

Fjármál fyrirtækja

Júní 2009

**Samanburður á  
arðgreiðsluhlutföllum  
valinna íslenskra og erlendra  
banka á árunum 2003-2007**

**Höfundur:  
Guðjón Hlynur Guðmundsson**

Leiðbeinandi: Einar Guðbjartsson

Háskóli Íslands  
Viðskiptafræðideild  
Sæmundargötu 2, 101 Reykjavík  
Heimasíða: [www.vidskipti.hi.is](http://www.vidskipti.hi.is)

# Útdráttur

Í ritgerðinni eru arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna Glitnis, Kaupþings og Landsbankans á árunum 2003 til og 2007 borin saman við arðgreiðsluhlutföll valinna banka á Norðurlöndunum og í Bretlandi. Tilgangur ritgerðarinnar er að bera saman arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna á árunum fyrir hrun þeirra við erlenda banka. Markmiðið er að kanna hvort íslensku bankarnir hafi greitt meira af hagnaði sínum til hluthafa sinna í formi arðgreiðslna en bankar á Norðurlöndunum og í Bretlandi.

Fræðilegi hluti verkefnisins fjallar um arð og arðgreiðslustefnur og þau ólíku sjónarmið sem uppi eru um hvaða áhrif arðgreiðslur og arðgreiðslustefnur fyrirtækja hafa á verðmat þeirra og þann hluthafahóp sem laðast kann að viðkomandi fyrirtæki.

Verkefnið fólst í skrifborðsrannsókn þar sem ársreikningar 10 banka voru skoðaðir. Um var að ræða 3 íslenska banka, 5 norræna banka og 2 breska banka. Við rannsóknina var notast við meginlega rannsóknaraðferð þar sem ársreikningar bankanna á árunum 2003 til 2007 voru skoðaðir ásamt öðru fyrirliggjandi ítarefni er finna mátti um bankanna. Helstu niðurstöður rannsóknarinnar eru þær að arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna á árunum 2003 til og með 2007 var lægra en hjá hinum norrænu og bresku bönkum sem til samanburðar voru. Arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna nam að meðaltali 20% á árunum 2003 til 2007. Glitnir var að meðaltali með 30% arðgreiðsluhlutfall, Kaupþing 17% og Landsbankinn 12%. Á sama tímabil nam arðgreiðsluhlutfall þeirra erlendu banka sem til skoðunar voru um 44%, rúmlega helmingi hærra en hjá íslensku bönkunum. Arðgreiðsluhlutfall Danske Bank var að meðaltali 48%, DnB Nor 46%, Handelsbanken 40%, Nordea 42% og SEB 37%. Arðgreiðsluhlutfall HSBC var að meðaltali 58% og hjá RBS var arðgreiðsluhlutfallið 39% að meðaltali. Arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna voru lægri en hjá erlendu bönkunum. Samkvæmt þeim gögnum sem skoðuð hafa verið við rannsókn þessa er helsta skýringin sú að íslensku bankarnir voru í miklum vexti á þeim árum sem voru til skoðunar. Samanburður á hagnaðaraukningu og aukningu á eigin fé benda til þess að íslensku bankarnir hafi kosið að nýta stærri hluta hagnaðar til frekari vaxtar heldur en hinir erlendu bankar sem til samanburðar voru.

## **Formáli**

Samanburður á arðgreiðsluhlutföllum valinna íslenskra og erlendra banka á árunum 2003 til 2007 er 30 eininga verkefni sem unnið er við viðskiptafræðideild Háskóla Íslands með fjármál fyrirtækja að sérsviði. Höfundur vill þakka leiðbeinendum verkefnisins Einari Guðbjartssyni og Jóni Snorra Snorrasyni fyrir góða og uppbyggjandi leiðsögn. Höfundur vonar að verkefnið veiti góða innsýn í arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll sem bankar hér á landi hafa fylgt í samanburði við banka á Norðurlöndunum og í Bretlandi á umræddum árum.

# Efnisyfirlit

|                                                                         |           |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Útdráttur .....</b>                                                  | <b>1</b>  |
| <b>Formáli .....</b>                                                    | <b>2</b>  |
| <b>Inngangur .....</b>                                                  | <b>7</b>  |
| <b>Tilgangur og markmið .....</b>                                       | <b>8</b>  |
| Rannsóknarspurning .....                                                | 9         |
| Uppbygging ritgerðar .....                                              | 9         |
| <b>1 Arður og arðgreiðslustefnur .....</b>                              | <b>10</b> |
| 1.1 Arður .....                                                         | 10        |
| 1.2 Ávöxtun hlutabréfaeignar .....                                      | 10        |
| 1.3 Arðgreiðslukenningar .....                                          | 13        |
| 1.3.1 Arðgreiðslur skipta ekki máli .....                               | 13        |
| 1.3.2 Einn fugl í hendi .....                                           | 17        |
| 1.3.3 Skattasjónarmið .....                                             | 18        |
| 1.4 Þættir sem áhrif hafa á arðgreiðslustefnu .....                     | 19        |
| 1.4.1 Upplýsingagildi arðgreiðslna .....                                | 19        |
| 1.4.2 Hluthafaáhrif .....                                               | 20        |
| 1.4.3 Stöðugleiki í arðgreiðslum .....                                  | 21        |
| 1.4.4 Endurfjárfesting arðs .....                                       | 23        |
| 1.4.5 Umboðskostnaður .....                                             | 24        |
| 1.4.6 Endurfjárfesting í eigin hlutabréfum .....                        | 25        |
| 1.5 Arðgreiðslustefnur fyrirtækja, fræðilegar skilgreiningar. ....      | 26        |
| 1.5.1 Arðgreiðsluhlutfall .....                                         | 27        |
| 1.5.2 Arður sem afgangsstærð .....                                      | 28        |
| 1.5.3 Lágar arðgreiðslur og aukaarðgreiðslur .....                      | 30        |
| 1.5.4 Ávöxtun í formi arðs .....                                        | 30        |
| 1.5.5 Traust hlutabréf .....                                            | 31        |
| 1.5.6 Rannsóknir á meðal evrópskra fyrirtækja, viðhorf stjórnenda ..... | 32        |
| <b>2 Skattalegt umhverfi arðgreiðslna á Íslandi .....</b>               | <b>32</b> |
| <b>3 Rannsóknarhluti .....</b>                                          | <b>34</b> |
| 3.1 Aðferðafræði .....                                                  | 34        |
| 3.2 Tilgangur og markmið .....                                          | 34        |
| <b>4 Aðferðir við gagnaöflun .....</b>                                  | <b>35</b> |
| 4.1 Val á bönkum .....                                                  | 35        |
| 4.2 Bankastarfsemi .....                                                | 36        |

|          |                                                                                           |           |
|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.2.1    | Viðskiptabankastarfsemi.....                                                              | 37        |
| 4.2.2    | Heildsölubankastarfssemi .....                                                            | 37        |
| 4.2.3    | Alhliða bankaþjónusta .....                                                               | 38        |
| 4.3      | Megindlegar rannsóknaraðferðir .....                                                      | 38        |
| <b>5</b> | <b>Útreikningur arðgreiðsluhlutfalls og framsetning súlurita.....</b>                     | <b>39</b> |
| 5.1      | Framsetning súlurita.....                                                                 | 41        |
| <b>6</b> | <b>Arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna 2003 til 2007.....</b>     | <b>43</b> |
| 6.1      | Glitnir Banki hf. ....                                                                    | 43        |
| 6.1.1    | Arðgreiðslustefna Glitnis 2003 til 2007.....                                              | 45        |
| 6.2      | Kaupping Banki hf. ....                                                                   | 47        |
| 6.2.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 48        |
| 6.3      | Landsbanki Íslands hf.....                                                                | 50        |
| 6.3.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 52        |
| 6.3.2    | Lánveitingar íslensku bankanna til starfsmanna .....                                      | 54        |
| <b>7</b> | <b>Arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll valinna erlendra banka 2003 – 2007 .....</b> | <b>55</b> |
| 7.1      | Danske Bank Group .....                                                                   | 55        |
| 7.1.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 57        |
| 7.2      | DnB Nor Group .....                                                                       | 58        |
| 7.2.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 60        |
| 7.3      | Nordea Group.....                                                                         | 61        |
| 7.3.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 62        |
| 7.4      | SEB Group .....                                                                           | 63        |
| 7.4.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 65        |
| 7.5      | Handelsbanken .....                                                                       | 65        |
| 7.5.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 67        |
| 7.6      | HSBC Holdings plc (HSBC).....                                                             | 68        |
| 7.6.1    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 70        |
| 7.7      | Royal Bank of Scotland (RBS) .....                                                        | 71        |
| 7.7.1    | Þróun á hagnaði RBS 2003 til 2007.....                                                    | 71        |
| 7.7.2    | Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.....                                                      | 72        |
| <b>8</b> | <b>Eigið fé bankanna og viðskiptavild .....</b>                                           | <b>73</b> |
| <b>9</b> | <b>Greining á gögnum og helstu niðurstöður .....</b>                                      | <b>76</b> |
| 9.1      | Vöxtur íslensku bankanna .....                                                            | 80        |
| 9.2      | Þróun á eigin fé bankanna.....                                                            | 81        |

|           |                                                    |           |
|-----------|----------------------------------------------------|-----------|
| 9.3       | Tenging við fræðin.....                            | 82        |
| 9.4       | Niðurstöður – tenging við rannsóknarspurningu..... | 82        |
| 9.5       | Annmarkar rannsóknarinnar.....                     | 85        |
| <b>10</b> | <b>Viðaukar.....</b>                               | <b>85</b> |
| 10.1      | Þróun á arðgreiðsluhlutfalli bankanna.....         | 86        |
| 10.2      | Þróun á arði og hagnaði bankanna.....              | 88        |
| <b>11</b> | <b>Heimildaskrá.....</b>                           | <b>90</b> |

# Mynda- og töfluyfirlit

## Töflur

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| Tafla 1. Þróun á arðgreiðslustefnu 2003 til 2007..... | 78 |
| Tafla 2. Þróun á hagnaði Danske Bank.....             | 88 |
| Tafla 3. Þróun á hagnaði DnbNor Group.....            | 88 |
| Tafla 4. Þróun á hagnaði Nordea .....                 | 88 |
| Tafla 5. Þróun á hagnaði SEB.....                     | 89 |
| Tafla 6. Þróun á hagnaði Handelsbanken .....          | 89 |
| Tafla 7. Þróun á hagnaði HSBC Holdings .....          | 89 |
| Tafla 8. Þróun á hagnaði RBS.....                     | 89 |

## Myndir

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| Mynd 1. Útskýring á uppsetningu súlurits.....                                   | 42 |
| Mynd 2. Glitnir, arður og hagnaður.....                                         | 44 |
| Mynd 3. Glitnir, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                              | 46 |
| Mynd 4. Kaupþing, arður og hagnaður.....                                        | 47 |
| Mynd 5. Kaupþing, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                             | 49 |
| Mynd 6. Landsbankinn, arður og hagnaður.....                                    | 51 |
| Mynd 7. Landsbankinn, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                         | 52 |
| Mynd 8. Danske Bank, arður og hagnaður í dönskum krónum.....                    | 56 |
| Mynd 9. Danske Bank, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                          | 57 |
| Mynd 10. DnbNor Group, arður og hagnaður í norskum krónum.....                  | 59 |
| Mynd 11. DnBNor Group, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                        | 60 |
| Mynd 12. Nordea Group, arður og hagnaður í evrum.....                           | 61 |
| Mynd 13. Nordea Group, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                        | 63 |
| Mynd 14. SEB Group, arður og hagnaður í sænskum krónum.....                     | 64 |
| Mynd 15. SEB Group, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                           | 65 |
| Mynd 16. Handelsbanken, arður og hagnaður í sænskum krónum.....                 | 66 |
| Mynd 17. Handelsbanken, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                       | 67 |
| Mynd 18. HSBC Holdings plc, arður og hagnaður í bandaríkjadöllum.....           | 69 |
| Mynd 19. HSBC Holding plc, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                    | 70 |
| Mynd 20. RBS, arður og hagnaður í breskum pundum.....                           | 71 |
| Mynd 21. RBS, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.....                                 | 72 |
| Mynd 22. Eiginfjárlutfall bankanna 2003 til 2007.....                           | 73 |
| Mynd 23. Arðgreiðsluhlutföll bankanna 2003 til 2007.....                        | 76 |
| Mynd 24. Arðgreiðsluhlutföll, meðaltal íslensku og erlendu bankanna.....        | 77 |
| Mynd 28. Aukning á hagnaði bankanna í % frá árslokum 2003 til ársloka 2007..... | 80 |
| Mynd 29. Aukning á eigin fé bankanna frá árslokum 2003 til ársloka 2007.....    | 81 |
| Mynd 25. Arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna.....                             | 86 |
| Mynd 26. Arðgreiðsluhlutföll norrænu bankanna.....                              | 86 |
| Mynd 27. Arðgreiðsluhlutföll bresku bankanna.....                               | 87 |

## Inngangur

Hver var arðgreiðslustefna íslensku bankanna á árunum 2003 til 2007 ? Var arðgreiðslustefna íslensku bankanna sambærileg við banka á Norðurlöndunum og í Bretlandi ? Greiddu íslensku bankarnir sambærilegt hlutfall af hagnaði sínum í arð ? Slíkar spurningar vakna, ekki síst í þeim mikla öldudal sem hinn íslenski fjármálamarkaður er í um þessar mundir.

Umdeildar ákvarðanir voru teknar í íslensku bönkunum á undanförunum árum. Starfslokasamningar, handstýring á hlutabréfaverði og óheft útlán þeirra hafa verið gagnrýnd í fjölmiðlum. Einnig hefur komið fram gagnrýni á þróun á eignarhaldi þeirra banka sem þjóðnýttir voru, meðal annars að eignarhald íslenskra félaga í bönkunum hafi í sumum tilvikum verið flutt til félaga sem staðsett voru erlendis. Vegna þessa hefur hluti arðgreiðslna íslensku bankanna runnið úr landi til eignarhaldsfélaga sem staðsett eru í löndum þar sem skattar vegna hagnaðar á hlutafjáreign eru lægri heldur en hér á landi. Kann slíkt að leiða til þess að stærstu eigendur og stjórnendur greiði sér eins mikinn arð og þeir mögulega geta ?

Í gegnum árin hafa verið skiptar skoðanir meðal fræðimanna um arðgreiðslur og hvaða arðgreiðslustefnu fyrirtæki eigi að fylgja. Sumir telja jafnvel að arðgreiðslustefna fyrirtækja skipti í raun ekki máli þar sem slík stefna hafi í ekki áhrif á verðmæti fyrirtækja.

Í kjölfar mikillar fjármálakreppu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum voru íslensku bankarnir þrír Glitnir, Kaupþing og Landsbankinn þjóðnýttir. Í lok árs 2008 voru gömlu bankarnir því gjaldþrota og störfuðu því ekki lengur í þeirri mynd sem þeir gerðu á árunum 2003 til 2007. Í byrjun október 2008 nýtti Fjármálaeftirlitið sér nýsett lög nr. 125/2008, um sérstakar aðstæður á fjármálamarkaði, til þess að grípa inn í rekstur íslensku bankanna og tryggja áframhaldandi viðskiptabankastarfsemi á Íslandi. Með inngrípum Fjármálaeftirlitsins voru skilanefndir skipaðar yfir bönkunum sem tóku við öllum heimildum sem stjórnir bankanna höfðu fyrir þjóðnýtingu. Eftir þjóðnýtingu



Íslensku bankanna síðla árs 2008 hafa vaknað fjölmargar spurningar um rekstur þeirra á undanförunum árum.

## **Tilgangur og markmið**

Markmið ritgerðarinnar er að draga upp mynd af arðgreiðslustefnum og arðgreiðsluhlutföllum íslensku bankanna á árunum 2003 til 2007 og bera saman við valda banka á Norðurlöndunum og Bretlandi.

Í ritgerðinni verða hugtökin arður og arðgreiðslustefna skilgreind. Einnig verður fjallað um helstu sjónarmið sem haldið hefur verið á lofti í heimi viðskipta- og hagfræði á undanförunum árum. Þessi sjónarmið eru, arðgreiðslur skipta ekki máli, einn fugl í hendi og skattasjónarmiðið. Nánar er fjallað um þessi sjónarmið í fyrsta kafla. Auk þess verður farið yfir þá þætti sem áhrif hafa á arðgreiðslustefnu fyrirtækja. Í öðrum kafla er skýrt frá skattalegu umhverfi arðgreiðslna á Íslandi. Í þriðja kafla er skýrt frá rannsóknarhluta verkefnisins, vali á bönkum og skýrt frá helstu tegundum bankastarfsemi. Fjórði kafli fjallar um þær aðferðir sem beitt var við gagnaöflun. Fimmti kafli fjallar um útreikning á arðgreiðsluhlutfalli sem beitt var í rannsókninni og uppsetningu á súluritum er útskýrð. Í sjötta kafla er fjallað um arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna á árunum 2003 til 2007 og í sjöunda kafla er fjallað um arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll valinna erlendra banka á árunum 2003 til 2007. Í áttunda kafla er fjallað um eigið fé bankanna og viðskiptavild. Í níunda kafla er svo gerð grein fyrir helstu niðurstöðum. Í tíunda kafla eru viðaukar þar sem sjá má þróun á hagnaði og arði á myndrænan hátt auk línurita er sýna þróun á arðgreiðsluhlutfalli hvers banka fyrir sig og samantekt á meðaltali arðgreiðsluhlutfalla bankanna. Í viðaukanum má einnig finna yfirlit yfir þróun á eiginfjárlutföllum bankanna.

## Rannsóknarspurning

### *Megin rannsóknarspurningin er:*

- Voru arðgreiðsluhlutföll (e. Payout ratio) Glitnis, Kaupþings og Landsbankans á árunum 2003 til 2007 hærri en arðgreiðsluhlutföll hjá völdum bönkum á Norðurlöndunum og Bretlandi ?

### *Eftirfarandi hugtök eru notuð til hliðsjónar til að víkka skilning og ná fram betri greiningu :*

- Arður
- Arðgreiðslustefna
- Arðgreiðsluhlutfall

## Uppbygging ritgerðar

Ritgerðin skiptist í tvo hluta, fræðilegan hluta og rannsóknarhluta. Í fræðilega hlutanum er umfjöllun um fræðilegar skilgreiningar á arðgreiðslustefnum og þeim þáttum er áhrif hafa á arðgreiðslustefnur fyrirtækja. Í fræðilega kaflanum er auk þess gerð grein fyrir þeim lagalegu skilyrðum er lúta að arðgreiðslum og ákvörðun þeirra hjá hlutafélögum á Íslandi.

Rannsóknarhluti ritgerðarinnar felst í samanburði á arðgreiðsluhlutföllum íslensku bankanna þriggja á árunum 2003 til 2007 við valda banka á Norðurlöndunum og í Bretlandi. Gerð er grein fyrir þeim forsendum er réðu vali á erlendum bönkum til samanburðar í kafla 4.1. Rannsóknin fólst í því að upplýsinga var aflað úr ársreikningum viðkomandi banka á þessu tímabili sem og öðrum markaðsupplýsingum sem gátu varpað ljósi á arðgreiðslustefnu og arðgreiðsluhlutföll viðkomandi banka. Í rannsóknarhlutanum er gerð grein fyrir arðgreiðslustefnum og arðgreiðsluhlutföllum íslensku og erlendu bankanna. Auk þess er greint frá því hvaða aðferð notuð var við rannsóknina. Í lok ritgerðarinnar er svo greint frá anmörkum rannsóknarinnar.

# 1 Arður og arðgreiðslustefnur

## 1.1 Arður

Arður er dreifing á hagnaði til hluthafa í hlutfalli við eign þeirra og getur arður verið greiddur út í formi peninga, hlutabréfa og jafnvel í formi vöru fyrirtækja eða eignum. Arðgreiðslurnar eru helsta leið fyrirtækja til þess að veita hluthöfum sínum hlutdeild í hagnaði (Downes og Goodman, 2006). Arður sem slíkur þarf að lúta þremur skilyrðum til þess að teljast arður. Í fyrsta lagi getur arði aðeins verið dreift af hagnaði fyrirtækis en ekki frá annarri uppsprettu eigin fjár sem afgangur er af. Í öðru lagi þá þurfa arðgreiðslurnar að vera í formi raunverulegra eigna. Venjan er sú að arður er greiddur með peningum þar sem slíkt form þykir hentugast. Það væri erfitt að ímynda sér að fyrirtæki líkt og stoðtækjaframleiðandinn Össur myndi senda gervihnjáaliði til hluthafa sinna sem arðgreiðslu eða að Marel myndi senda hluthöfum sínum einstaka hluti úr fiskvinnsluvélum í sama tilgangi. Það gefur augaleið að erfitt yrði fyrir hluthafa að nýta sér slíka arðgreiðslu. Þó eru til dæmi um það að fyrirtæki hafi, til dæmis í mikilli verðbólgu, greitt hluthöfum sínum arð í formi þeirrar vöru sem þau framleiða. Í þriðja lagi þá fá allir hluthafar greiddan arð í samræmi við eign þeirra í fyrirtækinu (Frankfurter og Wood, 2003).

## 1.2 Ávöxtun hlutabréfaeignar

Fjárfestar geta fengið ávöxtun af hlutafjäreign sinni með tvennum hætti. Í fyrsta lagi í gegnum arðgreiðslur og í öðru lagi í gegnum gengishagnað vegna sölu hlutabréfa. Það verð sem fjárfestir er tilbúinn að greiða fyrir hlutabréf eru þær greiðslur sem hann gerir sé væntingar um að fá í hagnað af hlutafjäreign sinni. Hlutabréfaverð á hverjum tíma ákvarðast í raun af væntum framtíðararðgreiðslum. Það sem ákvarðar hlutabréfaverðið á hverjum tíma er samspil framtíðararðgreiðslna og þeirrar ávöxtunarkröfu sem gerð er til hlutabréfanna. Ávöxtunarkrafan er svo samspil þeirrar áhættu sem felst í því hvort arður verður greiddur. Verðmæti hlutabréfa er því núvirði framtíðar arðgreiðslustreymis þar til fyrirtækið er leyst upp. Þegar meta á hlutabréfaverð fyrirtækis sem er með stöðugar

arðgreiðslur í framtíðinni er neðangreind jafna notuð og er hún kennd við stöðugan vöxt (e. Constant growth model) (Frankfurter og Wood, 2003) :

$$p_0 = \frac{d_1}{k_s - g}$$

$p_0$  = Verð viðkomandi hlutabréfs eins og það er í dag.

$d_1$  = Sú arðgreiðsla sem vænta má eftir eitt ár.

$k_s$  = Ávöxtunarkrafa sem gerð er til hlutabréfsins.

$g$  = Væntur vöxtur á hverju tímabili í framtíðinni.

Með þessu móti er hlutabréfaverðið í raun metið sem núvirði af framtíðartekjustreymi vegna arðgreiðslna (Frankfurter og Wood, 2003). En hvaða áhrif hefur argreiðslustefnan á verðmæti hlutabréfa ? Arðgreiðslan kemur fram í  $d_1$ . Gefum okkur að við séum með fyrirtæki þar sem væntur vöxtur er áætlaður 10%, ávöxtunarkrafan sem gerð er sé 15% og að vænt arðgreiðsla sé 10:

$$200 = \frac{10}{0.15 - 0.10}$$

Verð hlutabréfsins er 200.

Ef breyting er gerð á arðgreiðsluhlutfalli fyrirtækisins þannig að væntur arður hækkar um 20% , úr 10 í 12 þá leiðir slíkt til þess að verð hlutabréfsins hækkar:

$$240 = \frac{12}{0.15 - 0.10}$$

Ef breyting verður hins vegar á arðgreiðsluhlutfalli fyrirtækisins þannig að væntur arður lækkar um 20% , úr 10 í 8 þá leiðir slíkt aftur á móti til þess að verð hlutabréfsins lækkar:

$$160 = \frac{8}{0.15 - 0.10}$$

Sú spurning vaknar hinsvegar hvort hækkun á arðgreiðslum valdi því að viðkomandi fyrirtæki hafi úr minna fjármagni að spila til endurfjárfestingar en slíkt gæti dregið úr þeim möguleikum sem fyrirtækið hefur til vaxtar, hafi fyrirtækið á annað borð þörf fyrir frekari vöxt. Minni áætlaður vöxtur ætti því að dragast frá hækkun hlutabréfaverðs vegna hækkunar arðgreiðslna þar sem minni áætlaður vöxtur lækkar hlutabréfaverð líkt og jafnan hér að neðan sýnir þar sem vöxturinn er áætlaður 9%, arðgreiðsla 12 og ávöxtunarkrafa 15%:

$$200 = \frac{12}{0.15 - 0.09}$$

Eins og sjá má að ofan þá lækkar verðmæti hlutabréfsins úr 240 í 200 við það að framtíðarvöxtur er lækkaður úr 10% í 9%. Því er verðmæti hlutabréfsins það sama, eða 200, þegar ávöxtunarkrafan er 15%, arðgreiðslan 12 og áætlaður vöxtur 9% og þegar ávöxtunarkrafan er 15%, arðgreiðslan 10 og áætlaður vöxtur 10%. Breytingar á hlutfalli arðgreiðslna geta því haft þau áhrif að hækka eða lækka verð hlutabréfa. Það er því skynsamlegt að stjórnendur fari ákveðin meðalveg hvað arðgreiðslur varðar til þess að hámarka hag hluthafa og fyrirtækja til lengri tíma.

Arðgreiðslur hafa einnig áhrif á ávöxtun hlutabréfa (e. Stock return) en hún er reiknuð á eftirfarandi hátt:

$$\text{Ávöxtun hlutabréfs}_t = P_t + P_{t-1} + d_t$$

Þar sem  $P_t - P_{t-1}$  er breyting á verði hlutabréfsins (gengishagnaður eða gengistap) og  $d_t$  sá hluti ávöxtunarinnar sem tilkomin er vegna arðgreiðslu (Penman, 2007). Eins og sjá má á jöfnunni gegnir breyting á verði hlutabréfsins frá upphafi tímabils til loka þess veigamiklu hlutverki hvað ávöxtun bréfsins varðar.

### 1.3 Arðgreiðslukenningar

Hefur arðgreiðslustefna bein áhrif á verðmæti hlutabréfa eða gefur slík stefna eingöngu ákveðið merki um verðmæti þeirra? Hversu mikið eiga fyrirtæki að gefa til baka til hluthafa sinna og í hvaða formi eiga slíkar greiðslur að vera? Eiga fyrirtæki að greiða hluthöfum sínum í gegnum arðgreiðslur eða með endurkaupum (e. Stock repurchases) á hlutum þeirra, sem er hagkvæmara skattalega séð í sumum löndum. Stjórnendur fyrirtækja þurfa að taka slíkar ákvarðanir aftur og aftur, en í sumum tilfellum halda fyrirtæki sömu arðgreiðslustefnu á meðan önnur endurmeta stöðuna eftir hvert tímabil. (F. Allen og R. Micahely, 2002).

Í viðskiptafræði hefur þremur ólíkum sjónarmiðum gjarnan verið haldið á lofti hvað áhrif arðgreiðslustefna á verðmæti fyrirtækja varðar og verður nánar fjallað um þær hér á eftir en þessi sjónarmið eru: arðgreiðslur skipta ekki máli, einn fugl í hendi og skattasjónarmiðið (Brealy, Myers, Allen, 2006).

#### 1.3.1 Arðgreiðslur skipta ekki máli

Árið 1961 komu þeir Miller og Modigliani fram með kenningu um að arðgreiðslustefna hefði ekki nein áhrif á gengi hlutabréfa eða fjármögnunarkostnað fyrirtækja. Því skipti arðgreiðslustefna sem slík engu máli, aðalatriðið væri að hámarka virðið þar sem hluthafar geti fengið ávöxtun af hlutabréfaeign sinni greidda út í formi arðs eða með verðhækkun hlutabréfanna. Máli sínu til rökstuðnings töldu þeir að virði fyrirtækis sé eingöngu bundið af væntri arðsemi sem og tekjuflæði fyrirtækisins. Á þeim tíma sem grein þeirra kom fram í dagsljósið töldust Miller og Modigliani til róttækari fræðimanna því á þessum tíma var það trú manna að jafnvel undir forsendum fullkomins markaðar

(e. Efficient market hypothesis) þá væru hluthafar best settir með auknum arðgreiðslum (Brealy, Myers, Allen, 2006).

Kenning þeirra Millers og Modigliani, 1961, byggist á ákveðnum forsendum um að markaðurinn sé fullkominn og að hegðun markaðsaðila sé rökrétt (Miller og Modigliani, 1961). Þær forsendur eru að, engir skattar eru til staðar, enginn útgáfukostnaður, arðgreiðslur hafa engin áhrif á ávöxtun eigin fjár, fjárfestar sem og stjórnendur hafa aðgang að sömu upplýsingum og fjárfestingastefna fyrirtækisins er óháð arðgreiðslum þess (Ross ofl., 1999).

Kenningin um fullkominn markað byggir á því að markaðsverð endurspeglir þær upplýsingar sem fjárfestar hafa og væntingar sem þeir gera til markaðarins. Í sinni sterkustu mynd felur kenningin í sér að hlutabréfverð feli í sér allar markaðsupplýsingar sem fyrir hendi eru og að mjög erfitt sé að finna markaðsupplýsingar sem aðrir fjárfestar hafa ekki (Brealy, Myers, Allen, 2006).

Þar sem fullkominn markaður ríkir er engin kaupandi, seljandi eða útgefandi verðbréfa það stór að viðskipti hans hafi of mikil áhrif á ríkjandi verð. Allir miðlarar hafa jafnframt jafnan aðgang að sömu upplýsingum um ríkjandi verð hverju sinni og um öll önnur einkenni hlutabréfa. Engar þóknanir eru til milliliða, skattatilfærslur eða annar viðskiptakostnaður fellur til þegar verðbréf eru keypt, seld eða gefin út og það er engin munur á skattlagningu á útleystum og óútleystum hagnaði. Hið sama á við um arð og gengishagnað og arðgreiðslur hafa ekki áhrif á ávöxtun eigin fjár (Miller og Modigliani, 1961).

Samkvæmt Miller og Modigliani felur rökrétt hegðun í sér að fjárfestar kjósa alltaf meiri auð frekar en minni og falla í sama flokk þegar kemur að því hvort viðbót við auð þeirra er í formi peningagreiðslna eða í formi aukningar á markaðsvirði hlutabréfaeignar þeirra. Fullkomin víska gefur til kynna ákveðna tryggingu til allra fjárfesta, til framtíðarfjárfestingaverkefna og framtíðarhagnaðs allra fyrirtækja. Vegna þessarar vísu, er

engin þörf á að gera upp á milli hlutbréfa sem uppsprettu fjármagns (Miller og Modigliani, 1961).

Undir þessum forsendum gáfu Miller og Modigliani sér því að í meginatriðum að verðmat á öllum hlutum myndu stjórna af einni grundvallarreglu: að verð hvers hlutar verður að vera slíkt að ávöxtun (arður + gengishagnaður á hverja krónu sem fjárfest er fyrir) á hvern hlut verður hið sama yfir allan markaðinn á hverjum tíma. Annars gætu þeir sem eiga hlutabréf er skila lágrí ávöxtun, en eru þó verðlögð hátt, aukið endanlegan auð sinn með því að selja slík hlutabréf og notað ágóðan til að fjárfesta í hlutabréfum sem hafa hærri ávöxtun. Slíkt ferli myndi leiða til lækkunar á verði á þeim hlutabréfum sem skila lægrí ávöxtun og hafa gagnstæð áhrif á hlutabréf sem skila hærri ávöxtun þar til mismunurinn á ávöxtun hlutabréfanna hverfur (Miller og Modigliani, 1961).

Í kenningu sinni settu þeir Miller og Modigliani meðal annars fram eftirfarandi jöfnu um virði fyrirtækis:

$$V_t = 1 + \frac{1}{1 + r_t} [ D_t + V_{t+1} - m_{t+1} P_{t+1} ]$$

Þar sem:

$V_t$  = Virði fyrirtækis

$r_t$  = Vextir

$D_t$  = Heildar greiddar arðgreiðslur

$V_{t+1}$  = Virði fyrirtækis á tímanum  $t + 1 = n_t P_{t+1}$

$m_{t+1} P_{t+1}$  = Fjármagn aflað í eigið fé  
=  $I_t - [ X_t - D_t ]$

$I_t$  = Fjárfestingar

$X_t$  = Tekjur á tíma  $t$

$n_t$  = Fjöldi skráðra hluta í upphafi  $t$



$m_{t+1}$  = fjöldi nýrra hluta (ef einhverjir eru) sem seldir eru á tímabilinu  $t$  á fyrria arðgreiðslu lokavirði  $p(t + 1)$

Jöfnuna má þá endurrita á eftirfarandi hátt þar sem  $m_{t+1} P_{t+1}$  fellur út og í staðinn kemur  $I_t - [X_t - D_t]$ :

$$V_t = \frac{1}{1 + r_t} [D_t + V_{t+1} - I_t - [X_t - D_t]]$$

Sé jafnan stytt út stendur eftir:

$$V_t = \frac{1}{1 + r_t} [V_{t+1} - I_t + X_t]$$

Eins og sjá má á jöfnunni hér að ofan þá styttist  $D_t$  út, sem stendur fyrir heildararðgreiðslur. Þar af leiðandi hafa arðgreiðslur og arðgreiðslustefna sem slík ekki áhrif á virði fyrirtækis. Þar sem  $D_t$  er ekki í jöfnunni og þar sem  $X_t$ ,  $I_t$ ,  $V_{t+1}$  og  $r_t$  eru öll óháð arðgreislum,  $D_t$ , þá leiðir það til þess að núverandi virði fyrirtækisins hlýtur að vera óháð ákvörðun um arðgreiðslur. Hvað ávöxtun hlutabréfa varðar þá telja Miller og Modigliani að hluthafar geti í raun fengið ávöxtun af hlutabréfum sínum í formi arðs og með verðhækkunum (Miller og Modigliani, 1961).

Kenning þeirra Miller og Modigliani um að arðgreiðslustefna skipti ekki máli er vitaskuld ekki viðurkennd af öllum. Sumir halda því fram að ákveðin arðgreiðslustefna geti haft jákvæð áhrif á auð hluthafa og að hlutabréfaverð lækki ekki að öllu leyti í samræmi við þann arð sem greiddur er út (Lease ofl., 2000). Flestir hagfræðingar telja ályktanir Millers og Modigliani réttar með þeim forsendum sem þeir gefa sér um fullkominn markað. Hinsvegar telja fáir að módel þeirra um fullkominn markað eigi sér stöð í raunveruleikanum og nægir þar að líta á að skattar og viðskiptakostnaður eru til staðar og

slíkan kostnað þarf í flestum tilfellum að greiða (Brealy ofl., 2001). Það þekkja þeir sem stunda viðskipti á hlutabréfamarkaði hér á landi.

### 1.3.2 Einn fugl í hendi

Ein af helstu niðurstöðum kenningar þeirra Miller og Modigliani var að aðrgreiðslustefna fyrirtækja hefur ekki áhrif á þá ávöxtunarkröfu sem gerð er til eigin fjár,  $k_s$ . Myron Gordon og John Lintner, voru ekki sammála þeirri niðurstöðu og héldu því fram að sú ávöxtunarkrafa sem gerð er til eigin fjár lækkaði eftir því sem arðgreiðslur lækkuðu þar sem fjárfestar eru mun öruggari um að fá arðgreiðslur í dag heldur en greiðslur í formi söluhagnaðar í framtíðinni sem tilkominn er vegna kyrrsetts hagnaðar. Því vilja fjárfestar frekar fá háar arðgreiðslur frekar en lágar (Gordon, 1963 og Lintner, 1962).

Rök þeirra Gordons og Lintners eru að fjárfestir metur virði krónu af væntri arðgreiðslu meira heldur en krónu af væntum gengishagnaði þar sem ávöxtunarpáttur  $D_1 / P_0$  felur í sér minni áhættu heldur en í vaxtaliðnum,  $g$ :

$$k_s = D_1 / P_0 + g.$$

Þar sem:

$k_s$  = Ávöxtunarkrafa

$D_1$  = Arðgreiðslur eftir eitt ár

$P_0$  = Verð hlutabréfa

$g$  = Vöxtur

Miller og Modigliani voru ósammála þessu og töldu að ávöxtunarkrafan  $k_s$  væri óháð arðgreiðslustefnu þannig að það skipti fjárfesta ekki máli hvort þeir fái arðgreiðslu eða gengishagnað (Brigham og Houston, 2002).

Það verður þó að teljast rökrétt hjá þeim Gordon og Lintner að væntur gengishagnaður felur í sér áhættu þar sem áhrif í ytra umhverfi fyrirtækja getur dregið úr vexti þeirra.

Fjármálakrísan sem nú gengur yfir heiminn sýnir það og þeir sem áttu hlutafé í íslensku bönkunum við þjóðnýtingu þeirra innleysa engan gengishagnað af þeirri eign.

### 1.3.3 Skattasjónarmið

Hvað skattasjónarmið varðar þá eru það þrír meginþættir sem leiða til þess að fjárfestar kjósa frekar lága arðgreiðslu en háa. Þess ber þó að geta að skattur á arð og gengishagnað er breytilegur eftir löndum og því eiga ekki öll skattasjónarmið við allsstaðar. Í Bandaríkjunum var gengishagnaður vanalega skattlagður um 20% en arðgreiðslur allt að 38,6%. Við slíkar aðstæður myndu þeir aðilar sem eiga mikið af hlutabréfum frekar kjósa að fyrirtæki haldi eftir hagnaði sínum og noti til frekari vaxtar. Þeir vilja því lágar arðgreiðslur til að eiga möguleika á að ná inn vextinum,  $g$ , og söluhagnaði í framtíðinni. Aukinn vöxtur getur svo skilað sér í hærra hlutabréfaverði og þegar upp er staðið getur slíkt leitt til hækkunar á hlutabréfaverði. Í Bandaríkjunum gæti hluthafinn þannig innleyst hagnað sinn í lægra skattþrepi (Brigham og Houston, 2002). Eðli málsins samkvæmt þyrfti slíkt fyrirtæki að geta ávaxtað þeim hagnaði sem ekki var greiddur í arð. Þó má velta þeirri spurningu fyrir sér hvort hinn almenni hluthafi sé í stakk búinn til að fá því ráðið hvort greiddur sé út arður eða ekki. Slík ákvörðun hlýtur alltaf að vera í höndum stjórnar viðkomandi fyrirtækis en hinn almenni hluthafi hefur, eðli málsins samkvæmt, tækifæri til þess að samþykkja eða mótmæla þeirri arðgreiðslustefnu sem stjórnin leggur til á aðalfundi ár hvert.

Hér á landi eru gengishagnaður og arðgreiðslur skattlagðar í sama þrepi og bera 10% fjármagnstekjuskatt. Skattar eru ekki greiddir af söluhagnaði fyrr en hann er innleystur en skattur af arðgreiðslum er greiddur strax við móttöku (Lög um tekjuskatt nr.90/2003). Af þeim sökum geta fjárfestar í raun frestað skattgreiðslum sínum með því að fjárfesta í félögum sem ekki greiða út arð reglulega en nota hann til frekari fjárfestinga og vaxtar. Samkvæmt þessu ætti hver og einn fjárfestir að meta það hverju sinni hvort stöðugar arðgreiðslur eða gengishagnaður henti honum betur.

Skattasjónarmiðið var eitt sinn veigamikill þáttur er kom að arðgreiðslum í Bandaríkjunum, en breytingar á lögum í Bandaríkjunum árið 2003 hafa þó minnkað vægi

skattasjónarmiðsins. Fyrir tilkomu skattaívilnunar sem kennd var við störf og vöxt (e. Jobs and Growth Tax Relief Act) og tók gildi árið 2003 í Bandaríkjunum voru arðgreiðslur skattlagðar að hámarki um 38,6% og gengishagnaður verðbréfa að hámarki um 20%. Hátekjufólk sem var í efstu skattþreppunum hafði þá tilhneigingu, vegna skattahagræðis, að kjósa frekar hlutabréf fyrirtækja sem höfðu það að markmiði að auka gengishagnað í stað þess að greiða út arð reglulega. Með tilkomu fyrrgreindrar ívilnunar eru nú arðgreiðslur og gengishagnaður skattlagðir að hámarki um 15% hvað hátekjufólki varðar. Þó er einungis um að ræða langtíma gengishagnað. Skammtíma gengishagnaður er skattlagður að hámarki um 30% í Bandaríkjunum (Block, 2005).

## **1.4 Þættir sem áhrif hafa á arðgreiðslustefnu**

Ýmsir þættir geta haft áhrif á þá arðgreiðslustefnu sem fyrirtæki kjósa sér og breytingar á þeirri stefnu geta haft áhrif á hlutabréfaverð viðkomandi fyrirtækja og jafnvel haft áhrif á þann hóp sem á hlutabréf í fyrirtækjum. Hér verður nánar greint frá helstu atriðum er geta haft áhrif á arðgreiðslurnar.

### **1.4.1 Upplýsingagildi arðgreiðslna**

Miller og Modigliani töldu að arðgreiðslustefna fyrirtækja hefði ekki áhrif á hlutabréfaverð og að verð hlutabréfa endurspeglaði bæði framtíðar greiðsluflæði og þá vaxtamöguleika sem vænta má í framtíðinni. Þeir tóku þó eftir því í rannsóknum sínum að breytingar á arðgreiðslum höfðu áhrif á hlutabréfaverð og kölluðu þeir þetta upplýsingagildi arðgreiðslna (e. Information content of dividend) (Frankfurter og Wood, 2003). Rannsakendur sem hafa mælt áhrif breytinga á arðgreiðslum hafa komist að ólíkum niðurstöðum. Sumir hafa komist að þeirri niðurstöðu að erfitt sé að spá fyrir framtíðartekjum fyrirtækja út frá breytingum á arðgreiðslum. Healy og Palepu (1988) gerðu rannsókn á fyrirtækjum sem voru að greiða arð í fyrsta skipti og komust að þeirri niðurstöðu að tekjur jukust að meðaltali um 43% hjá þessum fyrirtækjum á því ári sem arðgreiðslan var greidd (Brealy, Myers, Allen, 2006). Asquith og Mullins komust að þeirri niðurstöðu í rannsókn sinni að hlutabréfaverð hækkaði þegar tilkynnt var um

arðgreiðslur (Asquith og Mullins, 1983). Fleiri rannsóknir hafa verið gerðar á þeim áhrifum sem tilkynningar um breytingar á arðgreiðslum hafa á verð hlutabréfa. Þær rannsóknir hafa margar hverjar leitt til þeirrar niðurstöðu að þær breytingar sem gerðar eru á arðgreiðslum leiða til svipaðra breytinga á hlutabréfaverði. Tilkynningar um lækkun á arðgreiðslum leiða til lækkunar á hlutabréfum og tilkynningar um hækkun á arðgreiðslum leiða til hækkunar á hlutabréfum (Lease ofl., 2000). Rannsóknir hafa auk þess sýnt að vísbendingar eru um að arðgreiðslustefnur eignarhaldsfélaga banka séu að hluta til notaðar til þess að gefa merki um gæði bankanna. Jákvætt samband er á milli arðgreiðslu banka á hvern hlut og gæði banka og eru arðgreiðslustefnur slíkra eignarhaldsfélaga taldar fela í sér upplýsingar um gæði fjármálastofnana (Boldin og Leggett, 2002).

Stjórnendur fyrirtækja reyna því eftir fremsta megni að komast hjá því að lækka arðgreiðslur fyrirtækja sinna. Þar af leiðandi hækka stjórnendur arðgreiðslur aðeins þegar framtíðartekjur og greiðsluflæði eru líkleg til þess að hækka nógu mikið þannig að ekki þurfi að lækka arðgreiðslur síðar meir. Hækkun á arðgreiðslum er merkjasending stjórnenda um að væntingar séu um velgengi fyrirtækisins á komandi árum. Hækkun á hlutabréfaverði í kjölfar merkjasendingar með arðgreiðslum má rekja til upplýsingagildis arðgreiðslna (Ross ofl., 1999).

#### **1.4.2 Hluthafaáhrif**

Hluthafaáhrif (e. Clientele Effect) er heitið á þeirri tilhneigingu fyrirtækja að laða að sér ákveðin hóp fjárfesta sem líkar við arðgreiðslustefnu fyrirtækisins. Rannsóknir hafa sýnt að hluthafaáhrif eru til staðar og að fyrirtæki laða að sér ólíka fjárfesta sem leita eftir ákveðinni arðgreiðslustefnu (Brigham og Houston, 2002). Einstaklingar sem eru í háu skattþrepi eru líklegri en aðrir til þess að vilja lágan eða jafnvel engar arðgreiðslur. Einstaklingar sem greiða lágan skatt eru hinsvegar líklegri til þess að vilja stöðugar og háar arðgreiðslur ef þeir þurfa á innkomu að halda en með því móti er komið í veg fyrir óvissu um gengishagnað vegna sölu hlutabréfa í framtíðinni (Ross ofl., 1999).

Hluthafahópur fyrirtækja kann að vera fjölbreyttur þar sem finna má mismunandi hópa fjárfesta, allt frá stórum lífeyrissjóðum til einstaklinga líkt og þekktist hér á landi. Hluthafar eru því ólíkir og misjafnt er hvaða arðgreiðslustefnur henta hverjum hluthafa. Á meðal einstaklinga er því oft þannig háttáð að þeir sem komnir eru á eftirlaunaaldur vilja frekar fá háar og stöðugar arðgreiðslur í stað þess að fá litlar sem engar arðgreiðslur og innleysa gengishagnað síðar. Þeir kunna að hafa minna af peningum á milli handanna þar sem þeir eru ekki lengur á vinnumarkaði auk þess sem þeir hafa ekki jafn mikinn tíma og yngri hluthafar til þess að bíða eftir hugsanlegri hækkun á hlutabréfum og innlausn söluhagnaðar. Yngri hluthafar, til að mynda þeir sem eru á hátindi starfsferils síns og með góðar tekjur hafa ekki jafn mikla þörf fyrir arðgreiðslur strax og eru frekar tilbúnir til þess að fá lágar arðgreiðslur en innleysa þess í stað hærri gengishagnað við sölu síðar (Brigham og Houston, 2002).

Stjórnendur hafa vitneskju um hvernig hluthafahópurinn er samsettur og það kann að draga úr vilja þeirra til þess að breyta arðgreiðslustefnum þar sem ýmis kostnaður fylgir því fyrir hluthafa að færa sig yfir í önnur fyrirtæki, sem eru með arðgreiðslustefnu sem hentar hluthöfum betur. Sá kostnaður kann að vera í formi skatta og annars viðskiptakostnaðar (Ross ofl., 1999).

### **1.4.3 Stöðugleiki í arðgreiðslum**

Rannsóknir hafa sýnt að mörg fyrirtæki setja sér langtímamarkmið þegar að ákvörðun um arðgreiðslustefnu kemur og reyna eftir fremsta megni að koma í veg fyrir miklar sveiflur á arðgreiðslum frá ári til árs (Ross ofl., 1999). Tekjur og hagnaður fyrirtækja geta verið mismunandi á milli ára sem og fjárfestingartækifæri þeirra. Samkvæmt því ættu arðgreiðslur að vera breytilegar, aukast þegar tekjuflæði er mikið og þörf á fjármagni lítið og lækka þegar þörf er á fjármagni til þess að takast á við ný fjárfestingartækifæri. Auk þess treysta margir hluthafar á arðgreiðslur til þess að standa við skuldbindingar sínar (Brigham og Houston, 2002). Slíkir hluthafar geta til að mynda verið eftirlaunaþegar sem treysta á arðgreiðslur til þess að eiga fyrir salti í grautinn eða jafnvel starfsmenn fyrirtækja sem hafa skuldsett sig við kaup á bréfum í þeim fyrirtækjum sem þeir starfa hjá. Í slíkum tilfellum eru arðgreiðslur gjarnan notaðar til þess að greiða vexti lána. Nánar

er fjallað um lánveitingar íslensku bankanna til starfsmanna sinna í kafla 6.3.2 en þar kemur fram að bankarnir lánuðu umtalsverðar fjárhæðir til starfsmanna sinna.

Fyrirtæki á markaði forðast einnig að lækka arðgreiðslur til þess að auðvelda aðgang þeirra að fjármagni til frekari fjárfestinga, þar sem slíkt gæti sent röng skilaboð til markaðsaðila og haft þau áhrif að gengi hlutabréfa í viðkomandi fyrirtæki myndi lækka. Stjórnendur fyrirtækja þurfa því að finna ákveðið jafnvægi á milli þarfa hluthafa sinna um arðgreiðslur og þarfa fyrirtækisins á fjármagni til frekari fjárfestinga. Ekki er til nein ein rétt leið til þess að ákvarða hið eina rétta jafnvægi á milli hluthafa og fyrirtækis (Brigham og Houston, 2002).

Fyrirtæki sem starfa á almennum hlutabréfamarkaði gera yfirleitt fimm til tíu ára áætlanir um tekjur og arðgreiðslur. Misjafnt er á milli fyrirtækja hvort slíkar áætlanir eru gerðar opinberar. Í sumum fyrirtækjum eru upplýsingarnar nær eingöngu notaðar við áætlanagerð innan fyrirtækisins (Brigham og Houston, 2002). Þó eru dæmi um að fyrirtæki opinberi slíkar upplýsingar. Íslenska fyrirtækið Össur hefur þá yfirlýstu stefnu að greiða ekki arð og stjórnendur Össurar búast ekki við því að arður verði greiddur á næstu árum (Össur, 2009).

Stjórnendur fyrirtækja geta einnig ákveðið að greiða ákveðna krónutölu í arð í nokkur ár en slíkar greiðslur þyrftu þó í dag að miðast við verðbólgu á hverju ári þannig að verðgildið haldi sér á milli ára. Flestir stjórnendur og hluthafar gera þó þær væntingar um að tekjur vaxi með tímanum vegna kyrrsetts hagnaðar og verðbólgu (Brigham og Houston, 2002). Auk þess er arðgreiðslum oftast ætlað að vaxa í takt við tekjur fyrirtækja. Stöðug arðgreiðslustefna felur í raun í sér að arðgreiðslur vaxa stöðugt en þó innan skynsamlegra marka (Lease o.fl., 2000).

Margir þeirra sem hafa rannsakað arðgreiðslur telja að stöðugar arðgreiðslur séu eftirsóknarverðar fyrir fyrirtæki. Samkvæmt því kjósa fjárfestar hlutabréf í fyrirtækjum sem fyrirsjáanlegt er að greiði hærrí arð, frekar en hlutabréf í fyrirtækjum sem greiða sömu krónutölu í arð á hverju ári (Brigham og Houston, 2002).

#### 1.4.4 Endurfjárfesting arðs

Hugmyndin um endurfjárfestingu arðs (e. Dividend reinvestment plans, DRIP) er sú að gefa hluthöfum tækifæri til þess að endurfjárfesta með arðgreiðslum í útistandandi eða nýútgefnum hlutabréfum í fyrirtækinu. Hluthafinn er þó ábyrgur fyrir því að greiða skatt af þeirri arðgreiðslu sem til hans rennur en gengur til hlutabréfakaupa. Þessi aðferð á rætur sínar að rekja aftur til 1920 og voru það fjárfestingarsjóðir sem fyrst fóru að bjóða upp á slíkt. Lehman Corporation var fyrst fyrirtækja á almennum markaði sem bauð upp á endurfjárfestingu arðs árið 1957 og síðan þá hafa vinsældir endurfjárfestingar aukist (Frankfurter og Wood, 2003). Oftast nægir það hluthafa að eiga einn hlut í fyrirtæki til þess að geta tekið þátt í DRIP áætlun þess og í flestum tilfellum tekur fyrirtækið enga þóknun eða gjald fyrir (Gerlach, 2009). Tvær leiðir eru færar þegar endurfjárfesting arðs er annarsvegar. Fyrri leiðin tekur aðeins til hlutbréfa sem þegar eru til og eru útistandandi og seinni leiðin felur í sér að gefin eru út ný hlutabréf. Eftir sem áður þarf hluthafinn að greiða skatt af arðinum sem hann nýtir til endurfjárfestingar og skiptir ekki máli hvor leiðin er farin (Brigham og Houston, 2002).

Hvað báðar þessar leiðir varðar þá velur hluthafinn hvort hann vilji halda áfram að fá arðgreiðslur greiddar beint út eða að fyrirtækið noti upphæðina til þess að kaupa fleiri hlutabréf í fyrirtækinu. Ef hluthafi kys að að kaupa hlutabréf sem þegar eru útistandandi með þessari aðferð, þá sinnir banki yfirleitt hlutverki fjárvörsluaðila og fjárfestir í hlutabréfum fyrirtækisins á opnum markaði fyrir alla þá aðila sem nýta sér þann kost að endurfjárfesta. Hlutabréfin eru svo keypt í nafni hluthafa. Viðskiptakostnaðurinn er lægri en ella þar sem mikið af bréfum eru keypt í einu. Því er hagstætt fyrir minni hluthafa að taka þátt í slíkum endurfjárfestingum (Brigham og Houston, 2002). Eðli málsins samkvæmt verða hlutahafar þó líka að skoða önnur tækifæri á markaðnum og athuga hvort betri ávöxtun felist í öðrum fjárfestingarskostum en þeirri endurfjárfestingu sem í boði er hverju sinni.

Sú aðferð að fjárfesta í nýútgefnum hlutabréfum verður til þess að fyrirtækið verður sér úti um nýtt fjármagn og hafa mörg fyrirtæki farið þessa leið til þess að afla sér fjár. Engin gjöld eru innheimt af hluthöfum við kaupin og mörg fyrirtæki bjóða jafnvel afslátt af



markaðsvirði á hverjum tíma. Fyrirtækin spara sér kostnað sem annars myndi falla til við að gefa út ný bréf á markaði (Brigham og Houston, 2002).

Helstu kostir DRIP aðferðarinnar fyrir hlutahafa eru að þeir geta keypt hlutabréf á markaði með afslætti, viðskiptakostnaður er oft á tíðum greiddur af fyrirtækinu auk þess sem hluthafar geta með þessu móti mætt endurfjárfestingarþörf sinni. Helsti ókostur hluthafans við DRIP aðferðina er skattasjónarmiðið, en hluthafinn þarf að greiða skatt af þeim arði sem notaður er til endurfjárfestingar. Þeir hluthafar sem ekki endurfjárfesta með arðgreiðslum sínum taka á vissan hátt þátt í greiðslu viðskiptakostnaðar þar sem fyrirtækið greiðir hann (Frankfurter og Wood, 2003).

Helstu kostirnir fyrir fyrirtækið hvað DRIP leiðina varðar er að auknu hlutfalli hagnaðar er haldið eftir innan fyrirtækisins auk þess sem þessi fjármögnunarleið kallar á minni fjármagns- og útgáfukostnað sem annars hefði orðið. Auk þess tryggir þetta á vissan hátt að fjárfestar verða tryggir fyrirtækinu og líkur eru á að hluthafahópurinn verði stöðugur (Frankfurter og Wood, 2003).

#### **1.4.5 Umboðskostnaður**

Umboðskostnaður (e. Agency Costs) er sá kostnaður sem á sér stað þegar stjórnendur leitast frekar eftir því að hámarka sinn eigin á kostnað fyrirtækisins og hluthafar stofna til kostnaðar til þess að fylgjast með og reyna að hafa áhrif á störf stjórnenda. Slíkur kostnaður á sér ekki stað þegar hluthafarnir eru einnig stjórnendur og það er einn af kostum þess þegar einn hluthafi á fyrirtækið þar sem engir hagsmunarárekstrar verða við slíkt eignarhald (Brealy, Myers, Allen, 2006).

Umboðskostnaðurinn getur einnig átt sér stað í fjármögnun fyrirtækja. Undir eðlilegum kringumstæðum ríkir eining á milli fjármálastofnana og hluthafa um að huga að hagsæld fyrirtækisins. Þegar fyrirtæki lenda í erfiðleikum, til dæmis vegna skulda, getur sú eining brostið þar sem lánardrottnum verður umhugað um að fá peningana sína til baka (Brealy, Myers, Allen, 2006).

Í rannsókn sem þeir Ang, Cole og Lin gerðu og birt var árið 2000 á umboðskostnaði smærri fyrirtækja, voru niðurstöður á þá leið að umboðskostnaður fyrirtækja var hærri þegar utanaðkomandi aðili stjórnaði fyrirtækinu og að umboðskostnaður var andstæður hlutafjäreign eigandans þannig að þegar hlutafjäreign eigandans jókst þá minnkaði umboðskostnaðurinn. Auk þess komust þeir að því að umboðskostnaður fyrirtækja hækkaði þegar fjöldi hluthafa fjölgaði sem ekki hafa með stjórnun þess að gera (Ang, o.fl., 2000)

#### **1.4.6 Endurfjárfesting í eigin hlutabréfum**

Endurfjárfesting í eigin hlutabréfum (e. Stock Repurchase) felur í sér að fyrirtækið kaupir hlutabréf í sjálfu sér. Slíkt hefur í för með sér að útistandandi hlutum fækkar auk þess sem hlutabréfaverð hækkar í sumum tilfellum í kjölfarið (Brealy, Myers, Allen, 2006). Í stað þess að greiða út arð til hluthafa sinna, gætu fyrirtæki fjárfest í eigin bréfum fyrir þá upphæð sem greiða á út í arð. Með þeim hætti er tekjunum dreift til hluthafa (Ross ofl., 1999). Þessi aðferð hefur verið vinsæl í Bandaríkjunum á undanförunum árum og er nokkuð algeng í Kanada auk þess sem hún hefur rutt sér til rúms í Evrópu (Lease ofl., 2000). Þau hlutabréf sem keypt hafa verið til baka eru kölluð eigin hlutabréf (e. Treasury Stock).

Það geta verið ýmsar ástæður fyrir því að fyrirtæki kjósa að endurfjárfesta í eigin hlutabréfum. Viðkomandi fyrirtæki kann að hafa laust fé sem það hyggst ráðstafa til hluthafa sinna og velur að dreifa því fé með endurkaupum á eigin bréfum í stað þess að greiða arð. Stjórnendur fyrirtækisins telja jafnvel að hlutfall eigin fjár í fjármagnsskipan þess sé of mikið. Fyrirtækið selur því skuldir og notar ágóðan til þess að kaupa eigin hlutabréf. Ástæðan fyrir kaupum á eigin bréfum getur einnig verið sú að fyrirtækið hefur úthlutað valréttum til starfsmanna sinna og til þess að uppfylla slíka samninga fer fyrirtækið og kaupir bréf á markaði. Eigin bréf sem keypt eru með slíkum hætti eru svo geymd þar til fyrirtækið þarf að uppfylla samninga sína um valrétti. Eigin bréf fyrirtækisins geta einnig verið notuð við yfirtöku á öðrum fyrirtækjum (Brealy, Myers, Allen, 2006 ) og (Frankfurter og Wood, 2003).

Aðrar ástæður sem nefndar eru til sögunnar sem ástæða þess að fyrirtæki kjósa að kaupa aftur eigin hlutabréf eru (Lease ofl., 2000):

- Til að koma jákvæðum innherjaupplýsingum út á markaðinn.
- Til að flytja auð frá einum kröfuhafa til annars.
- Þegar breytinga er þörf á fjármagnsskipan fyrirtækisins.
- Til að lágmarka skattbyrði.
- Þegar breyta þarf eignarhaldi fyrirtækisins, með stjórnun þess í huga
- Stuðningur við lækkandi hlutabréfaverð.
- Skortur á fjárfestingartækifærum.

### **1.5 Arðgreiðslustefnur fyrirtækja, fræðilegar skilgreiningar.**

Mismunandi er hvaða arðgreiðslustefnum fyrirtæki fylgja og hve hátt hlutfall af hagnaði þau greiða í arð. Arðgreiðslustefnan sem slík segir heldur ekkert til um arðsemi hlutabréfa í viðkomandi fyrirtæki þar sem arðsemi hlutabréfa ræðst af þeim arðgreiðslum sem hluthafa hlotnast ásamt gengishagnaði. Mjög arðbær fyrirtæki geta haft þá stefnu að greiða engan arð og óarðbær fyrirtæki kunna að leitast við að greiða sem hæstan arð (Sigurður B. Stefánsson, o.fl., 1994).

Stoðtækjaframleiðandinn Össur hf. hefur á undanförunum árum haft þá stefnu að greiða ekki arð þrátt fyrir hagnað. Stjórnendur fyrirtækisins hyggjast auk þess ekki greiða út arð í nánustu framtíð. Þess í stað verður hagnaður að hverju sinni nýttur til endurfjárfestingar í fyrirtækinu með það að leiðarljósi að auka vöxt fyrirtækisins enn frekar svo lengi sem ávöxtun af fjárfestingu í þeirri starfsemi sem Össur starfar í er hærri en sú ávöxtun sem býðst í annarri starfsemi með svipaðri áhættu. (Össur, 2009).

### 1.5.1 Arðgreiðsluhlutfall

Arðgreiðsluhlutfall (e. Dividend payout ratio) er það hlutfall af hagnaði sem greitt er til hluthafa í arð. Arðgreiðsluhlutfallið gefur til kynna hversu vel hagnaður fyrirtækisins styður við arðgreiðslur viðkomandi fyrirtækis. Eldri og þroskaðri fyrirtæki (e. Value stock) hafa gjarnan hærra arðgreiðsluhlutfall en þau sem yngri eru. Eitt af einkennum slíkra fyrirtækja er að ávöxtun í formi arðs er há (Investopedia, 2009).

Fyrirtæki í örum vexti (e. Growth stock) eru fyrirtæki þar sem talið er að hagnaður aukist umfram það sem meðaltal á markaði muni gera. Slík fyrirtæki greiða vanalega ekki arð þar sem fyrirtækið notar kyrrsettan hagnað í fjárfestingarverkefni. Flest tæknifyrirtæki eru talin til vaxtafyrirtækja (Investopedia, 2009). Þau endurfjárfesta oftast öllum arði og greiða ekki arð. Orku, gas og símafyrirtæki starfa oft á tíðum eftir ströngum lagaskilyrðum. Tekjur þeirra eru gjarnan stöðugar og áreiðanlegar og slík fyrirtæki hafa í gegnum tíðina greitt hærra hlutfall af hagnaði í arð heldur en önnur iðnaðarfyrirtæki. Stöðugt arðgreiðsluhlutfall (e. Stable payout ratio) felur í sér að arðgreiðsluhlutfallið er fast hlutfall af hagnaði fyrirtækisins frá ári til árs (Downes og Goodman, 2006). Ef hagnaður fyrirtækja sem fylgja stöðugu arðgreiðsluhlutfalli hækkar, þá hækkar arðgreiðslan og ef hagnaðurinn lækkar þá lækkar arðgreiðslan (Correia o.fl., 2007). Segjum sem svo að fyrirtæki hafi það að stefnuskrá sinni að greiða 40% af hagnaði sínum í arð. Ef hagnaðurinn nemur einum milljarði þá nemur arðgreiðslan 400 milljónum króna. Ef hagnaðurinn eykst árið eftir í einn og hálfan milljarð þá myndi arðgreiðslan enn nema 40% af þeim hagnaði eða 600 milljónum króna. Ef hagnaður lækkar þá lækka arðgreiðslan að sama skapi.

Arðgreiðsluhlutfall má reikna á eftirfarandi hátt:

$$\text{Arðgreiðsluhlutfall} = \frac{\text{Árlegar arðgreiðslur á hlut}}{\text{Hagnaður á hlut}}$$

og:

$$\text{Arðgreiðsluhlutfall} = \frac{\text{Arðgreiðslur}}{\text{Nettó hagnaður}}$$

Einnig er hægt að reikna út svokallað heildararðgreiðsluhlutfall (e. Comprehensive dividend payout). Slíkt hlutfall tekur tillit til arðgreiðslna sem og endurkaupa fyrirtækja á hlutabréfum sínum. Sum fyrirtæki greiða engan arð en kaupa reglulega til baka sín eigin hlutabréf. Heildararðgreiðsluhlutfallið má reikna á eftirfarandi hátt (Penman, 2007):

$$\text{Heildararðgreiðsluhlutfall} = \frac{\text{Arðgreiðslur} + \text{Endurkaup hlutabréfa}}{\text{Nettó hagnaður}}$$

Í þeirri rannsókn sem hér um ræðir verður sú aðferð notuð að bera saman arðgreiðsluhlutfall á þann hátt að arðgreiðslur eru teljari og nettó tekjur nefnari í jöfnu arðgreiðsluhlutfalls.

### 1.5.2 Arður sem afgangstærð

Hagkvæmasta arðgreiðsluhlutfall fyrirtækja er samsett af fjórum meginþáttum, því viðhorfi sem fjárfestar hafa til arðgreiðslna miðað við gengishagnað, þeim fjárfestingartækifærum sem standa fyrirtækinu til boða, þeirri fjármagnsskipan sem fyrirtækið stefnir að og að lokum aðgengi og kostnaði við öflun á utanaðkomandi fjármagni. Þessir meginþættir, að þeim fyrsta undanskildum eru undirstöðuatriðin í skilgreiningunni arður sem afgangstærð (Brigham og Houston, 2002).

Líkanið byggir á því að við ákvörðun á arðgreiðslustefnu sinni fylgir fyrirtækið fjórum skilgreindum skrefum sem felast í eftirfarandi þáttum (Brigham og Houston, 2002):

1. Gerð er áætlun um æskilega fjármagnsskipan.
2. Gerð er áætlun um það eigið fé sem þörf er á til að halda fjárhagsáætlun með hliðsjón af fjármagnsskipan.

3. Kyrrsettur hagnaður er notaður eftir fremsta megni til þess uppfylla kröfur um eigið fé.
4. Fyrirtækið greiðir aðeins arð ef meiri hagnaður stendur eftir en nota þarf til þess að styðja við þá fjármagnsskipan sem heppilegust þykir.

Samkvæmt Brigham og Houston (2002) þá má lýsa arðgreiðslum þeirra fyrirtækja sem fylgja eftir þeirri stefnu um að greiða arð sem afgangsstærð (e. Residual dividend model) á eftirfarandi hátt:

$$\text{Arður} = \text{Tekjuafgangur} - \text{Óráðstafað eigið fé sem þarft er til að fjármagna nýjar fjárfestingar}$$

$$= \text{Tekjuafgangur} - [(\text{Eiginfjárhlutfall sem stefnt er að})(\text{Fjárfestingaráætlun í heild})]$$

Segjum sem svo að stjórnendur fyrirtækis hafa sett sér markmið um að eiginfjárhlutfall eigi að vera 50% og að nýta eigi 45 milljónir íslenskra króna í fjárfestingaráætlun. Viðkomandi fyrirtæki þyrfti þá  $45 \times (0,5) = 22,5$  milljónir íslenskra króna af eigin fé. Ef tekjuafgangur væri 85 milljónir króna þá myndi arðgreiðslan vera  $85 - 22,5 = 62,5$  milljónir króna. Ef viðkomandi fyrirtæki hefði tekjuafgang að upphæð 85 milljónir króna og fjárhagsáætlun gerði ráð fyrir 45 milljónum, þá myndi fyrirtækið nota 22,5 milljónir af kyrrsettum hagnaði að við bættum  $45 - 22,5 = 22,5$  milljónum af nýjum skuldum til að fjármagna fjárhagsáætlun sína og þannig væri markmiðum fyrirtækisins hvað fjármagnsuppbyggingu varðar fullnægt (Brigham og Houston, 2002).

Flest fyrirtæki hafa þannig fjármagnsuppbyggingu að skuldir eru í ákveðnu hlutfalli. Nýjar fjárfestingar eru fjármagnaðar að hluta með skuldum og að hluta með eigin fé. Svo lengi sem fyrirtækið er fjármagnað með hagkvæmustu blöndu af lánum og eigin fé og notar aðeins kyrrsettan hagnað, þá er jaðarkostnaðurinn af hverri nýrri krónu fjármagnsins lágmarkaður. Hægt er að fjármagna nýjar fjárfestingar upp að ákveðnu marki með kyrrsettum hagnaði en þegar því marki er náð þarf fyrirtækið að gefa út nýtt

hlutafé sem er dýrari leið. Við útgáfu og sölu á nýju hlutafé þá hækkar kostnaður vegna eigin fjár auk þess sem jaðarkostnaður fjármagnsins hækkar (Brigham og Houston, 2002).

Flestir stjórnendur fyrirtækja setja sér ákveðin takmörk hvað fjármagnsskipan fyrirtækja varðar og eru því nýjar fjárfestingar fjármagnaðar að hluta til með lánsfjármagni og að hluta til með eigin fé. Í febrúar 1999 gerðu þeir Graham og Harvey könnun á því hvernig fjármálastjórar taka ákvarðanir við fjárfestingaráætlanir og hvaða þættir hafa áhrif á ákvarðanatöku við fjármagnsskipan fyrirtækja. Meðal annars var kannað hvort fyrirtæki settu sér ákveðin markmið þegar kom að hlutfalli skulda og eigna. Nítján prósent fyrirtækjanna höfðu engin skilgreind markmið hvað það varðaði, 37% fyrirtækja höfðu sveigjanleg markmið og 34% settu sér nokkuð ströng markmið. Einungis 10% fyrirtækjanna settu sér mjög ströng markmið. Samkvæmt könnuninni voru stærri fyrirtæki líklegri til þess að setja sér markmið hvað skuldahlutfall varðaði. Um 55% stórra fyrirtækja hafa að einhverju leiti ströng markmið hvað þetta varðar miðað við 36% lítilla fyrirtækja (Graham og Harvey, 1999)

### **1.5.3 Lágar arðgreiðslur og aukaarðgreiðslur**

Fyrirtæki líkt og General Motors og Ford hafa á liðnum árum fylgt stefnu um að greiða lágar arðgreiðslur sem og aukaarðgreiðslur (e. Low regular dividend plus extras). Hluthafar fyrirtækjanna gátu því treyst á hinar venjubundnu lágu arðgreiðslur hvernig sem reksturinn gekk. Þegar vel gekk var svo greiddur arður aukalega og litu hluthafar ekki á það sem merki um að tekjur fyrirtækisins yrðu með slíkum um ókomna framtíð. Á síðustu árum hafa fyrirtæki þó í ríkari mæli fallið frá slíkri stefnu og endurfjárfest frekar í eigin bréfum (Brigham og Houston, 2002).

### **1.5.4 Ávöxtun í formi arðs**

Ávöxtun í formi arðs (e. Dividend yield) er árlegt hlutfall þeirrar ávöxtunar sem fjárfestir fær á almenn hlutabréf eða forgangs hlutabréf. Ávöxtunin er fundin út með því að deila árlegum arði á hlut með markaðsverði hlutafjár á hlut. Sem dæmi má nefna að ef að

hluthafi fær greiddar 8 krónur í arð á ári á hlut sem hægt er að selja á 20 krónur þá er ávöxtunin í formi arðs 40% (Downes og Goodman, 2006).

Í lok árs 2007 gerði greiningardeild Landsbankans könnun á því hvaða norrænu félög greiddu hæstu ávöxtunina í formi arðs. Í könnun greiningardeildarinnar kom í ljós að sænsk og norsk fyrirtæki greiða oftast hærri arð heldur en fyrirtæki á Íslandi og í Danmörku auk þess sem herra hlutfall af fyrirtækjum í Svíþjóð og Noregi greiða arð (Landsbankinn, 2008).

Í skýrslu Landsbankans eru einnig leiddar að því líkum að ástæðan fyrir þessu kunni að vera sú að sænsk fyrirtæki eru vanalega vel sett fjárhagslega og stefna mörg hver ekki að yfirtökum á öðrum fyrirtækjum. Hlutfall nýrra og hraðvaxandi fyrirtækja er nokkuð hátt í Noregi, Danmörku og á Íslandi en eins og áður hefur komið fram þá eru slík fyrirtæki ekki gjörn á að greiða arð til hluthafa sinna á meðan þau eru að vaxa og dafna. Í Svíþjóð er einnig herra hlutfall af fjármálafyrirtækjum, símafyrirtækjum og verksmiðjum á hlutabréfamarkaði heldur en í Noregi og í Danmörku. Þessi fyrirtæki greiða að öllu jöfnu hærri arð heldur en heilbrigðis- tækni- og orkugeirinn sem eru fyrirferðamiklir í Danmörku og Noregi. Á Íslandi er fjármálageirinn ráðandi en hann er þó mjög skuldsettur í kjölfar mikillar útrásar íslenskra fyrirtækja erlendis á liðnum árum. (Landsbankinn, 2008).

Hvað Bretland varðar þá hafa sjóðsstjórar þar í landi leitað í ríkari mæli út fyrir landsteinana á liðnum mánuðum til þess að finna hlutabréf sem skila hárri ávöxtun þar sem breskum fyrirtækjum sem bjóða háa ávöxtun fer fækkandi. Fyrirtæki í Bretlandi standa nú í skugganum af japönskum, bandarískum, evrópskum og mörgum fyrirtækjum í nýmarkaðsríkjum hvað ávöxtun í formi arðs varðar (Financial Times, 2008).

### **1.5.5 Traust hlutabréf**

Traust hlutabréf (e. Blue chip) er heiti sem notað er yfir hlutabréf þekktra fyrirtækja þar sem hagnaður, vöxtur og arðgreiðslur eiga sér langa sögu. Auk þess eru slík fyrirtæki



þekkt fyrir góða stjórnendur, vörur og þjónustu. Sem dæmi um slík fyrirtæki má nefna IBM, General Electric og Du Pont. Hlutabréf slíkra fyrirtækja eru vanalega verðlögð hátt og hafa hóflega ávöxtun í formi arðs (Downes og Goodman, 2006).

### **1.5.6 Rannsóknir á meðal evrópskra fyrirtækja, viðhorf stjórnenda**

Árið 2005 voru birtar niðurstöður könnunar sem gerð var á meðal fyrirtækja í 16 evrópulöndum, þar á meðal Bretlandi, Danmörku, Noregi og Svíþjóð. Þar af voru rétt rúmlega 20% af fyrirtækjunum starfrækt í evrópska fjármálageiranum. Markmið könnunarinnar var að komast því hvaða atriði það voru sem ákvarða arðgreiðslustefnur fyrirtækja. Niðurstöðurnar voru á þá leið að evrópskir stjórnendur töldu heppilegast að jafna arðgreiðslur út og að erfitt væri að lækka arðgreiðslur, þrátt fyrir að fyrirtækin fylgdu ekki föstu arðgreiðsluhlutfalli. Stór hluti evrópskra stjórnenda taldi einnig endurkaup á eigin bréfum gagnast sem sveigjanlegt verkfæri sem komi þó ekki í stað arðgreiðslna. Rannsakendur komust einnig að þeirri niðurstöðu að ákvörðun um arðgreiðslur byggist að miklu leyti á víxlverkun milli eignarhalds fyrirtækis og laga- og stofnanaskipan í heimalandi viðkomandi fyrirtækis. Endurkaupastefnan var hins vegar að mestu leyti háð breytum er vörðuðu skatta og eignarhald (Bancel o.fl., 2005).

## **2 Skattalegt umhverfi arðgreiðslna á Íslandi**

Samkvæmt lögum nr. 2 frá 1995 um hlutafélög þá er félögum óheimilt að úthluta fjármunum til hluthafa sinn nema slíkt fari fram eftir þeim reglum sem gilda um úthlutun arðs, sem endurgreiðsla vegna lækkunar hlutafjár eða varasjóðs eða vegna félagsslita. Samkvæmt sömu lögum má einungis úthluta sem arði hagnaði samkvæmt samþykktum ársreikningi frá síðasta reikningsári, yfirfærðum hagnaði frá fyrri árum og frjálsum sjóðum eftir að tap sem ekki hefur verið jafnað hefur verið dregið frá og það fé sem samkvæmt lögum eða félagssamþykktum skal lagt í varasjóð eða til annarra þarfa. Í móðurfélagi er auk þess óheimilt að úthluta það miklum arði að andstætt sé góðum rekstrarvenjum með tilliti til fjárhagsstöðu samstæðunnar, enda þótt arðsúthlutun sé annars heimil (Lög um hlutafélög nr. 2/1995).

Samkvæmt áður nefndum lögum skal leggja í varasjóð minnst tíu hundraðshluta þess hagnaðar sem ekki fer til þess að jafna hugsanlegt tap fyrri ára og ekki er lagt í aðra lögbundna sjóði, uns varasjóðurinn nemur tíu hundraðshlutum hlutafjárnsins. Þegar hlutafélag hefur náð því marki skulu framlög til varasjóðs vera minnst fimm hundraðshlutar þar til sjóðurinn nemur einum fjórða hlutafjárnsins. Í félagssamþykktum er auk þess unnt að mæla fyrir um skyldu til greiðslu á enn hærri framlögum til varasjóðs (Lög um hlutafélög nr. 2/1995).

Hluthafafundur tekur ákvörðun um úthlutun arðs eftir að stjórn félagsins hefur lagt fram tillögur um það hvernig ráðstafa skuli hagnaði. Samkvæmt lögum um hlutafélög þá má ekki ákveða að úthluta meiri arði en stjórn félagsins leggur til eða hefur samþykkt (Ásmundur G. Vilhjálmsson, 2003). Hvað útborgun arðs varðar samkvæmt hlutafélagalögum þá verður útborgun að fara fram innan 6 mánaða eftir að ákvörðun um úthlutun arðsins hefur verið tekin (Lög um hlutafélög nr. 2/1995).

Hlutafélögum hér á landi er heimilt að draga frá skattskyldum tekjum sínum þann arð sem þau móttaka frá hlutafélögum, einkahlutafélögum og samlagshlutafélögum. Frádrátturinn á einnig við um þann arð sem kann að renna til félagsins frá erlendu félagi, svo lengi sem hagnaður þess erlenda hlutafélags sem úthlutar arðinum hafi verið skattlagður á álíka hátt og tíðkast hér á landi. Íslensk sameignarfélag hafa ekki heimild til þess að gjaldfæra móttékinn arð í rekstri sínum en þau greiða 10% skatt af tekjunum (PWC, 2009). Þeir einstaklingar sem fá greiddan arð þurfa að borga 10% fjármagnstekjuskatt af arðgreiðslunni (Ásmundur G. Vilhjálmsson, 2003).

## **3 Rannsóknarhluti**

### **3.1 Aðferðafræði**

Í þessum kafla verður þeirri aðferðafræði lýst sem rannsóknin byggist á. Fjallað verður um tilgang og markmið rannsóknarinnar og þær aðferðir sem höfundur notaði við val á bönkum til skoðunar. Sú aðferðarfræði sem höfundur notast við er flokkuð sem meginleg aðferð. Nánar verður fjallað um einkenni meginlegra rannsókna síðar í þessum kafla.

### **3.2 Tilgangur og markmið**

Markmið verkefnisins er að draga upp mynd af arðgreiðsluhlutfalli Glitnis, Kaupþings og Landsbankans á árunum 2003 til og með 2007 og bera arðgreiðsluhlutföll bankanna saman við valda banka á Norðurlöndunum og í Bretlandi.

Við upphaf verkefnisins var sett upp ein megin rannsóknarspurning:

Var arðgreiðsluhlutfall (e. Dividend payout ratio) Glitnis, Kaupþings og Landsbankans, á árunum 2003 til 2007, hærra en hjá völdum erlendum bönkum á Norðurlöndunum og Bretlandi ?

## 4 Aðferðir við gagnaöflun

Við upphaf rannsóknarinnar skoðaði höfundur ýmsar skýrslur um bankastofnanir á Íslandi, Norðurlöndunum og í Bretlandi. Höfundur skoðaði einnig ársreikninga bankanna til þess að fá betri innsýn á uppsetningu þeirra á ársskýslum og þeim upplýsingum sem leitað var eftir varðandi arðgreiðsluhlutföll.

Að lokinni frumskoðun á uppsetningu ýmissa banka á ársskýrslum sínum hóf höfundur vinnu við að afla gagna hjá þeim bönkum sem til skoðunar komu. Nánar verður vikið að valinu á þeim bönkum sem til skoðunar eru hér á eftir. Rannsóknin byggist á því að ársskýrslur íslensku bankanna sem og erlendu bankanna voru skoðaðar og upplýsingar um arðgreiðslur og hagnað teknar út. Einnig voru skoðaðar upplýsingar yfir yfirlýsta arðgreiðslustefnu hvers banka fyrir sig. Höfundur tók út helstu atriði er vörðuðu arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll bankanna og upplýsingar um arðgreiðsluhlutfall hvers banka voru settar upp í töflu til frekari vinnslu og samanburðar.

### 4.1 Val á bönkum

Við upphaf rannsóknarinnar tók höfundur þá ákvörðun að fjallað yrði um tíu banka að meðtöldum hinum þremur íslensku bönkum. Taldi höfundur að samanburður við sjö erlenda banka myndi gefa góða mynd af því sem tíðkaðist hvað arðgreiðsluhlutföll banka á Norðurlöndunum og í Bretlandi varðar. Við val á erlendu bönkunum var skýrsla samkeppnisyfirvalda á Norðurlöndunum frá árinu 2006 sem ber heitið Samkeppni á norrænum viðskiptabankamarkaði (e. Competition in Nordic retail banking) höfð til hliðsjónar. Til skoðunar voru valdir fimm bankar sem störfuðu á hinum norræna markaði. Valið á þeim fór þannig fram að til skoðunar koma þeir bankar sem mestu markaðshlutdeildina höfðu í Danmörku, Noregi og Svíþjóð. Um er að ræða fimm norræna banka sem eru Danske Bank Group (Danske Bank), Dnb Nor Group (DnB Nor), Handelsbanken, SEB Group (SEB) og Nordea Group (Nordea). Samkvæmt markaðshlutdeild var Nordea stærsti bankinn í Danmörku árið 2006 og einnig sá annar stærsti samkvæmt markaðshlutdeild í Noregi (Samkeppniseftirlitið, 2006). Því koma fimm norrænir bankar til skoðunar þar sem Nordea var á meðal tveggja stærstu banka í

tveimur löndum. Í sérri Landsbankans sem kom út í febrúar 2006 og fjallaði um samanburð á íslensku bönkunum kom einnig fram að þeir fimm norrænu bankar sem hér eru valdir til skoðunar voru jafnramt fimm stærstu bankarnir á Norðurlöndunum samkvæmt markaðsvirði þann 27. febrúar 2006. Auk bankanna á Norðurlöndunum voru valdir tveir af stærstu bönkunum á Bretlandseyjum, HSBC Holdings plc (HSBC) og Royal Bank of Scotland (RBS) en þeir voru samkvæmt skýrslu sem KPMG vann um breska bankamarkaðinn, taldir vera tveir stærstu bankarnir á Bretlandseyjum samkvæmt markaðsvirði (KPMG, 2007). Því er um að ræða sjö stærstu bankanna í viðkomandi löndum hvað markaðsvirði varðar.

Til hagræðis verða bankarnir nefndir þeim nöfnum sem koma fyrir í sviga hér eftir. Þó kunna full nöfn bankanna að slæðast inn á töflur og myndir.

## **4.2 Bankastarfsemi**

Talið er að bankastarfsemi eigi sér nokkuð langa sögu í hinum vestræna heimi og eigi rætur að rekja til ítalskra athafnamanna sem voru uppi á 13. og 14. öld (SSF, 2008). Hér á landi er talið að lánveitingar á milli manna hafi tíðkast alla tíð frá upphafi landnáms. Landsbankinn var stofnaður árið 1886 og voru auk hans starfandi 24 sparisjóðir um aldamótin 1900. Mikil breyting varð á bankaviðskiptum hér á landi með tilkomu Íslandsbanka árið 1904 en tilkoma hans færði bankaviðskipti hér á landi á annað stig, sem meðal annars fólst í tilkomu bankakerfis auk þess sem samkeppni jókst mikið á lánamarkaði á milli Íslandsbanka og Landsbankans. Síðan þá hefur orðið mikil breyting á bankakerfinu sem hefur þróast mikið og tók miklum breytingum á árunum 1998 til 1999 en á þeim árum var meira frelsi veitt í bankastarfsemi hér á landi (Ásgeir Jónsson, 2004). Ríkisbankarnir voru einkavæddir á umræddum árum og stækkuðu bankarnir mjög í kjölfar hennar. Vöxtur bankanna fór fyrst og fremst fram á erlendum vettvangi og gegndi aðild Íslands að Evrópska efnahagssvæðinu (EES) þar lykilhlutverki þar sem íslensku bankarnir gátu notið sömu réttinda og aðrir bankar í löndum EES (Ólafur Arnarsson, 2009).

Í gegnum árin hefur sú lagalega umgjörð sem bankar starfa eftir þróast og hefur þróunin á milli landa ekki verið sú sama. Þeir þættir sem helst hafa mótað starfsumhverfi banka eru efnahagslegir, pólitískir og menningarlegir þættir (SSF, 2008). Á undanförunum árum hefur orðið mikil þróun í bankastarfsemi hvar sem er í heiminum og hafa íslensku bankarnir fylgt þeirri þróun. Helstu tegundir bankastarfseminnar í dag eru viðskiptabankastarfsemi (e. Retail banking), heildsölubankastarfsemi (e. Wholesale banking) og alhliða bankapjónusta (e. Universal banking) (Ásgeir Jónsson, 2004).

#### **4.2.1 Viðskiptabankastarfsemi**

Viðskiptabankastarfsemi felur í sér hin hefðbundnu bankaviðskipti með innlánnum og útlánnum. Mikil áhersla er lögð á almenningur leggi inn fjármuni á lágum vöxtum eða engum sem síðar eru notaðir til útlána. Hefðbundinni viðskiptabankastarfsemi fylgir mikill fastur kostnaður með rekstri útibúaneta, greiðslukerfa og fleiri þátta. Hér á landi hefur mönnum á liðnum árum einmitt verið tíðrætt um þann kostnað sem liggur í útibúaneti bankanna. Í viðskiptabankastarfsemi þurfa stjórnendur að vera mjög vel á verði hvað lausafjánhættu og útlánaáhættu varðar. Þessi tegund bankastarfsemi er þó mun áhættuminni heldur en aðrar tegundir af bankastarfsemi ef viðkomandi banki hefur góða seljanleikatryggingu sem kann að vera í formi innlánatryggingu. Einnig skiptir máli að vera með traustan Seðlabanka sem getur stigið inn sem lánveitandi til þrautarvara (e. Lender of last resort). Sú viðskiptabankastarfsemi sem starfrækt er í heimalandi banka er oft á tíðum bakland útrásar banka á nýja markaði fjarri heimahögum þar sem áhersla er lögð heildsölubankastarfsemi og alhliða bankapjónustu. Sem dæmi um slíkt má nefna íslensku bankanna (Ásgeir Jónsson, 2008).

#### **4.2.2 Heildsölubankastarfssemi**

Heildsölubankar hafa fjögur megin einkenni sem eru þau að þeir eru háðir fjármögnun á millibankamörkuðum, þeir eiga mikil viðskipti með gjaldeyri, lítil velta en mikil framlegð og fjármögnun er gjarnan sniðin að því sem hæfir viðskiptavininum. Heildsölubankarnir taka lán á millibankamörkuðum á frekar háum vöxtum og hafa því breytilegan kostnað en sleppa við fasta kostnaðinn sem fylgir viðskiptabankastarfsemi.

Slíkir bankar eru viðkvæmir fyrir óróleika á fjármálamörkuðum og hækkandi fjármagnskostnaði þar sem þeir fjármagna sig oftár en ekki á breytilegum vöxtum á millibankamarkaði (Ásgeir Jónsson, 2008).

#### **4.2.3 Alhliða bankaþjónusta**

Þeir bankar sem skilgreina sig í alhliða bankaþjónustu starfa í fjárfestingarstarfsemi, tryggingastarfsemi, sinna hlutabréfaviðskiptum og vinna í raun nær alla þá hluti sem fjármálafyrirtæki vinna. Slík alhliða bankaþjónusta er leyfð víðast hvar í heiminum en þó ekki í Bandaríkjunum en þar hefur verið í gildi ströng haftastefna vegna bankastarfsemi einkum í kjölfar kreppunnar miklu. Í Bretlandi er bönkunum veitt leyfi til að stunda alhliða bankaþjónustu út frá dótturfélögum sínum. Starfsemi sem þessi á að gefa bönkunum færi á auknu hagræði þar sem starfsemin er fjölbreytt (Ásgeir Jónsson, 2004).

### **4.3 Meginlegar rannsóknaraðferðir**

Sú rannsóknaraðferð sem notast er við í þessari ritgerð má skilgreina sem meginlega rannsókn. Við vinnslu ritgerðarinnar var gagna nær eingöngu aflað með þeim hætti að fyrirliggjandi upplýsingar voru skoðaðar. Ásreikningar viðkomandi bankastofnana auk annarra fyrirliggjandi heimilda um rekstur bankanna voru skoðaðar.

Rannsóknaraðferðum er gjarnan skipt upp í tvo megin flokka, meginlegar rannsóknir (e. Quantitative research) og eigindlegar rannsóknir (e. Qualitative research). Eigindlega rannsóknaraðferðin hefur verið lengur við lýði en sú meginlega eða allt frá byrjun nítjándu aldar (Cooper og Schindler, 2006).

Meginlegar rannsóknir byggjast á tölulegum upplýsingum en eigindlegar rannsóknar felast frekar í mælingum og mati á ákveðnum gæðum (Walliman, 2001). Samkvæmt þeim þá felur meginleg rannsóknaraðferð felur í sér að þau gögn sem um ræðir eru oftast á talnaformi og nota má tölfræði við úrvinnslu slíkra gagna (Best og Kahn, 1989).

Eigindleg aðferðafræði snýst hins vegar að mestu leyti um gögn sem eru í formi texta (Cooper og Schindler, 2006).

Megindleg rannsóknaraðferð er einkum notuð við söfnun og greiningu á tölulegum upplýsingum. Aðferðinni hefur jafnvel verið lýst á þann hátt að hún snúist um að safna fyrirbyggjandi upplýsingum (Blaxter o.fl., 1996). Í viðum skilning er megindleg rannsókn ein leið til þess að mæla hluti. Megindleg rannsókn getur falist í því að reikna kennitölur fyrirtækja, til að mynda hagnað á hlut eða arð á hlut og upp í það að setja upp núvirt greiðsluflæði eða verðleggja sölurétt (Investopedia, 2009). Í megindlegum rannsóknum er gjarnan leitast við að svara tilgátuspurningum: hve mikið, hve oft, hve margir, hvenær og hver. Við gerð megindlegra rannsókna er þörf á fá sömu upplýsingar frá öllum þátttakendum þannig að þær séu sambærilegar (Cooper og Schindler, 2006). Rannsóknina má auk þess skilgreina sem skrifborðsrannsókn en í slíkri rannsókn er hægt að afla allra helstu gagna við skrifborðið (Blaxter ofl., 1996).

Við rannsóknina sem hér um ræðir var notast við almenn gögn (e. Secondary data). Slík gögn eru meðal annars bækur og blaðagreinar. Einnig var notast við frumgögn (e. Primary data) í formi ársreikninga bankastofnana. Litið er á ársreikninga sem frumgögn í hendi aðila sem ekki tilheyra viðkomandi fyrirtæki þar sem ársreikningurinn segir til opinbera stöðu fyrirtækisins (Cooper og Schindler, 2006).

## **5 Útreikningur arðgreiðsluhlutfalls og framsetning súlurita**

Þegar ársreikningar þeirra bankanna voru skoðaðir, kom í ljós að arðgreiðslustefnur þeirra voru mismunandi en þó má sjá líkindi með arðgreiðslustefnum bankanna. Hér á eftir verður fjallað nánar um yfirlýsta arðgreiðslustefnu hvers og eins banka eins og hún kom fram í ársskýrslum þeirra frá árinu 2003 til ársins 2007. Í viðauka tíu má finna línurit er sýna línulega þá þróun sem orðið hefur á arðgreiðsluhlutfalli bankanna á þessum árum. Vegna tíðra nafnabreytinga íslensku bankanna verður notast við heiti þeirra eins og það var í árslok 2007 í ritgerð þessari.



Við samanburð á arðgreiðsluhlutföllum bankanna eru einungis litið til venjulegra arðgreiðslna (e. Ordinary dividend) af hagnaði bankanna. Óreglulegar arðgreiðslur (e. Extraordinary dividend) og endurkaup hlutabréfa (e. Stock repurchases) eru ekki reiknuð með í arðgreiðsluhlutföll bankanna. Rökin fyrir eru þau að slíkar arðgreiðslur endurspeгла ekki hinar venjulegu arðgreiðslur sem ætlunin er að bera saman.

Við skoðun á arðgreiðsluhlutföllum í ársreikningum bankanna kom í ljós að bankarnir notuðu ólíkar aðferðir við framsetningu á arðgreiðsluhlutfalli sínu. Til þess að einfalda samanburð og gera hann sambærilegan á milli bankanna verður arðgreiðsluhlutfall þeirra reiknað út frá eftirfarandi jöfnu:

$$\text{Arðgreiðsluhlutfall} = \frac{\text{Arðgreiðslur}}{\text{Nettó hagnaður}}$$

Til að útskýringar á aðferðinni skulum við skoða arðgreiðslur Glitnis vegna ársins 2007. Nettó hagnaður bankans árið 2007 nam 26,680 milljörðum króna. Með hliðsjón af þessum tekjuafgangi rekstrarársins 2007 var í ársskýrslu 2007 lagt til að greiddur yrði arður sem næmi 20% af hagnaði ársins 2007. Sú greiðsla er ekki innt af hendi fyrr en tillagan hefur hlotið samþykki á aðalfundi í upphafi næsta árs eða á árinu 2008. Þar sem arðgreiðslan tekur mið af þeim hagnaði sem er til ráðstöfunar í lok árs 2007 þykir rétt að arðgreiðsluhlutfallið taki mið af þeim hagnaði sem ákvörðunin um arðgreiðsluna byggist á þrátt fyrir að arðurinn sé ekki greiddur út fyrr en árið á eftir. Arðgreiðsluhlutfall Glitnis vegna ársins 2007 myndi því ákvarðast af nettó hagnaði ársins 2007 og þeim arði sem greiddur var vegna tekjuársins 2007 í upphafi árs 2008:

$$20,6\% = \frac{5,506}{26,680}$$

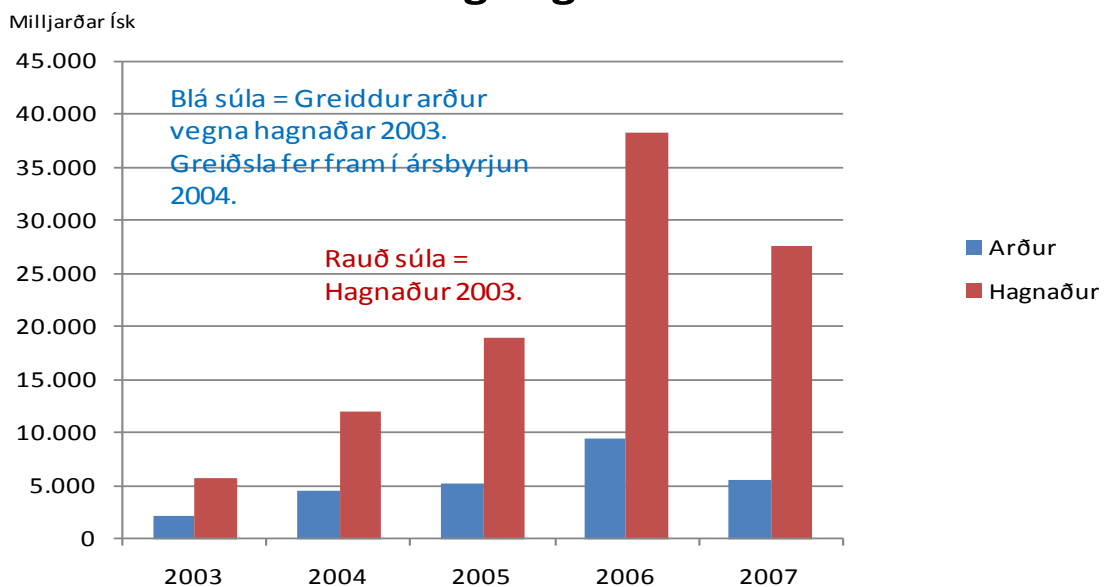
Niðurstaða jöfnunar er sú að arðgreiðsluhlutfallið hljóðar upp á 20,6%.

## 5.1 Framsetning súlurita

Við framsetningu á upplýsingum úr ársreikningum bankanna er notast við sálu- og línurit. Flestir bankarnir, að HSBC og RBS undanskildum, fara þá leið við úthlutun arðs að stjórnir bankanna leggja til í ársskýrslum bankanna ár hvert hversu háa arðgreiðslu skuli greiða út. Arðgreiðslan er svo greidd að loknum aðalfundi í upphafi næsta árs á eftir viðkomandi rekstrarári. Því er arður vegna ársins 2007 greiddur út í upphafi árs 2008 og svo framvegis. Þetta á við um Glitni, Kaupþing, Landsbankann, Danske Bank, DnB Nor, Nordea, SEB og Handelsbanken. HSBC og RBS hafa hins vegar annan hátt á þar sem arður er greiddur ársfjórðungslega og er ákvörðun um útgreiðslu arðs byggð á árshluta uppgjörum (e. Interim financial statement).

Til þess að skýra framsetningu súluritanna er ekki úr vegi að skoða eitt súlurit, sjá mynd 1 hér að neðan. Um er að ræða súlurit sem sýnir þróun á arði og hagnaði Glitnis frá 2003 til 2007. Lóðrétti ásinn sýnir upphæð í milljörðum íslenskra króna og lárétti ásinn sýnir um hvaða ár er um að ræða. Árið 2003 nam hagnaður bankans til að mynda 5,8 milljörðum króna (rauða súlan) og vegna hagnaðar rekstrarársins 2003 var greiddur út arður sem nam 2,3 milljörðum króna (bláa súlan). Sú arðgreiðsla sem lagt var til að greidd yrði í kjölfar rekstrarniðurstöðu ársins 2003 var í raun greidd í upphafi ársins 2004. Þar sem arðgreiðslan er afleiðing af rekstri ársins 2003 og byggir á þeim hagnaði er þá myndaðist, er arðurinn settur í samhengi við þann hagnað. Þannig fylgjast alltaf að hagnaður ársins og sá arður sem af honum var greiddur. Þannig má sjá á myndrænan hátt hver þróunin hefur verið á undanförmum árum. Þessi uppsetning á við alla bankanna. Hjá HSBC og RBS er greiddur arður þrisvar sinnum innan ársins og greiðsla vegna síðasta ársfjórðungs er greidd í upphafi næsta árs. Í tilfalli þessara banka er búið að taka saman þær arðgreiðslur sem tilheyra hverju rekstrarári fyrir sig. Arðgreiðslur vegna ársins 2003 innihalda þær þrjár greiðslur sem greiddar voru innan ársins auk fjórðu greiðslunnar sem greidd var í janúar, mánuði eftir að rekstrarárinu lauk.

## Glitnir - Arður og hagnaður



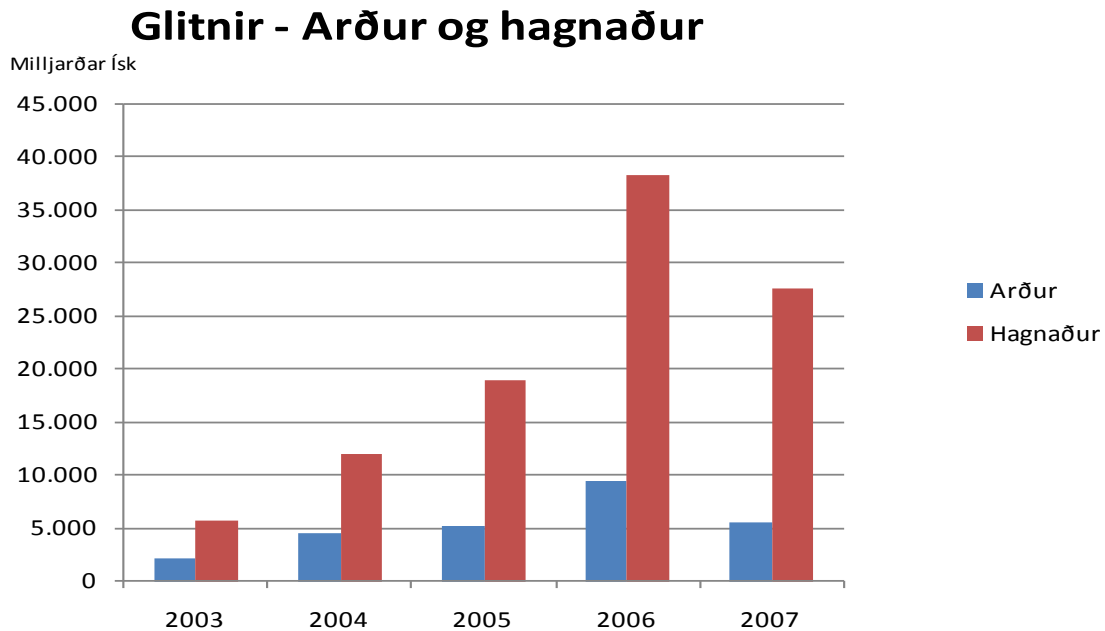
Mynd 1. Útskýring á uppsetningu súlurits.

## **6 Arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna 2003 til 2007.**

### **6.1 Glitnir Banki hf.**

Glitnir Banki hf. átti rætur sínar að rekja aftur til ársins 1904. Höfuðstöðvar bankans voru á Íslandi og í lok ársins 2007 var bankinn með starfsemi í 11 löndum, meðal annars í Finnlandi, Svíþjóð, Danmörku, Bretlandi, Lúxemborg, Bandaríkjunum, Kanada, Kína og Rússlandi. Í árslok 2007 störfuðu 2.248 manns hjá Glitni hf. Glitnir hf. var þjóðnýttur af íslenska ríkinu í lok september árið 2008, í kjölfar fjármálakreppu í heiminum. Lausafjárstaða Glitnis Banka var orðin erfið árið 2008 og lánaþyrirgreiðslur vegna endurfjármögnunar brugðust. Í kjölfarið lagði íslenska ríkið, að frumkvæði Seðlabanka Íslands, bankanum til 600 milljónir evra og eignaðist 75% í bankanum (Ólafur Arnarson, 2009). Fyrir þjóðnýtingu var meginstarfsemi bankans á sviði hefðbundinnar bankastarfsemi með útibúum og innlánastarfsemi, fyrirtækjabankastarfsemi, fjárfestingarbankastarfsemi og eignastýringu (Glitnir, 2008).

Á árunum 2003 til 2007 tók hagnaður Glitnis Banka hf. miklum breytingum enda var bankinn í mikilli útrás á erlenda markaði á þessum árum. Þróun á hagnaði og arðgreiðslum bankans má sjá hér að neðan.



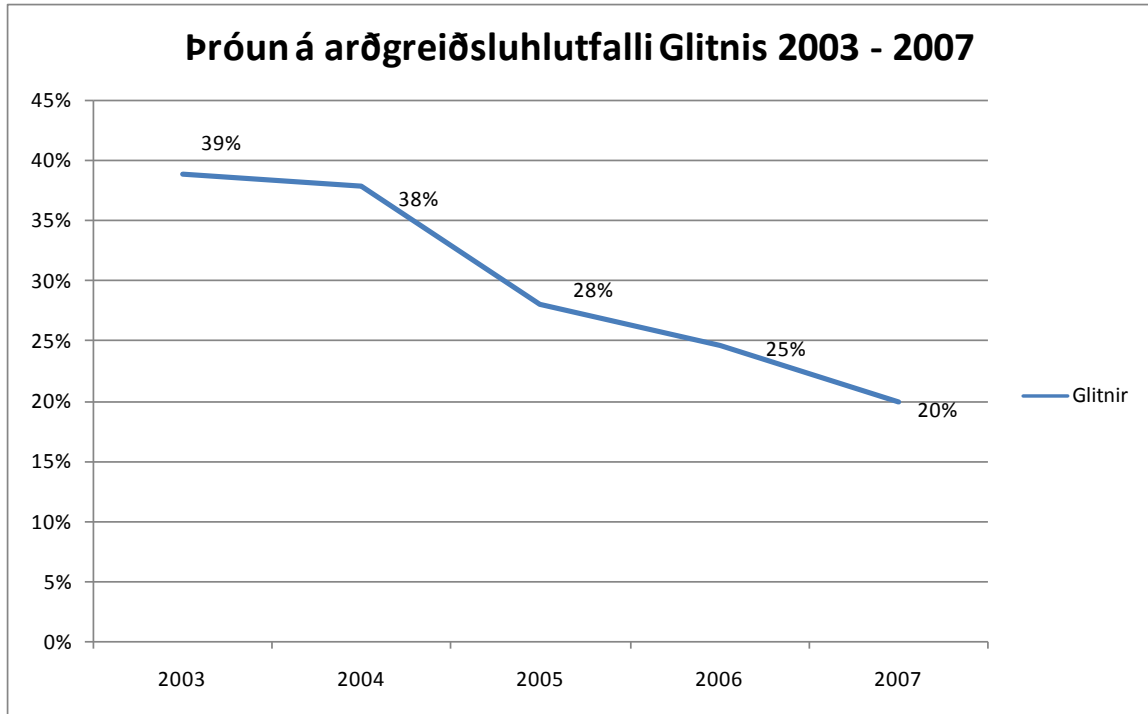
Mynd 2. Glitnir, arður og hagnaður.

Árið 2003 nam hagnaður Glitnis 5,8 milljörðum króna og greiddur var út arður sem nam 2,3 milljörðum króna vegna hagnaðar ársins 2003. Hagnaður bankans jókst mikið árið 2004 og nam tæpum 12 milljörðum króna og var 4,5 milljörðum króna af hagnaði ársins úthlutað til hluthafa í formi arðs. Hluthöfum gafst einnig tækifæri á að fá allt að helming arðgreiðslu sinnar í hlutabréfum í Glitni og voru gefnir af því tilefni út 135 milljónir hluta á genginu 10,65 til að uppfylla óskir hluthafa. Verðmæti hinna nýju hluta nam 1,4 milljörðum króna (Glitnir, 2004). Árið 2005 nam hagnaður bankans 18,9 milljörðum króna og greiddur var út arður að upphæð 5,3 milljörðum af hagnaði ársins 2005. Enn á ný gafst hluthöfum tækifæri á að fá helming arðgreiðslunnar í formi hlutabréfa í Glitni. Gefnir voru út 132 milljónir hluta á genginu 18,6 sem svaraði til 2,4 milljarða af arðgreiðslu ársins. Árið 2006 náði hagnaður bankans hámarki og nam 38,2 milljörðum króna. Af hagnaði ársins 2006 voru 9,4 milljarðar króna greiddir í arð og gafst hluthöfum

kostur á að fá allt að helming arðgreiðslunnar í formi hlutabréfa. Gefnir voru út 172 milljónir hluta á genginu 24,8 sem svaraði til 4,3 milljarða króna. Árið 2007 lækkaði hagnaður bankans niður í 27,6 milljarða og var tekin ákvörðun um að greiða út arð sem nam að upphæð 5,5 milljörðum vegna hagnaðar ársins 2007. Hluthöfum báðust að fá helming arðgreiðslunnar í formi hlutabréfa í bankanum en vegna þessa voru gefnir út 161 milljón hluta á genginu 17,1. Nam upphæðin 2,7 milljörðum króna. (Glitnir, 2008).

### **6.1.1 Arðgreiðslustefna Glitnis 2003 til 2007.**

Arðgreiðslustefna Glitnis þróaðist töluvert á árunum 2003 til 2007. Samkvæmt ársskýrslu bankans árið 2003 var yfirlýst stefna bankans sú að greiða um 40% af hagnaði til hluthafa í formi arðs, þó með hliðsjón af eiginfjárstöðu á hverjum tíma. Engin breyting varð á þeirri stefnu í ársskýrslu bankans árið 2004. Í ársskýrslu bankans árið 2005 kvað við nýjan tón hvað arðgreiðslustefnuna varðaði. Stjórnendur bankans sáu fram á aukin vöxt starfseminnar upp á allt að 10% til 20% ári, sem leiddi til þess að arðgreiðslustefna bankans var endurskoðuð. Í stað þess að miða arðgreiðslur við fasta prósentu af hagnaði bankans, þá var stefnan sett á að greiða vaxandi arð á hlut (e. Growing dividend per share). Stefna bankans breyttist úr því að greiða um 40% af hagnaði í arð yfir í að arðgreiðslur yrðu á bilinu 20% til 40% af hagnaði. Meira svigrúm var því veitt til lækkunar á arðgreiðslum (Glitnir, 2005). Þar sem stjórn bankans sá fram á frekari vöxt má segja að þarna hafi verið veitt svigrúm fyrir stjórnina til þess að halda eftir meiri hluta af hagnaði bankans til að styðja við frekari vöxt hans. Arðgreiðslustefna bankans hélst svo óbreytt frá árinu 2005 og allt til ársins 2007 (Glitnir, 2007).



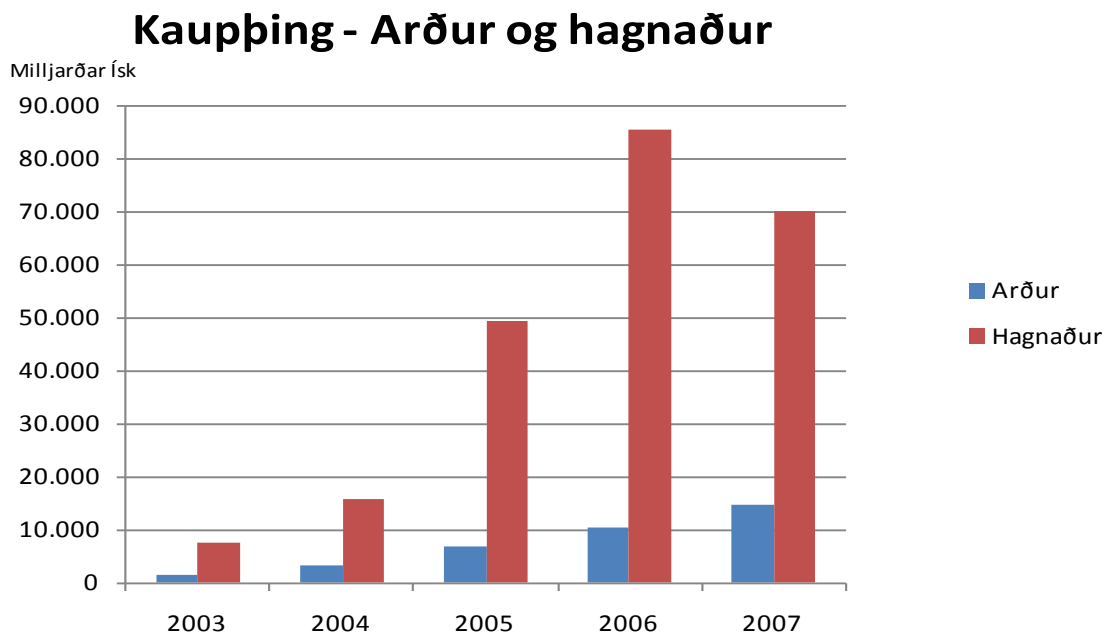
Mynd 3. Glitnir, þróun á arðgreiðsluhlutfalli

Árið 2003 var arðgreiðsluhlutfall bankans 39% og 38% árið 2004 en á þessum árum var það yfirlýst stefna bankans að greiða um 40% af hagnaði í arð. Arðgreiðsluhlutfall bankans var 28% árið 2005, 25% árið 2006 og 20% árið 2007. Af þessu má sjá að arðgreiðsluhlutfall bankans hefur farið lækkandi allt frá árinu 2007 en að meðaltali var arðgreiðsluhlutfall bankans 30% á þessum árum og staðalfrávik (e. Standard deviation) mældist 8%. Staðalfrávikðið mælir sveiflur frá meðaltali arðgreiðsluhlutfallsins (Sigurður B. Stefánsson, ofl., 1994).

## 6.2 Kaupþing Banki hf.

Kaupþing Banki hf. varð til við sameiningu Kaupþings og Búnaðarbanka Íslands árið 2003 en Búnaðarbanki Íslands var stofnaður árið 1930. Kaupþing Banki hf. bauð upp á alhliða fjármálaþjónustu fyrir fyrirtæki, stofnanir, fjárfesta og einstaklinga. Þjónustan fólst í fyrirtækjaviðskiptum, fjárfestingabankastarfsemi, fjármálamörkuðum, eignastýringu og einkabankaþjónustu. Auk þess hélt Kaupþing Banki úti hefðbundinni bankastarfsemi með útibúum og innlánastarfsemi á Íslandi. Starfsmenn bankans voru 3.334 í árslok 2007. Kaupþing Banki var þjóðnýttur í byrjun október árið 2008 en fyrir þjóðnýtinguna starfaði bankinn í þrettán löndum, á Norðurlöndunum, í Hollandi, Belgíu, Lúxemborg, Sviss, Bretlandi, Bandaríkjunum, Sameinuðu arabísku furstaríkjunum og Qatar (Kaupþing, 2008).

Líkt og hjá Glitni Banka þá tók hagnaður Kaupþings miklum breytingum á árunum 2003 til 2007. Helsta skýringin er sú að á þessum árum var Kaupþing í miklum vexti og sótti á erlenda markaði (Kaupþing, 2003-2007).



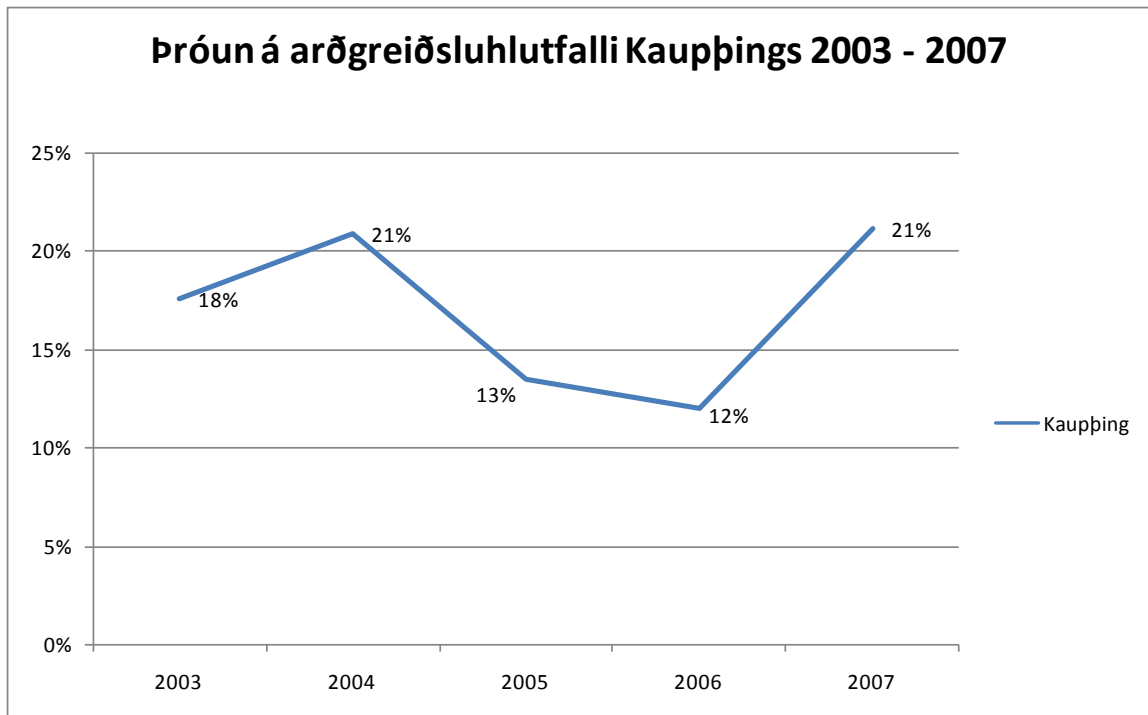
Mynd 4. Kaupþing, arður og hagnaður.



Árið 2003 nam hagnaður Kaupþings 7,5 milljörðum króna og var greiddur út arður sem nam 1,3 milljörðum króna vegna hagnaðar ársins 2003. Árið 2004 hafði hagnaður Kaupþings eftir skatta rúmlega tvöfaldast og nam 15,7 milljörðum króna og var greiddur út arður að upphæð 3,3 milljörðum króna vegna þessa hagnaðar. Árið 2005 jókst hagnaður Kaupþings enn frekar en hagnaðurinn nam þá 49,3 milljörðum króna og af honum var greiddur út arður sem nam 6,6 milljörðum króna. Hagnaður Kaupþings náði hámarki árið 2006 og nam 85,3 milljörðum króna og í kjölfarið var greiddur var út arður að upphæð 10,3 milljörðum króna. Árið 2007 lækkaði svo hagnaður Kaupþings í 70 milljarða króna og voru greiddir út 14,8 milljarðar vegna rekstrarársins 2007 (Kaupþing, 2008).

### **6.2.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.**

Samkvæmt árskýrslum Kaupþings frá 2003 til 2007 hélst yfirlýst arðgreiðslustefna bankans óbreytt öll þessi ár. Arðgreiðslustefnan fólst í að greiða 10% til 30% af hagnaði í arð ár hvert. Um fjárhæð útgreidds arðs var ávallt farið samkvæmt gildandi takmörkunum um arðgreiðslur samkvæmt íslenskum lögum og eftir öðrum aðstæðum hverju sinni að mati stjórnar (Kaupþing, 2003-2007).



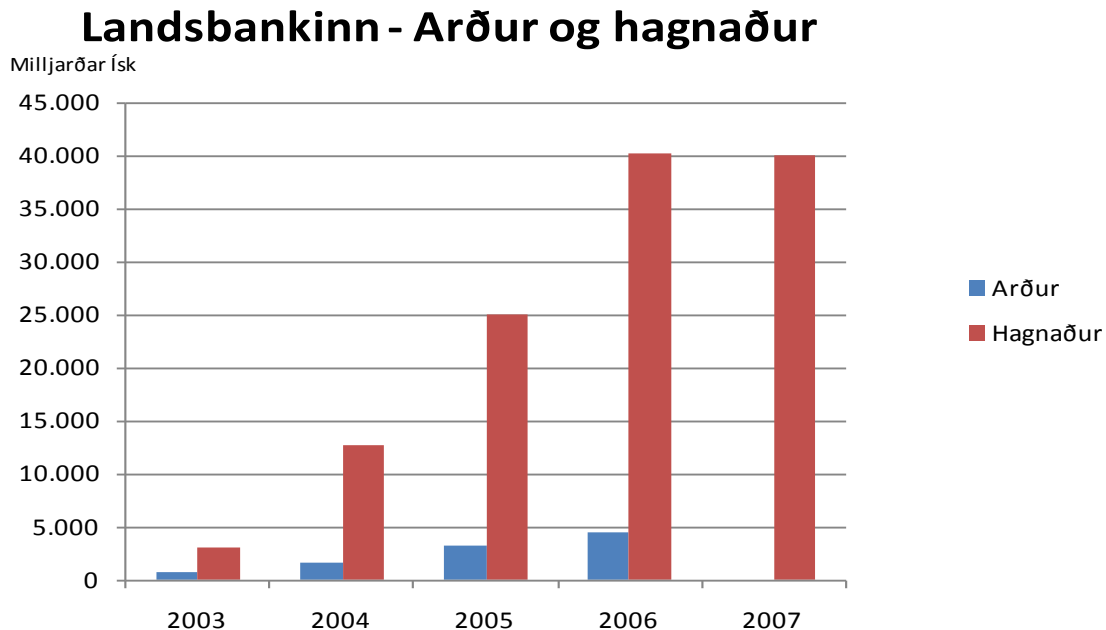
Mynd 5. Kaupþing, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

Þrátt fyrir stöðugleika í yfirlýstri arðgreiðslustefnu Kaupþings þá sveiflast arðgreiðsluhlutfallið nokkuð á þessum árum, enda er svigrúm til þess samkvæmt yfirlýstri stefnu. Árið 2003 nam arðgreiðsluhlutfall bankans 18% og árið 2004 var það 21%. Síðan tekur það dýfu niður í 13% árið 2005 og 12% árið 2006. Inn í þessum tölum er ekki sú aukaarðgreiðsla sem hluthafar Kaupþings fengu við sölu Kaupþings á hlut sínum í Exista árið 2006. Aukaarðgreiðslan var greidd út í formi hlutabréfa í Exista hf. og nam um 7,7% af heildarhlutafé Exista eða um 18,3 milljörðum króna. Með þessu móti var Kaupþing Banki að minnka við hlut sinn í Exista (Kaupþing Banki, 2007). Ef sú óreglulegar arðgreiðsla í formi hlutabréfa í Exista væri tekin með þá væri arðgreiðsluhlutfallið vegna ársins 2006 um 50%. Arðgreiðsluhlutfall Kaupþings Banka nam 21% árið 2007. Að meðaltali nam arðgreiðsluhlutfall bankans 17 % á þessum árum og nam staðalfrávikðið 4%.

### 6.3 Landsbanki Íslands hf.

Landsbanki Íslands hf. var þjóðnýttur, líkt og Glitnir og Kaupþing af íslenska ríkinu og átti þjóðnýting sér stað í byrjun október árið 2008. Fyrir þjóðnýtingu var Landsbanki Íslands hf. viðskipta- og fjárfestingarbanki. Bankinn var stofnaður árið 1886 og var ríkisbanki fram til ársins 1998 þegar ákveðið var að einkavæða bankann með almennu hlutafjárútboði. Landsbanki Íslands hf. var með rekstur í fjórtán löndum og voru starfsmenn 2.640 í lok ársins 2007. Landsbanki Íslands hf. var skráð hlutafélag með aðsetur á Íslandi. Bankinn bauð upp á vítt úrval af fjármálaþjónustu og var starfsemi skipt upp í fjóra rekstrarþætti sem voru viðskiptabankastarfsemi, fyrirtækjaviðskipti, fjárfestingabankastarfsemi og eignastýring og einkabankaþjónusta. Undir viðskiptabankastarfsemi féll einnig útibúanet móðurfélagsins, veðlánastarfsemi Heritable Bank, SP-Fjármögnun og Landsbanki Guernsey Ltd. Undir fyrirtækjaviðskipti féll fyrirtækjasvið móðurfélagsins auk lánastarfsemi bankans í London, Amsterdam, Kanada og Noregi, fyrirtækjaviðskipti Heritable Bank og Landsbanki Lúxemborg SA. Í fjárfestingabankastarfsemi var verðbréfasvið móðurfélagsins, bæði á Íslandi og á meginlandi Evrópu og dótturfélögin Landsbanki Securities UK, Landsbanki Kepler SA og Merrion Capital. Undir starfsþáttinn féllu verðbréfamiðlun, fyrirtækjaráðgjöf, gjaldeyris- og afleiðumiðlun, skuldastýring, fjárstýring og eigin viðskipti með hlutabréf og skuldabréf (Landsbankinn, 2008).

Líkt og hjá Glitni og Kaupþingi varð mikil breyting á hagnaði Landsbankans á árunum 2003 til 2007 eins og sjá má hér að neðan.



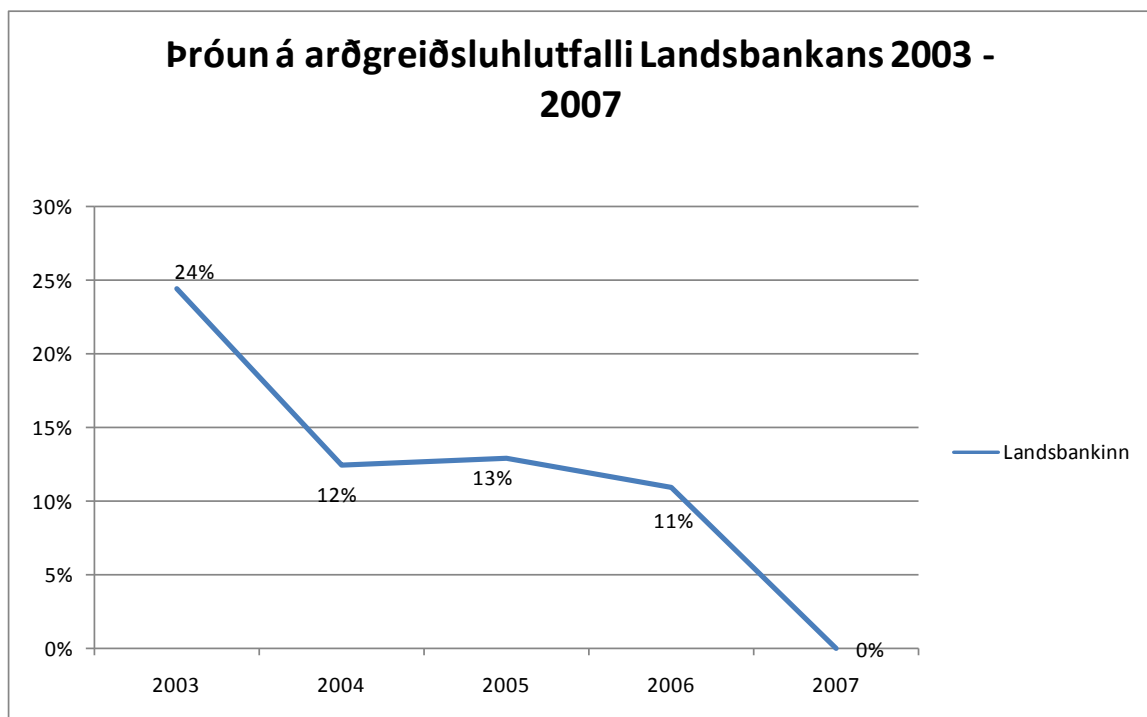
Mynd 6. Landsbankinn, arður og hagnaður.

Árið 2003 nam hagnaður bankans eftir skatta 2,9 milljörðum króna og nam útgreiddur arður til hluthafa vegna hagnaðarins 722 milljónum. Ákvörðun um lágt arðgreiðsluhlutfall miðaði að því að styrkja eigið fé bankans í samræmi við markmið um áframhaldandi vöxt og eflingu félagsins á komandi árum hér á landi sem og erlendis (Greiningardeild Kaupþings, 2004). Árið 2004 jókst hagnaður bankans mikið og nam samkvæmt ársskýrslu um 12,7 milljörðum króna og var greiddur út arður að upphæð 1,6 milljarði króna af hagnaði ársins 2004. Hagnaður bankans eftir skatta nærri tvöfaldaðist árið 2005 og nam hann þá rétt rúmum 25 milljörðum króna. Arðgreiðslur bankans jukust að sama skapi þar sem arðgreiðslur vegna tekjuafgangs ársins 2005 námu um 3,3 milljörðum króna. Árið 2006 jókst hagnaður bankans enn og nam hann 40,2 milljörðum króna í árslok og af hagnaði ársins voru greiddir út 4,4 milljarðar króna í formi arðgreiðslna. Árið 2007 nam hagnaður Landsbankans eftir skatta 39,9 milljörðum króna og í upphafi árs 2008 var tekin sú ákvörðun að greiða ekki arð vegna rekstrarafgangs

ársins 2007 en nota hagnaðinn þess í stað til hækkunar á eigin fé bankans (Landsbankinn, 2008).

### 6.3.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

Í ársskýrslu Landsbankans árið 2003 kom ekki jafn skýrt fram og hjá Glitni og Kaupþingi hver yfirlýst arðgreiðslustefna bankans en yfirlýst stefna bankans var að greiða 30 – 50% af hagnaði í arð (Greiningardeild Kaupþings, 2004)



Mynd 7. Landsbankinn, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

Stjórn bankans mælti til þess að greiddur yrði út arður sem næmi 10% af nafnvirði hlutafé bankans vegna rekstarársins 2003 og nam arðgreiðslan sem hlutfall af hagnaði 24%. (Landsbankinn, 2004). Arðgreiðslustefna Landsbankans kom ekki skýrt fram í ársskýrslu 2004 en bankaráð Landsbankans lagði fram tillögu í ársskýrslunni um að greiddur skyldi út arður sem næmi 20% af nafnvirði hlutafjár bankans sem skilaði arðgreiðsluhlutfalli upp á 12% af hagnaði ársins 2004 (Landsbankinn, 2005). Í ársskýrslu bankans árið 2005 lagði bankaráð það til við aðalfund ársins 2006 að arður sem næmi

30% af nafnvirði hlutafjár skyldi greiddur út og hljóðaði arðgreiðslan upp á 3,3 milljarða. Arðgreiðsluhlutfallið nam 13% af hagnaði bankans árið 2005 (Landsbankinn, 2006). Árið 2006 nam arðgreiðsluhlutfall Landsbankans 11% af hagnaði bankans árið 2006. Í ársskýrslu Landsbankans vegna rekstrarársins 2007 kom fram að arðgreiðslustefna bankans hafi verið varfærin og að stór hluti af tekjum hafi farið í að styrkja eiginfjárstöðu bankans. Einnig hafi hluti tekna verið notaður til þess að leggja grunn að frekari vexti bankans. Arðgreiðslur voru sagðar taka mið af afkomu, eiginfjárstöðu bankans og vaxtarmöguleikum. Engin arður var greiddur út í upphafi í árs 2008 vegna þess hagnaðar sem til ráðstöfunar var í lok árs 2007 (Landsbankinn, 2008). Að meðaltali nam arðgreiðsluhlutfall Landsbankans 12% á þessum árum. Staðalfrávikði nam 9% í tilfalli Landsbankans en það sýnir sveiflur frá meðaltali og því voru sveiflurnar mestar hjá Landsbankanum af íslensku bönkunum. Athyglisvert var að í ársreikningum Landsbankans var ekki að finna jafn skýra mynd af arðgreiðslustefnu og hjá Glitni og Kaupþingi.

Fyrir aðalfundi Landsbankans í lok apríl 2008 lá fyrir tillaga um að gefa út jöfnunarhlutabréf og afhenda hluthöfum. Um var að ræða 300 milljónir króna að nafnvirði. Miðað við þáverandi gengi Landsbankans sem var 30, jafngilti þessi aðgerð því að hluthöfunum væru afhentir níu milljarðar króna. Á sama tíma yrði hluta af eigin bréfum Landsbankans svo ráðstafað til lækkunar á hlutafé bankans um sömu upphæð. Slík aðferð er ígildi arðgreiðslna og hafði ekki verið farin áður hér á landi (Markaðurinn-Vísir, 2008).

Útgáfa jöfnunarhluta leiðir ekki til skattskyldu fyrir hluthafa og ber bankanum því ekki að halda eftir fjármagnstekjuskatti. Ef hluthafar sem fá slík bréf kjósa að selja þau þá þurfa þeir að greiða skatt af hagnaði sem myndast þar sem þeir greiddu ekkert fyrir bréfin (Markaðurinn-Vísir, 2008). Í dag eru bréfin þó verðlaus sökum þjóðnýtingar bankans. Tillagan var samþykkt á aðalfundi Landsbankans þann 23. apríl 2008 (Landsbankinn, 2008).

### 6.3.2 Lánveitingar íslensku bankanna til starfsmanna

Í byrjun nóvember 2008 spratt upp fjölmiðlaumfjöllun um lán til hlutabréfakaupa, þar sem skattyfirvöld voru farin að rannsaka hlutabréfakaup þar sem er óskað var upplýsinga um lán til starfsmanna gömlu bankanna til hlutabréfakaupa, lánakjör og upphæðir (Vísir, 2008). Tilefnið var umræða um eftirgjöf skulda en í lok september 2008 gaf fyrrverandi stjórn Kaupþings út þá yfirlýsingu að ákveðið hefði verið að fella niður persónulegar ábyrgðir starfsmanna Kaupþings af lánum sem veitt voru til kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi (Kaupþing, 2008). Eftirgjöf skulda telst til tekna og ber 35,7% skatt vegna ársins 2008 nema um nauðasamninga sé að ræða (Lög um tekjuskatt nr. 90/2003).

Hvað íslensku bankanna varðar þá veittu Glitnir og Kaupþing starfsmönnum sínum lán til hlutabréfakaupa á undanförunum árum fram að falli bankanna. Í hálfársuppgjöri Kaupþings sem birt var um mitt sumar 2008 kom fram að lán til stjórnenda bankans, stjórnarmanna og fjölskyldna hefðu numið samtals 37 milljörðum króna en upphæðin nam rúmum 34 milljörðum í árslok 2007. Þó kemur ekki fram hversu stór hluti var vegna kaupa á hlutabréfum í Kaupþingi (Kaupþing, 2008).

Í hálfársuppgjöri Glitnis árið 2008 kemur fram að lán til starfsfólks vegna kaupa á hlutabréfum í bankanum hefðu numið rétt rúmum 9 milljörðum króna. Í árslok 2007 námu lán til starfsfólks 1,8 milljarði króna og varð því mikil hækkun á þessum lið á einungis 6 mánuðum (Glitnir, 2008).

Í kjölfar fjölmiðlaumræðu um niðurfellingu á kröfum og tryggingum vegna lánveitinga til starfsmanna bankanna sendi Landsbankinn frá sér fréttatilkynningu í byrjun nóvember 2008. Í tilkynningunni kom fram að Landsbankinn hefði ekki veitt starfsmönnum sínum lán til hlutabréfakaupa í bankanum sem hluta af starfskjörum. Því væri ekki um neinar slíkar niðurfellingar skulda starfsmanna eða félaga þeirra að ræða hjá bankanum (Landsbankinn, 2008).

Í árshlutauppgjöri Landsbankans 2008 kemur fram að lán til starfsmanna hafi numið 158 milljónum króna en upphæðin nam 193 milljónum króna í lok árs 2007. Samkvæmt árshlutauppgjöri bankans nam lán til bankaráðsmanna og félaga í fullri eigu þeirra 42,4 milljörðum í lok júní 2008 en upphæðin nam 9,9 milljörðum króna í árslok 2007. Lánveitingar til bankaráðsmanna og félaga í þeirra jukust því um 300% á fyrstu 6 mánuðum ársins 2008 (Landsbankinn). Í þessu samhengi er athyglisvert að eignarhald íslensku bankanna sker sig nokkuð úr í samanburði við erlenda banka þar sem eignarhald íslensku bankanna er mun þrengra en þeirra erlendu. Þegar eignarhaldi er þannig háttað þá telja markaðsaðilar meiri líkur á því að fáir og stórir hluthafar geti haft óæskileg áhrif á starfsemi þeirra (FME, 2008).

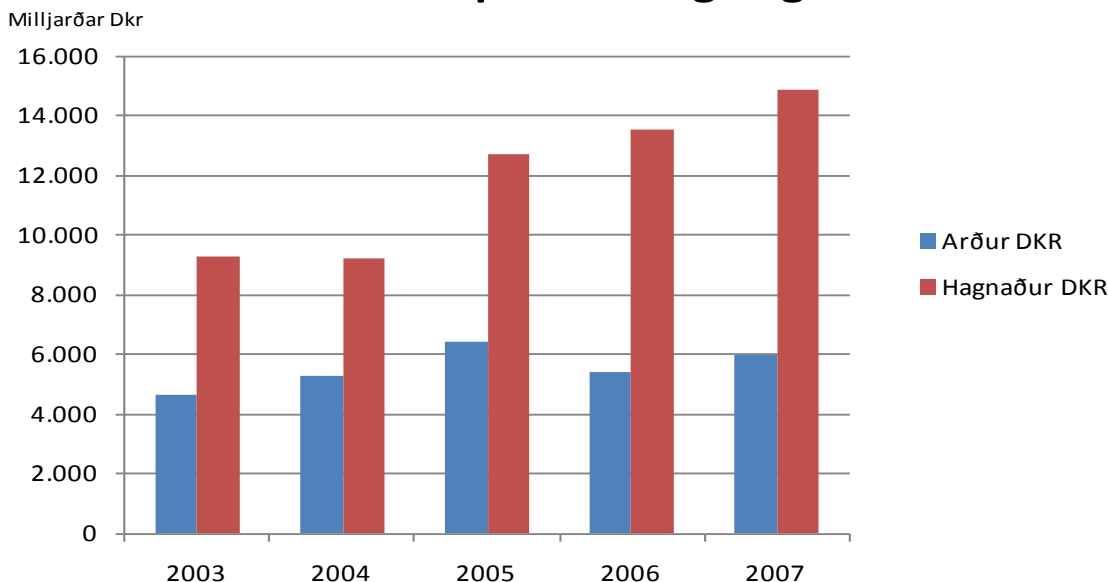
## **7 Arðgreiðslustefnur og arðgreiðsluhlutföll valinna erlendra banka 2003 – 2007**

### **7.1 Danske Bank Group**

Höfuðstöðvar Danske Bank, eru eins nafnið gefur til kynna, í Danmörku. Saga bankans nær aftur til ársins 1871 er Den Danske Landmandsbank var stofnaður. Danske Bank er stærsta fjármálafyrirtæki í Danmörku og eitt af stærstu fjármálafyrirtækjum á Norðurlöndunum. Fyrirtækið býður viðskiptavinum sínum margvíslegar tegundir fjármálaþjónustu, líkt og húsnæðislán, tryggingar, rekstrarleigu, fasteignamiðlun og eignastýringu. Þjónusta Danske Bank snýr að einstaklingum og fyrirtækjum í gegnum alþjóðlegt fyrirtækjanet í Danmörku, Svíþjóð, Noregi, Norður-Írlandi, Írlandi, Finnlandi og í Eystrasaltsríkjunum. Danske Bank er einnig með útibú í Englandi, Þýskalandi og Póllandi. Auk þess er Danske Bank með dótturfyrirtæki í Lúxemborg á sviði einkabankaþjónustu og annað í Rússlandi er sérhæfir sig í viðskiptabankaþjónustu. Í árslok 2007 voru starfsmenn Danske Bank 23.632 talsins (Danske Bank, 2008).



## Danske Bank Group- Arður og hagnaður

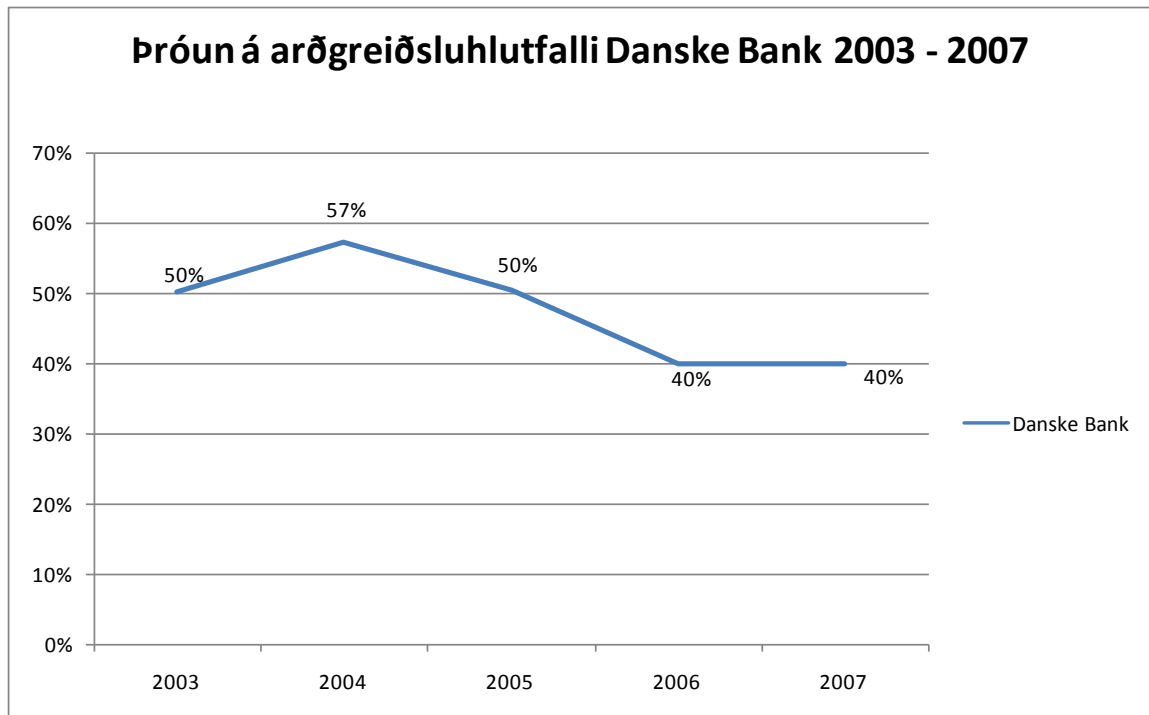


Mynd 8. Danske Bank, arður og hagnaður í dönskum krónum.

Hagnaður bankans hefur farið vaxandi á undanförunum árum. Árið 2003 nam hagnaður Danske Bank nam 9,3 milljörðum danskra króna og var greiddur út arður að upphæð 4,6 milljörðum danskra króna vegna afkomu ársins 2003. Auk þess keypti Danske Bank til baka eigin bréf fyrir 5 milljarða danskra króna á árinu. Árið 2004 nam hagnaður Danske Bank 9,2 milljörðum danskra króna. Greiddur var út arður sem nam 5,3 milljörðum danskra króna vegna hagnaðar ársins 2004 en líkt og árið áður þá keypti Danske Bank til baka eigin bréf fyrir 5 milljarða danskra króna. Súluritið hér að ofan sýnir eingöngu það hlutfall af hagnaði sem greitt var með venjulegum arðgreiðslum þar sem endurkaup eru ekki til skoðunar í rannsókn þessari. Árið 2005 nam hagnaður Danske Bank 12,7 milljörðum danskra króna og var greiddur út arður sem nam tæpum 6,4 milljörðum danskra króna en ekki var um nein endurkaup á eigin bréfum að ræða. Hagnaður Danske Bank eftir skatta jókst svo enn frekar árið 2006 en þá nam hagnaðurinn 13,5 milljörðum danskra króna og var greiddur út arður að upphæð 5,4 milljörðum króna vegna hagnaðar ársins 2006. Árið 2007 nam hagnaður Danske Bank 14,9 milljörðum danskra króna og var greiddur út arður sem nam 5,9 milljörðum danskra króna vegna hagnaðar tekjuársins 2007 (Danske Bank 2003-2008).

### 7.1.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

Í ársskýrslum Danske Bank árin 2003 til 2004 kemur skýrt fram að stefnan sé sú að greiða um 50% af nettó hagnaði í arð. Stefna Danske Bank breytist svo árið 2005 en þá verður yfirlýst stefna fyrirtækisins að arðgreiðsluhlutfallið verði á bilinu 30% til 50% af hreinum hagnaði í framtíðinni og hélst sú stefna óbreytt á árunum 2006 og 2007. Fram kemur að Danske Bank muni kaupa eigin hlutabréf aftur ef umfram fjármagn sé ekki hægt að nota í arðvænleg verkefni (Danske Bank, 2003 – 2007).



Mynd 9. Danske Bank, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

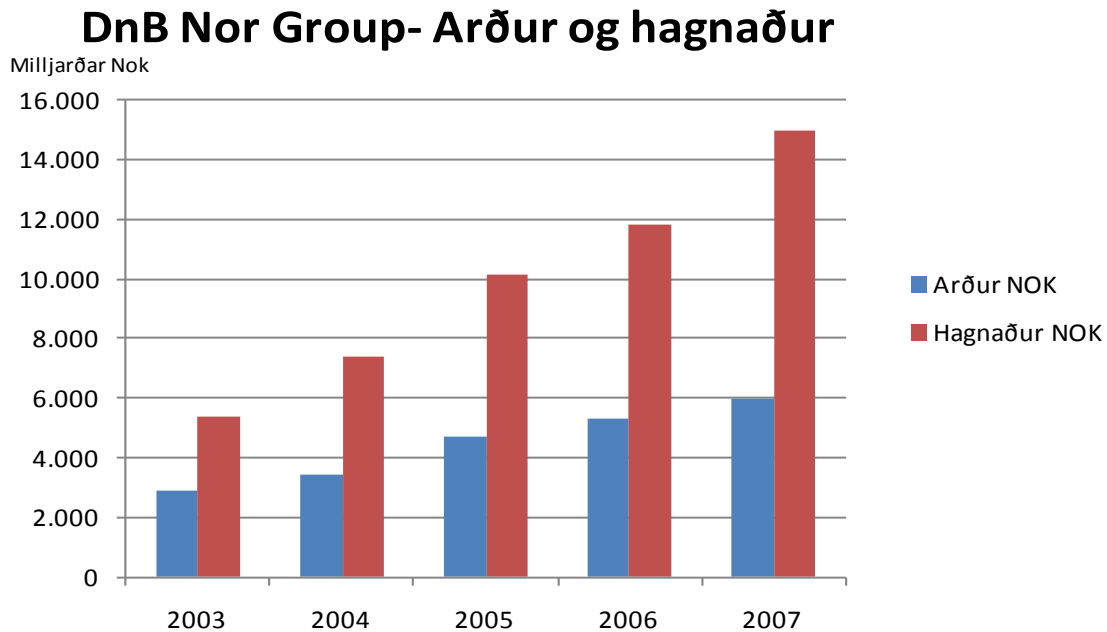
Samkvæmt ársreikningi Danske Bank árið 2003 nam arðgreiðsluhlutfallið 111% árið 2003 og 104% árið 2004. Þetta háa hlutfall skýrist af því að á þessum árum keypti félagið til baka eigin hluti (e. Share buyback). Eins og áður segir þá er eingöngu litið til hefðbundinna arðgreiðslna í rannsókn þessari. Séu endurkaup félagsins á eigin bréfum tekin frá hinni hefðbundnu arðgreiðslu nam arðgreiðsluhlutfallið 50% árið 2003. Árið 2004 greiddi Danske Bank út hefðbundinn arð auk þess sem félagið keypti aftur eigin bréf. Sé eingöngu horft til arðgreiðslna nam arðgreiðsluhlutfall bankans um 57%. (Danske Bank, 2008). Á árunum 2005 til 2007 var ekki um nein endurkaup á bréfum

félagsins að ræða hjá bankanum og samanstóð arðgreiðsluhlutfallið eingöngu af venjulegum arði. Árið 2005 nam arðgreiðslan 50% af nettó hagnaði bankans og árin 2006 og 2007 nam arðgreiðslan 40% af nettó hagnaði. Að meðaltali hefur arðgreiðsluhlutfall Danske Bank því verið 58% af nettó hagnaði á þessum árum án endurkaupa. Staðalfrávikðið nam 9% án endurkaupa.

## **7.2 DnB Nor Group**

DnB Nor er leiðandi afl í norskum fjármálaheimi með höfuðstöðvar í Noregi. Fyrirtækið á sér 187 ára sögu, allt frá stofnun Christina Sparebank árið 1822 allt til ársins 2003 en þá varð DnB Nor til í þeirri mynd sem það er í dag. Í árslok 2007 störfuðu 13.455 starfsmenn hjá fyrirtækinu. Fyrirtækið hefur yfir að ráða þekktum vörumerkjum í Noregi líkt og DnB NOR, Vital, Nordlandsbanken, Cresco, Postbanken, DnB NORD og Carlson. Helstu þættir í starfsemi DnB Nor eru hefðbundin bankastarfsemi með útibúum og innlánastarfsemi, greiðsluþjónustu, fjárfestingabankastarfsemi, einkabankastarfsemi, eignastýringu, fasteignamiðlun, líf- og lífeyristryggingum svo dæmi séu nefnd. DnB Nor gegnir einnig stóru hlutverki á sviði skipaþjónustu sem og í orkugeiranum. DnB Nor starfar í Noregi, Svíþjóð, Rússlandi, Hong Kong, Sjanghæ, Englandi, Bandaríkjunum, Brasilíu, Chile, Singapore, Grikklandi, Indlandi, Þýskalandi Póllandi, Eyrstrasaltsríkjunum, Rússlandi og Lúxemborg (DnB Nor, 2008).

Töluverð hagnaðaraukning varð á milli ára hjá DnB Nor á árunum 2003 til 2007 líkt og sjá má hér að neðan.

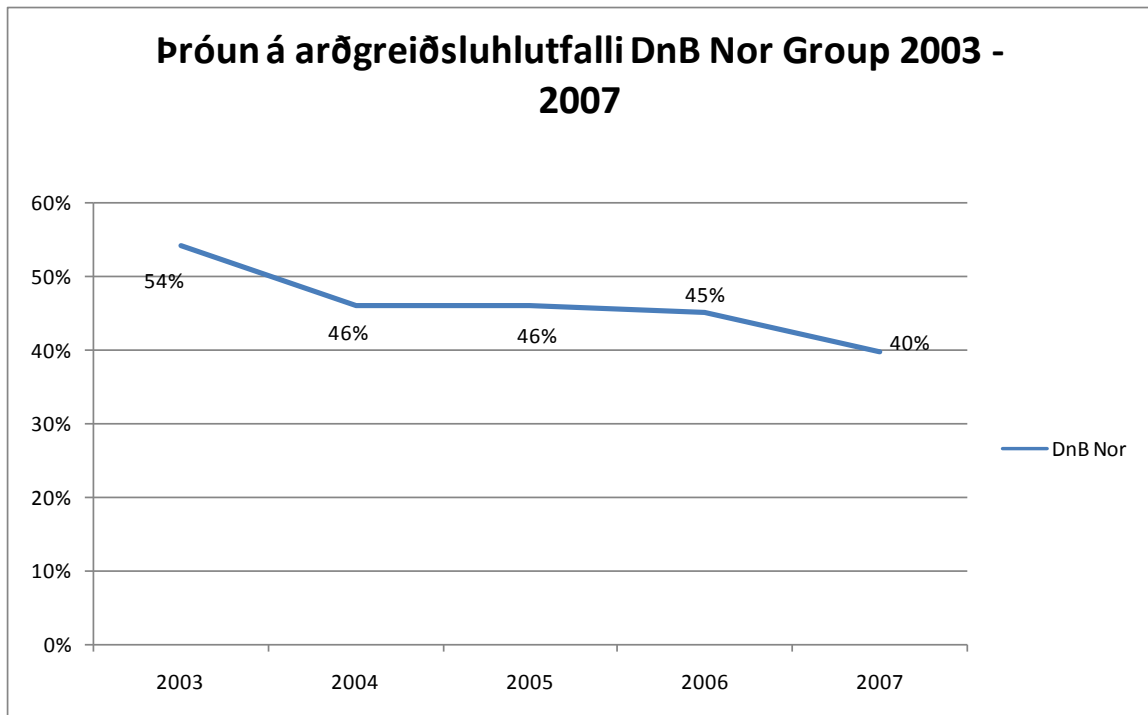


Mynd 10. DnBNor Group, arður og hagnaður í norskum krónum.

Árið 2003 nam hagnaðurinn 5,3 milljörðum norskra króna og var greiddur út arður er nam 2,9 milljörðum norskra króna af hagnaði ársins 2003. Árið 2004 nam hagnaðurinn 7,4 milljörðum norskra króna og var greiddur út arður að upphæð 3,4 milljörðum norskra króna vegna hagnaðarins. Árið 2005 nam hagnaður DnB Nor 10,1 milljarði norskra króna og var greiddur út arður er nam 4,7 milljörðum norskra króna vegna þessa hagnaðar. Árið 2006 nam hagnaður DnB Nor 11,8 milljörðum norskra króna og af honum voru 5,3 milljarðar norskra króna greiddir í arð. Árið 2007 nam hagnaðurinn 15 milljörðum norskra króna og var greiddur út arður sem nam 6 milljörðum norskra króna af hagnaðinum.

### 7.2.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

Eitt af aðalmarkmiðum DnB Nor hefur verið að skapa virði fyrir hluthafa með aðlaðandi og samkeppnishæfri ávöxtun í formi hækkana á hlutabréfum og arðgreiðslum. Frá árinu 2003 og allt til ársins 2007 hefur það verið stefna fyrirtækisins að greiða um það bil 50% af hreinum hagnaði í arð, svo lengi sem fjárhagsskipan fyrirtækisins sé ásættanleg. Arðgreiðslur voru ákvarðaðar samkvæmt niðurfærslu lána, sköttum, breytingum á ytri aðstæðum og þörf fyrir fjármagni (DnB Nor, 2004-2008).



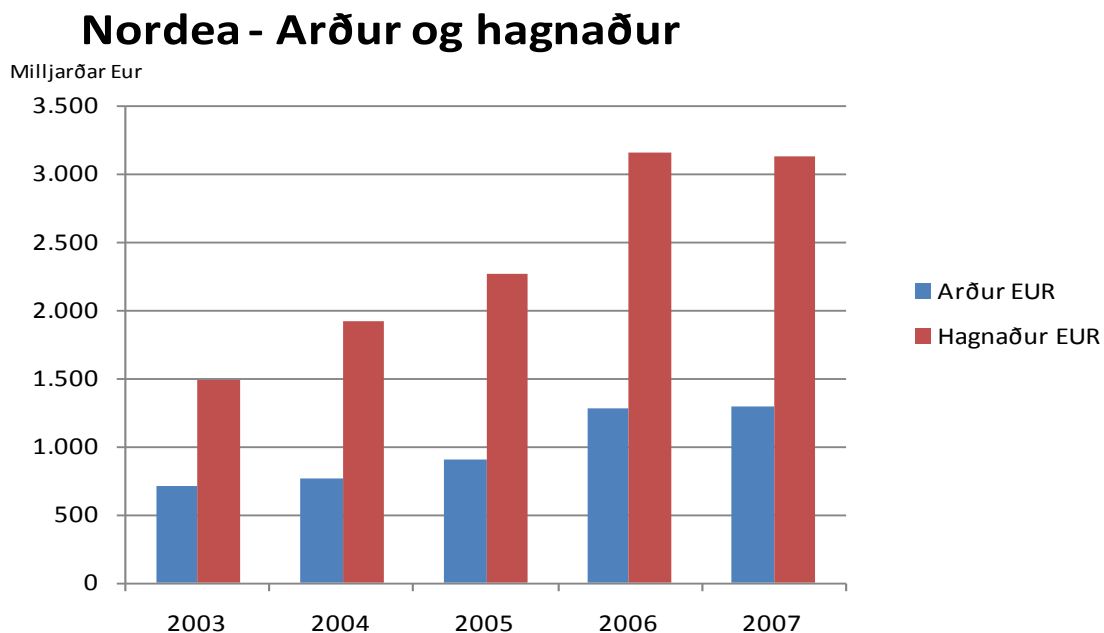
Mynd 11. DnBNor Group, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

Arðgreiðsluhlutfall DnB Nor hefur haldist nokkuð stöðugt sem hlutfall af hagnaði á árunum 2003 til 2007 en hefur þó sveiflast frá því að vera 54% árið 2003 og allt niður í um 40% árið 2007. Árið 2004 nam arðgreiðsluhlutfall bankans 46% líkt og árið 2005. Árið 2006 nam arðgreiðsluhlutfall bankans 45%. Að meðaltali greiddi DnB Nor um 46% af hagnaði sínum í arð á þessum árum og nam staðalfráviknið 5%. Segja má að DnB Nor hafi fylgt arðgreiðslustefnu sinni nokkuð vel eftir, þar sem stefnan var að greiða um 50% af hagnaði í arð ár hvert.

### 7.3 Nordea Group

Nordea er eitt af stærstu fyrirtækjum á sviði fjármálaþjónustu á Norðurlöndunum og í Eystrasaltsríkjunum og er höfuðstöðvar þess í Svíþjóð. Þótt Nordea nafnið sé svo til nýtt, eða frá árinu 2001, þá á Nordea rætur sínar að rekja allt til ársins 1820 og hét þá Sparekassen for Kjøbenhavn og Omegn og er sá banki elsti meðlimur Nordea fjölskyldunnar. Í árslok 2007 sérhæfði Nordea sig í alhliða fjármálaþjónustu og bankaviðskiptum, hefðbundinni bankastarfsemi með útibúum og innlánastarfsemi og einkabankaþjónustu. Nordea er með um það bil 1.300 útibú á Norðurlöndunum auk þess að vera með um 180 útibú á fimm nýjum markaðssvæðum, Rússlandi, Póllandi, Litháen, Lettlandi og Eistlandi. Í lok árs 2007 störfuðu 31.721 manns hjá Nordea.

Hagnaður Nordea hefur líkt og hjá fleiri bönkum aukist frá árinu 2003 og hefur um það bil tvöfaldast á árunum 2003 til 2007 og hafa arðgreiðslur bankans jafnframt aukist.



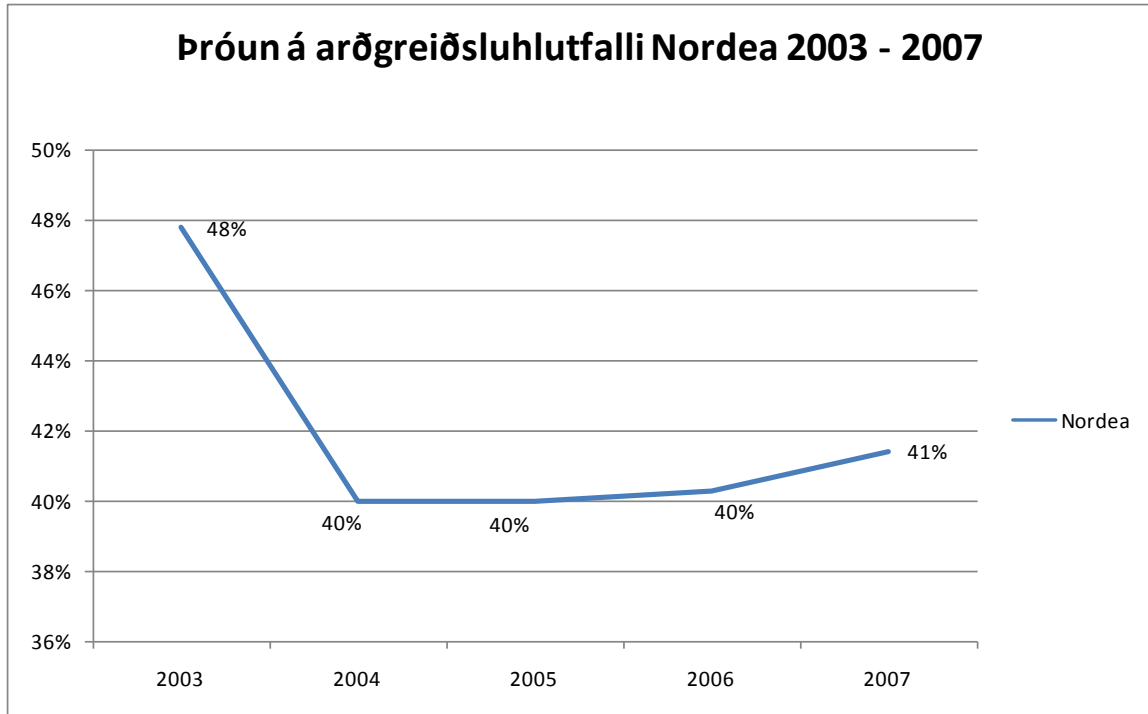
Mynd 12. Nordea Group, arður og hagnaður í evrum.

Sé litið til hagnaðarins í evrum þá nam hagnaðurinn 1,5 milljarði evra árið 2003 og var greiddur út arður að upphæð 712 milljónum evra vegna þessa hagnaðar. Árið 2004 nam

hagnaður bankans 1,9 milljarði evra og var greiddur arður til hluthafa er nam 766 milljónum evra af hagnaði ársins 2004. Árið 2005 fór hagnaður bankans enn hækkandi og nam 2,3 milljörðum evra og af hagnaðinum var 908 milljónum evra ráðstafað til hluthafa í formi arðs. Árið 2006 nam hagnaður bankans 3,2 milljörðum evra og af hagnaðinum var greiddur út arður að upphæð 1,3 milljarði evra. Árið 2007 lækkaði hagnaður Nordea og nam 3,1 milljörðum evra og var greiddur út arður að upphæð 1,3 milljarði evra af hagnaði ársins 2007.

### **7.3.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.**

Í ársskýrslu Nordea vegna ársins 2003 kemur fram að arðgreiðslustefna bankans hafi verið endurskoðuð á árinu og arðgreiðsluhlutfall hækkað úr 40% í 50% af nettó hagnaði. Markmiðið með breytingunni var að fella arðgreiðslustefnu Nordea að fjárhagslegum markmiðum fyrirtækisins, sem var að sjá hluthöfum fyrir samkeppnishæfri ávöxtun (Nordea, 2004). Í ársskýrslu Nordea árið eftir kveður við nýjan tón þar sem fram kemur að stefna fyrirtækisins hvað arðgreiðslur varðar sé að arðgreiðsluhlutfallið muni að öllu jöfnu verða yfir 40% (Nordea, 2005). Markmiðið var því ekki lengur að greiða 50% heldur yfir 40% af nettó hagnaði ársins en í skýrslunni kom jafnframt fram að Nordea tryggði hluthöfum sínum samkeppnishæfar og áreiðanlegar arðgreiðslur (Nordea, 2005). Í ársreikningi Nordea vegna rekstrarársins 2005 kemur fram að stefna fyrirtækisins sé að greiða háar arðgreiðslur og að miðað sé við að arðgreiðsluhlutfallið sé yfir 40% af nettó hagnaði ársins (Nordea, 2006). Arðgreiðslustefna Nordea tók engum breytingum rekstrarárin 2006 og 2007 (Nordea, 2008).



Mynd 13. Nordea Group, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

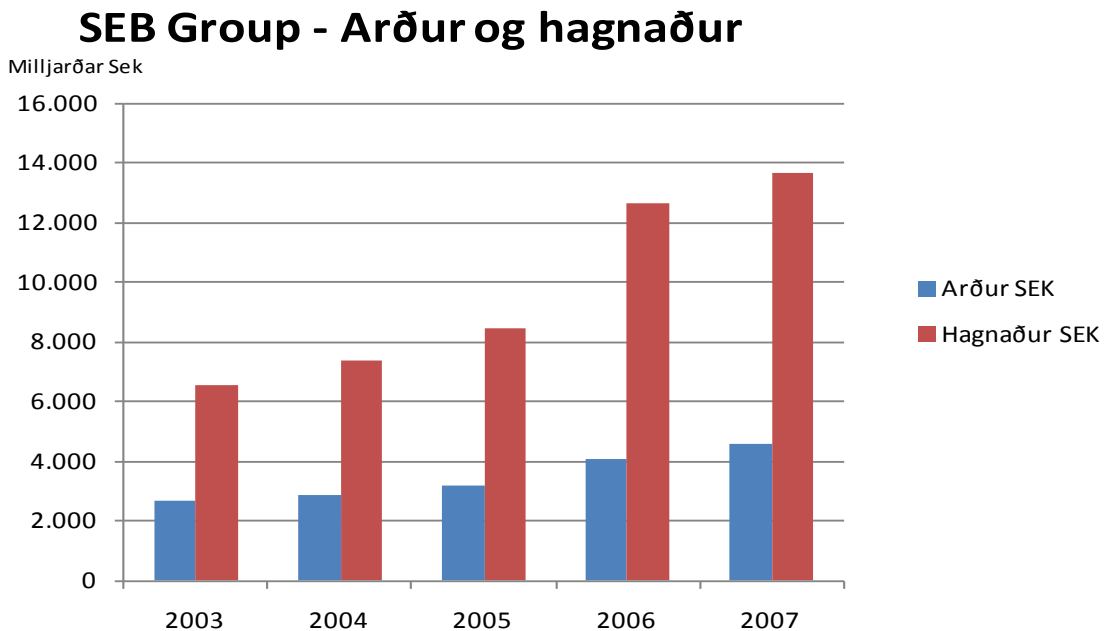
Árið 2003 nam arðgreiðsluhlutfall bankans 48%. Á árunum 2004 til 2006 nam arðgreiðsluhlutfallið 40% en árið 2007 var arðgreiðsluhlutfallið 41%. Nordea hefur því fylgt yfirlýstri arðgreiðslustefnu sinni vel eftir og að meðaltali var arðgreiðsluhlutfall bankans 42% á árunum 2003 til 2007 og nam staðalfrávikið 3% sem reyndist vera lægst af þeim bönkum sem eru hér til skoðunar.

## 7.4 SEB Group

Höfuðstöðvar SEB eru í Svíþjóð og á bankinn rætur að rekja aftur til ársins 1856. SEB er með meira en 630 útibú og meirihluti þeirra 20.000 starfsmanna sem vinna hjá SEB eru staðsettir utan Svíþjóðar. Bankinn býður upp á alhliða fjármálaþjónustu og bankaviðskipti í Svíþjóð, Eistlandi, Lettlandi, Litháen, Þýskalandi, Rússlandi og Úkraínu. Aðalstarfsemi og helsti styrkur SEB felst í löngu og farsælu sambandi við stórfyrirtæki og kröfuharða einstaklinga. SEB er leiðandi banki hvað stærri viðskiptavinum varðar í fjárfestingarbankastarfsemi og einkabankastarfsemi. SEB er einnig stórt á sviði tryggingarmála á Norðurlöndunum auk þess að vera með sterka stöðu í alhliða fjármálastarfsemi og bankaviðskiptum í Eystrasaltsríkjunum (SEB, 2008).



Frá árinu 2003 til 2007 hefur hagnaður SEB aukist töluvert. SEB skilaði 6,5 milljarða sænskra króna í hagnað árið 2003 og af hagnaði ársins voru 2,7 milljarðar sænskra króna greiddir út í arð. Árið 2004 var hagnaður bankans 7,4 milljarðar sænskra króna og var greiddur út arður vegna hagnaðarins sem nam 2,9 milljörðum sænskra króna. Árið 2005 jókst hagnaður SEB enn frekar og nam hann 8,4 milljörðum sænskra króna.

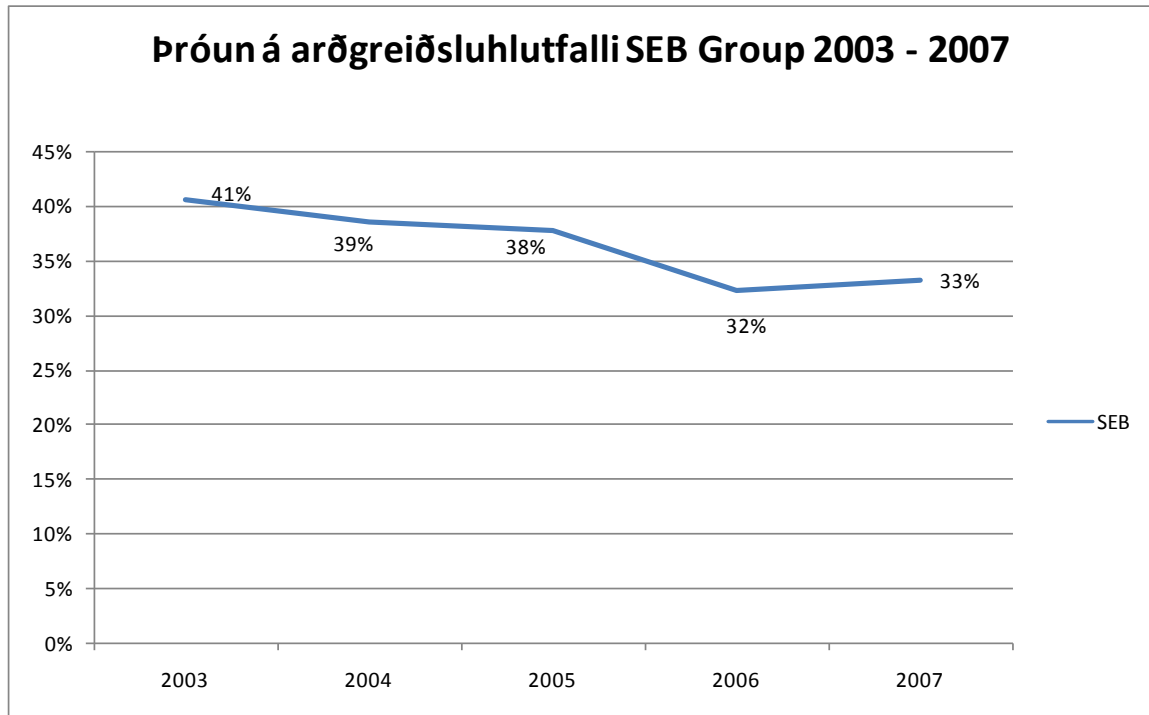


Mynd 14. SEB Group, arður og hagnaður í sænskum krónum.

Greiddur var út arður sem nam 3,2 milljörðum sænskra króna vegna hagnaðar ársins 2005. Árið 2006 jókst hagnaður SEB enn og nam hagnaður ársins 12,6 milljörðum sænskra króna. Af hagnaði ársins 2006 voru 4 milljarðar sænskra króna greiddar í arð. Hagnaður SEB náði hámarki af þeim árum sem til skoðunar eru árið 2007 en þá nam hagnaðurinn 13,6 milljörðum sænskra króna og af þeim hagnaði voru 4,5 milljarðar sænskra króna greiddar í arð.

#### 7.4.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

Í ársskýrslum SEB vegna árana 2003 til 2007 kemur fram að umfang arðgreiðslna ráðist af fjárhagslegri stöðu og vaxtarmöguleikum SEB. Stefna fyrirtækisins á þessum árum var að greiða um 40% af hagnaði eftir skatta í arð (SEB, 2004 – 2008) og hefur arðgreiðslustefna SEB haldist eins öll þau ár sem til skoðunar eru.



Mynd 15. SEB Group, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

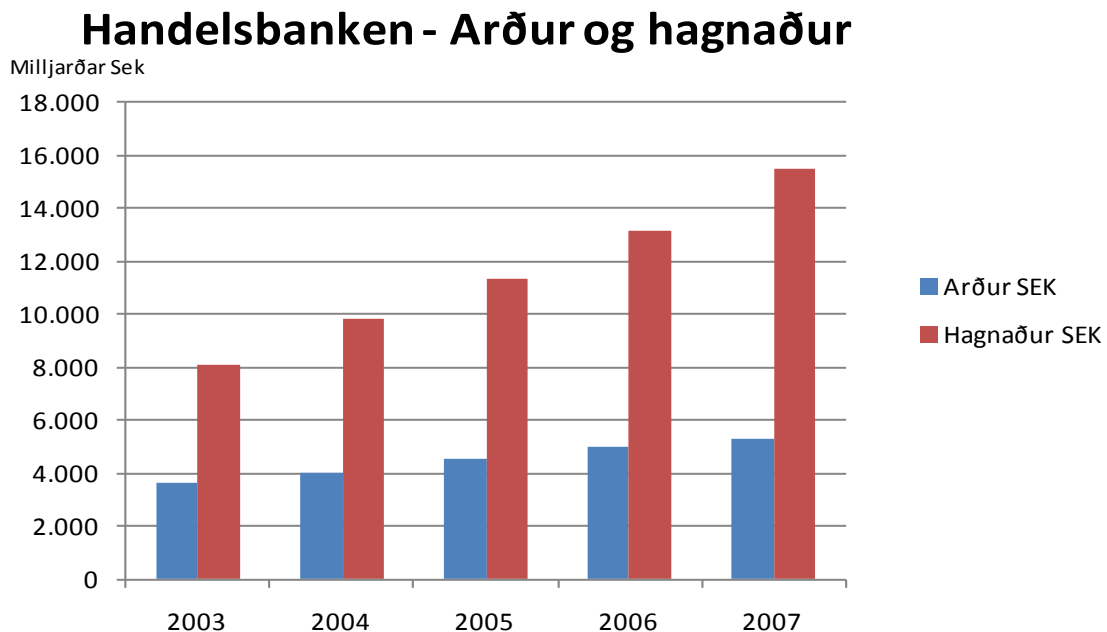
Arðgreiðsluhlutfallið hefur verið í takt við yfirlýsta arðgreiðslustefnu bankans. Hlutfallið nam 41% árið 2003, 39% árið 2004 og 38% árið 2005. Árið 2006 nam arðgreiðsluhlutfallið 32% og 33% á árinu 2007. Að meðaltali nam arðgreiðsluhlutfall bankans 37% á árunum 2003 til 2007, staðalfrávikðið var 4%.

#### 7.5 Handelsbanken

Höfuðstöðvar Handelsbanken eru í Svíþjóð og veitir bankinn alhliða þjónustu á bankamarkaði. Saga Handelsbanken nær aftur til ársins 1871 er Stockholms Handelsbank var stofnaður og innan fárra ára hafði bankinn unnið sér sess á meðal banka í Stokkhólmi.

Í gegnum árin hefur Handelsbanken byggt upp sterka stöðu á meðal fyrirtækja í Svíþjóð og fjórða hver króna sem lánuð er til sænskra fyrirtækja kemur frá Handelsbanken. Í árslok 2007 var Handelsbanken með 203 útibú og skrifstofur í 20 löndum fyrir utan Svíþjóð. Um er að ræða lönd eins og Danmörk, Finnland, Noreg og Bretland svo dæmi séu nefnd. Í árslok 2007 störfuðu 10.500 manns hjá Handelsbanken (Handelsbanken, 2008).

Engin undantekning er á þróun hagnaðar hjá Handelsbanken á árunum 2003 til 2007 miðað við aðra norræna banka sem til skoðunar eru og hefur hagnaður bankans aukist.



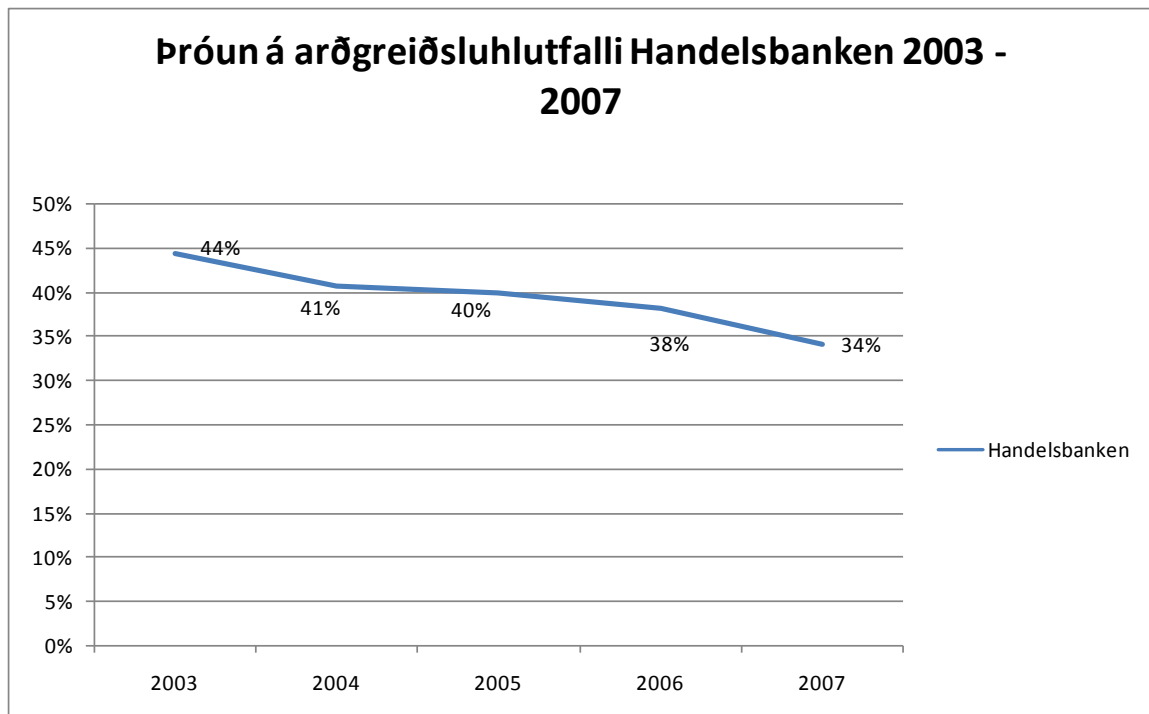
**Mynd 16. Handelsbanken, arður og hagnaður í sænskum krónum.**

Árið 2003 nam hagnaður bankans rétt rúmum 8 milljörðum sænskra króna og var greiddur út arður sem nam 3,6 milljörðum sænskra króna af hagnaði ársins 2003. Árið 2004 nam hagnaður bankans tæpum 9,9 milljörðum sænskra króna og var greiddur út arður af hagnaði ársins 2004 að upphæð 4 milljörðum sænskra króna. Árið 2005 nam hagnaður bankans 11,3 milljörðum sænskra króna og af þeim hagnaði var greiddur út arður sem nam 4,5 milljörðum sænskra króna. Árið 2006 jókst hagnaður Handelsbanken enn á ný og nam hagnaðurinn í árslok 2006 13,1 milljörðum sænskra króna og af honum

var 5 milljörðum sænskra króna úthlutað í arð. Árið 2007 nam hagnaður Handelsbanken 15,5 milljörðum sænskra króna og var greiddur út arður er nam 5,3 milljarði sænskra króna vegna hagnaðar ársins 2007.

### 7.5.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

Arðgreiðslustefna Handelsbanken á árunum 2003 til 2007 var sú að arðgreiðslur fyrirtækisins skyldu vera samkeppnishæfar miðað við aðra norræna banka á almennum hlutabréfamarkaði. Metnaður Handelsbanken lá í að greiða arð sem væri hærri en meðaltal arðgreiðslna á bankamarkaði.



Mynd 17. Handelsbanken, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

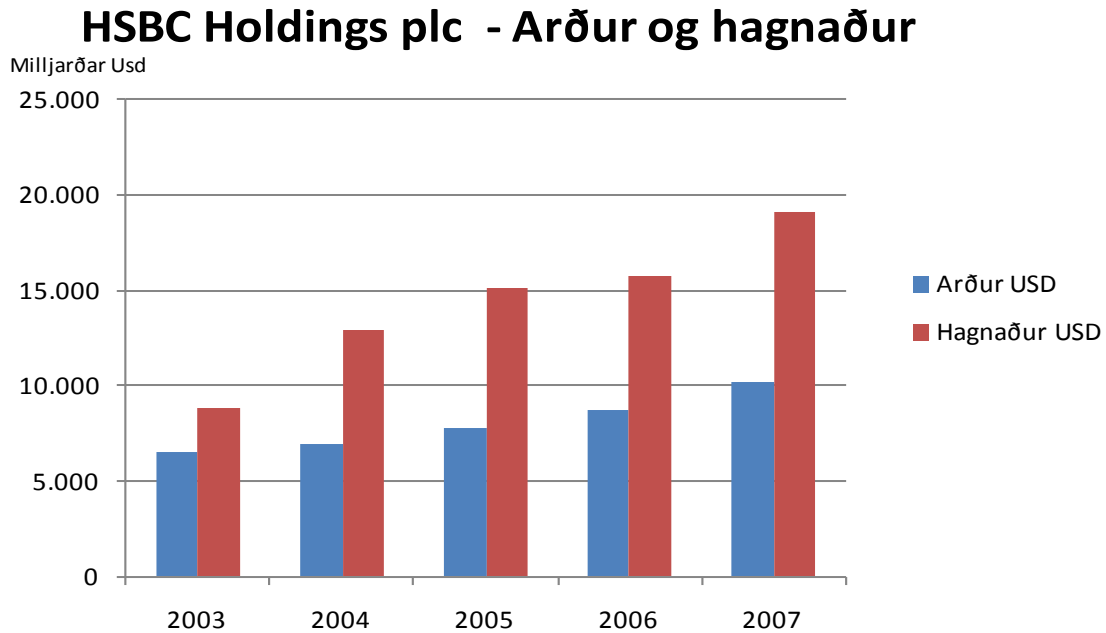
Arðgreiðsluhlutfall Handelsbanken nam tæpum 44% árið 2003, 41% árið 2004 og 40% árið 2005. Árið 2006 nam arðgreiðsluhlutfallið 38% og 34% árið 2007. Að meðaltali greiddi bankinn 40% af hagnaði sínum á árunum 2003 til 2007 í arð og nam staðalfrávik 4%. Hvað stefnu fyrirtækisins varðar um að greiða samkeppnishæfar arðgreiðslur þá voru

arðgreiðslur Handelsbanken í takti við það sem aðrir norrænir bankar greiddu út á þessum árum að íslensku bönkunum undanskildum.

## **7.6 HSBC Holdings plc (HSBC)**

HSBC er nefnt eftir stofnaðila samsteypunnar, The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, sem var stofnað árið 1865 til að fjármagna aukin viðskipti milli Evrópu, Indlands og Kína. Höfuðstöðvar HSBC eru í London og er um að ræða eitt stærsta fyrirtæki í heiminum á sviði banka- og fjármálaþjónustu. Alþjóðlegt kerfi HSBC telur yfir 10.000 eignir í 83 löndum í Evrópu, Hong Kong, Asíu, Miðausturlöndum, Afríku, Norður Ameríku og Suður Ameríku. HSBC er skráð í London, Hong Kong, New York, París og Bermuda og eru hluthafar um 200.000 talsins í yfir 100 löndum. HSBC býður upp á fjölbreytt úrval fjármálaþjónustu og eru viðskiptavinir um 128 milljónir. Viðskiptavinir geta nýtt sér fjármálaþjónustu, viðskiptabankaþjónustu, alþjóðlega bankastarfsemi og einkabankaþjónustu fyrirtækisins. Starfsmenn HSBC voru í árslok 2007 um 330.000 talsins (HSBC, 2008). Hagnaður HSBC eftir skatta nam 19,1 milljörðum bandaríkjadala vegna rekstrarársins 2007 (HSBC, 2008) sem svarar til tæpra tólfhundurð milljarða íslenskra króna, miðað við miðgengi Seðlabanka Íslands þann 31. Desember 2007 (Seðlabanki Íslands, 2007).

Hagnaður HSBC hefur aukist jafnt og þétt frá árinu 2003 er hagnaðurinn nam 8,8 milljörðum bandaríkjadala. Arðgreiðsla vegna hagnaðar ársins 2003 nam 6,5 milljörðum dala. Árið 2004 nam hagnaður HSBC 12,9 milljörðum dala og var greiddur út arður sem nam 6,9 milljörðum dala.

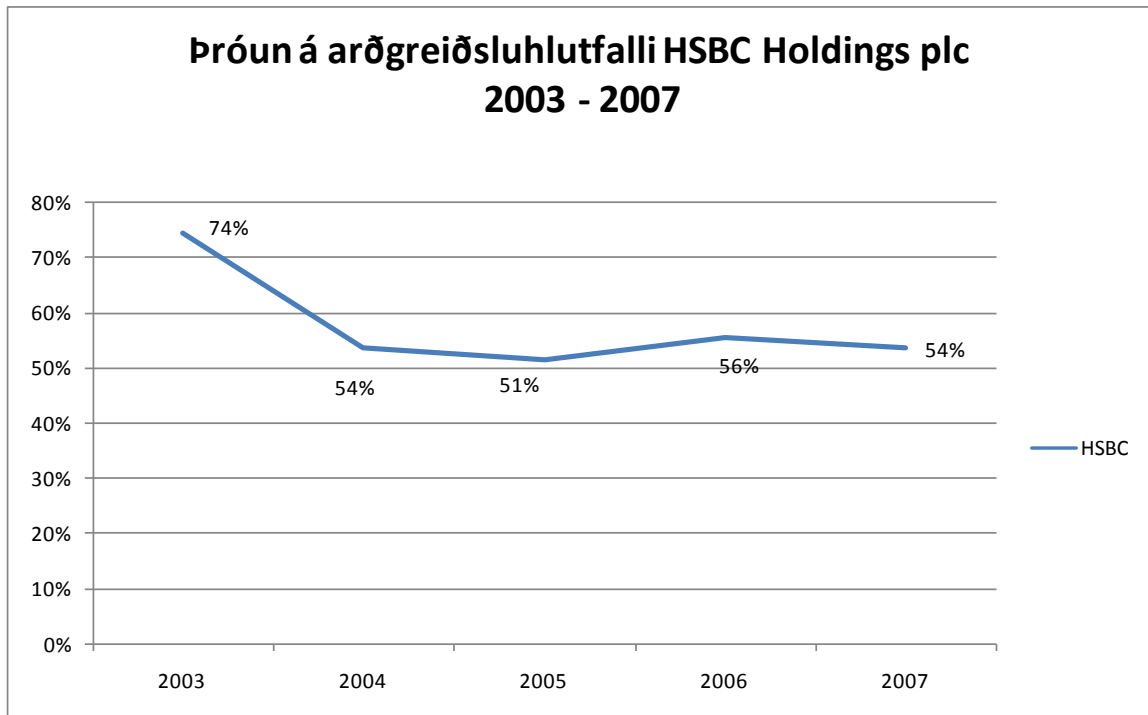


Mynd 18. HSBC Holdings plc, arður og hagnaður í bandaríkjadöllum.

Árið 2005 varð enn aukning á hagnaði HSBC en hagnaður bankans var 15 milljarðar dala og af hagnaðinum var greiddur út arður sem nam 7,7 milljörðum dala. Hagnaður HSBC nam 15,8 milljörðum dala árið 2006. Greiddur var út arður sem nam tæpum 8,8 milljörðum dala af hagnaði. Hagnaður HSBC nam 19,1 milljörðum dala árið 2007 og af hagnaði voru 10,2 milljarðar dala úthlutað sem arði.

### 7.6.1 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

HSBC hefur á undanförunum árum lagt áherslu á að greiða ásættanlegar arðgreiðslur og hefur það verið stefna fyrirtækisins að greiða um 50% af hagnaði eftir skatta í arð (HSBC, 2008). HSBC hefur fylgt arðgreiðslustefnunni vel eftir á undanförunum árum.



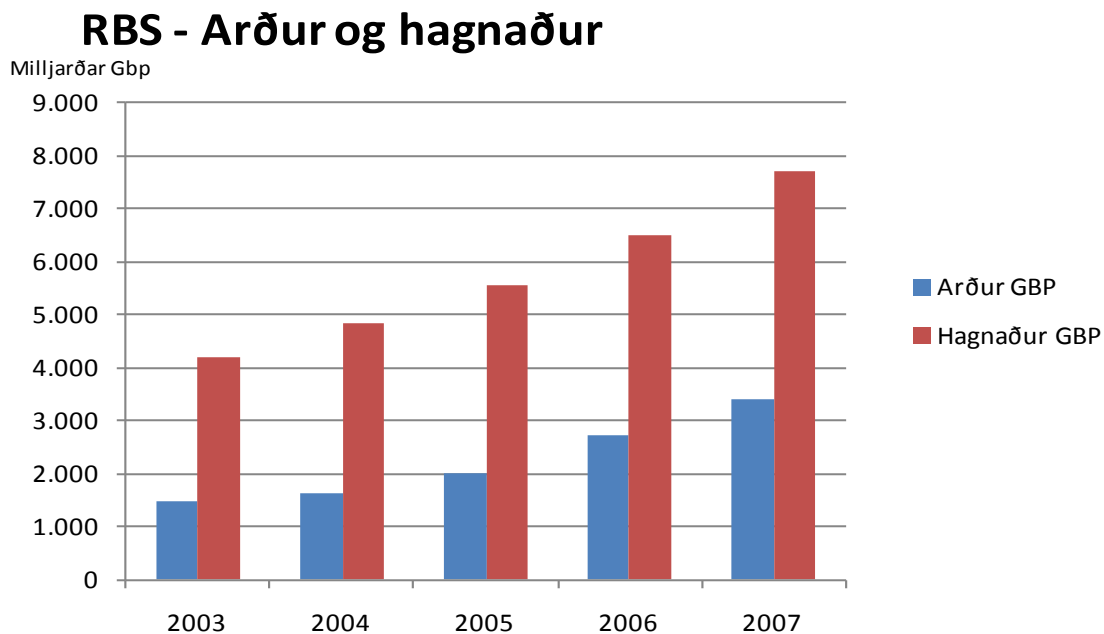
Mynd 19. HSBC Holding plc, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

Árið 2003 nam arðgreiðsluhlutfallið 74%, 54% árið 2004 og 51% árið 2005. Árið 2006 fór hlutfallið í 56% og í 54% árið 2007. HSBC greiddi því að meðaltali 58% í arð af hagnaði sínum á árunum 2003 til 2007 og nam staðalfrávikið 9%. Arðgreiðsluhlutfallið var því hærra en hjá norrænu bönkunum.

## 7.7 Royal Bank of Scotland (RBS)

RBS hefur verið starfrækt í Bretlandi síðan árið 1727. Samstæðan er með leiðandi stöðu á ýmsum mörkuðum, svo sem í fyrirtækjabankastarfsemi, alhliða fjármálaþjónustu, fjárfestingabankastarfsemi og bílatryggingum. RBS er einn stærsti aðilinn í fyrirtækjabankastarfsemi í Englandi, Wales og Skotlandi. RBS er með starfsemi í 53 löndum, meðal annars í Bandaríkjunum, Evrópu, Mið-Austurlöndum og Asíu. Í árslok 2007 voru starfsmenn RBS 226.400 talsins. Hagnaður RBS eftir skattar nam 7,7 milljörðum punda vegna rekstrarársins 2007 (RBS, 2008) sem samsvarar um 950 milljörðum íslenskra króna, miðað við miðgengi Seðlabanka Íslands þann 31. Desember 2007 (Seðlabanki Íslands, 2007).

### 7.7.1 Þróun á hagnaði RBS 2003 til 2007.



Mynd 20. RBS, arður og hagnaður í breskum pundum.

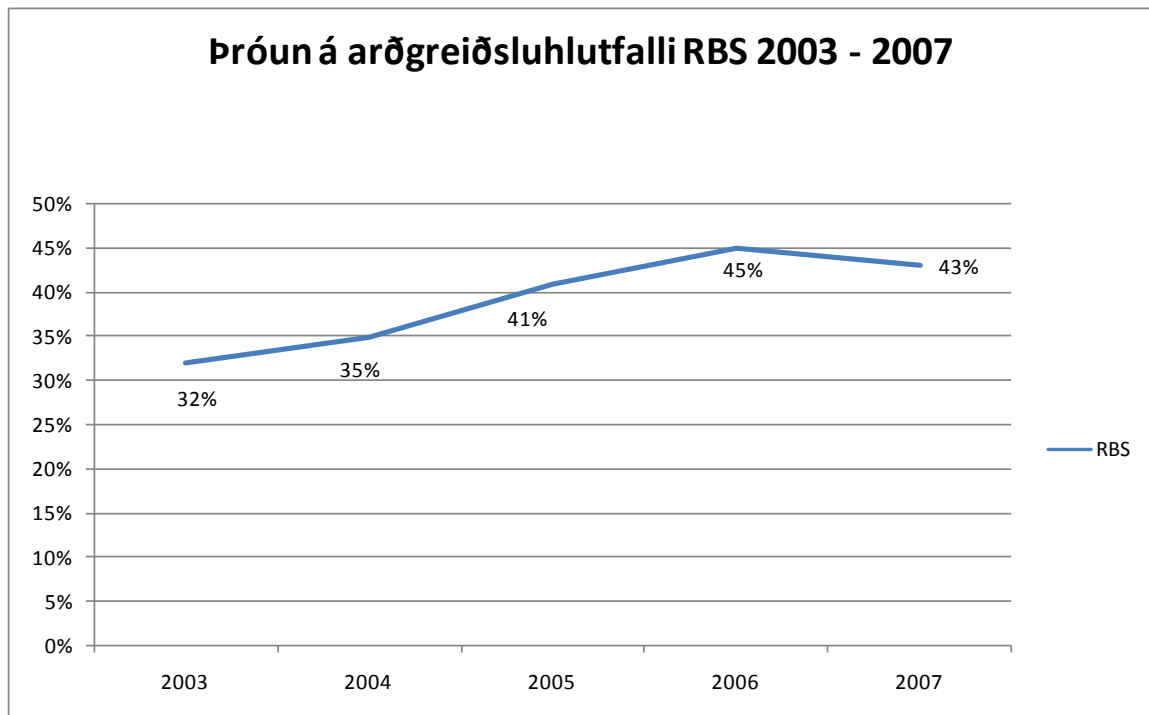
Hagnaður RBS nam 4,2 milljörðum punda árið 2003 og af honum var greiddur út arður er nam 1,5 milljörðum punda. Árið 2004 nam hagnaðurinn 4,9 milljörðum punda og af hagnaði var greiddur arður er nam 1,9 milljörðum punda. Hagnaður RBS nam 5,6



milljörðum punda árið 2005 og var greiddur út arður af honum sem nam 2 milljörðum punda. Enn jókst hagnaður RBS og árið 2006 nam hagnaðurinn tæpum 6,5 milljörðum punda og af hagnaðinum var 2,7 milljörðum punda úthlutað í arð. Árið 2007 náði hagnaður RBS hámarki hvað þessi ár varðar eða 7,7 milljörðum punda. Greiddur arður vegna hagnaðar ársins 2007 nam 3,4 milljörðum punda.

### 7.7.2 Arðgreiðslustefna 2003 til 2007.

Markmið RBS hefur verið að búa til virði fyrir hluthafa. Samkvæmt ársskýrslum bankans er einn af lykilmælikvörðum fyrirtækisins aukning á arðgreiðslum til hluthafa en arðgreiðslustefna RBS markast þó ekki af fyrirfram ákveðnum prósentum af hagnaði.



Mynd 21. RBS, þróun á arðgreiðsluhlutfalli.

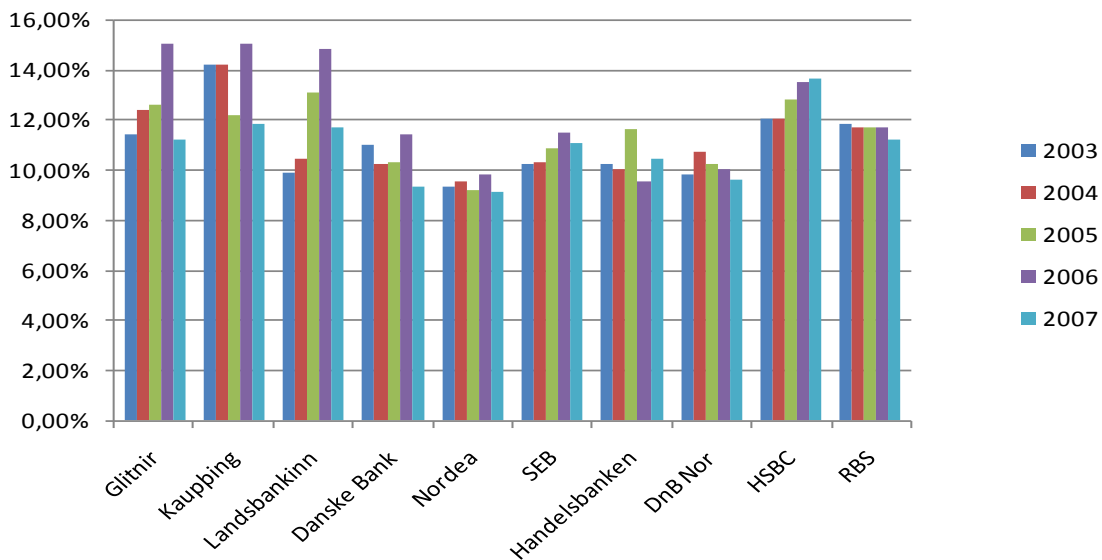
Árið 2003 var arðgreiðsluhlutfall bankans 32%, árið 2004 35% og 41% árið 2005. Arðgreiðsluhlutfallið var 45% árið 2006 og 43% árið 2007 (RBS, 2008). Að meðaltali greiddi RBS 39% af hagnaði sínum í arð á árunum 2003 til 2007 og nam staðalfrávikkið 5%.

## 8 Eigið fé bankanna og viðskiptavild

Fjárhagslegur styrkur fjármálafyrirtækja er gjarnan mældur út frá því hversu hátt eiginfjárlutfall (e. Cad ratio) er. Á árunum 2003 til 2007 viðhéldu íslensku bankarnir háu eiginfjárlutfalli. Árið 2007 var eiginfjárlutfall íslensku bankanna þriggja hærra en hjá öðrum norrænum bönkum. Slíkt var talið nauðsynlegt þar sem viðskiptamódel íslensku bankanna var ólíkt hinum norrænu bönkum þar sem lán til heimila vógu minna í rekstri þeirra en lán til fyrirtækja skipuðu aftur á móti stærri sess. Auk þess var markaðsáhætta íslensku bankanna talin meiri og því var það talið skynsamlegt út frá varfærnisjónarmiðum að íslensku bankarnir hefðu hærra eiginfjárlutfall en aðrir norrænir bankar (FME, 2008).

Í janúar 2008 stóðst eiginfjárstaða íslensku bankanna vel þau álagspróf sem lögð voru fyrir af Fjármálaeftirlitinu. Um er að ræða formlegt álagspróf þar sem gert var ráð fyrir að bankarnir yrðu fyrir harkalegu áfalli (FME, 2008).

### Eiginfjárlutföll bankanna á árunum 2003 til 2007



Mynd 22. Eiginfjárlutfall bankanna 2003 til 2007.

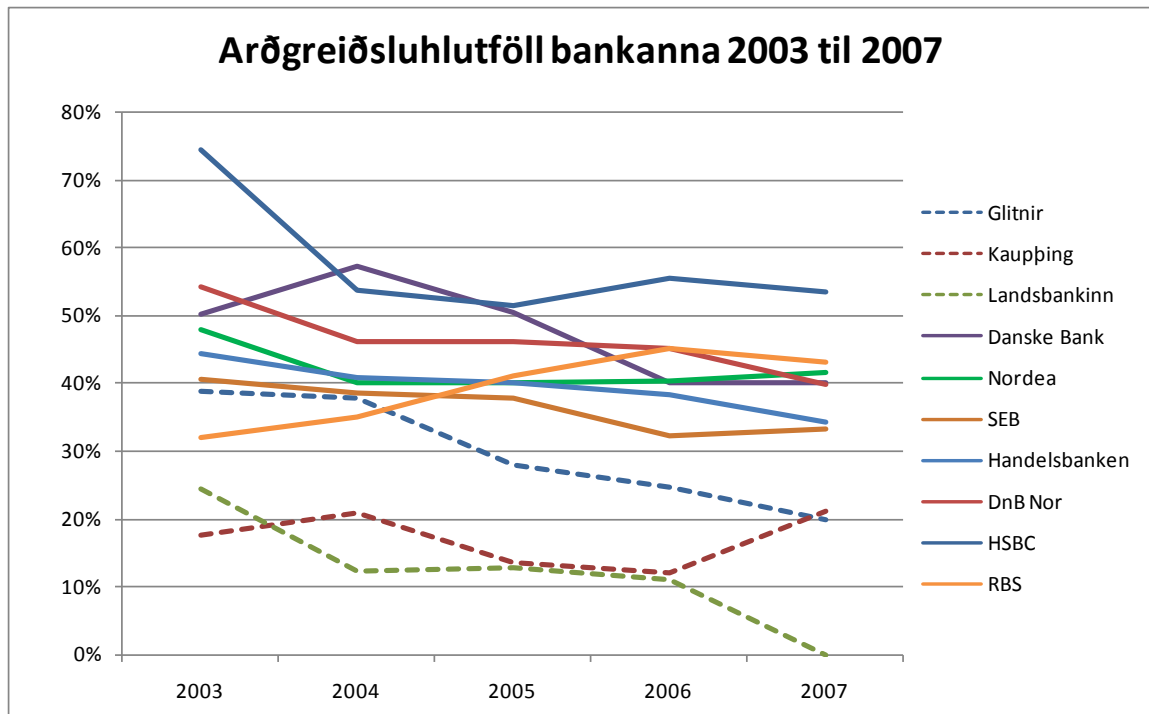
Þrátt fyrir sterkt eiginfjárlutfall bankanna spratt upp töluverð umræða á árinu 2008 um arðgreiðslur íslensku bankanna á þeim árum sem hér eru til umfjöllunar. Meðal annars

var mönnum tíðrætt um þá viðskiptavild sem bankarnir færðu á efnahagsreikning sinn á þessum árum. Viðskiptavild verður til þegar fyrirtæki er selt í heilu lagi. Við slíkar aðstæður þá er verðið sem fæst fyrir viðkomandi fyrirtæki oft hærra en verð sem fengist hefði við sölu einstakra eigna. Viðskiptavildin sem slík er mismunur á kaupverði fyrirtækisins og verðmæti allra efnislegra eigna þess að viðbættum skilgreindum óefnislegum eignum (RSK, 1998). Fyrirtækjakaup íslenskra banka eru ekki rakin í þessari rannsókn en viðskiptavild íslensku bankanna þriggja hækkaði úr tæpum 19 milljörðum króna árið 2003 í 123 milljarða árið 2007. Eigið fé bankanna hækkaði frá árinu 2003 úr rúmum 97 milljörðum upp í rúma 706 milljarða króna árið 2007. Árið 2003 nam eigið fé Glitnis 29,5 milljörðum króna en í árslok 2007 nam eigið fé bankans tæpum 170 milljörðum króna (Glitnir, 2003 og 2007). Í árslok 2003 nam eigið fé Kaupþings tæpum 46 milljörðum króna. Í árslok 2007 nam eigið fé bankans 356,4 milljörðum króna (Kaupþing, 2003 og 2007). Eigið fé Landsbankans nam 22,3 milljörðum í árslok 2003 en í lok árs 2007 var eigið fé bankans 180 milljarðar króna (Landsbankinn, 2003 og 2007). Eigið fé bankanna hækkaði því mjög mikið á þessum árum samfara vexti og sókn á nýja markaði. Samkvæmt ársskýrslum þeirra banka sem til skoðunar eru hér þá var hlutfall viðskiptavildar af eigin fé íslensku bankanna að meðaltali 22,1% hjá Glitni, 19,0% hjá Kaupþingi og 7,6% hjá Landsbankanum. Hjá hinum erlendu bönkum var viðskiptavild sem hlutfall af eigin fé að meðaltali 7,3% hjá Danske Bank, 15,3% hjá Nordea, 19,5% hjá SEB, 14,4% hjá Handelsbanken, 10,4% hjá DnB Nor, 29,1% hjá HSBC og 48,3% hjá RBS. (Ársskýrslur bankanna, 2003 – 2007). Af þessum tölum má sjá að viðskiptavild íslensku bankanna sem hlutfall af eigin fé var ekki óeðlilega há miðað við það sem tíðkaðist hjá hinum erlendu bönkum sem hér eru til samanburðar. Bresku bankarnir voru með hæsta meðaltalið eins og sjá má á tölunum hér að ofan. Þó hafa sumir, meðal annars viðskiptaráðherra, sett spurningarmerki við eigið fé íslensku bankanna. Á blaðamannafundi þann 25. mars 2009 lét Gylfi Magnússon, viðskiptaráðherra hafa eftir sér að augljóst væri að eitt af því sem gerðist í falli íslensku bankanna var að eigið fé var búið til með því að breyta lánsfé í eigið fé með því að lána til hlutabréfakaupa auk þess sem eigið fé var búið til á pappírnum með því að kaupa eignir á yfirverði og færa muninn sem viðskiptavild (Fréttablaðið, 2009).

Í fréttaskýringu um arðgreiðslur fjármálafyrirtækja lét Gylfi Magnússon viðskiptaráðherra hafa eftir sér að svo virðist sem eigið fé bankanna hafi sífellt verið hækkað í viðskiptum þar sem eignir hafi verið seldar á milli aðila á sífellt hærra verði. Með þeim hætti hafi fyrirtækjum verið kleift að greiða út arð. Hvað arðgreiðslur varðar þá sé einnig engin ein þumalputtaregla um hvað teljist eðlilegar arðgreiðslur sem hlutfall af hagnaði. Slíkt þurfi að meta hjá hverju fyrirtæki fyrir sig (Fréttablaðið, 2009). Í sömu fréttaskýringu er rætt við Vilhjálm Bjarnason, framkvæmdastjóra Samtaka fjárfesta sem telur það vera einkennilegt að gagnrýna fyrirtæki fyrir að greiða hluthöfum sínum arð. Slíkt sé forsenda þess að hluthafar vilji eiga hlut í fyrirtæki. Þá sé ekki hægt að álykta út frá því hversu mikið hlutfall af hagnaði fyrirtækja er greiddur í formi arðs til hluthafa sinna. Arðgreiðslur séu alltaf matsatriði og meta þurfi í hverju tilviki fyrir sig hvort fyrirtæki eigi að greiða lágan arð, háan arð eða jafnvel engan arð og nýta hagnaðinn til frekari vaxtar og fjárfestinga (Fréttablaðið, 2009).

## 9 Greining á gögnum og helstu niðurstöður

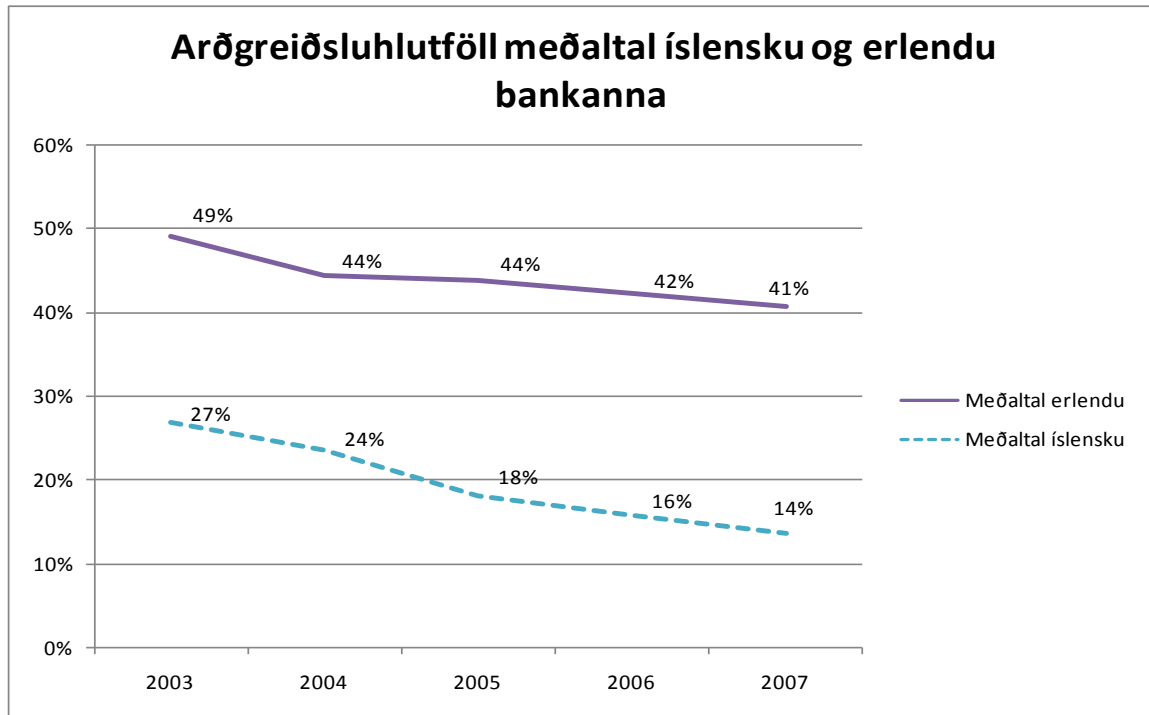
Sú rannsókn sem hér hefur verið gerð á arðgreiðsluhlutföllum Glitnis, Landsbankans og Kaupþings á árunum 2003 til 2007 og samanburður við erlenda banka leiðir í ljós að það hlutfall af hagnaði sem greitt hefur verið í arð hér á landi hefur verið lægra en hjá bönkum á Norðurlöndunum og í Bretlandi eins og sjá má á línuritinu hér að neðan. Þróun á arðgreiðsluhlutföllum íslensku bankanna er sýnd með brotinni línu til aðgreiningar.



Mynd 23. Arðgreiðsluhlutföll bankanna 2003 til 2007.

Íslensku bankarnir voru með lágstu arðgreiðsluhlutföllin á þessum tíma og það er í raun eingöngu á árunum 2003 og 2004 sem arðgreiðsluhlutfall Glitnis er í samræmi við það sem tíðkaðist á Norðurlöndunum og í Bretlandi. Arðgreiðsluhlutfall þeirra norrænu banka sem til skoðunar eiga það sameiginlegt að sveiflast mest í kringum 40% til 50% á þessum árum. Arðgreiðsluhlutfall annarra norrænna banka helst nokkuð stöðugt. Hvað banka með höfuðstöðvar í Bretlandi varðar þá var HSBC með tæplega helmingi herra arðgreiðsluhlutfall en RBS bankinn árið 2003. Bilið á milli bankanna minnkaði töluvert á árunum 2004 og 2005. Áhugavert er að sjá hvernig arðgreiðsluhlutföllin þróuðust á

árunum 2003 og 2007. Þrátt fyrir að arðgreiðsluhlutfall erlendu bankanna sé hærra á þessum árum þá virðist þróunin vera mjög svipuð hvað arðgreiðslur bankanna varðar að meðaltali.



Mynd 24. Arðgreiðsluhlutföll, meðaltal íslensku og erlendu bankanna.

Líkt og sjá má á línuritinu hér að ofan þá var arðgreiðsluhlutfall erlendu bankanna að meðaltali 49% en 27% hjá íslensku bönkunum árið 2003. Árið 2004 var arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna 24% að meðaltali miðað við 44% hjá erlendu bönkunum. Árið 2005 féll meðaltal íslensku bankanna niður í 18% en það ár lækkaði arðgreiðsluhlutfall allra íslensku bankanna og meðaltal þeirra erlendu var 44%. Árið 2006 reyndist arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna vera 16% að meðaltali á móti 42% hinna erlendu. Á síðasta árinu sem til skoðunar var reyndist arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna vera 14% að meðaltali en þeirra erlendu 41%. Að meðaltali hefur arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna því verið lægra en þeirra erlendu. Að meðaltali nam arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna því verið lægra en þeirra erlendu. Að meðaltali nam arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna 20% (staðalfrávik 6%) á árunum 2003 til 2007 en meðaltal erlendu bankanna var 44% (staðalfrávik 3%).

|               | 2003                   | 2004                   | 2005                   | 2006                   | 2007                   |
|---------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Glitnir       | Um 40% af hagnaði      | Um 40% af hagnaði      | 20% til 40% af hagnaði | 20% til 40% af hagnaði | 20% til 40% af hagnaði |
| Kaupþing      | 10% til 30% af hagnaði | 10% til 30% af hagnaði | 10% til 30% af hagnaði | 10% til 30% af hagnaði | 10% til 30% af hagnaði |
| Landsbankinn  | 30% til 50% af hagnaði | Varfærin               | Varfærin               | Varfærin               | Varfærin               |
| Danske Bank   | 50% af hagnaði         | 50% af hagnaði         | 30% til 50% af hagnaði | 30% til 50% af hagnaði | 30% til 50% af hagnaði |
| Nordea        | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      |
| SEB           | Um 40% af hagnaði      | um 40% af hagnaði      | um 40% af hagnaði      | um 40% af hagnaði      | um 40% af hagnaði      |
| Handelsbanken | Samkeppnishæf          | Samkeppnishæf          | Samkeppnishæf          | Samkeppnishæf          | Samkeppnishæf          |
| DnB Nor       | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      | Um 50% af hagnaði      |
| HSBC          | um 50% af hagnaði      | um 50% af hagnaði      | um 50% af hagnaði      | um 50% af hagnaði      | um 50% af hagnaði      |
| RBS           | Ekki fyrirfram ákveðin | Ekki fyrirfram ákveðin | Ekki fyrirfram ákveðin | Ekki fyrirfram ákveðin | Ekki fyrirfram ákveðin |

Tafla 1. Þróun á arðgreiðslustefnu 2003 til 2007.

Hvað yfirlýstar arðgreiðslustefnur bankanna varðar þá er fróðlegt að skoða hvernig þær hafa þróast á árunum 2003 til 2007. Almennt hafa bankarnir ekki breytt arðgreiðslustefnu sinni mikið á þessum árum. Glitnir gerði breytingu á sinni arðgreiðslustefnu árið 2005 er ákveðið var að greiða um 20% til 40% af hagnaði í arð í stað um 40% áður. Kaupþing var með sömu arðgreiðslustefnu á þessum árum, að greiða 10% til 30% af hagnaði í arð. Árið 2003 var arðgreiðslustefna Landsbankans sú að greiða 30% til 50% í arð. Eftir það ár kemur ekki skýrt fram í ársreikningum bankans og kynningargögnum hver arðgreiðslustefna bankans sé, fyrir utan það að hún skuli vera varfærin. Stefna Landsbankans á þessum árum fólst í að vera varfærin í arðgreiðslum og stór hluti tekna fór í að styrkja eiginfjárstöðu og leggja grunn að frekari vexti. Sú stefna hélst óbreytt og að undirlagi bankaráðs tóku arðgreiðslur mið af afkomu, eiginfjárstöðu bankans og vaxtarmöguleikum hans. Danske Bank gerði breytingar á arðgreiðslustefnu sinni árið 2005. Fyrir þann tíma var yfirlýst stefna bankans að greiða 50% af hagnaði í arð. Við breytinguna árið 2005 varð stefnan sú að greiða 30% til 50% af hagnaði í arð. Nordea gerði enga breytingu á sinni arðgreiðslustefnu á þessum árum og hélst stefnan því óbreytt sem var að greiða um 50% af hagnaði sínum í arð. Það sama á við um SEB sem hafði þá yfirlýstu stefnu á árunum 2003 til 2007 að greiða um 40% af hagnaði sínum í arð. Stefna Handelsbanken var að greiða samkeppnishæfar arðgreiðslur miðað við aðra norræna banka og hélst sú stefna óbreytt á árunum 2003 til 2007. Stefna DnB Nor var að greiða um 50% af hagnaði í arð og hélst sú stefna óbreytt á umræddum árum. Bresku bankarnir HSBC og RBS héldu yfirlýstum arðgreiðslustefnum sínum óbreyttum á árunum 2003 til 2007. Stefna HSBC var að greiða um 50% af hagnaði sínum í arð. Stefna RBS var að

greiða arð en stefnan fól þó ekki í sér fyrirfram ákveðna prósentu af hagnaði (Ársskýrslur bankanna, 2003 til 2007).

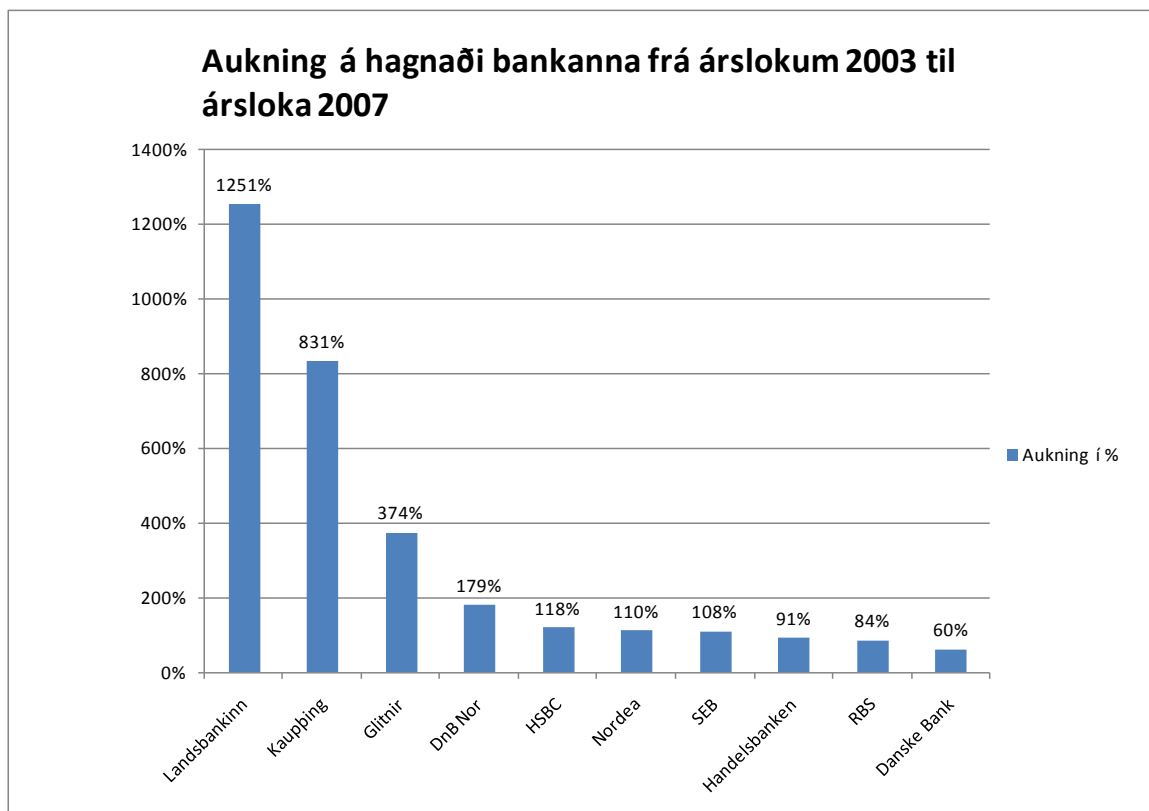
Af þessu má sjá að þeir bankar sem hér eru til umfjöllunar hafa ekki gert miklar breytingar á arðgreiðslustefnum sínum á árunum 2003 til 2007. Hvað Landsbanka Íslands varðar þá var yfirlýst arðgreiðslustefna Landsbankans varfærin en þó lagði stjórn bankans ávallt til aukningu á arðgreiðslu sem hlutfall af nafnvirði hlutafjár líkt og sjá má í umfjöllun um Landsbankann.

Arðgreiðslustefnur bankanna sem hér hafa verið til skoðunar hafa haldist nokkuð stöðugar sem bendir til þess að stjórnendur bankanna reyni eftir fremsta megni að forðast að gera miklar breytingar á yfirlýstri arðgreiðslustefnu.



## 9.1 Vöxtur íslensku bankanna

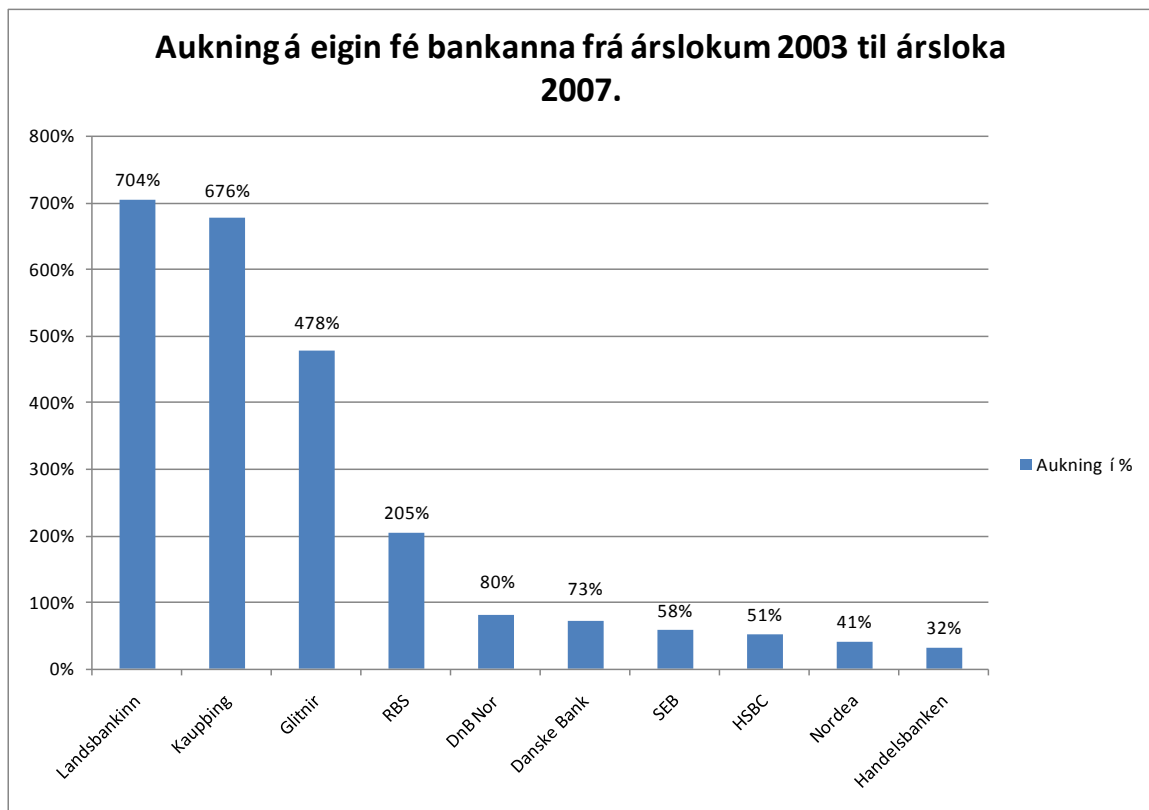
Hagnaður íslensku bankanna hefur aukist mikið á undanförunum árum. Í greinargerð sem kynnt var þann 7. nóvember árið 2006 á stofnfundi samtaka fjármálafyrirtækjakom kom fram að íslenskir bankar hefðu vaxið hraðar en aðrir bankar. Hvað útrás bankanna varðaði þá höfðu þeir komið sér upp starfsstöðvum í flestum löndum Vestur-Evrópu og keypt erlenda banka og verðbréfafyrirtæki. Allar helstu tölur úr rekstri og úr efnahag bankanna höfðu margfaldast, eigið fé aukist og hagnaður aukist (Ólafur Ísleifsson, 2006). Í súluritinu hér að neðan má sjá þá miklu breytingu sem varð á hagnaði bankanna frá árslokum 2003 til ársloka 2007 og eru upplýsingarnar unnar upp úr ársskýrslum bankanna og úr töflum í viðauka 10.2. Hagnaður íslensku bankanna jókst mest frá árinu 2003 til 2007. Hagnaður Landsbankans jókst um 1251%, Kaupþings um 831% og Glitnis um 374%. Sá erlendi banki sem jók hagnað sinn hvað mest var DnB Nor, 179%. Það er einnig áhugavert að hagnaður íslensku bankanna lækkaði árið 2007 frá því sem hann var árið 2006.



Mynd 25. Aukning á hagnaði bankanna í % frá árslokum 2003 til ársloka 2007.

## 9.2 Þróun á eigin fé bankanna.

Eigið fé íslensku bankanna jókst einnig mikið á árunum 2003 til 2007. Aukningin var hvað mest hjá Landsbankanum eða 704%. Næstur kom Kaupþing þar sem aukningin nam 676%. Aukning eigin fjár hjá Landsbankanum nam 478% frá árslokum 2003 til ársloka 2007. Hvað erlendu bankanna varðar þá hækkaði eigið fé RBS hvað mest og nam aukningin 205%. Eigið fé RBS hækkaði mikið árið 2007 vegna yfirtöku RBS á ABN AMRO. Sé litið til eigin fjár RBS í árslok 2006 þá var 52% aukning á eigin fé bankans frá árslokum 2003 þannig að eigið fé hækkaði mikið með yfirtökunni. Eigið fé annarra erlendra banka hefur ekki aukist nærri því eins mikið og hjá íslensku bönkunum og sem dæmi má nefna að eigið fé DnB Nor jókst um 80% frá árslokum 2003 til 2007. Eigið fé annarra banka jókst minna frá árslokum 2003 til 2007 eins og sjá má hér að neðan.



Mynd 26. Aukning á eigin fé bankanna frá árslokum 2003 til ársloka 2007.

### **9.3 Tenging við fræðin**

Við upphaf rannsóknarinnar aflaði höfundur sér heimilda úr hinum ýmsu fræðibókum og fræðigreinum sem hann taldi að nýtast myndu sem gott innlegg í umræðu um arðgreiðslur og arðgreiðslustefnur. Auk þess aflaði höfundur sér upplýsinga um íslensku bankanna og hóf að kanna hvaða bankar gætu komið til greina til samanburðar við þá íslensku. Höfundur leitaði upplýsinga í ársreikningum íslensku bankanna, sem höfðu þá nýlega verið þjóðnýttir af íslenska ríkinu, um arðgreiðslustefnur þeirra, hagnað og arðgreiðslur á árunum 2003 til 2007. Að því loknu tók við vinna við að finna banka til þess að bera saman við þá íslensku. Niðurstaðan var sú hvað norræna banka varðar að styðjast að miklu leyti við skýrslu samkeppniseftirlita á Norðurlöndunum sem höfðu nýlega unnið skýrslu um samkeppni á bankamarkaði á Norðurlöndunum. Þegar fimm bankar höfðu verið valdir hófst val á breskum bönkum og voru tveir breskir bankar valdir. Ætlunin var ávallt að vera með samtals tíu banka til samanburðar að þeim íslensku meðtöldum.

Höfundur skoðaði ársreikninga og heimasíður allra bankanna vel og vann úr upplýsingum sem þar mátti finna. Íslensku bankarnir þrír sem til skoðunar voru fylgdu allir sinni arðgreiðslustefnu þótt þær væru misjafnar eftir bönkum og greiddu þeir nær undantekningalaust út arð til hluthafa sinna ef frá er talin ákvörðun Landsbankans að greiða ekki út arð vegna hagnaðar rekstrarársins 2007.

### **9.4 Niðurstöður – tenging við rannsóknarspurningu**

Helstu niðurstöður rannsóknarinnar eru þær að arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna, það er að segja það hlutfall hagnaðar sem greitt var til hluthafa í formi arðs, á árunum 2003 til og með 2007 var lægra hjá íslensku bönkunum en hjá hinum norrænu og bresku bönkum sem til skoðunar voru. Arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna var að meðaltali 20% á árunum 2003 til 2007 en á sama tímabil var arðgreiðsluhlutfall þeirra erlendu banka sem til skoðunar voru 44%. Arðgreiðsluhlutfall annarra norrænna banka var 42% og að meðaltali nam arðgreiðsluhlutfall bresku bankanna tveggja 48%. Sé litið á einstaka banka þá voru arðgreiðsluhlutföllin að meðaltali eins og hér segir; Danske Bank 48%, DnB Nor 46%, Handelsbanken 34%, Nordea 42% og SEB 37%. Arðgreiðsluhlutfall breska

bankans HSBC var 58% að meðaltali og RBS 39% að meðaltali. Glitnir greiddi út að meðaltali 30% af hagnaði sínum í arð, Kaupþing 17% og Landsbankinn 12%.

Það ber þó að hafa í huga að erlendu bankarnir eru sumir hverjir stærri heldur en þeir íslensku og starfa jafnvel í mun fleiri löndum en þeir íslensku. Banki eins og HSBC er þroskaðra fyrirtæki en íslensku bankarnir auk þess sem HSBC starfar út um allan heim og hefur gert til margra ára. Eitt af einkennum þroskaðra fyrirtækja er að þau greiða gjarnan út háar og stöðugar arðgreiðslur þar sem vaxtarmöguleikum slíkra fyrirtækja hefur fækkað. Aftur á móti eru íslensku bankarnir frekar ung fyrirtæki sem nýlega hafa hlotið frelsi og hafa því á þessum árum verið í miklum vexti og sótt á nýja markaði, jafnvel með kaupum á erlendum félögum eða stofnun nýrra útibúa erlendis. Fyrirtæki í slíkum vexti þurfa gjarnan að nota hluta af hagnaði sínum til endurfjárfestingar, til þess að fjármagna frekari vöxt og ráðast í fjárfestingar sem líklegar eru til þess að skila hluthöfum auknum arði í framtíðinni.

Niðurstaða þessarar rannsóknar er sú að það hlutfall af hagnaði sem greitt var í venjulegan arð (e. Ordinary dividends) á árunum 2003 til 2007 var lægra hjá íslensku bönkunum en hjá þeim erlendu bönkum sem til samanburðar voru.

Mikill vöxtur og útrás íslensku bankanna á erlenda markaði kann að skýra lágt arðgreiðsluhlutfall hér á landi. Höfundur skoðaði einnig hvort hluthafar í þeim bönkum sem hér voru til skoðunar hafi haft val um það hvort þeir fengu arð sinn greiddan í formi hlutabréfa en ekki í formi peninga. Niðurstaðan var sú að samkvæmt ársreikningum bankanna voru það einungis hluthafar Glitnis sem höfðu slíkt val. Engar vísbendingar um slíkt mátti finna í ársreikningum hinna íslensku bankanna en þó ber að geta þess að hluthafar Kaupþings fengu óreglulega arðgreiðslu (e. Extra ordinary dividend) er nam 18,3 milljörðum króna í formi hlutabréfa í Exista árið 2006. Við skoðun á ársreikningum erlendu bankanna var ekkert sem benti til þess að hluthafar í þeim bönkum hefðu haft slíkt val um að fá arð sinn í formi hlutabréfa frekar en peninga. Því virðist lágt arðgreiðsluhlutfall ekki skýrast af því að íslensku bankarnir, aðrir en Glitnir, hafi gefið hluthöfum sínum kost á að fá hlutabréf sem hluta af arðgreiðslu.

Þegar hluthöfum býðst að fá hluta þeirra arðgreiðslu sem lagt er til að verði greidd í formi hlutafjár verður að telja slíkt sem venjulega arðgreiðslu (e. Ordinary dividend). Útgáfa jöfnunarhlutabréfa í íslensku bönkunum tíðkuðust ekki á árunum 2003 til 2007 en slík tillaga var þó lögð fram á aðalfundi Landsbankans árið 2008. Skýringuna á lágu arðgreiðsluhlutfalli íslensku bankanna er því ekki að finna í útgáfu jöfnunarhlutabréfa.

Rannsóknarspurning sú sem leitast var við að svara hljóðaði á þessa leið:

Voru arðgreiðsluhlutföll (e. Payout ratio) Glitnis, Kaupþings og Landsbankans á árunum 2003 til 2007 hærri en arðgreiðsluhlutföll hjá völdum bönkum á Norðurlöndunum og í Bretlandi ?

Rannsóknarspurningunni er svarað neitandi. Arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna voru lægri en hjá erlendu bönkunum. Samkvæmt þeim gögnum sem skoðuð hafa verið við rannsókn þessa er helsta skýringin sú að íslensku bankarnir voru í miklum vexti á þeim árum sem voru til skoðunar. Samanburður á hagnaðaraukningu og aukningu á eigin fé benda til þess að íslensku bankarnir hafi kosið að nýta stærri hluta hagnaðar til frekari vaxtar heldur en hinir erlendu bankar sem til samanburðar voru.

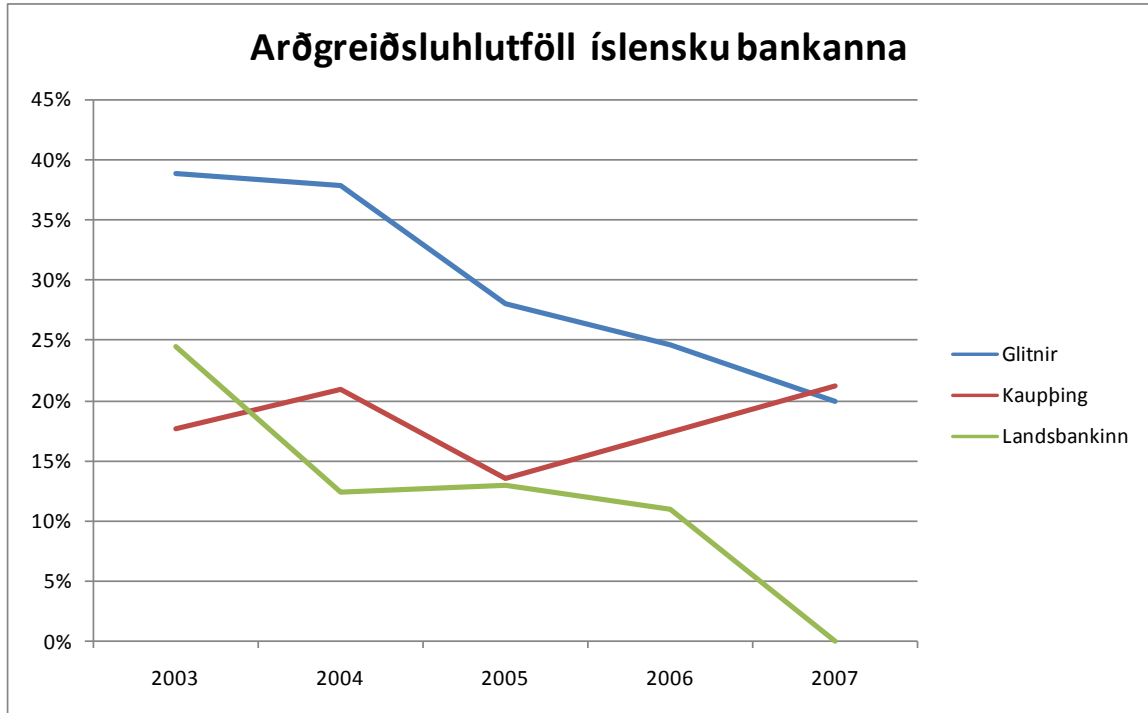
## 9.5 Anmarkar rannsóknarinnar

Við rannsóknina var leitast við bera arðgreiðsluhlutfall íslensku bankanna saman við arðgreiðsluhlutföll banka er starfa á Norðurlöndunum og í Bretlandi. Við val á bönkum til samanburðar voru valdir stærstu bankar í Danmörku, Noregi og Svíþjóð og voru þeir valdir eftir skýrslu sem þær stofnanir er sinna samkeppniseftirliti á Norðurlöndunum unnu. Fimm bankar komu til skoðunar á þeim Norðurlöndum sem tiltekin voru hér að ofan, tveir í hverju landi. Einn banki, Nordea var með mesta markaðshlutdeild í Danmörku og með aðra stærstu markaðshlutdeildina í Noregi. Því eru Norrænu bankarnir fimm en ekki sex. Við val á erlendum bönkum til skoðunar valdi rannsakandi banka sem starfa á þeim mörkuðum sem íslensku bankarnir starfa á. Samtals er um sjö erlenda banka að ræða. Rannsóknin hefur þó takmarkað alhæfingargildi þar sem hún einskorðast við valda erlenda banka og niðurstöður rannsóknarinnar endurspeglar því aðeins brot af þeim fjölmörgu bönkum sem starfræktir eru í þessum löndum. Rannsóknin ætti þó að gefa upp ákveðna mynda af því hvernig arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna voru í samanburði við erlenda banka. Þess ber að geta að í ársreikningi Kaupþings Banka árið 2006 eru nefndir tíu helstu samkeppnisaðilar Kaupþings Banka á norræna bankamarkaðinum. Af átta norrænum samkeppnisaðilum, eru þeir fimm norrænu bankar sem hér eru skoðaðir taldir til helstu samkeppnisaðila íslensku bankanna (Kaupþing, 2006).

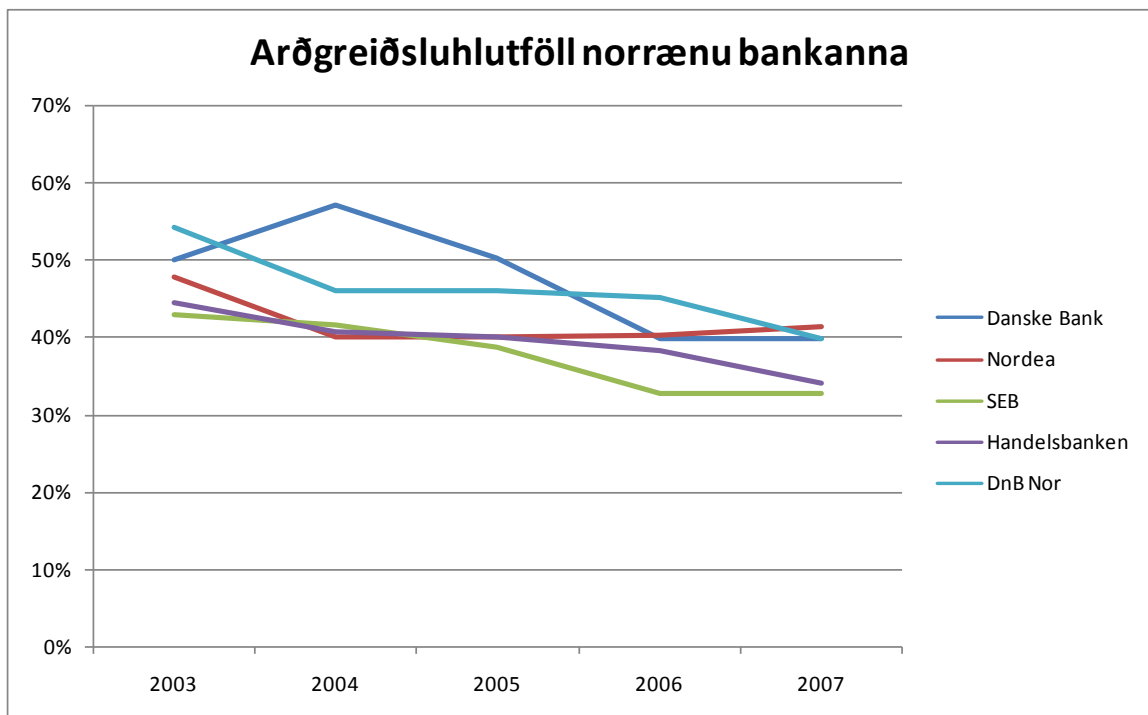
## 10 Viðaukar

Í viðauka hafa arðgreiðsluhlutföll bankanna verið sett upp í línurit sem sýna þróun á arðgreiðsluhlutföllum bankanna á árunum 2003 til 2007 eftir löndum. Einnig má hér finna upplýsingar um þróun á hagnaði og arðgreiðslum bankanna í þeirri mynt sem þeir gera upp í. Þær upphæðir eru einnig umreiknaðar í íslenskar krónur. Við umreikning er notast við miðgengi Seðlabanka Íslands í árslok hvers árs fyrir sig. Í einhverjum tilvikum getur slíkur umreikningur haft þau áhrif að tekjur erlendra banka lækka á milli ára í íslenskum krónum talið þó að þær hækki í erlendum gjaldmiðlum. Þau tilfelli eru þó ekki mörg.

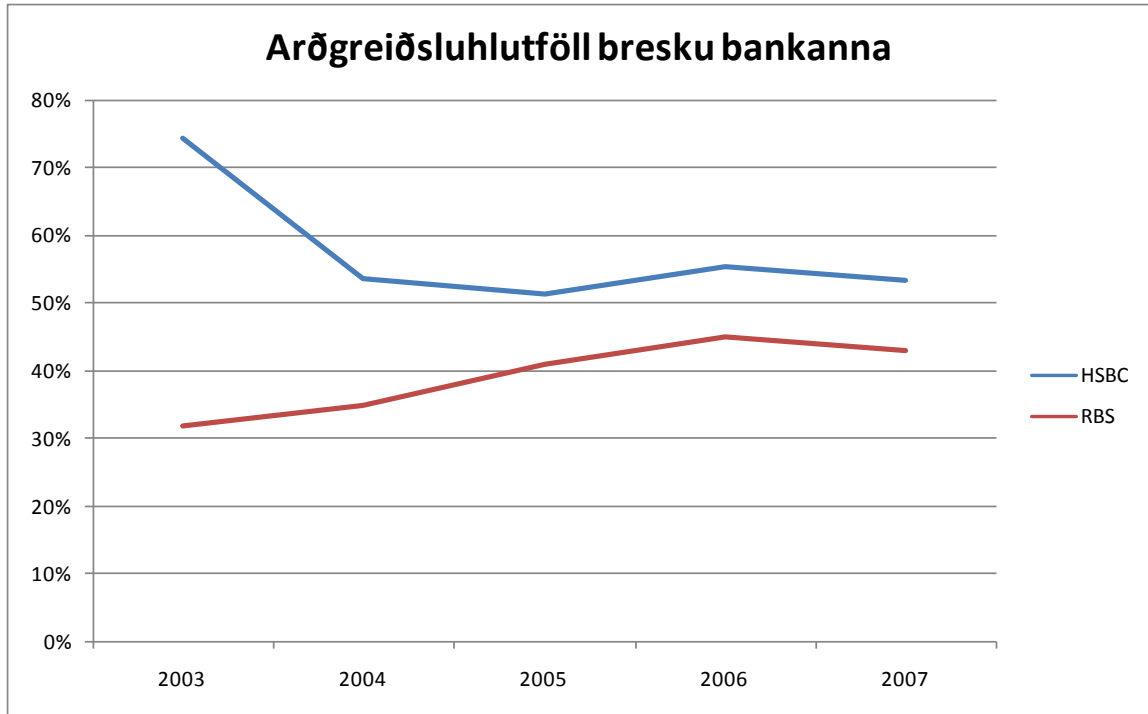
## 10.1 Þróun á arðgreiðsluhlutfalli bankanna



Mynd 27. Arðgreiðsluhlutföll íslensku bankanna.



Mynd 28. Arðgreiðsluhlutföll norrænu bankanna.



Mynd 29. Arðgreiðsluhlutföll bresku bankanna.



## 10.2 Þróun á arði og hagnaði bankanna

Við skoðun á hagnaði erlendu bankana eru hagnaður og arðgreiðslur umreiknaðar í íslenskar krónur á miðgengi Seðlabanka Íslands fyrir viðkomandi mynt í lok hvers árs fyrir sig og upplýsingarnar settar upp í töflu, samanber töflu 2 hér að neðan.

Þess ber þó að geta að sveiflur geta verið á gengi krónunnar. Í töflunum má sjá upphæð greidds arðs á hverju ári fyrir sig og hagnað í þeirri mynt sem ársreikningar eru gerðir upp í. Auk þess má sjá upphæðir arðgreiðslna og hagnaðar á hverju ári fyrir sig í íslenskum krónum samkvæmt fyrrgreindri aðferð, að miða við miðgengi Seðlabanka Íslands í lok hvers árs fyrir sig.

| <b>Danske Bank - DKR*ÍKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður DKR                          | 4.661       | 5.277       | 6.383       | 5.416       | 5.940       |
| Arður ÍKR 31/12                    | 56.193      | 59.234      | 63.919      | 68.713      | 72.646      |
| Hagnaður DKR                       | 9.286       | 9.226       | 12.685      | 13.545      | 14.870      |
| Hagnaður ÍKR 31/12                 | 111.952     | 103.562     | 127.028     | 171.845     | 181.860     |

Tafla 2. Þróun á hagnaði Danske Bank

| <b>DnbNor Group - NOK*ÍKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður NOK                           | 2.919       | 3.415       | 3.410       | 4.680       | 5.336       |
| Arður ÍKR 31/12                     | 31.190      | 34.611      | 31.863      | 53.600      | 61.055      |
| Hagnaður NOK                        | 5.378       | 7.388       | 10.144      | 11.808      | 15.022      |
| Hagnaður ÍKR 31/12                  | 57.464      | 74.877      | 94.786      | 135.237     | 171.882     |

Tafla 3. Þróun á hagnaði DnbNor Group

| <b>Nordea - EUR*ÍKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður EUR                     | 712         | 766         | 908         | 1.271       | 1.297       |
| Arður ÍKR 31/12               | 63.909      | 63.861      | 67.828      | 120.249     | 118.260     |
| Hagnaður EUR                  | 1.490       | 1.914       | 2.269       | 3.153       | 3.130       |
| Hagnaður ÍKR 31/12            | 133.742     | 159.570     | 169.494     | 298.305     | 285.393     |

Tafla 4. Þróun á hagnaði Nordea

| <b>SEB - SEK*IKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður SEK                  | 2.666       | 2.849       | 3.189       | 4.079       | 4.541       |
| Arður ÍKR 31/12            | 26.364      | 26.376      | 25.337      | 42.609      | 43.980      |
| Hagnaður SEK               | 6.562       | 7.382       | 8.421       | 12.623      | 13.642      |
| Hagnaður ÍKR 31/12         | 64.892      | 68.343      | 66.905      | 131.860     | 132.123     |

Tafla 5. Þróun á hagnaði SEB

| <b>Handelsbanken - SEK*IKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður SEK                            | 3.602       | 4.018       | 4.543       | 5.022       | 5.299       |
| Arður ÍKR 31/12                      | 35.620      | 37.199      | 36.094      | 52.460      | 51.321      |
| Hagnaður SEK                         | 8.116       | 9.860       | 11.354      | 13.128      | 15.508      |
| Hagnaður ÍKR 31/12                   | 80.259      | 91.284      | 90.208      | 137.135     | 150.195     |

Tafla 6. Þróun á hagnaði Handelsbanken

| <b>HSBC - USD*IKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður USD                   | 6.532       | 6.932       | 7.750       | 8.769       | 10.241      |
| Arður ÍKR 31/12             | 464.817     | 424.169     | 489.258     | 629.877     | 634.942     |
| Hagnaður USD                | 8.774       | 12.918      | 15.081      | 15.789      | 19.133      |
| Hagnaður ÍKR 31/12          | 624.358     | 790.452     | 952.064     | 1.134.124   | 1.186.246   |

Tafla 7. Þróun á hagnaði HSBC Holdings

| <b>RBS - GBP*IKR 31/12</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Arður GBP                  | 1.490       | 1.635       | 2.007       | 2.727       | 3.411       |
| Arður ÍKR 31/12            | 188.768     | 193.175     | 218.462     | 384.452     | 423.953     |
| Hagnaður GBP               | 4.188       | 4.856       | 5.558       | 6.497       | 7.712       |
| Hagnaður ÍKR 31/12         | 530.578     | 573.736     | 604.988     | 915.947     | 958.524     |

Tafla 8. Þróun á hagnaði RBS

## 11 Heimildaskrá

### Rafrænar heimildir

Bancel, F., Bhattacharyya, N., Mittoo, U.R. (2005, maí). *Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms*. Sótt 14. apríl 2009 af [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=683111](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=683111).

Danske Bank. (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007*. Sótt 9. janúar 2009 af <http://www.danskebank.com/en-uk/search/pages/search.aspx?k=annual%20report>.

Danske Bank (2009, febrúar). *Dividends*. Sótt 19. febrúar 2009 af <http://www.danskebank.com/en-uk/ir/Share/IRDividends/Pages/dividends.aspx>.

DnB Nor. (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007*. Sótt 9. janúar 2009 af [https://www.dnbnor.com/investor\\_relations/annual\\_and\\_interim\\_reports/deskannual\\_and\\_interim\\_reports.html](https://www.dnbnor.com/investor_relations/annual_and_interim_reports/deskannual_and_interim_reports.html).

Drip Central. (2009, febrúar). *Drip Investing, Step by Step*. Sótt 5. mars 2009 af [http://www.dripcentral.com/onlinebook/dripguide\\_chapt01.shtml](http://www.dripcentral.com/onlinebook/dripguide_chapt01.shtml).

F. Allen., R. Michaely. (2002, apríl). *Payout Policy*. Sótt 22. janúar 2009 af <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0121.pdf>.

Financial Times (2009, mars). *The hunt for yield leaves UK shores*. Sótt 21. apríl 2009 af <http://www.ft.com/cms/s/2/b463322a-0ffb-11de-a8ae-0000779fd2ac.html>.

Fjármálaeftirlitið. (2008, október). *Á grundvelli nýsettra laga*. Sótt 20. apríl 2009 af <http://www.fme.is/?PageID=14&NewsID=332>.

Fjármálaeftirlitið. (2008, janúar). *Staða íslenskra fjármálafyrirtækja*. Sótt 28. apríl 2009 af <http://www.ru.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8991>.

Glitnir banki hf. (2008). *Ársskýrsla 2007*. Sótt 15. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/glitnir-annual-report-2007.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=5621&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/glitnir-annual-report-2007.pdf?ITEM_ENT_ID=5621&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir banki hf. (2007). *Ársskýrsla 2006*. Sótt 15. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/glitnir\\_annual\\_report\\_2006.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=6033&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/glitnir_annual_report_2006.pdf?ITEM_ENT_ID=6033&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir hf. (2006). *Ársskýrsla 2005*. Sótt 15. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/isb\\_annual\\_report\\_2005.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=6040&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/isb_annual_report_2005.pdf?ITEM_ENT_ID=6040&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir hf. (2005). *Ársskýrsla 2004*. Sótt 15. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/isb\\_annual\\_report\\_2004.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=6039&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/isb_annual_report_2004.pdf?ITEM_ENT_ID=6039&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir hf. (2004). *Ársskýrsla 2003*. Sótt 15. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/isb\\_annual\\_report\\_2003.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=6038&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/isb_annual_report_2003.pdf?ITEM_ENT_ID=6038&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir banki hf. (2008, febrúar). *Niðurstaða aðalfundar 2008*. Sótt 17. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/um-glitni/frettir/nanar/item11273/Nidurstodur\\_adalfundar\\_Glitnis/](http://www.glitnir.is/um-glitni/frettir/nanar/item11273/Nidurstodur_adalfundar_Glitnis/).

Glitnir banki hf. (2007, febrúar). *Niðurstaða aðalfundar 2007*. Sótt 17. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/nidurstodur\\_adalfundar2007.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=5451&ITEM\\_VERSION=2&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/nidurstodur_adalfundar2007.pdf?ITEM_ENT_ID=5451&ITEM_VERSION=2&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir banki hf. (2006, febrúar). *Niðurstaða aðalfundar 2006*. Sótt 16. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/nidurstodur\\_adalfundar2006.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=5452&ITEM\\_VERSION=1&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/nidurstodur_adalfundar2006.pdf?ITEM_ENT_ID=5452&ITEM_VERSION=1&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Glitnir hf. (2005, febrúar). *Niðurstaða aðalfundar 2004*. Sótt 16. janúar 2009 af [http://www.glitnir.is/servlet/file/nidurstodur\\_adalfundar2005.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=5453&ITEM\\_VERSION=1&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=156](http://www.glitnir.is/servlet/file/nidurstodur_adalfundar2005.pdf?ITEM_ENT_ID=5453&ITEM_VERSION=1&COLLSPEC_ENT_ID=156).

Handelsbanken (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007*. Sótt 10. janúar 2009 af [http://www.handelsbanken.com/shb/inet/ISstartEn.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=Investor\\_Relations\\_En&navid=Investor\\_Relations\\_En&navob=100&base=/Shb/Inet/ICentEn.nsf&sa=/Shb/Inet/ICentEn.nsf/default/q73AD94C7A0435EADC12572C90032F18C](http://www.handelsbanken.com/shb/inet/ISstartEn.nsf/FrameSet?OpenView&iddef=Investor_Relations_En&navid=Investor_Relations_En&navob=100&base=/Shb/Inet/ICentEn.nsf&sa=/Shb/Inet/ICentEn.nsf/default/q73AD94C7A0435EADC12572C90032F18C).

HSBC (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007*. Sótt 9. janúar 2009 af [http://www.hsbc.com/1/2/!ut/p/kcxml/04\\_Sj9SPykssy0xPLMnMz0vM0Y\\_QjzKLN4o3dPQESYGYxqb6kShCBvGOCJEgfW99X4\\_83FT9AP2C3NCIckdHRQCgWjMi/delta/bas e64xml/L3dJdyEvd0ZNQUFzQUMvNEIVRS82XzJfMVBL?searchRequest=searchRequest&queryString=annual%20report](http://www.hsbc.com/1/2/!ut/p/kcxml/04_Sj9SPykssy0xPLMnMz0vM0Y_QjzKLN4o3dPQESYGYxqb6kShCBvGOCJEgfW99X4_83FT9AP2C3NCIckdHRQCgWjMi/delta/bas e64xml/L3dJdyEvd0ZNQUFzQUMvNEIVRS82XzJfMVBL?searchRequest=searchRequest&queryString=annual%20report).

Investopedia. *Dividend payout ratio*. Sótt 19. febrúar 2009 af <http://www.investopedia.com/terms/d/dividendpayoutratio.asp>.

Investopedia. *Value stock*. Sótt 7. maí 2009 af <http://www.investopedia.com/terms/g/growthstock.asp>.

Investopedia. *Dividend payout ratio*. Sótt 19. febrúar 2009 af <http://www.investopedia.com/terms/d/dividendpayoutratio.asp>.

James S. Ang., Rebel A. Cole and James Wuh Lin. (2000, febrúar). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance, Vol. 55, No.1.* ), bls. 81-106. Sótt 7. mars 2009 af <http://www.jstor.org/stable/pdfplus/222551.pdf>.

Kaupþing hf. (2008). *Ársskýrsla 2007*. Sótt 20. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.com/lisalib/getfile.aspx?itemid=13859>.

Kaupþing hf. (2007). *Ársskýrsla 2006*. Sótt 20. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.com/lisalib/getfile.aspx?itemid=7493>.

Kaupþing hf. (2006). *Ársskýrsla 2005*. Sótt 20. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=6374>.

Kaupþing hf. (2005). *Ársskýrsla 2004*. Sótt 20. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=2660>.

Kaupþing hf. (2004). *Ársskýrsla 2003*. Sótt 20. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=965>.

Kaupþing hf. (2004). *Aðalfundur Landsbanka Íslands*. Sótt 8. maí 2009 af <http://www.kbbanki.is/Default.aspx?PageId=874&NewsID=7264>.

Kaupþing hf. (2004, mars). *Niðurstöður aðalfundar 2004*. Sótt 18. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/?PageID=45&NewsID=5987>.

Kaupþing hf. (2005, mars). *Niðurstöður aðalfundar 2005*. Sótt 18. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/?PageID=45&NewsID=6550>.

Kaupþing (2006, mars). *Niðurstöður aðalfundar 2006*. Sótt 18. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/?PageID=45&NewsID=7429>.

Kaupþing hf. (2007, mars). *Niðurstöður aðalfundar 2007*. Sótt 18. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/?PageID=45&NewsID=8246>.

Kaupþing hf. (7. mars 2008). *Niðurstöður aðalfundar 2008*. Sótt 18. janúar 2009 af <http://www.kaupthing.is/?PageID=45&NewsID=8547>.

KPMG. (2007, mars). *Major UK Banks: Full Year 2006*. Sótt 19. febrúar 2009 af <http://www.kpmg.co.uk/pubs/FIPS%20March%202007%20Accessible%20PDF.pdf>.

Landsbanki Íslands. (2008). *Ársskýrsla 2007*. Sótt 21. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/ArsskyrslurOgUppgjor/landsbanki\\_arsskyrsla\\_2007.pdf](http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/ArsskyrslurOgUppgjor/landsbanki_arsskyrsla_2007.pdf).

Landsbanki Íslands. (2007). *Ársskýrsla 2006*. Sótt 21. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/uploads/media/arsskyrsla\\_2006/arsskyrsla\\_html/info.html](http://www.landsbanki.is/uploads/media/arsskyrsla_2006/arsskyrsla_html/info.html).

Landsbanki Íslands. (2006). *Ársskýrsla 2005*. Sótt 21. janúar 2009 af <http://hugin.mobular.net/hugin/73/5/308/>.

Landsbanki Íslands. (2005). *Ársskýrsla 2004*. Sótt 21. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/uploads/documents/ArsskyrslurOgUppgjor/Arsskyrsla\\_Landsbankans\\_2004.pdf](http://www.landsbanki.is/uploads/documents/ArsskyrslurOgUppgjor/Arsskyrsla_Landsbankans_2004.pdf).

Landsbanki Íslands. (2004). *Ársskýrsla 2003*. Sótt 21. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/uploads/Documents/ArsskyrslurOgUppgjor/2004214134349\\_LandsbankiAR2003.pdf](http://www.landsbanki.is/uploads/Documents/ArsskyrslurOgUppgjor/2004214134349_LandsbankiAR2003.pdf).

Landsbanki Íslands. (2008). *Niðurstöður aðalfundar 2008*. Sótt 22. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/logo\\_Transcript-Adalfundur-23-Apr-08\\_Isl.pdf](http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/logo_Transcript-Adalfundur-23-Apr-08_Isl.pdf).

Landsbanki Íslands. (2007). *Niðurstöður aðalfundar 2007*. Sótt 22. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/Landsbanki\\_AGM\\_2007\\_Icel\\_organic\\_transcript%20\\_2\\_.pdf](http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/Landsbanki_AGM_2007_Icel_organic_transcript%20_2_.pdf).

Landsbanki Íslands. (2006). *Niðurstöður aðalfundar 2006*. Sótt 22. janúar 2009 af <http://www.landsbanki.is/umlandsbankann/frettirogutgafuefni/frettir/?newsid=4636>.

Landsbanki Íslands. (2005). *Niðurstöður aðalfundar 2005*. Sótt 22. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/Adalfundur2005\\_ni%C3%B0urstodur.pdf](http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/Adalfundur2005_ni%C3%B0urstodur.pdf).

Landsbanki Íslands. (2004). *Niðurstöður aðalfundar 2004*. Sótt 22. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/Adalfundur2004\\_nidurstodur.pdf](http://www.landsbanki.is/Uploads/documents/UmLandsbankann/Adalfundur2004_nidurstodur.pdf).

Landsbanki Íslands. (2008, apríl). *Dividend yield hunting*. Sótt 22. janúar 2009 af [http://www.landsbanki.is/Uploads/Maillist/Docs/dividend\\_yield\\_hunting.pdf](http://www.landsbanki.is/Uploads/Maillist/Docs/dividend_yield_hunting.pdf).

Markaðurinn. (2008, apríl). *Greiða ígildi níu milljarða í arð*. Sótt 8. maí 2009 af <http://www.visir.is/article/20080423/VIDSKIPTI06/949990332/1038>.

M5. (2006, febrúar). *Niðurstöður aðalfundar Íslandsbanka 2006*. Sótt þann 17. janúar 2009 af <http://www.m5.is/?gluggi=frett&id=7942>.

Nordea. (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007*. Sótt 9. janúar 2009 af <http://www.Nordea.com/Investor%2bRelations/Financial%2breports/Annual%2breports/804982.html>.

Ólafur Ísleifsson. (2006, maí). *Fjármálageirinn og efnahagslífið*. Sótt þann 10. maí 2009 af <http://myschool.ru.is/myschool2/public/default.aspx?Page=Emp&Dept=0&Alph=&Pos=&View=0&Lang=0&ID=olafurisl>.



Ólafur Ísleifsson. (2006, maí). *Fjármálageirinn á Íslandi*. Sótt þann 10. maí 2009 af [www.sa.is/files/Erindi%20Ó1%20%20Ís1%20%20á%20fundi%20SFF%207.11.06\\_37958349.ppt](http://www.sa.is/files/Erindi%20Ó1%20%20Ís1%20%20á%20fundi%20SFF%207.11.06_37958349.ppt).

Price Waterhouse Coopers. (2009). *Skattar 2008 -2009*. Sótt 20. mars 2009. <http://www.pwc.com/Extweb/service.nsf/docid/41A9D11EE4C96CB5802573D400392F2B>.

Ríkisskattstjóri (1998, maí). *Viðskiptavild*. Sótt 22. apríl af [http://www.ríkisskattstjori.is/show.asp?url=/tiund/tiund\\_1998\\_mai\\_vidskiptavild.asp&val=8.0](http://www.ríkisskattstjori.is/show.asp?url=/tiund/tiund_1998_mai_vidskiptavild.asp&val=8.0).

RBS. (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007*. Sótt 10. janúar 2009 af <http://www.rbs.com/global/search-results.ashx?q=reports>.

Samkeppniseftirlitið (2006, ágúst). *Competition in Nordic retail banking*. Sótt 18. desember 2008 af [http://www.samkeppni.is/samkeppni/upload/files/skyrslur/samnorraenar\\_skyrslur/norraen\\_skyrsla\\_um\\_bankamarkadin\\_-\\_competition\\_in\\_nordic\\_retail\\_\\_banking.pdf](http://www.samkeppni.is/samkeppni/upload/files/skyrslur/samnorraenar_skyrslur/norraen_skyrsla_um_bankamarkadin_-_competition_in_nordic_retail__banking.pdf).

SEB. (2004 til 2008). *Annual reports 2003 til 2007* <http://www.sebgroup.com/pow/wcp/sebgroup.asp?website=TAB1&lang=en>.

Seðlabanki Íslands (2007). Nýjasta *skráða opinbera viðmiðunargengi Seðlabanka Íslands*. Sótt þann 23.febrúar 2009 af <http://www.sedlabanki.is/default.aspx?PageID=7>.

Vísir.is. (2009, mars). *Bankarnir bjuggu til eigið fé með kúnstum*. Sótt 28. apríl 2009 af <http://www.visir.is/article/20090325/FRETTIR01/884411537>.

Vísir.is. ( 2009, febrúar). *Fimmtán milljarða afskrift vegna Kaupþingsforstjóra*. Sótt 5. maí 2009 af <http://visir.is/article/20090226/VIDSKIPTI06/888193418/1206>.

Össur hf. (2009). *Ársskýrsla 2008*. Sótt 17. apríl 2009.  
<https://www.ossur.com/lisalib/getfile.aspx?itemid=14115>.

## **Ritaðar heimildir**

Ásmundur G. Vilhjálmsson. (2003). *Skattur á fyrirtæki*. Reykjavík: Skattvís slf.

Best, J., Kahn, J. (1989). *Research in Education* (6. Útgáfa). New Jersey: Prentice Hall.

Blaxter, L., Hughes, C., Tight, M. (1996). *How to Research*. Philadelphia: Open University Press.

Block, Stanley B., Hirt, Geoffrey A. (2005). *Foundations of Fundamental Finance* (11. Útgáfa). New York: McGraw-Hill Irwin.

Brealy, Richard R., Myers, Stewart C., Allen, Franklin. (2006). *Corporate Finance* (8. útgáfa). New York: McGraw-Hill Irwin.

Brealy, Richard A., Myers, Stewart C., Marcus, Alan J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill Irwin.

Brigham, Eugene F., Houston, Joel F. (2002). *Fundamentals of Financial Management* (10.útgáfa). Orlandi: The Dryden Press.

Cooper, Donald R., Schindler, Pamela S. (2006). *Business Reasearch Methods*. (9.útgáfa). New York: McGraw-Hill Irwin.

Correia, Carlos, Flynn, David, Uliana, Enrico, Wormald, Michael. (2007). *Financial Management* (6.útgáfa). Suður-Afríka: Juta Legal and Acedemic Publishers

Dowens, John, Goodman, Jordan E. (2006). *Dictionary of Finance and Investment Terms*, New York: Barrons Educational Series.

Frankfurter, Georg M., Wood, Bob G., Wansley, James. (2003). *Dividend Policy, Theory and practice*. London: Academic Press.

Lease, Ronald C., John, Kose., Kalay, Avner., Loewenstein, Uri., Sarig, Oded H. (2000). *Dividend Policy, Its impact on firm value*. Boston: Harvard Business School Press.

Lög um hlutafélög nr.2/1995.

Lög um tekjuskatt nr.90/2003.

Ólafur Arnarsson. (2009). *Sofandi að feigðarósi*. Reykjavík: JPV útgáfa.

Penman, Stephen H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation*. (3. útgáfa). New York: McGraw-Hill.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jaffe, Jeffrey. (1999). *Corporate Finance* (5. útgáfa). New York: McGraw-Hill.

Sigurður B. Stefánsson ofl. (1994). *Verðbréf og áhætta*. Reykjavík: Verbréfamarkaður Íslandsbanka hf.

Walliman, Nicolas. (2001). *Your Research Project*. London: SAGE Publications.

## **Greinar**

Asquith, P., Mullins, Jr., D. (Janúar 1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders wealth. *Journal of Business*, bls. 77-96.

Boldin, R., Leggett, K. (Apríl, 2002). Bank dividend policy as a signal of bank quality. *Financial Services Review*, 1995, vol. 4, issue 1, bls1-8.

Brjánn Jónasson. (2009, mars) *Greiddu 143 milljarða í arð*. Fréttablaðið, bls.12.

Gordon, M. J. (1963, maí) Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, Vol. 18, No. 2, bls. 264-272.

Graham, John R., Harv.ey, Campbell R. (2002) How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions ? *The Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 15, No. 1, 2002, bls. 8-22.

Lintner, John. (1962, ágúst). Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, No. 3, bls. 243-269.

Litzenberger, Robert H., Ramaswamy, Krishna. (1982, maí). The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects? *The Journal of Finance*, Vol. 37, No. 2, bls. 429-443.

Miller, Merton H., Modigliani, Franco. (Október 1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, bls. 411-433.