskiptum með hlutabréf kom einnig í ljós að velta með bréf sjávarútvegsfyrirtækjanna var minni en meðaltalið var hjá öðrum fyrirtækjum í Kauphöllinni.

Sú skoðun kom eindregið fram að sjávarútvegsfyrirtækin hafi verið undirverðlögð á hlutabréfamarkaðnum samanborið við verðhækkanir aflaheimilda, stærsta einstaka eignaliðar þeirra, á frjálsum markaði. Sýnt er fram á þennan mikla mun með tilvísun í rannsókn þess efnis (Þórólfur Matthíasson og Ólafur Klemensson, 2004). Erfitt er þó að fullyrða um þennan mikla mun þar sem einungis lítið magn af veiðiheimildum var á frjálsum markaði og myndaði þessa verðlagningu. Þó verður að telja líklegt að um einhverja undirverðlagningu hafi verið að ræða í ljósi þess að fjármálastofnanir veittu stjórnendum sjávarútvegsfyrirtækjanna gríðarlega há lán til að fjármagna uppkaup þeirra úr Kauphöllinni og hafa væntanlega reiknað út að fjárfestingin dygði vel fyrir því.

Mynd 21 sýnir þá helstu áhrifaþætti úr ytra umhverfi sjávarútvegsfyrirtækjanna sem urðu þess valdandi að þau hurfu á brott úr Kauphöllinni, eitt af öðru.



Mynd 21. Ytri áhrifaþættir á brotthvarf sjávarútvegsfyrirtækjanna úr Kauphöllinni.

Þó erfitt sé að benda á það með beinum hætti að byggðasjónarmið hafi verið ástæða þess að sjávarútvegsfyrirtækin fóru úr Kauphöllinni, þá er ljóst að samfélagsleg áhrif voru mikil. Í máli viðmælendanna komu fram mörg siðferðileg álitaefni sem höfðu mikil áhrif á alla þessa atburðarás.

2. Hvaða innri þættir í rekstri sjávarútvegsfyrirtækis gerðu þeim erfitt fyrir á hlutabréfamarkaði?

Fram hefur komið að eðli rekstrar sjávarútvegsfyrirtækja er mjög áhættumikill. Bæði er það vegna náttúrunnar, glíman við óblíða veðráttu og sveiflur í stærð fiskistofna, en ekki síður vegna stjórnmalanna, þ.e. óvissu um áframhald fiskveiðistjórnunarkerfisins sem eru grundvallarleikreglur í þessum rekstri. Einnig ber að nefna að þar sem þessi grein fær meirihluta tekna sinna erlendis frá, þá gera miklar sveiflur á gengi íslensku krónunnar það að verkum að tekjur og skuldir fyrirtækjanna geta sveiflast mjög mikið á milli ára. Áhættan við fjárfestingu hefur mikil áhrif á fjárfesta. Eftir því sem áhættan í rekstri fyrirtækisins er talin meiri, þeim mun hærri ávöxtun er krafist. Við samanburð á ávöxtun á helstu eignaflokkum á Íslandi frá 1997-2006, kom í ljós að sjávarútvegsfyrirtækin stóðust ekki þann samanburð miðað við áhættu. Leiða má að því líkur að aukin áhætta sem ekki skilaði sér í ávöxtun, hafi gert það smám saman að verkum að væntingar til sjávarútvegsfyrirtækjanna minnkuðu og minnkuðu. Á sama tíma var ávöxtun annarra atvinnugreina á hlutabréfamarkaðnum á fleygiferð uppá við og því varð samanburðurinn sjávarútvegsfyrirtækjunum óhagstæður.

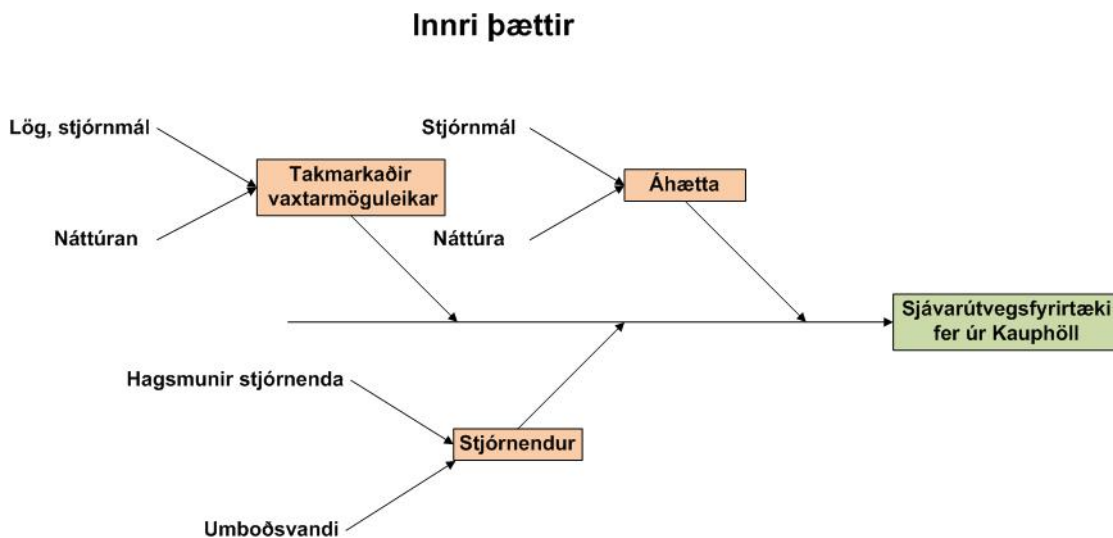
Sjávarútvegi hefur ekki vegnað vel í kauphöllum heimsins eins og dæmin frá Noregi, Kanada og Spáni sýna. Þar hefur þessi atvinnugrein verið flokkuð með mjög áhættusömum rekstri og, sem slík, ekki getað staðið undir væntingum um ávöxtun.

Fram kom hjá viðmælendum að vaxtarmöguleikar greinarinnar hafi verið mjög takmarkaðir, bæði vegna náttúrunnar, minnkun á fiskistofnum og einnig vegna lagatriða sem komu í veg fyrir að sjávarútvegsfyrirtæki gætu vaxið meira en upp að ákveðnu marki. Þegar skoðaður var vöxtur tekna á milli atvinnugreina í Kauphöllinni kemur líka í ljós að hann var langlægstur hjá sjávarútvegsfyrirtækjunum.

Í ljósi niðurstaðna rannsókna Chemmanur og Fulghieri (1999), fannst einungis þeim fyrirtækjum þar sem æðstu stjórnendur eða eigendur áttu sér sögu jákvæðrar og mikillar velgengni það jákvætt val að fara með fyrirtækin út á markað. Má velta fyrir sér hvort eðli rekstrar sjávarútvegsfyrirtækja sé með þeim hætti að auðvelt væri að sannfæra stóran hóp um ágæti hans. Ljóst er að mörg atriði gera það verkefni erfitt, eins og meiri áhætta, takmarkaðir vaxtamöguleikar og miklar deilur í samfélaginu um fiskveiðistjórnunarkerfið.

Í rannsókn Evans, Poa og Rath (2005), koma einnig fram að tvö atriði, meiri áhætta og minni vaxtarmöguleikar, eru einkennandi fyrir þau fyrirtæki sem hverfa af hlutabréfamarkaði. Ekki verður annað séð en samhljómur sé með þeirri niðurstöðu.

Á mynd 22 eru teknir saman og sýndir helstu áhrifaþættirnir úr rekstri sjávarútvegsfyrirtækjanna sjálfra á þá atburðarrás að þau fóru á brott úr Kauphöllinni, eitt af öðru.

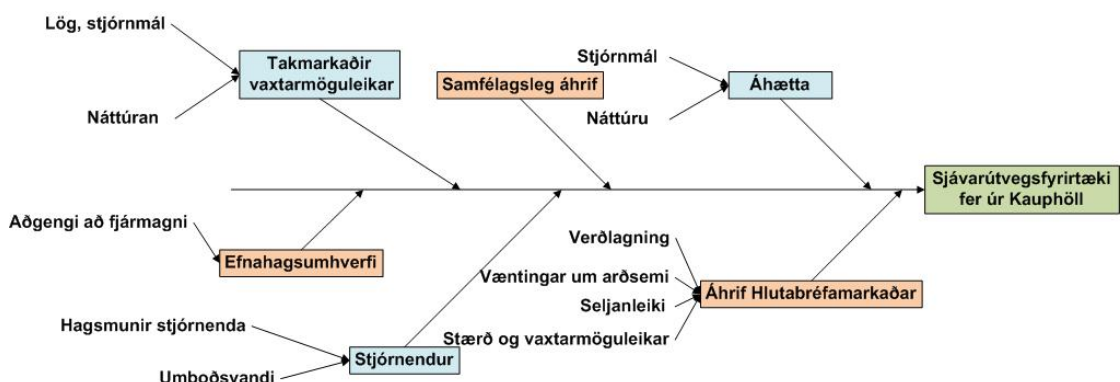


Mynd 22. Innri áhrifaþættir úr rekstri sjávarútvegsfyrirtækjanna á brotthvarf þeirra úr Kauphöllinni

Það kom fram hjá viðmælendum að mörg atriði komu stjórnendum sjávarútvegsfyrirtækjanna á óvart, eins og að reynd væri vinveitt yfirtaka og óvinveitt, að bréfin færu ekki í dreifða eignaraðild til aðila sem ekki vildu skipta sér af rekstrinum og að fjárfestar biðu ekki þolinmóðir eftir ávöxtun. Álykta mátti að ekki hafi verið skoðað nógu vel hvað það hefði í för með sér að fara með fyrirtæki á hlutabréfamarkað og reynsluleysi stjórnenda af hlutabréfamarkaði hafi átt þátt í hvernig fór.

Lítið kom fram í rannsókninni sem getur gefið svör um það hvort að fjölskyldufyrirtækjum vegni betur eða verr í Kauphöll en hins vegar kom fram að fjölskyldufyrirtæki í sjávarútvegi vildu síður sameinast inn í stærri heildir sem gerði sjávarútvegsfyrirtækjunum erfitt að stækka inn í Kauphöllinni.

Niðurstöður rannsóknar Pagano og Röell (1998), fjalla meðal annars um það að eigendur fyrirtækja hugsa ekki bara um markaðsvirði fyrirtækisins þegar þeir ákveða að fara með það út á markað, heldur einnig um framtíðarávinning þeirra sjálfra. Af þessu mætti draga má ályktun að þegar stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna sáu að væntingar þeirra yrðu ekki að veruleika innan Kauphallarinnar, þá hafi vonir þeirra staðið til þess að þær gætu mögulega ræst utan hennar. Sú skoðun var afgerandi hjá viðmælendum að stjórnendur þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem þeir yfirtóku hafi átt verulegra fjárhagslegra hagsmuna að gæta og það hafi átt stærstan þátt í að þeir fóru í þessar yfirtökur. Fram kom hjá viðmælendum sú skoðun að ekki hafi einungis verið um fjárhagslega hagsmuni að ræða, heldur hafi þeir einnig verið að verja völd sín.



Mynd 23. Helstu áhrifaþættir á brotthvarf sjávarútvegsfyrirtækjanna úr Kauphöllinni.

3. Eiga sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi afturkvæmt inn í Kauphöllina?

Fram kom hjá einum viðmælanda að ef verulegar breytingar yrðu á fjármálaumhverfinu og þrengingar ættu sér stað í bankaheiminum, gætu sjávarútvegsfyrirtækin hugsanlega farið inn á hlutabréfamarkaðinn aftur. Í ljósi þeirra miklu breytinga sem hafa orðið síðustu vikum (haustið 2008) er ekki úr vegi að ætla að tækifæri hafi myndast á ný fyrir inngöngu sjávarútvegsfyrirtækjanna í Kauphöllina. Bæði vegna breytinga sem hafa orðið á efnahagsumhverfi og einnig vegna breytinga sem kunna að verða á hlutabréfamörkuðum í kjölfar þessa hruns. Spákaupmennska

og væntingar bjuggu til miklar hækkunar sem komið hefur í ljós að ekki var innistæða fyrir og gufuðu upp í einum vettvangi. Gera má ráð fyrir að hækkunar á hlutabréfamörkuðum muni í framtíðinni byggja meira á áþreifanlegum rekstrarárangri og að ávöxtunarkrafan verði hófsamari.

Vert er að velta fyrir sér hvaða forsendur þurfi að breytast til að það geti orðið fýsilegur kostur að fara með sjávarútvegsfyrirtæki inn í Kauphöllina á ný. Ytra umhverfi er mikið breytt frá þeim tíma er lánsfjármagn var bæði ódýrt og fáanlegt í miklu magni. En til að sjávarútvegsfyrirtækin geti sótt sér fjármagn á hlutabréfamarkaðnum þyrfti ímynd sjávarútvegsins almennt í þjóðfélaginu að vera jákvæð. Myndast þyrfti meiri friður og sátt um leikreglur greinarinnar. Á meðan leikreglur fiskveiðistjórnunarkerfisins eru bitbein stjórnmalaflokka í hverjum kosningum, er ekki von til þess að auðvelt verði að sannfæra fjölda fólks um ágæti þess að kaupa bréf í sjávarútvegsfyrirtæki, en niðurstöður rannsóknar þeirra Chemmanur og Fulghieri (1999) sýndu einmitt fram á að slíkt væri nauðsynlegt til að ná árangri inn á hlutabréfamarkaði.

Ef sjávarútvegsfyrirtækin vildu reyna fyrir sér á ný inn á hlutabréfamarkaðnum, þyrftu stjórnendur þeirra einnig að sýna fram á breytingar. Til dæmis að fyrirtækin ætli sér í endurskipulagningu á stjórnun, rekstri og fjármálum. Þannig myndu þau senda skilaboð til markaðarins um breytingar sem gætu byggt upp væntingar um arðvænlegri rekstur í framtíðinni. Þetta ályktaði prófessor Martens í rannsókn sinni að væri nauðsynlegt að ætti sér stað ef góður árangur ætti að nást í útboði og veru inn á hlutabréfamarkaði.

Tafla 9. Forsendur fyrir inngöngu sjávarútvegsfyrirtækja á ný í Kauphöllina.

Ytri skilyrði

Breytt umhverfi

Þrengingar í bankaheiminum

Meiri friður um greinina

Innri skilyrði

Möguleiki á vexti

Endurskipulagning

Til að sjávarútvegsfyrirtækin eigi möguleika á meiri vexti þarf tvennt að breytast. Í fyrsta lagi þarf að breyta lögunum um kvótapakkið og hækka hámarkið sem hvert fyrirtæki má eiga af veiðiheimildum. Í öðru lagi yrði að aflétta takmörkunum á

eignarhaldi erlendra aðila í sjávarútvegsfyrirtækjum. Með því opnaðist sá möguleiki að hér yrðu til stór alþjóðleg sjávarútvegsfyrirtæki.

6.2 Lokaorð

Heildarniðurstaða rannsóknarinnar er að það eru margir samverkandi þættir sem gerðu það að verkum að sjávarútvegsfyrirtækin yfirgáfu Kauphöllina eitt af öðru. Rannsóknin leiddi í ljós vísbendingar um að verðlagning markaðarins hafi ekki verið virk, fyrirtækin hafi verið undirverðlögð, seljanleiki bréfanna hafi verið takmarkaður og yfirtökuógn verið til staðar. Greining á eðli rekstrar sjávarútvegsfyrirtækja leiddi í ljós að líklega eru þau ekki vel til þess fallin að vera á hlutabréfamarkaði. Áhættumikill rekstur hefur þar mest að segja. Bæði vegna náttúrunnar, veðráttu og sveiflna í stærð fiskistofna, en ekki síður vegna stjórn mála og áhrifa þeirra á leikreglur greinarinnar.

Í upphafi verkefnis var lagt af stað með ákveðið rannsóknarefni sem leitað var svara við. Rannsóknarefnið var yfirgrípsmikið og tæpt er á mörgum atriðum sem nauðsynlegt væri að rannsaka mun nánar til að fá frekari staðfestingu á. Má í því sambandi nefna þætti eins og: verðlagningu markaðarins, undirverðlagningu fyrirtækja, seljanleika hlutabréfa, umboðsvanda, yfirtökuógn og samfélagsleg áhrif. Hægt væri að gera viðmikla rannsókn um hvern þessara þátta um sig. Þrátt fyrir mikilvægi sjávarútvegs fyrir íslenskt efnahagslíf er ótrúlega lítið til af greiningum og rannsóknum um þróun hans og uppbyggingu. Fjölmörg tækifæri liggja til rannsókna á því sviði má þar nefna, þróun eignarhalds, hlutur fjölskyldufyrirtækja, tilfærslur á veiðiheimildum og stærðarþróun fyrirtækja.

Þær miklu breytingar sem hafa átt sér stað á undanförunum vikum á fjármálaumhverfi Íslands gefa tilefni til viðamikilla rannsókna á uppgangi þess og falli. Breytingar hjá Kauphöll Íslands sem og víða annarsstaðar í heiminum gefa einnig tilefni til samanburðarannsókna við fyrri sveiflur á hlutabréfamörkuðum sem og fleiri þátta.

Það er von rannsakanda að rannsóknin geti nýst stjórnendum sjávarútvegsfyrirtækja sem og annarra fyrirtækja við skoðun og mat á því að skrá fyrirtæki á hlutabréfamarkað.

6.3 Heimildaskrá

Aker seafood (e.d). *Aker Seafoods ASA*. Sótt 15.september 2008 af www.akerseafoods.com/text.cfm?id=3-0&path=2.

Ágúst Einarsson. (2003a). Álitaefni á íslenska hlutabréfamarkaðinum. *Vísbending*, 43(21), 9-11.

Ágúst Einarsson. (2003b). Íslenskur sjávarútvegur - Breytingar síðustu áratugi og afkomumælingar. Í Ingjaldur Hannibalsson (ritstjóri), *Rannsóknir í félagsvísindum IV* (bls. 41-52). Reykjavík: Félagsvísindastofnun.

Ágúst Einarsson. (2003c). Þróun viðskipta með hlutabréf hérlendis 1991 til 2003. *Vísbending* 4(21), 2-4.

Ágúst Einarsson. (2004). Þróun löggjafar og viðskipta á íslenskum hlutabréfamarkaði. Í Ingjaldur Hannibalsson (ritstjóri), *Rannsóknir í félagsvísindum V* (bls. 27-37). Reykjavík: Félagsvísindastofnun.

Bessler, W. og Thies, S. (2007). The long-run performance of initial public offerings in Germany. *Managerial Finance*, 33(6), 420-440.

Björn Sigtryggsson. (2007). *Verðmat fyrirtækja. Eru sjávarútvegsfyrirtæki of hátt verðlögð? Óbirt MS rigerð: Háskóli Íslands, Viðskiptafræðideild..*

Björn Snær Guðbrandsson og Ottó Biering Ottósson (2007). *Eignastýring. Fjárstýring. Fagrit um fjármál fyrirtækja*, 4(2), 17-18.

Bogdan, R. og Biklen, S. (1998). *Qualitative research for education: An introduction to theory and methods* (3. útgáfa) Boston, M.A: Allyn & Bacon.

- Brealey R., Mayers S. og Allen F. (2006). *Corporate finance* (8. útgáfa). New York: McGraw-Hill Irwin.
- Brigham E. og Daves P. (2004). *Intermediate financial management* (8. útgáfa). Ohio: Thomson/South-Western.
- Bruner, R.E. og Paine, L. S. (1988). Management buyout and managerial ethics. *California Management Review*, 30, 89-106.
- Capman, C. (1986). *How the stock exchange works*. London: Hutchinson business.
- Castaenda, G. (2006). Economic growth and concentrated ownership in stock markets. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 59(2), 249-286.
- Chemmanur, T. J. og Fulghieri, P. (1999). A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies*, 12(2) 249-274.
- Davis, J. og Lehn, K. (1992). Information asymmetries, rule 13e-3 and premiums in going-private transactions. *Washington University Law Quarterly*, 70, 587-611.
- Einar Guðbjartsson. (1999). *Hlutabréfamarkaður - forsendur, eðli og hlutverk*. Reykjavík: Bókaklúbbur atvinnulífsins og Viðskiptafræðistofnun Háskóla Íslands.
- Evans, J., Poa, M. og Rath, S. (2005). The financial and governance characteristics of Australian companies going privat. *International Journal of Business Studies*, 13(1), 1-24.
- Fiskeribladet Fiskaren (2008, 24. maí). *Anbefaler fisk pa Børsen*. Sótt 17.september af www.fiskeribladetfiskaren.no/default.asp?side=101&lesmer=7543
- Fiskeribladetfiskaren (2008, 3. apríl). *Kapital: Domstein og Grieg er oppkjöpskandidater*. Sótt 18.september 2008 af

www.fiskeribladetfiskaren.no/default.asp?side=101&lesmer=6818.

Fiskistofa (e.d.) *Kvótaskipting fyrirtækja*. Sótt 8. desember 2008 af http://www.fiskistofa.is/get_page.php?page=53.

Fontanills, G. og Gentile, T. (2001). *The stock market course*. New York: John Wiley og Sons, Inc.

Friðrik Már Baldursson og Stefán B.Gunnlaugsson (2004). *Sjávarútvegur í Kauphöllinni: Saga og greining*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.

Glitnir (2008). *Seafood stockwatch indices*. Sótt 15.9.2008 af <http://www.glitnir.is/english/corporate/seafood-industry/seafood-stockwatch-indices/>.

Grindheim, J. (2008, 12. september). *29 milliárdar fordufta þá eitt ár*. Sótt 18. september 2008 af www.fiskeribladetfiskaren.no/default.asp?side=101&lesmer=9128.

Grose, T. K. (2000). Stock market exit strategies. *Time Europe*, 156(10), 48.

Guðrún Helga Sigurðardóttir. (2003). Flóttinn úr kauphöllinni. *Frjáls verslun*, 65(5), 35-38.

Jaskiewicz, P., González, V. M., Menéndez, S. og Schiereck, D. (2005). Long-Run IPO performance analysis of german and spanish family-owned businesses. *Family Business Review*, 18(3), 179-202.

Kauphöll Íslands. (2000). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.

Kauphöll Íslands. (2001). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.

Kauphöll Íslands. (2002). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.

- Kauphöll Íslands. (2003). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.
- Kauphöll Íslands. (2004). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.
- Kauphöll Íslands. (2005). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.
- Kauphöll Íslands. (2006). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.
- Kauphöll Íslands. (2006b). *Hlutabréfavisitölur Kauphallar Íslands*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.
- Kauphöll Íslands. (2007). *Fact book*. Reykjavík: Kauphöll Íslands.
- Kvale, S. (1996). *Interviews. An introduction to qualitative research interviewing*. California: SAGE Publications, Inc.
- Kvótamiðlun LÍÚ. (2008). *Kvótauppgjör áráanna 1996-2007*. Óbirt skýrsla. Reykjavík: Landsamband íslenskra útvegsmanna.
- Lorie, J. H. og Hamilton, M. T. (1973). *The stock market theories and evidence*. London: Richard D Irwin INC.
- Lowenstein L. (1986). No more cozy management buyouts. *Harvard Business Review*, 64(1), 147-156.
- Lög um kauphallir nr. 110/2007.
- Lög um stjórn fiskveiða nr. 38/1990 með áorðnum breytingum síast 116/2006.
- Magnús Sveinn Helgason. (2004). Hlutverk Kauphallarinnar. *Vísbending*, 22(26), 3-4.
- Maupin, R., Bidwell, M og Ortégren, K. (1984). An empirical investigation of the characteristic of publicly quoted corporations which change to closely-held ownership through management buyouts. *Journal of business, Finance and*

Accounting, 11, 435-450.

Marents, M (2002). *Mapping risk, strategy and performance in IPO organizations knowledge structures*. Óbirt doktorsritgerð, University of British Columbia, Vancouver, BC.

Martens, M. L. (2004). IPO effects: Corporate restructuring when a firm goes public. *Journal of Public Affairs*, 4(2), 155-169.

Nelson, T. (2003). The persistence of founder influence: Management, ownership and performance effect at initial public offering. *Strategic Management Journal*, 24(8), 707-24.

Nordic Exchange (2006). *Skráningarskýrði Nordic Exchange. Útgáfa kauphallar Íslands ásamt skýringartexta*. Reykjavík: Nordic Exchange.

Nilsen, G. B. (2008, 16. september). *Milliardtap pa fisk*. Sótt 16. september 2008. af www.fiskeribladetfiskaren.no/default.asp?side=101&lesmer=9188

NZX limited (2008). *Sanford Limited Ordinary Shares (SAN)* sótt 4. desember af <http://www.nzx.com/markets/NZSX/san>.

Opler, T. og Titman, S (1993). The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *Journal of Finance*, 48, 1985-2000.

Oslo Børs (2008). *Aker Seafoods*. Sótt 15. september 2008 af http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockOverview?newt__ticker=AKS.

Ólafur Klemensson. (2008). *Tölur um arðsemi eigin fjár, hagnaðarhlutfall og aukningu veltu*. Óbirt skýrsla. Reykjavík: Seðlabanki Íslands.

Pagano, M., Panetta, F. og Zingales, L. (1999). Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of finances*, 53(1), 27-64.

- Pagano, M. og Röell, A. (1998). The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring, and the decision to go public. *Quarterly Journal of Economics*, 113(1), 187-225.
- Peristiani, S. og Hong, G. (2004). *Pre-IPO financial performance and aftermarket survival*. *Current Issues in Economics & Finance*, 10(2), 1-7.
- Schwartz, R. A. (1988). *Equity markets - structure, trading and performance*. New York: Harper & Row, publishers.
- Sigurður B. Stefánsson. (2003). *Hlutabréf & Eignastýring*. Reykjavík: Íslandsbanki.
- Sigurður B Stefánsson (1994). *Verðbréf og áhætta*. Reykjavík: Verðbréfamarkaður Íslandsbanka hf.
- Sraer, D. og Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751.
- Taylor S. J. og Bogdan R. J. (1998). *Introduction to qualitative research methods* (3. útgáfa). New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Toronto Stock exchange (2008). *High Liner Foods Incorporated*. Sótt 4.12 2008 af <http://cxa.marketwatch.com/tsx/en/market/quote.aspx?symbol=HLF&x=10&y=10>.
- Utanríkisráðuneytið. (2008a). *Styrkjakerfi Evrópusambandsins í sjávarútvegi*. Óbirt skýrsla. Reykjavík: Utanríkisráðuneytið.
- Utanríkisráðuneytið. (2008b). *Fiskveiðistefna ESB og kvótahopp*. Óbirt skýrsla. Reykjavík: Utanríkisráðuneytið.
- Verðbréfafing Íslands. (1992). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfafing Íslands.

- Verðbréfaþing Íslands. (1993). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Verðbréfaþing Íslands. (1994). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Verðbréfaþing Íslands. (1995). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Verðbréfaþing Íslands. (1996). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Verðbréfaþing Íslands. (1997). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Verðbréfaþing Íslands. (1998). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Verðbréfaþing Íslands. (1999). *Árbók*. Reykjavík: Verðbréfaþing Íslands.
- Weir, C., Laing, D. og Wright, M. (2005). Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. *Applied Financial Economics*, 15(13), 947-961.
- Viðskiptablaðið (2008). *Gleymda félagið í kauphöllinni í Madrid*. Sótt 19.september 2008 af www.vb.is/frett/2/9820/.
- Zingales, L. (1995). Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies*, 62(212), 425 - 448.
- Yin, R. (1994). *Case study research. Design and methods* (2. útgáfa). London: SAGE publications, Inc.
- Þórður Friðjónsson (2003a). *Alþjóðlegur sjávarútvegsmarkaður á Íslandi?* *Vísbending* 21 (21): 3-4.
- Þórður Friðjónsson (2003b). Framtíð hlutabréfamarkaðarins. *Vísbending* 21(47), 3-4.
- Þórður Friðjónsson (2008, 2. október). Sjávarútvegsdraumur vaknar aftur til lífsins.

Viðskiptablaðið, bls. 15.

Þórólfur Matthíasson og Ólafur Klemensson. (2004). *Implicit and explicit prices of quotas in the icelandic fisheries*. Sótt 23. september 2008 af http://www.eafe.mastweb.net/Papers/Thorolfur_Matthiasson.pdf

Viðauki

Viðtalsrammi með spurningum sem hafðar voru til hliðsjónar í viðtölunum.

Er að hugsa meira um stjórnunarþáttinn og völd á þessu stigi rannsóknarinnar.

Áhugaleysi (lítill viðskipti og lágt verðmat) er sögð ástæða. Ertu sammála og af hverju heldur þú að þetta áhugaleysi hafi verið?

Áhrif stjórnmalalegu óvissunnar af kvótakerfinu?

Var aðgengi utanaðkomandi aðila að stjórn og völdum í félögunum ógn ?

Heldur þú að valdið sem fylgir kvótanum hafi haft áhrif á ákvarðanatökuna um áframhaldandi veru á markaðnum?

Voru í einhverjum tilfellum byggðasjónarmið sett ofar arðsemi.

Heldur þú að fyrrum fjölskyldufyrirtæki (flestar félögin voru slík) séu ekki vel til þess fallin að vera á almennum markaði.

Vantaði hefðina fyrir almennum hlutabréfa markaði.

Ímynd sjávarútvegsfyrirtækja , væntingar um árangur í framtíðinni.

Önnur atriði sem þér dettur í hug.

Nú var horft á eignarhald almennings á sjávarútvegsfyrirtækjum sem leið til að skapa meiri sátt um sjávarútveginn. Hvaða leið sérð þú nú til þess í staðinn?

Nú hefur skuldsetning sjávarútvegsins aukist verulega heldur þú að það hafi áhrif á nýsköpun og útrás þessara fyrirtækja?

Hvað með framtíðina þegar aftur verða kynslóða skipti hjá þessum félögum sérðu fyrir þér að þau fari aftur á markað?