



B.Sc í viðskiptafræði

Hver er þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði á Íslandi?

**Maí, 2019**

**Nafn nemanda:** Edda Jónsdóttir

**Kennitala:** 130379 –3039

**Nafn nemanda:** Sóley Eva Gústafsdóttir

**Kennitala:** 280375-4709

**Leiðbeinandi:** Már Wolfgang Mixa



## Yfirlýsing um heilindi í rannsóknarvinnu

Verkefni þetta hefur hingað til ekki verið lagt inn til samþykkis til prófgráðu, hvorki héraðs né erlendis. Verkefnið er afrakstur rannsókna undirritaðra, nema þar sem annað kemur fram og þar vísað til skv. heimildaskráningarstaðli með stöðluðum tilvísunum og heimildaskrá.

Með undirskrift okkar staðfestum við og samþykkjum að við höfum lesið siðareglur og reglur Háskólans í Reykjavík um verkefnavinnu og skiljum þær afleiðingar sem brot þessara reglna hafa í för með sér hvað varðar verkefni þetta.

---

Dagsetning

Kennitala

Undirskrift

---

Dagsetning

Kennitala

Undirskrift

## Útdráttur

Rannsókn þessi fjallar um hlutabréfamarkaðinn á Íslandi og hver þátttaka almennings sé á honum. Gögnum var safnað frá Kauphöll Íslands og einnig Heimssamtökum Kauphalla eða World Federation of Exchange. Í framhaldi af því voru framkvæmd djúpvíðtöl við sérfræðinga á markaðinum og einnig einstaklinga sem haft hafa einhverja reynslu á fjárfestingum. Einnig voru skoðaðar tölur frá öðrum löndum um þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði og þær bornar saman við tölur á Íslandi.

Niðurstöður gáfu til kynna að almenningur á Íslandi tekur lítinn þátt í fjárfestingum hlutabréfa og er eignaraðild almennings eingöngu 4,5% af heildarmarkaðsverðmæti markaðarins. Dregið hefur úr þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði í flestum löndum en áberandi mikið á Íslandi. Niðurstöður viðtala gáfu til kynna ástæður fyrir lélegri þátttöku, en traust var þar efst á lista. Almenningur á Íslandi virðist enn ekki hafa náð sér almennilega eftir fjármálahrunið 2008. Viðmælendur nefndu einnig lífeyrissjóðskerfið á Íslandi. Með auknum lífeyrisréttundum væri ekki hvati fyrir almenning að spara aukalega. Einnig var talað um þekkingu almennings á hlutabréfamarkaðinum og að fjármálalæsi yfir höfuð væri ábótavant.

Lykilorð: Hlutabréf, almenningur, traust, fjármálalæsi, Ísland

## Formáli

Ritgerð þessi er 12 ECTS eininga lokaverkefni til B.Sc. gráðu í viðskiptafræði við Háskólann í Reykjavík sem unnið var á vörönn 2019. Höfundar ritgerðarinnar eru Edda Jónsdóttir og Sóley Eva Gústafsdóttir. Meginmarkmið ritgerðarinnar er að rannsaka hver þátttaka almennings er á hlutabréfamarkaði á Íslandi samanborið við önnur lönd. Leiðbeinandi ritgerðarinnar var Már Wolfgang Mixa, lektor við Háskólann í Reykjavík og vilja höfundar þakka honum kærlega fyrir góða leiðsögn og þolinmæði. Einnig viljum við þakka þeim viðmælendum sem gáfu sér tíma í viðtöl við höfunda ásamt þeim sem lásu yfir riterðina fyrir okkur.

Reykjavík, 15. maí 2019

---

Edda Jónsdóttir

---

Sóley Eva Gústafsdóttir

# Efnisyfirlit

1 Inngangur .....	1
2 Hlutabréfamarkaðir .....	4
2.1 Hlutverk hlutabréfamarkaða .....	4
2.3 Fjármögnun og aðhald .....	5
2.4 Lög um verðbréfavíðskipti .....	7
3 Staða þekkingar .....	7
3.1 Evrópa .....	8
3.2 Ísland .....	9
3.3 Fjármálalæsi .....	11
3.4 Þróun markaðar .....	12
4 Atferli .....	14
4.1 Atferliskenningar .....	14
5 Núverandi staða .....	15
5.1 Ísland .....	16
5.2 Svíþjóð .....	17
5.3 Frakkland .....	17
5.4 Þýskaland .....	18
5.5 Bretland .....	19
5.6 Ítalía .....	19
5.7 Evrópa .....	20
5.8 Bandaríkin .....	21
6 Traust .....	23
6.1 Að endurheimta traust .....	28
6.2 Gegnsæi og traust .....	30

7	Skilvirkur markaður.....	31
7.1	Verðmat fyrirtækja ekki nákvæm vísindi.....	31
7.2	Capacent telur að eiginlega öll hlutabréf á Íslandi séu vanmetin.....	32
7.3	Lífeyrissjóðir.....	32
8	Aðferðafræði .....	33
8.1	Tilgangur rannsóknarinnar .....	33
8.2	Rannsóknaraðferð viðtala .....	34
8.2.1	Viðmælendur .....	34
9	Greining rannsóknar .....	34
9.1	Magnús Harðarson, forstöðumaður viðskipta og skráninga hjá Nasdaq Iceland .....	34
9.2	Róbert Tómasson, framkvæmdastjóri Cargoexpress.....	38
9.3	Jón Tryggvi Helgason, fráfarandi framkvæmdastjóri Ísmar ehf.....	40
9.4	Erik Hansen, fyrrverandi Útibústjóri í Unibank sem nú heitir Nordea .....	42
9.5	Starfsmaður Nasdaq á Íslandi .....	43
9.6	Gísli Halldórsson, Sjóðstjóri Hlutabréfastýringa hjá Íslandssjóðum.....	43
	Niðurstöður.....	45
	Umræða.....	45
	Heimildaskrá .....	52
	Viðauki .....	59

## Myndayfirlit

Mynd 1. Þróun Úrvalsvísitölunnar (Páll Hreinsson o.fl., 2010b). .....	11
Mynd 2. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði á Íslandi (Magnús Harðarson, munnleg heimild, tölvupóstur, 14. desember 2018). .....	16
Mynd 3. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Svíþjóð (Sveriges Riksbank, 2016).....	17
Mynd 4. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Frakklandi (The European Savings Institute, 2013). .....	18
Mynd 5. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Þýskalandi (The European Savings Institute, 2013). .....	19
Mynd 6. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Bretlandi (The European Savings Institute, 2013). .....	19
Mynd 7. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði á Ítalíu (The European Savings Institute, 2013). .....	20
Mynd 8. Þátttaka almennings á hlutabréfamörkuðum í Evrópu (The European Savings Institute, 2013). .....	21
Mynd 9. Hlutfall almennings á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum (Financial Samurai, 2019). 22	
Mynd 10. Samanburður á milli landa (Financial Samurai, 2019; Sveriges Riksbank, 2016).....	23
Mynd 11. Traust almennings til bankakerfisins. Heimild: Gallup ( Traust til bankakerfisins – Hvítbók, 2018). .....	24
Mynd 12. Traust almennings til bankakerfisins 2008 til 2018. Heimild: Gallup ( Traust til bankakerfisins – Hvítbók, 2018).....	25
Mynd 13. Samanburður á trausti milli landa (Eurostat, 2013). .....	28
Mynd 14. Úr viðauka frá Hvítbók (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018). .....	30



# 1 Inngangur

Hver er þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði á Íslandi? Er hún meiri eða minni hér á landi en í nágrannalöndunum? Markmið okkar með þessari ritgerð er að skoða hver staðan á hlutabréfamarkaði er meðal almennings. Hvað er að hafa áhrif á þátttökuna og hvaða beinu og óbeinu þættir eru það sem hafa áhrif á að almenningur taki þátt.

Á viðreisnarárunum hófst umræða um að æskilegt væri fyrir efnahagslífið á Íslandi að koma á fót viðskiptum með verðbréf. Seðlabanki Íslands fékk í því sambandi lagaheimild til að stofna Kaupþing árið 1961 (Elín Guðjónsdóttir, 2000). Ýmsar leiðir voru farnar til þess að reyna að koma á fót hlutabréfamarkaði á Íslandi. Árni Vilhjálmsson, prófessor við Háskóla Íslands, skrifaði skýrslu um aðgerðir til að efla íslensk hlutafélög. Taldi hann að ekki væri nóg að stofna einungis Kaupþing heldur þyrfti eitthvað meira að koma til, svo slík fyrirtæki yrði árangursrík. Mælti hann með að arðgreiðslur yrðu skattfrjálsar og breytingar á skattalögum væru nauðsyn. Árni taldi að með þessum breytingum kæmu fleiri til með að stunda viðskipti við Kaupþing. Einnig að það myndi vinna gegn Kaupþingi að almenningur hefði litla reynslu og þekkingu á að fjárfesta í hlutabréfum (Gylfi Magnússon, 2007).

Um miðjan áttunda áratug síðustu aldar fór fyrst af stað umræða um einkavæðingu ríkisfyrirtækja hér á landi. Framkvæmd einkavæðingarinnar fór rólega af stað. Það var ekki fyrr en árið 1983 þegar ríkisstjórnin á þeim tíma birti auglýsingu í fjölmiðlum þar sem óskað var eftir tilboðum í eignarhlut ríkisins í 15 hlutafélögum sem einkavæðingin jókst. Víða um heim var aukinn hljómgrunnur um einkavæðingu og samdrátt í ríkisumsvifum og var Ísland þar engin undantekning (Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson, 2003).

Breytingar voru gerðar á skattalögum árið 1984 með það að markmiði að auka áhuga almennings á hlutabréfakaupum. Þá gátu einstaklingar dregið kaupin frá tekjustofni, að uppfylltum skilyrðum. Til að byrja með höfðu þessi nýju lög ekki mikil áhrif og áhugi almennings varð ekki mikill á þessum kaupum, en nokkum árum síðar varð mikil aukning á hlutabréfakaupum almennings. Breytingarnar voru hugsaðar sem tímabundin lausn en þær voru þó ekki felldar niður að fullu fyrr en árið 2002 (Gylfi Magnússon, 2007).

Á seinni hluta tíunda áratugarins í kjölfar einkavæðingu bankanna, jókst þátttaka almennings verulega á hlutabréfamarkaðinum. Á sama tíma var hin svokallaða kennitölusöfnun<sup>1</sup> algeng, sem varð til þess að tímabundið urðu til tugþúsundir hluthafar. Skömmu síðar fækkaði hluthöfum þar sem hlutabréfin sem höfðu safnast saman í kennitölusöfnuninni voru keypt upp af hinum ýmsu sjóðum eða eignarhaldsfélögum, sem sum hver voru verulega skuldsett (Vilhjálmur Árnason, Salvör Nordal og Kristín Ástgeirsdóttir, 2010).

Eftir því sem leið á tíunda áratuginn og bankarnir hérlendis fóru að stækka var farið að líta á bankakerfið sem eitt af þremur meginstoðum íslenska hagkerfisins við hlið sjávarútvegs og stóriðju (Efnahags- og viðskiptaráðuneytið, 2012). Þessi uppgangstími hvatti fyrirtæki og stjórnendur til dáða og almenningur fylgdist með fullur aðdáunar. Útlánavöxtur jókst gríðarlega hvort sem það var hjá ríki, bönkum, fyrirtækjum eða einstaklingum. Frá árinu 2004 til 2007 fjórfaldaðist lántaka heimilanna (Már Wolfgang Mixa og Þröstur Olaf Sigurjónsson, 2010). Hluti þessara útlána voru nýtt í hlutabréfakaup, stór hluti þeirra var í erlendri mynt þó svo að fjölmörg af þessum útlánnum væru tekin til kaupa í íslenskum hlutabréfum. Fjölmargir sáu tækifæri í þessum fjárfestingum þar sem sterk tengsl voru á milli íslenskra hlutabréfa og íslensku krónunnar. Að sama skapi var áhættan af slíkum útlánnum veruleg (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010a).

Bylting varð á umfjöllun fjölmiðla um viðskipti á seinni hluta tíunda áratugarins. Viðskiptablaðið hóf göngu sína árið 1994, bankarnir fóru að gefa út fréttabréf, Morgunblaðið byrjaði að birta peningamarkaðinn með upplýsingum um verð á fiskmörkuðum, gengi gjaldmiðla, vexti og afföll húsbrefta, gengi verðbréfasjóða og ýmsar vísitölur. Fréttapátturinn Kastljós hóf aftur göngu sína árið 2000 og fékk verðbréfamiðlara og sjóðstjóra í heimsókn til að ræða hlutabréfamarkaðinn (Magnús Sveinn Helgason, 2010).

Árið 2008 skall á alþjóðleg fjármálakreppa, þrjár stærstu bankar Íslands gátu ekki staðið undir skuldbindingum sínum og urðu gjaldþrota. Ísland var fyrsta landið sem féll í alþjóðlegu fjármálakreppunni. Hrúnið á Íslandi vakti heimsathygli og var það stórbrotnasta sem orðið hefur í lengri tíma (Reinhart og Kenneth, 2010). Eftir hrún bankana dró verulega úr landsframleiðslu og féll íslenska krónan um tæplega 50%. Þetta hafði þær afleiðingar að kaupmáttur á Íslandi rýrnaði

---

<sup>1</sup> Mikil umfram eftirspurn reynist eftir hlutafé í félagi og fer þá af stað svokölluð kennitölusöfnun það er að einstaklingum er boðið að "lána" kennitölu sína, en þá fjármagnar annar aðili en sá sem er skráður fyrir kennitölunni (Vilhjálmur Árnason, Salvör Nordal og Kristín Ástgeirsdóttir, 2010).

og jókst atvinnuleysi svo um munaði. Árið 2009 var atvinnuleysi á Íslandi um 9% (Stefán Ólafsson, 2014).

Hlutabréfamarkaðurinn hefur átt erfitt uppdráttar frá hruni. Nálægt 93% af markaðsvirði hlutabréfa hvarf við fall bankanna. Samkvæmt rannsóknarskýrslu Alþingis þar sem fjallað er um verðbréfamarkaðinn er talað um að markaðsvirði virtist aðeins fara í eina átt og það var upp, þar til bólan sprakk. Margir fjárfestar stórir sem smáir töpuðu öllu sínu sem hafði alvarlegar afleiðingar fyrir hagkerfið (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010b).

Eignarhald almennings féll verulega niður eins og markaðurinn sjálfur, en meðal eignarhald almennings frá hruni 2008 til 2018 hefur verið um 5% (Magnús Harðarson, munnleg heimild, tölvupóstur, 14. desember 2018).

Markaðurinn hefur jafnt og þétt verið að jafna sig, en frá árinu 2009 hefur OMX vísitalan hækkað að meðaltali um 18% á ári til ársins 2017 (Magnús Harðarson, 2017). Þessi þróun hefur átt sér stað þrátt fyrir takmarkaða þátttöku almennings. Stærstu hlutabréfa eigendur á Íslandi eru lífeyrissjóðirnir og fagfjárfestar (Friðrik Árni Friðriksson, Valur Þráinsson, Ásta Dís Óladóttir og Gylfi Magnússon, 2017). Mikilvægt er fyrir íslenskt samfélag að virkir fjármálamarkaðir séu til staðar. Það er mikilvægt til þess að lágmarka áhættu samfélagsins og einnig til að hafa heilbrigða samkeppni á fjármálamörkuðunum (Lárus L. Blöndal, Guðjón Rúnarsson, Guðrún Ögmundsdóttir og Krístrún Tinna Gunnarsdóttir, 2018).

Rúmur áratugur er liðin frá hruni bankanna á Íslandi og er almenningur enn með varan á sér þegar kemur að fjárfestingum og fjármálum, samkvæmt könnun sem Markaðs- og miðlarannsóknir (2019) gerðu, er helsta áhyggjuefni landsmanna spilling í fjármálum og/eða stjórnámálum.

Rannsóknarspurningar þessarar ritgerðar eru: Hver er þátttaka almennings á hlutabréfamarkaðinum á Íslandi? Hver er þátttaka í öðrum löndum og er hún lægri hér á landi en annars staðar? Hvað veldur lágri þátttöku og hvaða leiðir eru í boði til þess að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum?

Virkur fjármálamarkaður er mikilvægur fyrir nútímahagkerfi. Almenningur hefur jákvæð áhrif á markaðinn með því að auka lausafjárstöðu sem stuðlar að heilbrigðu fjármálakerfi. Við munum byrja á að skoða almennt hvað hlutabréfamarkaður er, velta fyrir okkur hvort smæð markaðarins hér á landi skipti máli. Við munum skoða sögu markaðarins, tilgang markaðarins og hluta af þeim breytingum sem gerðar hafa verið á lögum og reglum eftir fjármálahrunið 2008.

Þessi ritgerð skiptist í 10 hluta.

1. Almenn umræða um sögu hlutabréfamarkaðarins fyrir og eftir hrun.
2. Hlutverk og tilgang hlutabréfamarkaða.
3. Kenningar og rannsóknir sem gerðar hafa verið.
4. Atferliskenningar.
5. Töluleg gögn um þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum á Íslandi borin saman við löndin í kringum okkur.
6. Traust á fjármálamarkaði og hversu mikilvægt sé að traust ríki á markaði og hversu nauðsynlegt er að endurvekja traust á fjármálamarkaðinum.
7. Skilvirkni markaða, verðmat fyrirtækja og lífeyrissjóðir.
8. Aðferðafræði.
9. Djúpvíðtöl.
10. Almenn umræða og niðurstöður rannsóknar.

## **2 Hlutabréfamarkaðir**

Hér á eftir verður fjallað um hlutverk hlutabréfamarkaðar, fjármögnun og aðhald á markaði þar sem fjárfestingar eru lykilþáttur hagvaxtar. Hugmyndir þurfa fjármögnun til að verða að veruleika. Atvinnusköpun og vöxtur eru lykilþættir í hagvexti. Hlutabréfamarkaðurinn gefur fyrirtækjum greiðari aðgang að fjármagni til vaxta og fjárfestinga (Fabozzi, 2010).

### **2.1 Hlutverk hlutabréfamarkaða**

Hlutabréfamarkaðir spila stórt hlutverk á fjármálamörkuðum og er hlutverk þeirra fjölbreytt í nútíma hagkerfi. Til að mynda leiða þeir kaupendur og seljendur hlutabréfa saman og stuðla að skiptingu á eignarhaldi slíkra fjármálagerna (Fama, 1970). Einnig geta þeir leitt saman fyrirtæki og fjármagnseigendur án beinnar milligöngu bankanna. Bankarnir geta þó verið milliliðir í einhverjum tilfellum að einhverju leyti. Með tilkomu hlutabréfamarkaðar getur samkeppni á fjármálamarkaði aukist (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Þar hafa almennir fjárfestar val um hvort þeir ávaxta fé sitt á hlutabréfamarkaðinum eða í bönkum. Fyrirtæki geta einnig valið hvort þau leiti til almennra fjárfesta eða bankanna þegar þau þurfa á fé að halda. Sé markaðurinn virkur eykur það fjármögnunarmöguleika fyrir bæði almenna

fjárfesta og fyrirtæki. Kostnaður getur lækkað þar sem kjör eru ákvörðuð á gagnsæjum markaði af mörgum fjárfestum og markaðsaðilum (Páll Hreinsson o.fl., 2010b).

Á Íslandi hafa aðallega lífeyrissjóðir komið markaðinum af stað og lítið er um fyrirtæki í örum vexti á markaðinum yfirleitt eru fyrirtækin á markaðinum rótgróin fyrirtæki. Lítil þátttaka almennings er áberandi á Íslandi á meðan erlendis virðist almenningur duglegur að fjárfesta í svokölluðum vísitölusjóðum (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

### 2.3 Fjármögnun og aðhald

Hér munum við skoða mikilvæg atriði þegar kemur að hlutabréfum, hvað gerir virkur markaður fyrir hagkerfið og hvaða reglum þarf að fylgja.

Fjármálakerfið er mikilvægt fyrir samfélagið. Það miðlar til dæmis fjármagni á milli sparifjáreigenda og lánþega auk þess að miðla greiðslum á milli aðila. Fjármálakerfið byggist á innviðum sem gerir því kleift að sinna hlutverki sínu í þágu samfélagsins. Það gerir það meðal annars með því að gera einstaklingum, fyrirtækjum og opinberum aðilum kleift að flýta eða fresta tekjum og notkun eigna sinna (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Í íslensku efnahagsumhverfi er ýmislegt sem getur valdið veikleikum í fjármálakerfinu og ber þar helst að nefna smæð hagkerfisins. Lítið hagkerfi eins á Íslandi er viðkvæmt fyrir sveiflum og getur aukið líkur á neikvæðum efnahagslegum og samfélagslegum áföllum á fjármálakerfinu. Fjármálaáföll geta valdið samfélagslegum kostnaði sérstaklega þegar bankar eru orðnir það kerfislega mikilvægir að of kostnaðarsamt er að leyfa þeim að falla. Ráðandi staða banka er eitt höfuðeinkenni íslenska fjármálakerfisins og þrír stærstu bankarnir fara saman með 97% af eignum bankakerfisins. Geta því rekstrarerfiðleikar hjá einum banka valdið rekstrarerfiðleikum hjá þeim næsta sem gæti orðið til þess að fjármálakerfið í heild sinni yrði fyrir áfalli. Fjármálaþjónusta á sanngjörnum og viðráðanlegum kjörum er mikilvægt hagsmunamál fyrir heimili og fyrirtæki til þess að hægt sé að viðhalda vexti efnahagslífsins í heild (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Til að vöxtur verði í efnahagslífinu er nauðsynlegt að fá inn ný öflug fyrirtæki og þurfa þau að hafa gott aðgengi að fjármagni, en virkur hlutabréfamarkaður leikur þar stórt hlutverk. Lykillinn að því að efla markaðinn er að fá fleiri að borðinu og taka þátt, þar á meðal fagfjárfesta, almenna sparifjáreigendur og ekki síst erlenda fjárfesta (Nasdaq, 2018). En til að fjármálakerfi geti orðið stöðugt þarf gott samstarf við ríkisstjórn, aðhald frá ríki og settar reglur eru nauðsynlegar. Fjármálastofnanir eins og bankar eru í eðli sínu óstöðugar stofnanir. Viðskipti þeirra snúast um

loforð. Útflæði banka eru lánasamningar og innflæði eru innstæður að láni. Því snúast megin stoðir viðskipta um loforð og traust. Ríkisstjórnin setur ákveðna lagaramma sem bankar þurfa að starfa eftir. Með settum reglum og aðhaldi þurfa bankar að uppfylla ákveðið skilyrði með það í huga að lágmarka vissar áhættur (Calomiris og Haber, 2014).

Þrátt fyrir að fjármálastofnanir séu ekki í ríkiseigu er ekki hægt að segja að þeir séu algjörlega einkareknir. Nútíma bankakerfi er afleiðing af pólitískum samningi sem kallar á samvinnu ríkis og banka. Í sumum pólitískum kerfum er ákvarðanatáka miðstýrð, þar sem ákvarðanatákan er hjá fáum útvöldum aðilum, þar er aukinn hætta á spillingu sem leiðir til minni hagvaxtar (Calomiris og Haber, 2014).

Fylgja þarf lögum og reglum um útgáfu hlutabréfa þegar fyrirtæki ákveða að skrá félag sitt á markað. Einnig þarf að opinbera allar þær upplýsingar sem gætu haft áhrif á verð fjármálagerna þannig að allir fjárfestar hafi sömu upplýsingar. Útgáfa hlutabréfa á skipulögðum markaði gæti leitt til skilvirkari ráðstöfunar á fjármagni en hefðbundin bankalán (Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson, 2010c). Virkur fjármálamarkaður styður við hagvöxt og hagkvæmni í miðlun fjármagns, leggur grunn að fjárfestingum og knýr fram nýjungar og atvinnusköpun. Skilvirkur fjármálamarkaður einkennist ekki síst af virkum hlutabréfamarkaði (Nasdaq, 2018).

Sé markaðurinn virkur ætti hann að draga úr áhættu almennra fjárfesta þar sem áhættan flyst að einhverju leyti úr bankakerfinu yfir á fjárfesta sem eru tilbúnir að taka hana sjálfir. Virkur markaður getur einnig verið sparnaðartækifæri fyrir almenna fjárfesta, þó að alltaf fylgi því áhætta í að fjárfesta á hlutabréfamarkaði. Mikilvægt er fyrir þá sem ákveða að fjárfesta sparifé sínu á hlutabréfamarkaði að vera meðvitaðir um þessa áhættu. Meiri sýnileiki verður til þess vaxin að auka vaxtarmöguleika skráðra félaga á markaði með útgáfu nýrra bréfa eða jafnvel auka aðgengi þeirra að erlendu fjármagni (Páll Hreinsson o.fl., 2010c).

Miklar breytingar hafa verið gerðar í sambandi við eftirlit hjá fjármálaeftirlitinu eftir hrunið, þar sem það var harðlega gagnrýnt í kjölfar fjármálahrunsins 2008. Nú hefur verið innleitt áhættumiðað eftirlit sem felst í að flokka eftir áhrifavægi hver afleiðing rekstrarstöðvunar hjá viðkomandi félagi eða stofnun yrði fyrir almenning, viðskiptavini og fjármálakerfið í heild. Einnig er fjármálaeftirlitið með áheyrnarfulltrúa í evrópsku eftirlitsstofnunum á fjármálamarkaði

EBA<sup>2</sup>,EIPOA<sup>3</sup> og ESMA<sup>4</sup> og það er mikilvægur þáttur í að auka traust íslenska fjármálamarkaðarins erlendis (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

## 2.4 Lög um verðbréfavíðskipti

Með lögum nr. 108/2007 um verðbréfavíðskipti voru innleidd á íslenskan rétt tilskipun frá Evrópusambandinu eða MiFID- tilskipunin<sup>5</sup>. Fyrir fjármálafyrirtæki vegna fjármálagerninga og samræmingar um gagnsæi í tengslum við upplýsingar um útgefendur verðbréfa sem eru skráð á skipulagðan markað (Samtök fjármálafyrirtækja, 2007).

Markmið laganna er að setja samræmdar reglur sem lúta að neytendavernd fjárfesta. Þar sem neytendavernd fjárfesta er mismikil og fer minnkandi eftir því sem reynsla og þekking fjárfesta af verðbréfavíðskiptum er talin meiri. Flokkar fjárfesta eru almennir fjárfestar<sup>6</sup>, fagfjárfestar<sup>7</sup> og viðurkenndir gagnaðilar<sup>8</sup>. Almennir fjárfestar njóta hámarksverndar samkvæmt lögum (Lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007).

## 3 Staða þekkingar

Nú, þegar við höfum farið yfir mikilvægi hlutabréfamarkaðar og nauðsyn þess að bankastarfsemi sé ekki of miðstýrð í sambandi við hagvöxt munum við nú fjalla um stöðu almennings á hlutabréfamarkaði almennt, líta á þróunina í Evrópu og Norður Ameríku þegar kemur að fjármálavíðskiptum og sögu hlutabréfvíðskipta. Munum við hér ræða lítillega um fjármálalæsi og einnig skoða helstu niðurstöður rannsókna.

---

<sup>2</sup> Evrópska bankaeftirlitsstofnunin

<sup>3</sup> Evrópska váttrygginga- og lífeyrissjóða eftirlitsstofnunin

<sup>4</sup> Evrópska verðbréfamarkaðseftirlitsstofnunin

<sup>5</sup> Markets in Financial Instruments Directive

<sup>6</sup> Almennir fjárfestar: Fjárfestar sem ekki eru fagfjárfestar.

<sup>7</sup> Með fagfjárfestum er átt við aðila sem búa yfir reynslu, þekkingu og sérfræðikunnáttu til að taka sjálfir ákvarðanir um fjárfestingar og meta áhættuna sem þeim fylgir.

<sup>8</sup> Viðurkenndir gagnaðilar eru þeir aðilar sem njóta minnstu fjárfestaverndar lögum samkvæmt. Gengið er út frá því að þeir hafa viðamikla reynslu, þekkingu og sérfræðikunnáttu á sviði víðskipta og fjármálagerninga.

### 3.1 Evrópa

Hlutabréfamarkaðir í Evrópu eiga sér langa sögu, þó náðu þeir markaðir ekki að vaxa að neinu marki fyrr en í byrjun árs 1990. Frá árinu 1990 til ársins 2000 óx markaðurinn gríðarlega (The European Savings Institute, 2013). Á þessum tíma fjölgaði bæði fyrirtækjum á markaði og fjárfestum á hlutabréfamörkuðum. Þessi mikla aukning á hlutabréfamörkuðum kemur í kjölfar einkavæðingar sem byrjaði í Bretlandi í kringum 1979 og hélt áfram í öðrum Evrópu löndum fram á miðjan níunda áratuginn. Markaðurinn var orðin gríðarlega stór og aðgengi að bréfunum auðvelt, sem varð til þess að auðvelt var fyrir fjárfesta að auka hlut sinn á markaðinum (The European Savings Institute, 2013).

Síðustu 40 árin hafa miklar breytingar orðið á þátttöku almennings á hlutabréfamörkuðum í Evrópu. Árið 1975 átti almenningur um 28% af hlutabréfum á markaðinum en árið 2010 var það hlutfall komið niður í 11% (The European Savings Institute, 2013).

Samkvæmt skýrslu sem heimssamtök Kauphalla eða World Federation of Exchange gaf út árið 2017 er fjallað sérstaklega um minnkandi þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði. Einnig er talað um að almenningur hafi jákvæð áhrif á hlutabréfamarkað með því að bæta lausafjárstöðu og dýpt markaðarins<sup>9</sup>. Vísbendingar eru þó um að almenningur stuðli að meiri sveiflum á markaði.

Heimssamtök Kauphalla eða World Federation of Exchange skoðuðu í ágúst 2017 hugsanlegar ástæður fyrir að þátttaka almennings færi minnkandi og taldar voru upp nokkrar hugsanlegar ástæður

- Hærri viðskiptakostnaður.<sup>10</sup>
- Möguleiki á sjaldgæfum en skaðvaldandi kostnaðarsömum áhættum.<sup>11</sup>
- Skortur á kunnáttu um markaðinn og fjárfestingatækifærum.<sup>12</sup>
- Tekjutengdar áhættur og tregða til að taka áhættur tengdar þeim.<sup>13</sup>

(World Federation of Exchanges, 2017).

---

<sup>9</sup> Dýpt markaðarins (e.Depth of market), eða DOM er viðskiptatæki sem sýnir fjölda opna kaup- og söluskipta fyrir hlutabréf eða gjaldeyri. Einnig þekkt sem mælikvarði á framboði og eftirspurn á tilteknum hlutabréfum. Því fleiri sem sem kaupa og selja á tilteknu verði því meiri dýpt er á markaðinum. Einnig vísar DOM í fjölda þeirra hlutabréfa sem hægt er að kaupa án þess að hafa áhrif á verð.

<sup>10</sup> Higher transaction costs.

<sup>11</sup> The possibility of rare but overly disruptive „disastrous events“.

<sup>12</sup> Lack of awareness about the market and associated investment opportunities.

<sup>13</sup> Volatile labour income and associated unwillingness to expose themselves to additional risk.



Netbólan sem átti sér stað á árunum 1995 til 2000 varð til þess að hlutabréfaverð í sprotafyrirtækjum tengdum netheimunum margfaldaðist í verði. Þegar netbólan sprakk í kringum árið 2000 hægðist á markaðinum og árið 2002 var þátttakan á hlutabréfamarkaðinum búin að lækka um 19% frá árinu 1999. Markaðurinn tók samt tiltölulega fljótt við sér og byrjaði að vaxa allt til ársins 2008 þegar fjármálakreppan skall á (The European Savings Institute, 2013).

Í Evrópu hafa almennir fjárfestar verið fjölmargir í gegnum tíðina en þó fyrir smáar upphæðir. Samt sem áður hafa þeir verið stór partur af óbeinum hluthöfum í gegnum fjárfestingarsjóði. Þeim sjóðum er stjórnað af fjármálamiðlurum sem ráðstafa hlutabréfunum fyrir hönd sinna viðskiptavina (The European Savings Institute, 2013).

Þegar litið er á sögu viðskipta á Íslandi með hlutabréf sést að saga Íslands er mun styttri en í Evrópu, hér munum við lítillega skoða sögu og þróun þessa markaðar hér á landi. Áhersla er lögð á að sýna hvernig almenningur upphaflega var virkjaður í þátttöku á þeim markaði og hvernig vantraust náði fótfestu eftir mikil töp í slíkum fjárfestingum.

### 3.2 Ísland

Mikill uppgangur var í efnahagslífinu á Íslandi á árunum 1999 til 2007, bankakerfið stækkaði gríðarlega eða 20 faldaðist á þessum árum. Í lok árs 2003 var búið að einkavæða ríkisbankana hér á Íslandi og segja má að hraður vöxtur þeirra hafi hafist þá (Þróstur Olaf Sigurjónsson, Schwarzkopf og Bryant, 2018).

Tveir stærstu bankarnir, Búnaðarbankinn og Kaupþing sameinuðust árið 2003. Íslensku bankarnir sóttu fjármagn í miklu mæli til útlanda, fyrst á evrópska skuldabréfamarkaðinn og svo á bandaríska skuldabréfamarkaði. Þessi aðgangur að alþjóðlegum fjármálamörkuðum var helsta forsenda mikils vaxtar bankanna (Páll Hreinsson o.fl., 2010b). Mikill vöxtur var á útlánum hér á Íslandi og var enn hærri hér en á öðrum Norðurlöndum (Már Wolfgang Mixa og Þróstur Olaf Sigurjónsson, 2010).

Árið 2006 var varað við að bankakerfið á Íslandi væri orðið of stórt og að hætta væri á fjármálakreppu. Þrátt fyrir þessar viðvaranir var ekki gripið til varúðarráðstafana. Bankarnir brugðust þó við að einhverju leiti með því að reyna að tryggja innistæður viðskiptavina sinna með því að setja þær á sparnaðarreikninga erlendis. Þessar aðgerðir bankanna áttu eftir að hafa

ófyrrisédar afleiðingar fyrir efnahagslífið og urðu meðal annars til þess að íslenska krónan styrktist töluvert. Var því skellurinn sem á eftir kom mörgum Íslendingum þungbær (Þróstur Olaf Sigurjónsson o.fl., 2018, bls. 247).

Á níunda áratug síðustu aldar þegar að Ísland gekk til liðs við evrópska efnahagssvæðið hafði það mikil áhrif á þátttöku Íslands á alþjóðamarkaði. Einfalt líferni Íslendinga breyttist snemma á 20. öldinni úr því að efnahagurinn byggðist á veiðum í að fjármálastarfsemi varð að aðaltekjulind landsins. Innflytjendum fjölgaði úr 1,8% árið 1995 í 8,6% í janúar 2008 (Loftsdóttir, 2010).

Á góðæristímum (Manic Millenium Years<sup>14</sup>) árin 1999 til 2008 fyrir hrun bankanna hækkðu hlutabréfamarkaðir mikið. Almennigur á Íslandi trúði því að að íslenskir bankamenn væru meðal þeirra bestu í heiminum þrátt fyrir að einkavæðing bankanna væri eingöngu nokkurra ára gömul (Ármann Þorvaldsson, 2009). Íslenskt samfélag umbreyttist á nokkrum árum og þá sérstaklega fjármálaumhverfið sem fór frá því að vera eingöngu starfrækt innanlands og ríkisrekið í að verða alþjóðlegt. Almennigur blindaðist vegna aukinna tækifæra í fjárfestingum og auknum lífsgæðum (Mixa og Vaiman, 2015).

Á árunum 2002 til 2007 var meðal eignarhald almennings á hlutabréfum hér á landi um 13%, eða frá 12% til 17% af markaðsvirði skráðra hlutabréfa (Páll Harðarson, 2017).

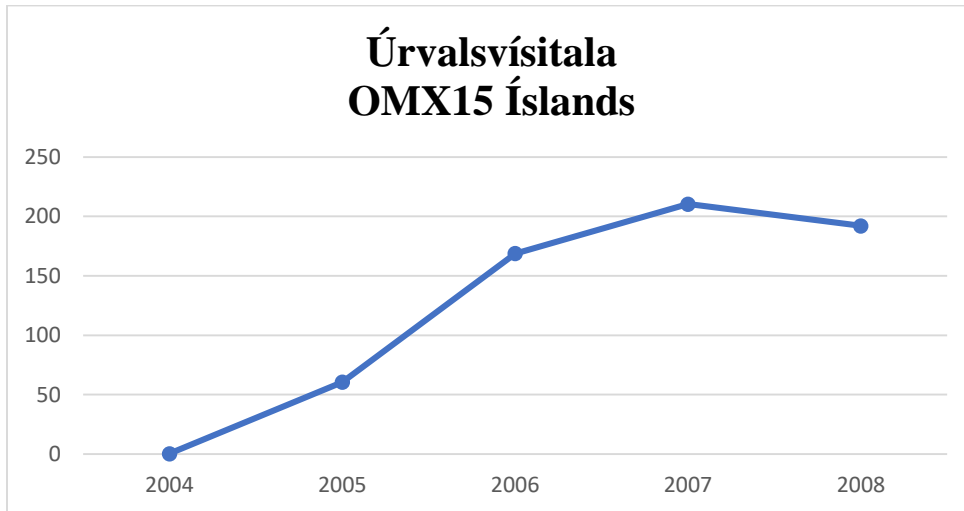
Á tímabilinu 2003 til 2007 jókst kaupmáttur Íslendinga mikið og aðgangur að ódýru lánsfjármagni varð greiðara en nokkru sinni fyrr. Hlutabréfamarkaðurinn hér á landi varð líflegur og viðskipti í honum urðu aðgengilegri með rafrænum hætti. Neyslan jókst til muna, skuldsetning heimilanna jókst einnig, hækkun á húsnæðisverði varð til þess að heimilin styrktu eignastöðu sína á móti skuldum ásamt því að fjárfesta. Heimilin gátu framkvæmt þetta annars vegar með því að nýta samtímatekjur sínar og hins vegar með því að veðsetja framtíðartekjur þeirra. Það er að fjármagna neyslunna með lánnum. Stór hluti hennar var fjármagnaður með síðari leiðinni (Margrét Sæmundsdóttir o.fl., 2009).

Í bankahruninu árið 2008 töpuðu margir einstaklingar fjárfestingum sínum í hlutabréfum og verðbréfasjóðum. Velt hefur verið upp hvort nægilega rík skylda hvíli á fjármálafyrirtækjum um að upplýsa viðskiptavinum sínum um eðli og áhættu viðskipta sem þeir taka þátt í (Margrét Sæmundsdóttir o.fl., 2009).

---

<sup>14</sup> Tímabilið 1999-2008 árin fyrir hrun. Skilgreint af Má Wolfgang Mixa sem The Manic Millennium, í grein sinni Individualistic vikings: economics and Iceland.

Frá ársbyrjun 2004 til júlí 2007 nam hækkun Úrvalsvísitölu<sup>15</sup> (OMX Iceland 15) um 328,76% þessi mikla hækkun er einsdæmi meðal þróaðra hagkerfa (Páll Hreinsson o.fl., 2010c). Mynd 1 sýnir hvernig hækkunin var á þessum árum.



Mynd 1. Þróun Úrvalsvísitölunnar (Páll Hreinsson o.fl., 2010b).

### 3.3 Fjármálalæsi

Hér í framhaldi munum við ræða aðeins um fjármálalæsi og þekkingu almennings á fjármálamörkuðum. Hver er staða fjármálalæsis á Íslandi og hefur það áhrif á þátttöku.

Fræðimenn eru sammála um að fjármálalæsi<sup>16</sup> sé mikilvægt atriði þegar spáð er fyrir um þátttöku á fjármálamarkaði. Í samræmi við niðurstöður Guiso og Jappelli (2005) benda þær á að skortur á fjárhagslegri vitund stuðli að tiltölulega lágri þátttöku á fjármálamörkuðum (Margrét Sæmundsdóttir o.fl., 2009).

Árið 2008 skipaði þáverandi viðskiptaráðherra nefnd til að kanna stöðu fjármálalæsis á Íslandi. Hlutverk nefndarinnar var að meta þörf á aðgerðum til að bæta skilning og þekkingu almennings á þjónustu sem fjármálafyrirtækin veita. Könnun var gerð meðal Íslendinga á aldrinum

<sup>15</sup> OMX Iceland 15, eða Úrvalsvísitala Kauphallarinnar er vísitala sem samanstendur af 15 félögum skráðum á aðallista íslensku Kauphallarinnar. Valið er í vísitöluna tvisvar á ári í júní og desember. Við val félaga í vísitöluna er litið til Kauphallarviðskipta á 12 mánaða tímabili og markaðsvirðis í lok tímabilsins.

<sup>16</sup> Fjármálalæsi felur í sér getuna til að greina valkosti í fjármálum, fjalla um peninga án vandkvæða, gera áætlanir til framtíðar og bregðast skynsamlega við breyttum forsendum ákvarðana í fjármálum, þar með talið í efnahagsumhverfinu.

18 til 80 ára. Niðurstöður könnunarinnar gáfu sterkt til kynna að fjármálalæsi meðal almennings væri verulega ábótavant þá helst þegar kæmi að fjármálahugtökum og fjármálaþjónustu (Margrét Sæmundsdóttir o.fl., 2009).

### 3.4 Þróun markaðar

Skoðum nú þróun hlutabréfamarkaðar á Íslandi, Evrópu og í Norður Ameríku. Hvernig hafa markaðirnir þróast og hvað hefur verið gert til að efla þá.

Íslenski hlutabréfamarkaðurinn er tiltölulega ungur í samanburði við nágrannalöndin. Hlutabréfamarkaðir flestra hinna Norðurlandanna hafa verið starfandi í heila öld en íslenski markaðurinn eins og við þekkjum hann í dag nær ekki nema um 25 ár aftur í tímann. Hlutabréfaviðskipti á Íslandi eiga sér þó lengri sögu en voru sáralítill og munum við ekki koma til með að ræða þau hér.

Ef horft er á nágretta okkar í Svíþjóð, sem hafa langa sögu hlutabréfamarkaða, ríkir þar einskonar hlutabréfamarkaðsmenning. Allur almenningur í Svíþjóð fylgist töluvert meira með og tekur meiri þátt í markaðinum (Magnús Harðarson, munnleg heimild, viðtal, 15. apríl 2019).

Hlutabréfamarkaðurinn í Ameríku er töluvert eldri og reyndari en markaðirnir í Evrópu. Árið 1792 var hann fyrst opnaður og var fyrsta skráða fyrirtækið á markaðinum Bank of New York. Á hlutabréfamörkuðunum í Ameríku hefur þátttaka almennings einnig breyst mikið í gegnum árin. Árið 1998 áttu um 60% af almenningi hlutabréf og árið 2007 voru tæplega 70% af fullorðnum í Ameríku sem áttu hlutabréf. Árið 2016 hafði hlutfallið farið niður í rétt rúm 50% (Faris, 2019; Financial Samurai, 2019).

Samkvæmt skýrslu frá Nasdaq frá árinu 2018 um stöðu hlutabréfamarkaða á Norðurlöndunum er staðan sú að heilt yfir hefur nýskráningum á aðalmörkuðum Nasdaq aukist úr 8 frá árinu 2010 í 36 árið 2017. Einnig hefur First North markaðurinn tekið stökk en aðeins voru 3 nýskráningar árið 2012 en árið 2017 voru þær 79. First North markaðurinn er hugsaður fyrir lítil og meðalstór fyrirtæki. Árangur á hlutabréfamörkuðum á Norðurlöndunum má helst rekja til Svíþjóðar en þar hefur mesta aukningin orðið í nýskráningum fyrirtækja og almennum hlutabréfaútboðum. Hefur þessi góði árangur Svía vakið athygli bæði fjárfesta og fyrirtækja og spyrja þau hvað Svíarnir séu að gera vel. Gott vistkerfi Svía á markaðinum er sennilega helsta ástæða velgengninnar. Mikil hlutabréfamening er einnig í Svíþjóð og er því þátttaka breiðs hóps fjárfesta lykilatriði. Að sama skapi sjá fyrirtæki sér hag í að vaxa á hlutabréfamarkaðinum og er

eftirspurn eftir fjárfestingakostum. Mikil vinna hefur verið lögð í að bæta umgjörð markaðarins á undanföllum árum. Í þeirri vinnu leituðu Svíar til markaðsaðila með hvað betur mætti fara og unnu svo út frá þeim niðurstöðum (Nasdaq, 2018).

Slík vinna hefur einnig farið í gang á hinum Norðurlöndunum, en á Íslandi voru lagðar fram 10 markvissar tillögur með það markmið að bæta lagaumhverfið og einnig til þess að auðvelda smáum fyrirtækjum aðgengi að fjármagni í gegnum markaðinn. Á Íslandi hefur nú þegar tekist að ryðja ýmsum hindrunum úr vegi. Í samstarfi við markaðsaðila og stjórnvöld, eins og til dæmis að stytta ferli vegna töku til viðskipta, rýmka heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga á markaðstorgum og rýmka undanþágu frá birtingu lýsingar (Nasdaq, 2018).

Þrátt fyrir þessar breytingar hefur markaðurinn ekki náð sér á strik. Samkvæmt skýrslunni sem Nasdaq gaf út er ýmislegt sem þarf að gera betur til að koma hlutabréfamarkaðinum á strik aftur. Má þar nefna traust, skattaívilnanir vegna hlutabréfakaupa, efla þekkingu á kostum þess að nýta markaðinn við fjármögnun. Auka þarf vitund um markaðinn með aukningu félaga og er nefnt í því samhengi að stjórnvöld gætu komið þar inn með sölu eignarhluta í bönkunum. Einnig þarf markvisst starf fjármálafyrirtækja og annarra ráðgjafa til að efla frumkvöðla- og nýsköpunarkraft í umhverfinu (Nasdaq, 2018).

Við val á fjármálaráðgjöfum skiptir traust almenning mestu máli eða um 56% en eingöngu 17% velja sér fjármálaráðgjafa með væntingu um háa afkomu samkvæmt könnun sem gerð var af CFA Institute/Edelman survey (Fender, Stammers og Urwin, 2018). Eignastýringafyrirtæki eins og Merrill Lynch eyða milljónum dollara á ári hverju í auglýsingar til að sannfæra almenning um áreiðanleika þeirra og traust (Mullainathan, Schwartzstein og Shleifer, 2008). Skortur á trausti útskýrir að miklu leyti hvers vegna einstaklingar taka ekki þátt á hlutabréfamarkaðinum jafnvel þótt enginn annar núningur sé fyrir hendi (Guiso, Sapienza og Zingales, 2008).

Lítill og einsleit samfélög eru að jafnaði auðveldari að stýra en stór og flókin fjölmenningsamfélög. Þegar lítilla samfélaga eru flestir álitnir hafa nokkuð svipaða hagsmuni, þarfir og viðhorf. Þar af leiðandi getur hjarðhegðun<sup>17</sup> orðið mun meira áberandi í minni samfélögum en stærri (Vilhjálmur Árnason o.fl., 2010). Má segja að slík hegðun hafi verið ríkjandi í íslensku samfélagi á svokölluðum Manic Millennium árunum. Því förum við hér á eftir stuttlega

---

<sup>17</sup> Hjarðhegðun er átt við að eltast við hjörðina, gera sama og aðrir gera. Fylgja hópnum.

yfir nokkra þætti varðandi atferli fólk í tengslum við fjármál, sem hafa jafnframt áhrif á umfang þátttöku almennings í fjárfestingum hlutabréfa.

## 4 Atferli

Rannsóknir hafa verið gerðar um atferli í fjármálum. Strahileviz, Odean og Barber (2011) skoðuðu sérstaklega endurkaup á hlutabréfum, á bréfum sem fjárfestar höfðu áður orðið fyrir tapi og hvernig fyrri reynsla hefur áhrif á fjárfestingaákvörðanir þeirra í framtíðinni. Niðurstaða þeirra var að fjárfestar voru tregir til að kaupa hlutabréf sem áður voru seld með tapi. Þrátt fyrir að aðstæður hafa batnað á þeim hlutabréfum einnig ef bréf sem þeir höfðu átt en selt sem hafa hækkað í verði. Fjárfestar eru líklegri til að kaupa hlutabréf aftur ef þeir högnuðust á þeim við sölu. Neikvæðar tilfinningar eins og eftirsjá og vonbrigði hindra endurkaup og þátttöku. Sársaukafullar ákvörðanir sem hafa leitt til taps af fyrri fjárfestingum hafa sterkar afleiðingar og gerir fjárfestir margt til að koma í veg fyrir að endurtaka fyrri mistök (Strahilevitz, Odean og Barber, 2011).

### 4.1 Atferliskennningar

Margar kenningar hafa verið gerðar um atferlisfjármál og sálfræðilegan þátt ákvörðunartöku þegar kemur að fjárfestingum. Ekki munum við skoða þær allar hér í þessari ritgerð en meðal þeirra sem við munum skoða eru: festing (e. Anchoring Theory), hjarðhegðun (e. Herding Theory), væntingakenningin (e. Prospect Theory) og ofursjálfsraust (e. overconfidence).

Festing (e. Anchoring) í fjármálum er talað um ákveðinn viðmiðunarpunkt eða viðmiðunartölu. Gengi hlutabréfa tekur stöðugum breytingum vegna margra samverkandi þátta eins og til dæmis markaðsáhættu, landsbundinni áhættu og gjaldmiðlaáhættu (Landsbréf, e.d). Fjárfestir sem kaupir hlutabréf á ákveðnu verði hefur tilhneigingu til að binda sig við ákveðna tölu. Þá tölu sem þeir kaupa bréfin á og þegar gengi bréfanna breytist frá þeirri viðmiðunartölu geta fjárfestar verið tregir til að selja bréfin eins og til dæmis ef verð bréfanna fer lækkandi jafnvel þótt aðstæður gefi til kynna að verð muni lækka enn frekar (Tversky og Kahneman, 1974).

Hjarðhegðun (e. Herding) er ákveðin kauphegðun og á vel við okkur Íslendinga. Dæmi um kauphegðun okkar Íslendinga er þegar fótanuddtækið kom fyrst á markað, hver hefur ekki heyrt um að allir Íslendingar eiga eitt slíkt tæki í bílskúrnum hjá sér. Einnig þegar Toys 'R' Us opnaði

verslun sína árið 2007 hér á landi og varð söluhæsta búð heims fyrir utan verslun fyrirtækisins í Hong Kong (Samtök verslunar og þjónustu, 2007). Hjarðhegðun er að fylgja fjöldanum ef allir eru að kaupa hlutabréf í ákveðnu fyrirtæki geri ég það líka. Einstaklingar taka órökrétta ákvörðun í nokkurs konar geðshræringu einungis vegna þess að aðrir gera það (Kindleberger, 2015).

Væntingakenning (e. Prospect theory) snýst um þá lykilhugmynd að aðilar á fjármálamarkaði taka ekki alltaf rökréttar fjárfestingaákvörðanir í fjármálum. Almenn séð er sársaukinn við að tapa 100 krónum er meiri en gleðin við að hagnast um 100 krónur. Fjárfestar í erfiðri fjárhagsstöðu er líkt við hungruð dýr, matur er metinn á hærra verði því erfitt er að nálgast hann og taka þeir meiri áhættu til að nálgast bráðina. Þeir sem eru í góðri fjárhagslegri stöðu er líkt við södd dýr þau eru ekki eins örvæntingarfull í leit sinni af mat (McDermott, Fowler og Smirnov, 2008).

Ofursjálfsstraust (e. overconfidence) er nokkurn veginn hægt að lýsa sem andstæðu við hjarðhegðun (e. herding) þar sem fjárfestar treysta frekar eigin dómgreind en dómgreind annarra. Fjárfestar með ofursjálfsstraust eiga það til að taka of miklar áhættur, fjárfesta of mikið og þar af leiðandi vinna sér inn lægri ávöxtun. Einkenni ofursjálfsstrausts hjá einstaklingi er að þeir leitast við að sjá hlutina sér í hag. Ef vel gengur hjá fjárfesti í hlutabréfaviðskiptum á hann það til að eigna sér allan heiðurinn af þeirri velgengni. En þegar illa gengur lítur hann svo á að það sé óheppni og alls ekki hans sök (Nofsinger, 2018).

## 5 Núverandi staða

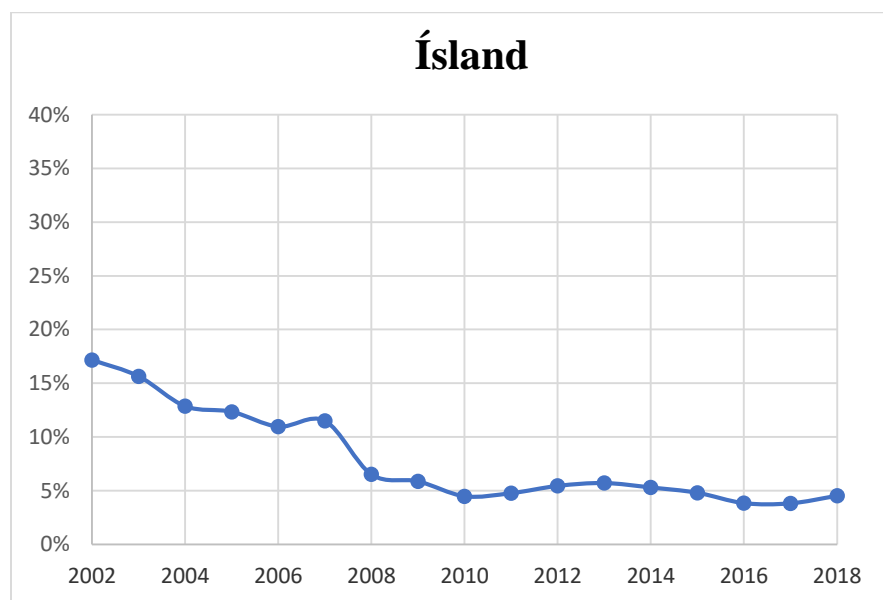
Hér er greint frá helstu niðurstöðum þeirra gagna sem rannsakendur höfðu undir höndum hvað varðar hlutfall almennings á hlutabréfamarkaði, bæði hér á Íslandi og í Evrópu. Gögnin voru borin saman og skoðað hver munurinn er á þátttöku almennings á milli landa. Hefur þátttakan aukist eða minnkað. Einnig skoðuðum við tölur frá Bandaríkjunum þar sem er öflugur markaður og töldum við ástæðu að sjá hver þróun hans hefur verið. Þær tölur sem við höfum frá Bandaríkjunum sýna eingöngu hversu hátt hlutfall af Bandaríkjamönnum eiga hlutabréf. Á meðan tölur frá hinum löndunum sýna hlutfall almennings af markaðsvirði hlutabréfamarkaða.

## 5.1 Ísland

Miðað við gögn frá Kauphöll Íslands frá júlí 2018 er þátttaka almennings eða bein hlutabréfaeign almennings um 4,5% af heildarmarkaðsvirði félaga í Kauphöllinni í lok árs 2017 (Magnús Harðarson, munnleg heimild, tölvupóstur, 14. desember 2018).

Í lok árs 2016 var hlutfall almennings um 3,8% en á árunum fyrir hrun bankanna árið 2008 átti almenningur að jafnaði um 12% til 17 % af markaðsvirði skráðra hlutabréfa (Páll Harðarson, 2017).

Í mars 2016 áttu lífeyrissjóðirnir á Íslandi 50% í hlutabréfamarkaðinum (Friðrik Árni Friðriksson o.fl., 2017). Almennungur er því í algjöru lágmarki í dag, fjöldi hluthafa í skráðum félögum í dag er um 1000 en fyrir hrunið 2008 voru þeir yfir 20.000 (Hörður Ægisson, 2019). Sjá má á mynd 2 hvernig þróunin hefur orðið á þátttöku almennings frá árinu 2002 til ársins 2018. Það var í raun merkilegt að þátttaka almennings var farin að minnka fyrir hrun bankanna, en það þarf ekki að þýða að fólk fjárfesti minna í markaðinum heldur það að verðin hækkuðu svo mikið að prósentulega séð var þátttakan minni (Már Wolfgang Mixa, munnleg heimild, 2019).

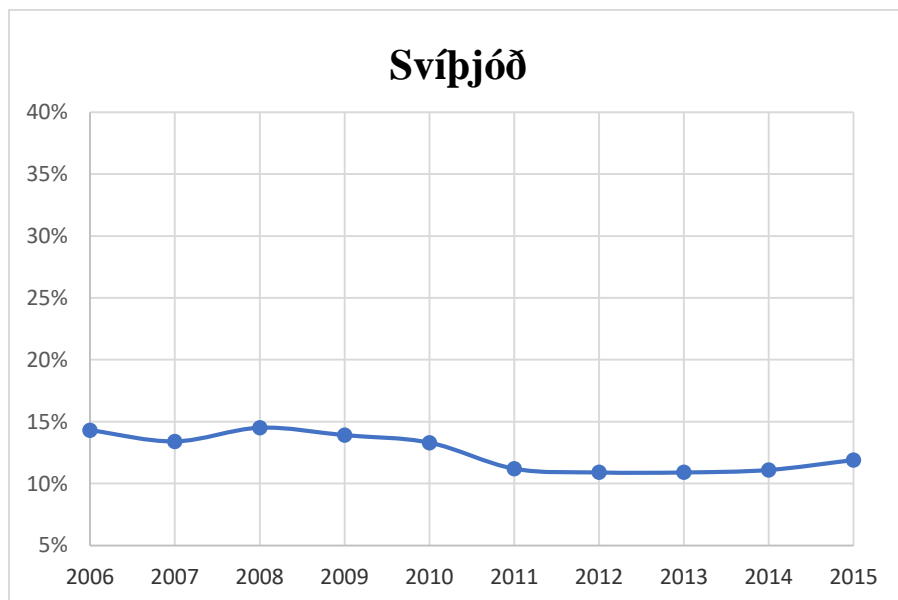


Mynd 2. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði á Íslandi (Magnús Harðarson, munnleg heimild, tölvupóstur, 14. desember 2018).



## 5.2 Svíþjóð

Árið 2015 var heildarverðmæti hlutabréfa skráð á sænskan markað um 5.900 milljarðar sænskra króna. Almennigur í Svíþjóð átti 12% af markaðsvirði hlutabréfa á markaðinum (Sveriges Riksbank, 2016). Svíþjóð varð ekki eins fyrir barðinu á fjármálahrununinu árið 2008 líkt og Ísland og fleiri þjóðir, allavega hvað varðar hlutabréfamarkaðinn. Nýskráning á aðalmarkað Nasdaq Stockholm náði metfjölda í október 2017 eða 319 fyrirtæki. Einnig er Nasdaq First North markaðurinn öflugur hjá Svíum og voru 300 fyrirtæki skráð á markað þar í október 2018. Greinilegt er að það er mikill vilji og geta hjá Svíum að leyfa sprotafyrirtækjum og öðrum fyrirtækjum í vexti að dafna (Nasdaq, 2018). Sjá má á mynd 3 hver þátttaka almennings í Svíþjóð hefur verið frá árinu 2006 til 2015.

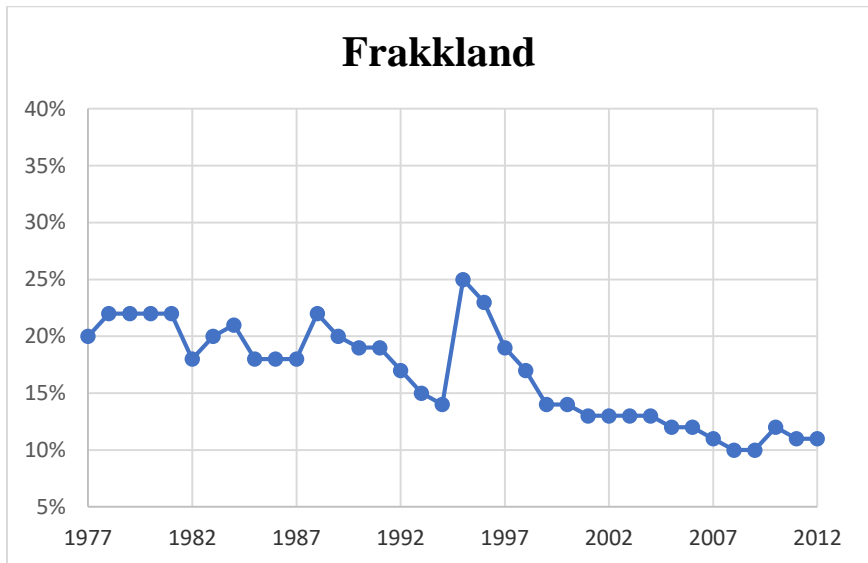


Mynd 3. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Svíþjóð (Sveriges Riksbank, 2016).

## 5.3 Frakkland

Almennigur í Frakklandi átti um það bil fimmtung af markaðsvirði seint á tíunda áratugnum en síðan hefur þátttakan minnkað stöðugt. Stórfelldar einkavæðingar áttu sér stað í Frakklandi á árunum 1986 til 1988 og einnig 1993 til 1996. Á þeim árum jókst hlutdeild almennings að einhverju leiti en ekki verulega þrátt fyrir að með einkavæðingunni væri verið að reyna að gera það meira aðlaðandi fyrir almennig að fjárfesta. Einnig með skattaívilnunum. Einkafjárfestar voru

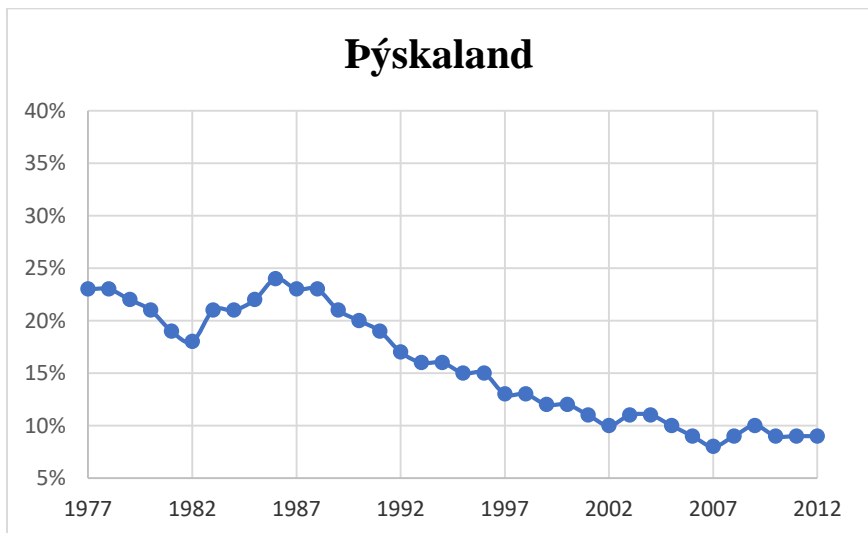
þó fjölmargir eða um 17 milljónir (The European Savings Institute, 2013). Eins og sjá má á mynd 4 um hvernig þátttaka almennings hefur verið alveg frá árinu 1975 til ársins 2012.



Mynd 4. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Frakklandi (The European Savings Institute, 2013).

## 5.4 Þýskaland

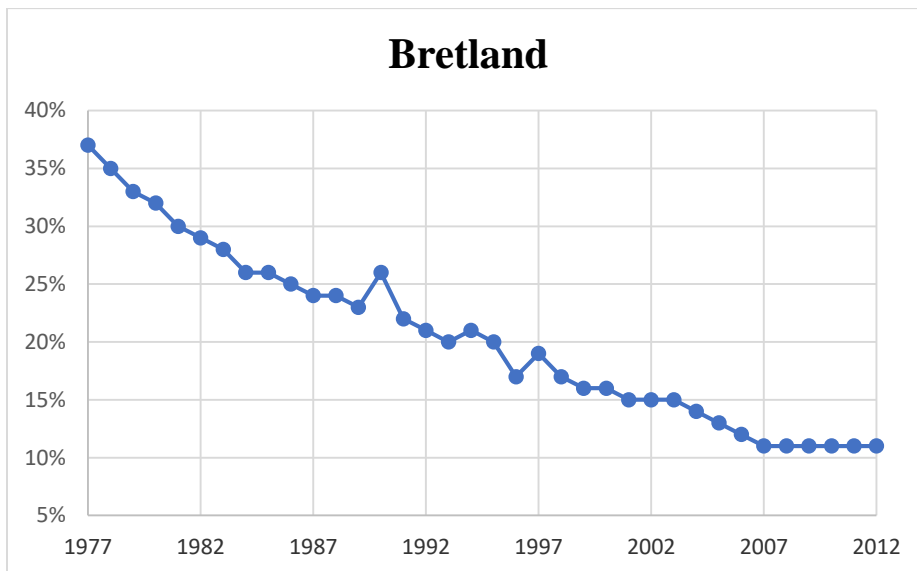
Eins og í öðrum Evrópulöndum hefur þátttaka almennings í Þýskalandi minnkað verulega eða úr um þriðjung af markaðsvirði niður í 9% árið 2011. Eins og sjá má á mynd 5 um hvernig þátttaka almennings hefur verið alveg frá árinu 1975 til ársins 2012 (The European Savings Institute, 2013).



Mynd 5. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Þýskalandi (The European Savings Institute, 2013).

## 5.5 Bretland

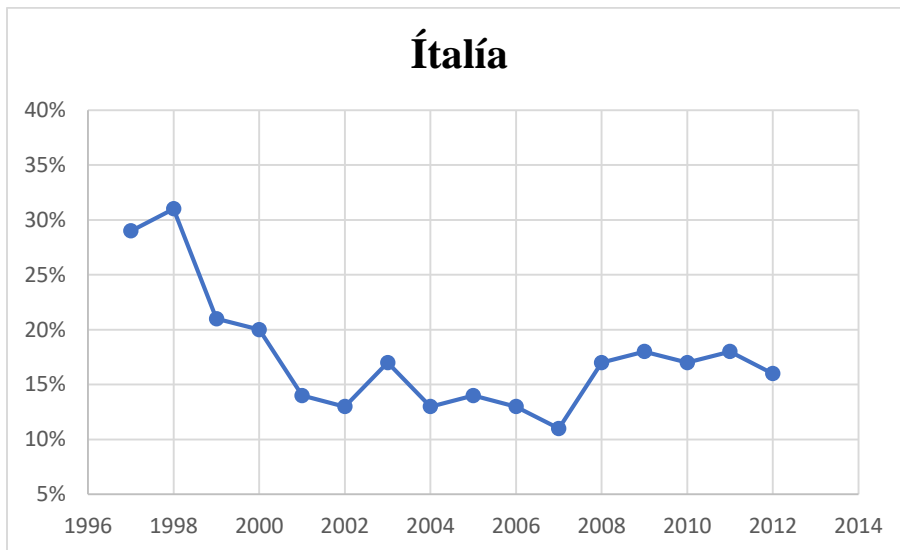
Hlutdeild almennings lækkaði úr 40% árið 1975 í 11% á árinu 2007 en hefur aukist lítillega síðan þá. Einkavæðinga áætlun stjórnvalda í Bretlandi sem framkvæmd var á árunum 1979 til 1992 átti að auka eignarhald almennings á hlutabréfum. Einnig buðu stjórnvöld uppá verðtryggð verðbréfaferð. Þrátt fyrir miklar kynningar stjórnvalda virtist áætlunin ekki skila tilsettum árangri (The European Savings Institute, 2013). Eins og sjá má á mynd 6 um hvernig þátttaka almennings hefur verið alveg frá árinu 1975 til ársins 2012.



Mynd 6. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Bretlandi (The European Savings Institute, 2013).

## 5.6 Ítalía

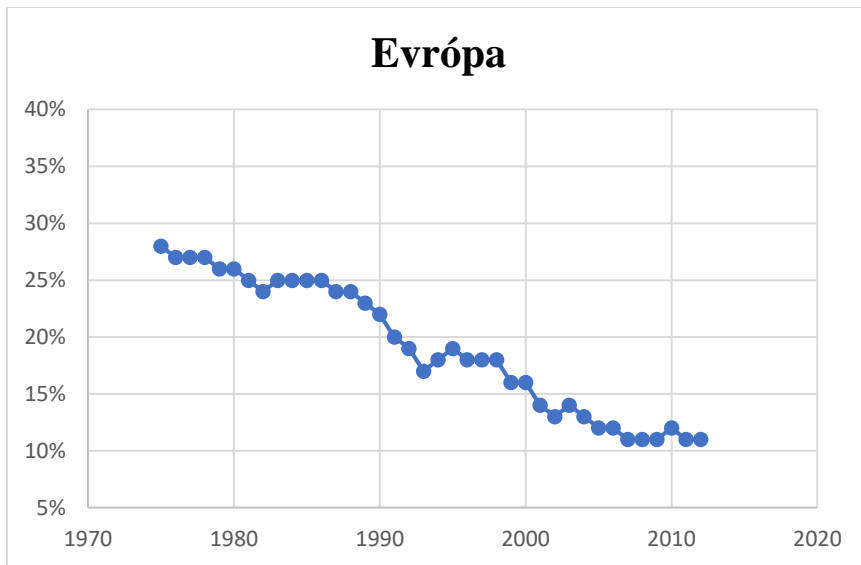
Á árunum 1993 til 2000 innleiddi ríkisstjórnin í miklu mæli einkavæðingu sem varð til þess að hlutur almennings á markaði stór jókst. Meiri stöðugleiki einkenndi almenning í kreppunni fremur en aðra fjárfesta. Samt sem áður lækkaði hlutfall almennings á hlutabréfamarkaði árið 2000 og náði sögulegu lágmarki árið 2007 þegar hlutur almennings fór niður í 12% (The European Savings Institute, 2013). Eins og sjá má á mynd 7 um hvernig þátttaka almennings hefur verið alveg frá árinu 1997 til ársins 2012.



Mynd 7. Þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði á Ítalíu (The European Savings Institute, 2013).

## 5.7 Evrópa

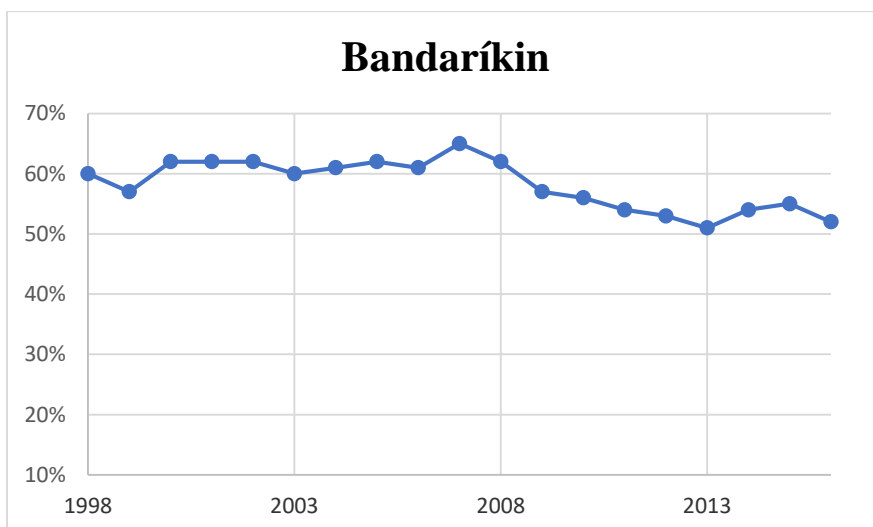
Síðustu 44 ár á hlutabréfamörkuðum í Evrópu hefur verið veruleg lækkun í þátttöku almennings. Árið 1975 voru 28% af markaðsvirði hlutabréfa í eigu almennings. Hlutfall almennra fjárfesta hefur farið niður í um 10% til 11% og haldist nokkuð stöðugt í þeirri prósentu síðan árið 2007 (Magnús Harðarson, munnleg heimild, tölvupóstur, 14. desember 2018). Eins og sjá má á mynd 8 um hvernig þátttaka almennings hefur verið alveg frá árinu 1975 til ársins 2012.



Mynd 8. Þátttaka almennings á hlutabréfamörkuðum í Evrópu (The European Savings Institute, 2013).

## 5.8 Bandaríkin

Um það bil helmingur Bandaríkjamanna áttu hlutabréf árið 2016. Þrátt fyrir það hefur þátttaka almennings á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum dregist töluvert mikið saman frá hruninu, jafnvel þótt að heilt yfir hafi hlutabréfavísitalan batnað verulega (Financial Samurai, 2019). Eins og sjá má á mynd 9 um hvert hlutfall almennings á markaðinum hefur verið alveg frá árinu 1998 til ársins 2016.



Mynd 9. Hlutfall almennings á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum (Financial Samurai, 2019).

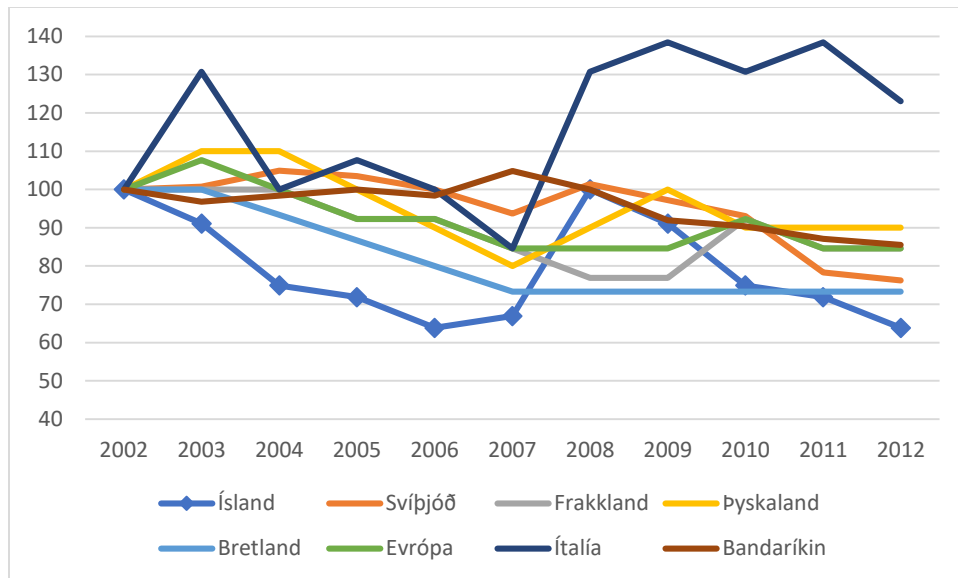
Þátttaka almennt hefur dregist saman um allan heim, það sést út frá myndunum hér að ofan að þróunin er svipuð alls staðar. Aukin þátttaka almennings hefur aukist mikið í gegnum lífeyrissjóðina og munum við ræða þá þróun hér á eftir.

Lítill þátttaka almennings er áberandi á hlutabréfamarkaðinum og hefur markaðurinn átt erfitt uppdráttar frá hruni. Ýmsar leiðir hafa verið nefndar til þess að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum. Fyrst og fremst þarf að endurheimta það traust sem hvarf með hlutabréfamarkaðinum í hrininu.

Virkir fjármálamarkaðir byggja á því að fjölbreyttur hópur markaðsaðila og þá helst fjárfestingarsjóðir, eigi skoðana skipti með kaupum og sölum á fjármálaeignum. Í slíkum sjóðum er sérhæft starfsfólk með mikla og sérhæfða þekkingu á markaðinum. Einnig safna slíkir sjóðir saman fjármagni. Slíka sjóði vantar á íslenska hlutabréfamarkaðinn. Í Hvítbók efnahags- og fjármálaráðuneytisins nefnir Ásgeir Jónsson hvernig hægt væri að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði nefnir hann meðal annars að hægt væri að hafa skattalega hvata. Slíka hvata væri hægt að útfæra á ýmsa vegu þar sem skattaskil eru orðin rafræn. „En slíkir hvatar myndu miðast við að fólk yrði langtímafjárfestar í ákveðnum sjóðum eða einstökum félögum“ (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Á undanförunum árum hafa lífeyrisréttindi almennings aukist verulega með bættum kjarasamningum. Lífeyrissjóðirnir eru orðnir stórir og öflugur partur af hlutabréfamarkaðinum, getur því verið að almenningi þyki hann nú þegar vera óbein þátttakandi á markaðinum (Magnús Harðarson, munnleg heimild, viðtal, 15.apríl 2019).

Samanburður á milli landa sýndur á mynd 10 þróunin virðist vera svipuð í Evrópu og Bandaríkjunum. Almennt hefur dregið úr þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði. Að undanskilinni Ítalíu þar sem þátttakan hefur aukist verulega. Því er sennilega að þakka hversu vel stjórnvöldum tókst til með einkavæðingar á árunum 1993 til 2000 sem urðu til þess að þátttaka almennings á hlutabréfabréfamarkaðinum jókst verulega (The European Savings Institute, 2013).



Mynd 10. Samanburður á milli landa (Financial Samurai, 2019; Sweriges Riksbank, 2016).

## 6 Traust

Traust er forsenda þess að heilbrigt fjármálakerfi geti sinnt þeim mikilvægu þjóðfélagslegu verkefnum sem því er ætlað. Traust eignarhald á bönkum og stöðugleiki er nauðsynlegt til að almenningur hafi trú á fjármálakerfinu og án trausts er af og frá að þessar stofnanir geti sinnt hlutverki sínu með eðlilegum hætti (Efnahags- og viðskiptaráðuneytið, 2012).

Traust er fyrirbæri sem vinnur í báðar áttir. Traust er áunnið einnig þarf að læra að bera traust til annara. Traust getur skilað fjárhagslegum ávinningi. Ef mikið traust ríkir er hraðinn mikill og kostnaður lítill en aftur á móti ef lítið traust er til staðar er hraðinn lítill og kostnaður mikill (Covey, 2006).

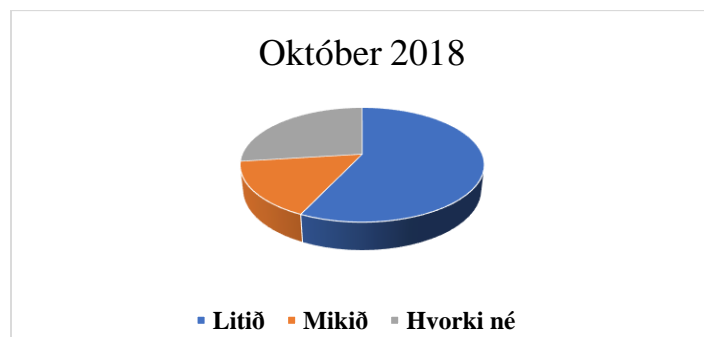
Ávarp forsætisráðherra Geir H. Haarde á Austurvelli 17 júní 2008.

Þegar lítið er til þess hvernig staðan er á alþjóðlegum fjármálamörkuðum sýnir sig að fátt er verðmætara en traust og trúverðugleiki. Slíkir eiginleikar eru ekki aðeins verðmætir í fari einstaklinga, heldur eiga þeir einnig við um þjóðir og fyrirtæki. Íslenska þjóðin nýtur trausts og það er mikilvægt að fyrirtækin okkar geri það einnig, ekki síst fjármálafyrirtækin. Bankastarfsemi grundvallast á gagnkvæmu trausti. (Geir H. Haarde, 2008)

Þarna leggur hann áherslu á hversu mikilvægt traust er. Árið 2008 voru 40% landsmanna sem höfðu traust á bankakerfinu sem verður að teljast frekar lág tala miðað við til dæmis að sama ár báru 80% landsmanna traust til lögreglunnar. Því er eins og almenningur hafi áttað sig á að ekki var allt með feldu í bankakerfinu (Gallup, 2018).

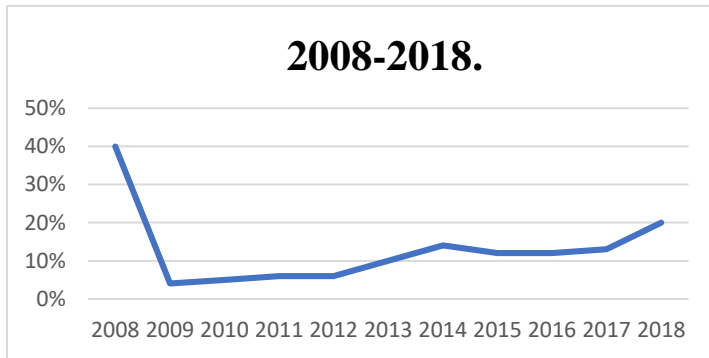
Við hrun fjármálakerfisins hrundi einnig traust almennings til fjármálakerfisins. Samkvæmt Þórði Snæ Júlíussyni ritstjóra Kjarnans, í viðtali á RÚV í þættinum Morgunvaktin þann 29. janúar 2019 hafði almenningur verið duglegur að fjárfesta í hlutabréfum alveg frá tíunda áratugnum. En í hruninu tapaði almenningur stórum hluta síns sparnaðar og þar með var traust til markaðarins farið. Þórður telur að það sé sjálfstætt vandamál hversu lítinn þátt almenningur tekur í hlutabréfamarkaðinum, en segir að sama skapi að það sé skiljanlegt. Ekki bara vegna þess að fólk treystir ekki lengur markaðinum heldur hafa önnur tækifæri til ávöxtunar eins og fasteignamarkaðurinn heillað almenning frekar og því enginn hvati fyrir almenning að fjárfesta í hlutabréfum (Jóhann Hlíðar Harðarson, Björn Þór Sigurbjörnsson og Vera Illugadóttir, e.d.).

Þessi orð Þórðar Snæs eru ekki úr lausu lofti gripin samkvæmt skoðunarkönnun sem Gallup gerði um viðhorf almennings til bankakerfisins kom viðhorf Íslendinga heldur neikvætt út. Á mynd 12 sést að samkvæmt könnun Gallups lækkaði traust til bankakerfisins úr 40% í febrúar 2008 í aðeins 4% ári seinna. Könnun sem Gallup gerði einnig í október 2018 sjá mynd 11 einum áratug eftir hrun fjármálakerfisins 2008 var eingöngu 16% sem báru mikið traust til fjármálakerfisins en 57% sem báru lítið traust til þess svo hlutfallið hækkar smám saman á milli ára. Enn er langur vegur að byggja upp traust almennings á bankakerfinu svo viðunandi sé (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).



Mynd 11. Traust almennings til bankakerfisins. Heimild: Gallup (Traust til bankakerfisins – Hvítbók, 2018).





Mynd 12. Traust almennings til bankakerfisins 2008 til 2018. Heimild: Gallup ( Traust til bankakerfisins – Hvítbók, 2018).

Traust er það sem erfiðast virðist vera að endurbyggja eftir fjármálahrunið 2008. Vantraust á stjórnmalamönnum er áberandi á Íslandi og virðist það vera meira viðvarandi á Íslandi heldur en á öðrum Norðurlöndum. Íslendingar telja spillingu vera á Íslandi en svo virðist sem stjórnmalamenn taki ekki alvarlega á slíkum málum, né komi upp spillingavörnum. Í skýrslu sem var gerð á vegum starfshóps forsætisráðherra um eflingu traust á stjórnmalum og stjórnsýslu var andvaraleysi yfirvalda áberandi (Jón Ólafsson, Ólöf Embla Eyjólfsdóttir, Páll Þórhallsson, Ragna Árnadóttir og Sigurður Kristinsson, 2018).

Alþjóðastofnanir eins og OECD og GRECO hafa lengi vakið athygli á hve lítið tillit íslensk stjórnvöld taka til tilmæla og leiðbeininga um varnir gegn spillingu. Þrátt fyrir að hvorki dómara né stjórnmalamenn hafi verið uppvísir að því að þiggja mútur og í raun varla komið upp nein spillingarmál á Íslandi, telur almenningur að ýmis form spillingar séu til staðar hér á landi. Má þar nefna að um helmingur almennings telur nauðsynlegt að hafa tengsl við stjórnmalamenn vilji þeir komast áfram í lífinu, og er þetta töluvert hærra hlutfall en á hinum Norðurlöndunum (Jón Ólafsson o.fl., 2018).

Íslenski hlutabréfamarkaðurinn hvarf að mestu í hruninu eða um 93% af markaðsvirði hlutabréfa. Endurreisn hlutabréfamarkaðarins hefur að hluta til gengið ágætlega. Þó er áberandi hvert viðhorf almennings sé til hans. Mikið ber á vantrausti og tortryggni til markaðarins þó rúm tíu ár séu liðin frá hruni. Engan skildi þó undra að þetta traust sé erfitt að byggja upp þar sem almenningur tapaði miklu af sínu sparifé við hrun hlutabréfamarkaðarins (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Almenningur hefur alltaf verið mikilvægur partur af hlutabréfamarkaðinum og á árunum 2002 til 2007 átti almenningur að jafnaði um 12% til 17% af heildarmarkaðsvirði fyrirtækja í Kauphöllinni en einungis 4,5% 2017 (Páll Harðarson, 2017). Eins og sést í kafla 3.2 í þessari ritgerð.

Fyrir hrun voru um 20.000 hluthafar í skráðum félögum, en eru nú aðeins um 1.000. Ekki hefur aðeins almennum fjárfestum fækkað svo um munar heldur hefur verðbréfafyrirtækjum fækkað líka, fjárfestingarsjóðir eru fáir og fara minnkandi. Fjárfestingarhópurinn samanstendur einkum af lífeyrissjóðum. Þetta hefur þau áhrif að ýktar sveiflur verða í litlum viðskiptum og forsendur fyrir heilbriggt markaðshagkerfi er ekki til staðar. Mikilvægt er í þessu samhengi að markaðurinn sé skilvirkur og hann veiti skilaboð um virði ólíkra eigna. Einnig er mikilvægt að fyrirtæki eigi kost á að sækja sér lánsfé og þarf markaðurinn að geta veitt bönkunum samkeppnislegt aðhald (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Íslenski fjármálamarkaðurinn var talaður upp af stjórnámálamönnum og fjölmiðlum á góðæris árunum. Transparency International gaf Íslandi einkunn sem eitt af minnst spilltustu löndum heims frá árinu 2001 til 2007. Almennt hafði almenningur á Íslandi trú á leiðtogum landsins og trú á þeim árangri sem fjárfestar og bankamenn náðu. Í viðtölum sem tekin voru saman út frá fjölmiðlagreinum og viðtölum við 18 bankastarfsmenn sem unnu í fjármálageiranum á þessum tíma, töluðu margir þátttakendur um að þeir efuðust aldrei um þetta efnahagslega ævintýri sem Ísland var í fyrir hrun og höfðu margir fulla trú á leiðtogum landsins. Á meðan öðrum fannst hlutirnir eitthvað ekki alveg ganga upp og veltu fyrir sér hvernig hagkerfi landsins gæti vaxið svona hratt eða eins og einn þátttakandi orðaði

það eru margir hlutir sem ég er ekki að skilja og ég sagði alltaf við sjálfan mig að ég verð að reyna skilja þetta betur og að ég væri líklega að missa af einhverju. Hvernig geta þessir menn keypt og selt fyrirtæki og alltaf komið út í gróða. (Kristín Loftsdóttir og Már Wolfgang Mixa, 2018, bls. 96).

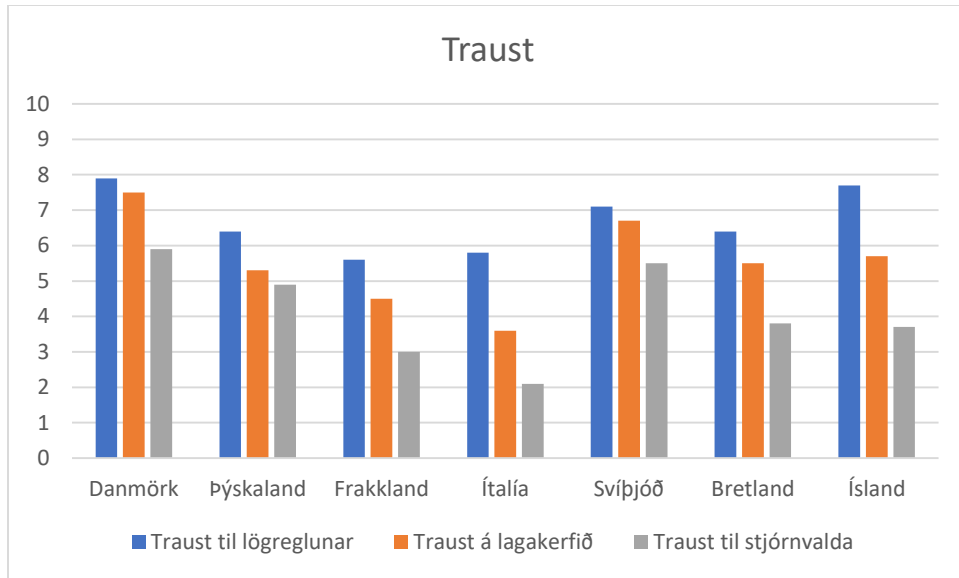
Eftir hrun missti almenningur trú og traust á leiðtogum landsins og fjármálakerfinu, eins og einn þátttakandi orðaði sem var starfsmaður í banka á árunum fyrir hrun „margir vinir mínir sem ég hef rætt við eins og samstarfsmenn, það er ekki verið að gráta yfir peningum sem eru horfnir. Trúin á einhvern var farin, traust var brotið“ (Kristín Loftsdóttir og Már Wolfgang Mixa, 2018).

Út frá þessu má skilja að á árunum fyrir hrun var mikið traust til bankakerfisins og stjórnámálanna og virtist sem efnahagslífið léki í blóma. Fyrirtækjum fjölgaði, fjárfestingar jukust og almenningur tók auknar fjárfestingaáhættur og tók virkan þátt á markaði. Þetta traust brast við fall bankanna og í framhaldinu kom í ljós að siðferði viðskipta var margbrotið og almenningur komst að fjölmörgum svikum sem voru í gangi á þessum tíma. Þar með var traust brotið og hefur viðskiptalífið á Íslandi einkennst af vantrausti síðustu ár. Hlutabréfamarkaðurinn hríðfell og almenningur hvarf af markaðinum (Sigurjónsson, Schwarzkopf og Bryant, 2018).

Fyrir hrun var traust til bankakerfisins í Evrópu og Norður Ameríku mikið af hálfu almennings, en þar eins og svo víða annars staðar hefur sú staða breyst. Í Bretlandi segist 77% af almenningi ekki treysta stjórnámálönnum og 75% ekki treysta bankastarfsfólki til þess að segja sér sannleikann. Telur almenningur í Bretlandi að bankastarfsfólk sé gráðugt og fá allt of mikið borgað (Mogensen, 2014).

Almenningur hefur tapað trausti til bankakerfisins og í Norður Ameríku hafa fjölmiðlar ekki verið að hjálpa til við að byggja traustið upp aftur. Þvert á móti hafa þeir verið að ýta undir vantraustið með því að líkja bankakerfinu við tóbaksframleiðendur og kjarnorkuver (Mogensen, 2014).

Samkvæmt skýrslu frá Eurostat sem gerð var 2013 um traust almennings til lögreglu, lagakerfis og stjórnvalda, má sjá að enn er langt í land hjá flestum þjóðum að vinna sér inn traust stjórnvalda. Mesta traustið til stjórnvalda mældist í Danmörku, Þýskalandi og Svíþjóð, en það minnsta á Íslandi, Ítalú og Frakklandi. Mælingar voru á skalanum 0-10. Þar sem 0 er alls ekkert traust og 10 algjört traust. Samkvæmt mynd 13. er hægt að sjá niðurstöður skýrslunnar frá 7 löndum, Danmörku, Þýskalandi, Frakklandi, Ítalú, Svíþjóð, Bretlandi og Íslandi (Eurostat, 2013).



Mynd 13. Samanburður á trausti milli landa (Eurostat, 2013).

Samkvæmt skýrslu Dr. Nicole Gillespie (2013) hefur endurheimting trausts á fjármálamörkuðum verið skilgreint sem mikilvægt samfélagslegt og viðskiptalegt vandamál stjórnvalda. Þrátt fyrir miklar umræður um endurheimtingu trausts virðist ganga hægt að ná traustinu til baka. Í hruninu 2008 tapaði fólk ekki aðeins peningum heldur einnig trausti á fjármála og bankakerfinu í heild. Almennigur telur það ekki óhætt að eiga viðskipti við bankana og nefnir þar helst græðgi, ótrúverðuleika og að bankarnir taki gróða fram yfir fólk. Helstu aðgerðir sem farið hefur verið í til að endurheimta traust eru breytingar á reglum, en breytingarnar eiga að stuðla að langtíma stöðugleika og auknu trausti til fjármálamarkaða. Það sem þarf til þess að vinna þetta traust til baka er að bankarnir þurfa að sýna almenningi að þeir séu traustsins verðir. Með til dæmis stefnum og reglugerðum geta aðeins bankarnir sjálfir unnið traustið til baka. Til þess að vinna upp orðstírinn þarf seiglu og tíma (Gillespie, 2013).

Eins og Warren Buffett orðaði: Traust er eins og loftið sem við öndum að okkur, þegar það er til staðar tekur enginn eftir því, þegar traustið er farið, taka allir eftir því (Entrepreneur Europa, 2002).

## 6.1 Að endurheimta traust

Þegar hrun bankanna átti sér stað brugðust yfirvöld á Íslandi við með því að setja á neyðarlög nr. 125/2008 sem tóku gildi þann 6. október 2008. Það voru víðtækar lagaheimildir fyrir íslenska ríkið til fjárveitinga úr ríkissjóði vegna sérstakra aðstæðna á fjármálamarkaði. Ríkisstjórnin yfirtók 75% af eignarhaldi bankanna þriggja Glitni, Kaupþing og Landsbanka. Þetta gerðu yfirvöld til að vernda íslenska innstæðueigendur í stað þess að aðrir kröfuhafar hefðu forgangskröfu í innstæður þeirra. Nýjir bankar voru stofnaðir með uppskiptingu á eignum og skuldum gömlu bankanna. Arion banki, Íslandsbanki og Landsbankinn (Sigurjónsson o.fl., 2018).

Í dómi frá Hæstarétti Íslands 2009 og 2010 voru lán í erlendum gjaldmiðlum dæmd ólögleg. Nýju bankarnir þurftu því að endurreikna erlend lán einstaklinga í innlend lán. Þessar aðgerðir voru gerðar til að reyna endurvekja traust og til að heimilin í landinu sæju fram á að ráða við þessa niðursveiflu. Í sumum tilfellum greiddu einstaklingar ekki vexti af lánum sínum í yfir 2 ár. Þetta hjálpaði við að halda í við neysluútgjöld einstaklinga og draga úr neikvæðum áhrifum verðbólgunnar sem fylgdi í kjölfarið. Einstaklingum var gert frjálst að nýta séreignasparnað sinn til þess að greiða niður höfuðstól af íbúðarlánum sínum (Sigurjónsson o.fl., 2018).

Fjármálaeftirlitið og nýju bankarnir leyfðu fyrirtækjum að halda áfram rekstri þrátt fyrir að búið væri að afskrifa mikið af skuldum þeirra, eins lengi og fyrirtækin höfðu jákvætt sjóðsstreymi. Þetta var gert svo fyrirtækin gætu á endanum greitt skuldir sínar og byggt upp eigið fé (Sigurjónsson o.fl., 2018).

Íslensk stjórnvöld hafa unnið hörðum höndum að því markmiði að endurheimta traust aftur eftir hrun og mun sú vinna líklega seint taka enda. Á Íslandi hefur ekki gengið eins vel að byggja upp traust eins og í löndunum í kringum okkur.

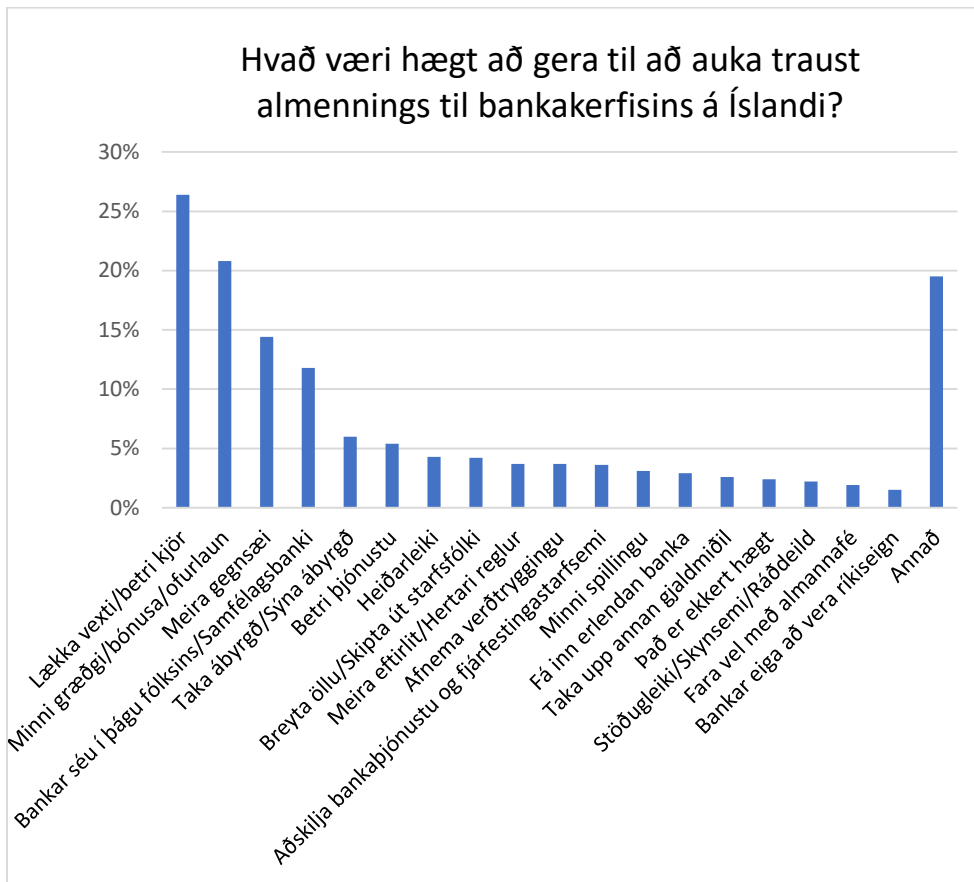
Í uppbyggingu trausts er mikilvægt að setja reglur og takmarka áhættusækni. Traust er áunnið og á það við alls staðar og einnig í fjármálakerfinu, þar sem traustið bar mikla hnekki í hruninu verður það mikið og erfitt verk að ná því til baka (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Pólítískt traust er skilgreint svo, traust eru samskipti, sem fela í sér að einstaklingur gerir sig viðkvæman fyrir öðrum einstakling, hópi eða stofnun sem hefur getu til að skaða hann eða svíkja. Hlutverk ríkisstjórnar er að koma á trausti, vernda borgara sína með að veita réttlæti og eignarétt. (Levi og Stoker, 2000)

Eins og talað er um í bók *Fragile by Design* eftir Charles W. Calomiris og Stephen H. Haber benda þeir bersýnilega á að samvinna banka og ríkisstjórnar er óumflýjanleg, aðhald frá ríki

og reglur eiga vera til staðar til að lágmarka áhættur á spillingu svo traust geti ríkt á fjármálamörkuðum (Calomiris og Haber, 2014).

Gallup gerði könnun fyrir gerð hvítbókar stjórnarráðsins og athugaði þar meðal annars hvernig hægt væri að auka traust almennings á bankakerfinu. Eins og sést á mynd 14 er megináskorun íslenska fjármálakerfisins hversu neikvætt viðhorf almenningur hefur til kerfisins. Stefnumörkun og næstu skref stjórnvalda þurfa því að haldast í hendur við uppbyggingu trausts og virks samtals við almenning (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).



Mynd 14. Úr viðauka frá Hvítbók (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

## 6.2 Gegnsæi og traust

Eins og skoðað er hér að ofan hefur traust mikið verið í umræðunni þegar kemur að fjármálamarkaðinum á Íslandi og hvernig hægt sé að auka traust almennings á markaðinum.

Tiltrú almennings á innlendum hlutabréfamarkaði hefur líklega aldrei verið minni og sést það best á hve lítil þátttakan í raun og veru er og einnig í litlu eignarhaldi markaðarins á skráðum bréfum. Þetta er stórt vandamál hér á landi og nauðsynlegt að takast á við það. Með nýjum lögum um persónuvernd, treystir Kauphöll Íslands sér ekki lengur að birta vikulega lista yfir 20 stærstu hluthafa skráðra íslenskra félaga. Með þessu er tekið skref í átt að minni skilvirkni á markaði, minna gegnsæi og minni upplýsingagjafar, skref sem hallar svo sannarlega meira á almenning og minni fjárfesta en þá stærri. Mikilvægt er að unnið sé að þessari breytingu að krafti og nauðsynlegt er að vinna að frekari þátttöku almennings frekar en aukinni fælingu frá markaði (Már Wolfgang Mixa, 2018).

Starfshópur var skipaður af forsætisráðherra þann 5. janúar 2018 um eflingu trausts á stjórnámálum og stjórnsýslu, starfshópurinn skilaði af sér skýrslunni í september 2018. Eitt af hlutverkum þessa hóps var að kanna hvaða breytingar væru nauðsynlegar á lögum og reglum til að auka gagnsæi og varnir gegn spillingu (Jón Ólafsson o.fl., 2018).

## **7 Skilvirkur markaður**

Skilvirkur markaður er grundvöllur hlutlausar fjárfestingar. Skilvirkur markaður er þegar allir hafa jafnan aðgang að öllum upplýsingum, um leið og nýjar upplýsingar koma. Kenningin um sterkt form skilvirks markaðar segir að í núverandi verði komi allar almennar upplýsingar fram og þar með talið innherjaupplýsingar. Á skilvirkum markaði getur verð ekki haft stöðuga stefnu upp eða niður þar sem verðbreyting morgundagsins ræðst að hendingu einni þar sem öll áhrif af því sem gerst hefur eru komin inn í verðið (Sigurður Birgir Stefánsson, 2003).

### **7.1 Verðmat fyrirtækja ekki nákvæm vísindi**

Þeir sérfræðingar sem sjá um verðmat á fyrirtækjum verða að huga vel að því að hafa mat sitt sem raunhæfast. Einnig þurfa fjárfestar að horfa á slíkt mat gagnrýnum augum. Það getur því verið þrautinni þyngra að finna hið „rétt“ verðmat. Við mat á fyrirtækjum er aðal áhersla lögð á vöxt fyrirtækja, en það getur þó verið erfitt að meta út frá vexti sérstaklega ef um ung fyrirtæki er að ræða og fá eða jafnvel engin fyrirtæki í svipuðum rekstri. Í þessum aðstæðum er horft til vaxtar tekna og væntanlegs framtíðarfjárflæðis, lítið má út af bregða til þess að slíkt mat fari út um

gluggann. Eigendur fyrirtækjanna hafa tilhneigingu til þess að telja sitt fyrirtæki mikils virði. Ein leið fyrir fyrirtæki að vaxa er að fjárfesta í eða kaupa önnur fyrirtæki, þar með hefur skapast veltuaukning, slík aukning er ekki endilega hagnaðaraukning. Kaupendur hlutabréfa meta oft ávinning af slíkum sameiningum of mikils. Í þessu sambandi er viðskiptavild oft ofmetin og geta því slíkar sameiningar verið dýrkeyptar (Tómas Orri Ragnarsson, 2001).

Samkvæmt Warren Buffet þá myndast bestu fjárfestingatækifærin þegar frábær fyrirtæki lenda í óvenjulegum aðstæðum sem valda því að hlutabréfaverð er misreiknað (Robert G. Hagstrom, 2008).

## **7.2 Capacent telur að eiginlega öll hlutabréf á Íslandi séu vanmetin**

Samkvæmt ráðgjafafyrirtækinu Capacent er talið að flest fyrirtæki á Íslandi séu vanmetin. Capacent telur að 16 af 17 félögum á markaði séu vanmetin og að meðaltali eru félögin vanmetin um tæplega 28%. Félögum á markaði sem Capacent hefur metið að séu vanmetin hefur fjölgað mikið síðast liðin tvö ár, einnig hefur bilið á milli Capacent og markaðsgengis verið að breikka síðastliðin tvö ár. Fyrir tveimur árum voru 6 af 14 félögum vanmetin samkvæmt Capacent. Samkvæmt mati Capacent er einungis eitt félag á íslenska markaðinum ofmetið (Helgi Vífill Júlíusson, 2019).

## **7.3 Lífeyrissjóðir**

Hér munum við í stuttu máli líta aðeins á lífeyrissjóðskerfið á Íslandi og stærð þess samanber við önnur lönd. Teljum við ástæðu til að skoða lífeyrissjóðskerfið þar sem lífeyrissjóðir á Íslandi eru stórir eignaraðilar á hlutabréfamarkaði. Hlutfall almennings sem greiða í lífeyrissjóði og viðbótalífeyrissparnað hefur aukist mikið síðasta áratug. Frá árinu 2001 til ársins 2016 nemur aukningin um 80% (Sara Stefánsdóttir, Þorkell Sigurgeirsson, Þór Egilsson og Þórhildur Stefánsdóttir, 2017).

Hlutverk lífeyrissjóða er að taka við iðgjöldum sjóðfélaga og launagreiðenda, ávaxta þau og greiða ævilangan ellilífeyri. Lífeyrissjóðskerfið er öflugt hér á landi. Í ársbyrjun 2017 voru starfandi 25 lífeyrissjóðir. Þriðjungur af heildarfjármunum á Íslandi eru í eigu lífeyrissjóða. Eignir lífeyrissjóða í skráðum hlutabréfum sem hlutfall af markaðsvirði hlutabréfa í Kauphöll Íslands



voru árið 2016 54%. Þegar skoðaður er samanburður á milli landa um hlutabréfaeign lífeyrissjóða í innlendum hlutabréfum, þá hefur vægi innlendra hlutabréfa alls staðar lækkað að Íslandi undanskildu. Á Íslandi var vægi innlendra hlutabréfa hæst árið 2002 en fór síðan lækkandi og snarféll á hrun árinu 2008. Eftir það hækkaði vægið aftur jafnt og þétt til ársins 2015 enda gátu íslenskir fjárfestar ekki fjárfest erlendis vegna gjaldeyrishafta. Í alþjóðlegum samanburði er eign lífeyrissjóða og séreignasparnaðar mikill á Íslandi. Þegar lífeyrissparnaður er borinn saman í löndum OECD við landsframleiðslu er Ísland í fjórða sæti. Á árunum 2006 til 2016 óx lífeyrissparnaðurinn í flestum löndum OECD hraðar en landsframleiðslan eða að meðaltali úr 37% í 50%. En á Íslandi jukust eignir lífeyrissjóða úr 130% í 151% af landsframleiðslu. Flestir lífeyrissjóðir OECD landanna fjárfesta stærstum hluta iðgjaldanna í skuldabréfum þar sem þau eru talin öruggust, einnig fjárfesta sjóðirnir í hlutabréfum (Ráðherranefnd um efnahagsmál, 2018).

## 8 Aðferðafræði

### 8.1 Tilgangur rannsóknarinnar

Tilgangur viðtalanna var að fá innsýn og skoðanir fagaðila sem og almennings sem þó hefur einhverja reynslu á hlutabréfaviðskiptum, á hver þátttaka almennings er á hlutabréfamarkaði og hverjar ástæður dræmrar þátttöku gætu verið.

Spurningarnar sem lagðar voru fyrir viðmælendum voru eftirfarandi:

- Telur þú að traust á fjármálamörkuðum hafa áunnist á Íslandi frá hruni bankanna 2008?
- Hverja telur þú vera ástæðu þess að almenningur á Íslandi tekur eins lítinn þátt í hlutabréfaviðskiptum eins og hann gerir?
- Telur þú nógu mikið traust ríki til framkvæmdastjóra íslenskra fyrirtækja til að almenningur eigi að taka meiri þátt en hann gerir?
- Telur þú almenning á Íslandi hafa nógu mikla þekkingu þegar kemur að fjárfestingum?
- Telur þú þig hafa næga þekkingu þegar kemur að fjárfestingum á hlutabréfamarkaði?
- Telur þú að hægt sé að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði?
- Hvernig myndir þú ráðleggja almenningi þegar kemur að fjárfestingum?
- Fjárfestir þú?

Lagðar voru fleiri undirspurningar fyrir hvern og einn viðmælanda sem sjá má í viðauka.

## **8.2 Rannsóknaraðferð viðtala**

Notast var við eigindlega aðferðafræði til að fá dýpri skilning á því hver þátttaka almennings er á hlutabréfamarkaði og hugsanlegar ástæður fyrir slakri þátttöku. Tekin voru djúpvíðtöl við viðmælendur frá apríl til maí og voru viðtölin hljóðrituð með samþykki viðmælanda. Rannsakendur fóru til viðmælanda til þess að taka viðtölin. Viðmælendur voru Magnús Harðarson, Róbert Tómasson, Jón Tryggvi Helgason, Erik Hansen, Gísli Halldórsson ásamt einum starfsmanni Nasdaq á Íslandi, sem ekki vildi láta nafn síns getið.

### **8.2.1 Viðmælendur**

Við val á þátttakendum vildu rannsakendur fá innsýn frá hinum ýmsu aðilum og frá ýmsum sjónarhornum, þó var valið bundið við að viðmælendur hefðu einhverja þekkingu eða reynslu af hlutabréfamarkaðinum. Notast var við snjóboltaúrtak þar sem viðmælendur voru beðnir um að benda á aðra aðila sem gæti verið áhugavert að tala við. Reyndist það vel og fengum við mörg góð viðtöl með þessari aðferð. Viðtöl voru tekin við sex viðmælendur.

## **9 Greining rannsókna**

Hér á eftir koma svör úr djúpvíðtölum sem tekin voru, rannsakendur drógu saman það mikilvægasta sem kom út úr hverju viðtali.

### **9.1 Magnús Harðarson, forstöðumaður viðskipta og skráninga hjá Nasdaq Iceland**

Þegar Magnús er spurður út í hvort traust hafi áunnist frá hruni telur hann að eitthvað hafi áunnist en ekki nógu mikið samt, klárlega ekki. Skortur af trausti sé einn veigamesti þáttur fyrir lítilli þátttöku en hann telur að það séu fleiri þættir líka. Magnús talar um að hann hefði haldið að þátttakan myndi taka meira við sér eftir því sem fleiri ár liðu frá hruninu 2008. Þátttaka hefur lítið aukist en það séu fleiri hlutir en traust sem spila þar inn í eins og til dæmis húsnæðismarkaðurinn.

Mikill sparnaður fólks er fólgin í húsnaði og núna á sama tíma þegar maður myndi halda að einstaklingar hefðu tök á því að koma aftur inn á markað, þó maður hefði aldrei búið við að það kæmi einhver hólfskefla en að það myndi koma eitthvað smám saman en það er ekki að gerast.

En á sama tíma eðli málsins samkvæmt þá er húsnaðismarkaðurinn að taka flugið og annar þáttur sem hann nefnir er að það fer hátt hlutfall af sparnaði fólks í lífeyri. Það er svo ekki mikið eftir þegar búið er að taka lífeyrissparnaðinn og segir hann þetta skipta máli. Þess vegna hafi þau meðal annars hjá Kauphöllinni talað fyrir því að hluti af lífeyrissparnaðinum myndi verða valfrjáls. Telur hann að það myndi auka þátttöku einstaklinga á markaðinum ef almenningur hefði val um að fjárfesta lífeyrissparnaði sínum annað hvort í sjóðum eða fjárfesta sjálfur í hlutabréfum. Þetta myndi auka þátttöku einstaklinga á markaðinum en einnig auka valddreifinguna á markaðinum þar sem lífeyrissjóðirnir eru svo stórir.

Það eru fáir aðilar sem stjórna stórum hluta af markaðinum og því sem gerist þar segir hann. En það myndi líka draga úr mögulegum hagsmunaaðrekstrum, mögulega líka því sem snýr að samkeppni. Samkeppniseftirlitið hefur verið að finna að því sem lífeyrissjóðirnir fjárfesta í og þurfa því lífeyrissjóðirnir að vanda sig í hverju þeir eiga. En erfitt getur verið fyrir lífeyrissjóð sem vill eiga í verslunargeiranum að eiga bara í einu verslunarfélagi.

En við hér hjá Kauphöllinni höfum fært rök fyrir því að það myndi vera til bóta að Íslendingar gætu ráðstafað hluta af sínum lífeyri valfrjálst segir Magnús.

Þá nefnir Magnús að ekki sé hvati fyrir almenning að vera fjárfesta sem einstaklingur því hann hugsar að hann eigi óbeint visst mikið í markaðinum með lífeyrissjóðnum og af hverju ætti hann því sjálfur að vera að fjárfesta eitthvað frekar á markaðinum, sem er alveg rétt hugsun en þar af leiðandi verður það til þess að leikendur á markaðinum verða afskaplega fáir. Einnig að þekking á markaðinum verður ekki eins góð meðal almennings því markaðurinn er í ákveðni fjarlægð frá honum.

Aðspurður um hvort almenningur á Íslandi hafi næga þekkingu þegar kemur að fjárfestingum segir Magnús að miðað við núverandi þekkingarstig er forsenda fyrir miklu meiri þátttöku en er á markaðinum í dag. Aðrir þættir sem spila þar inn í eins og áður var nefnt með húsnaðismarkaðinn og lífeyrissjóðina. Að því sögðu þá telur hann líka að þurfi að auka þekkingu og fjármálalæsi. Íslendingar hafa ekki þessa menningu eins og nágrannar okkar í Svíþjóð sem hafa langa sögu hlutabréfamarkaðar, þessa hlutabréfamarkaðsmenningu ef hægt er að orða það þannig.

Allur almenningur í Svíþjóð fylgist töluvert meira með og tekur töluvert meiri þátt en hér á Íslandi, það er að þekkingarstigið er hærra því fólk fylgist töluvert meira með þar.

First North markaðir í Svíþjóð sem eru svona minni félög og þar má segja að einstaklingar beri uppi þau viðskipti á meðan á aðalmarkaðinum séu það fagfjárfestar og stærri fjárfestar sem beri uppi viðskiptin. Þetta bendir til þess að ef tekið er úr sambandi ef hægt er koma svo að orði þessum hluta markaðarins sem einstaklingarnir eru þá er líka verið að hafa áhrif á það hvernig sparnaði er ráðstafað eða hvernig lífeyri er ráðstafað. Þetta er ekki alveg hlutlaus aðgerð því hvort sem lífeyrissjóðirnir eru að ráðstafa sparnaðinum eða hvort einstaklingar ráðstafi í meira mæli. Þá teljum við að hegðun lífeyrissjóða á íslenskum markaði og hegðun einstaklinga til dæmis í Svíþjóð styðji það sjónarmið að ef það eru tiltölulega fáir leikendur en stórir eins og lífeyrissjóðirnir eru á íslenska markaðinum að þá er vinnulagið við að fjárfesta frekar í fáum stórum fjárfestingum og sjaldnar og ekki vera setja lítið fjármagn í lítil félög. Því það krefst sömu skoðunar á félögum, eins og þegar fjárfest er í stóru eða litlu félagi. Lífeyrissjóðir hér á landi eru ekki með mjög stórar eignastýringadeildir og því hvatarnir meira að beina þeim fjárfestingum í stærri félög og í stærri bitum. Á meðan einstaklingar hugsa um hvert 100 þúsund eða 200 þúsund kallinn þeirra fer, það getur alveg eins farið í lítið eða stórt félag og þetta erum við að sjá í Svíþjóð að einstaklingar eru mjög virkir þar í fjárfestingum í minni félögum.

Þessi litla þátttaka almennings hér á Íslandi og mikla þátttaka þessa rísa fjárfesta eins og lífeyrissjóðirnir eru að skaða fjármögnun þessara litlu félaga. Þar sem vaxta möguleikarnir eru sem mestir, eins og sprotafélög og félög komin aðeins fyrir ofan sprotana, og er því verið að aftra því að við fáum fleiri fyrirtæki eins og Össur, Actavis og Marel. Höfum líkt því við að Lífeyrissjóðirnir eru eins og beljandi fljót og það er bara stærsti gróðurinn sem sópast ekki í burtu. En til að leyfa einstaklingunum að vera með þá er þessu líkt við margar litlar sprænur sem gerir einstaklingunum kleift að taka þátt og hjálpa þar með litlum og minni fyrirtækjum að stækka og dafna og þetta er eitthvað sem þarf að hugleiða mjög alvarlega að.

Skattaívilnanir voru hér árum áður og það er mjög kröftugur hvati og mikil þátttaka gafst með þeim þar sem einstaklingar tóku mjög virkan þátt og var það augljóst að skattalegu hvatarnir voru að hafa þar áhrif. Í Svíþjóð hafa þeir haft skattaívilnanir en með öðru formi en var gert hér árum áður. En formið skiptir ekki öllu máli

Skattalegur hvati í Svíþjóð er þannig líkt og með sparnaðarreikninga. Þar getur einstaklingur fjárfest í ríkisskuldabréfi og lagt inn á þennan fjárfestinga sparnaðarreikning en fáir

gera það því skattaflátturinn kemur ekki fyrir en ávöxtun er umfram ríkisskuldabréf plús 75 punktar. Hvatinn er að setja þetta inn í hlutafé eða áhættufjármagn og beina því inn í atvinnulífið. Í Danmörku og Finnlandi hefur þetta líka verið skoðað en ekki eins myndarlega gert og hjá Svíum.

Við hér í Kauphöllinni höfum talað fyrir þessu gagnvart stjórnvöldum ásamt Samtökum Atvinnulífsins. Við bindum vonir við að þetta gerist því við sjáum mikinn ávinning ekki bara fyrir allt fjármögnunarumhverfið heldur eykur þetta líkur á að sprotar og smærri félög fái fjármögnun. Einnig eykur það líkurnar á að markaðurinn verði virkari. Þýðir venjulega að fjárfestar geri lægri kröfur til ávöxtunar fjárfestingarinnar og því fjármögnun félaga ódýrari. Virkari markaður þýðir að það verður auðveldara að fá erlenda fjárfesta, þannig þetta hefur margskonar jákvæð áhrif. Í dag á Íslandi er bein eignarhlutdeild einstaklinga um 4% er ekki með það á hreinu hver hún er í gegnum sjóði en sjóðir eru ekki stórir. Við heyrum það bara á þeim sem reka hlutabréfasjóðina að á undanförunum misserum hefur lítið fjármagn verið að koma inn í hlutabréfasjóðina frá einstaklingum. Þannig við vitum að almenningur er aðallega að taka þátt á markaðinum óbeint í gegnum lífeyrissjóðina.

Að mati Magnúsar eru þetta aðgerðir sem gætu komið almenningi meira inn á markaðinn. Skattaafsláttur og að fá ráðstöfun lífeyrissjóða að hluta yfir til einstaklingana þar sem þeir gætu ráðstafað sjálfir eða inn á sérstaka bankareikninga sem bankarnir fá að halda utan um eða farið beint í hlutabréf. Þriðja atriðið sé aukin fræðsla til almennings og það sé mjög mikilvægt atriði að þekking almennings á markaðinum aukist.

Þessir beinu þættir sem hafa áhrif eins og traust og þekking eru klárlega þættir sem þurfa vera og traust hefur byggst eitthvað upp en gerist hægt og á svo sem að gerast hægt, það þarf að vinna fyrir trausti. Þekkinguna þarf að bæta og síðan þessir efnahagslegu hvatar að fá meira frjálsræði í lífeyrissparnaðinum og skattalegu hvatarnir. Síðan eru auðvitað aðrir þættir til að bæta markaðinn sem eru óbeinir, eins og með erlendum fjárfestum. Erlendir fjárfestar eru líklegri til að koma ef almenningur er virkur á markaðinum, bein þátttaka almennings myndar ákveðna kjölfestu sem hjálpar til að fá erlenda fjárfesta inn.

Önnur óbein skref sem við höfum unnið með og okkar markaðsaðilar er að fá Ísland inn í alþjóðlega vísitölu, FTSE Russell ákvað að íslensk félög fái að komast inn í þá vísitölu í september á þessu ári. Þetta er mjög mikilvægt skref til að fá erlenda fjárfesta og við höfum heyrt það frá okkar markaðsaðilum að þetta vekur eftirtekt og að okkar markaðsaðilar fái viðbrögð vegna þessa að Ísland sé að komast þar inn. Einnig vinnum við að því að koma Íslandi inn í aðrar vísitölur eins

og MSCY en það gengur hægar, en erum í samskiptum við þau líka. Þetta teljum við skipta miklu máli.

FTSE flokkar lönd í fjóra flokka, Ísland kemst inn í I flokk Frontier hjá FTSE sem er lægsti flokkurinn en Ísland ætti að geta farið ofar hjá þeim þar sem Ísland uppfyllir öll skilyrði til þess en það er samt mikilvægt skref að komast inn. FTSE fer mjög varlega því hér á Íslandi hafa verið gjaldeyrishöft því taka þeir okkur inn með varfærni. En það þýðir vonandi að við getum klifrað stigann hraðar.

Annað atriði er að markaðurinn hefur stækkað undanfarin misseri. Við erum að fjölga félögum í Úrvalsvísitölunni. Þetta er önnur fjölgun frá hrúninu 2008, en hún fór úr 15 félögum niður í 6 félög við hrúnið 2008 og voru fá seljanleg félög. 2014 fjölguðum við í 8 félög og núna frá og með 1. júlí verður fjölgað í 10 félög. Þetta skiptir máli því að sjóðir er ein leið fyrir smærri fjárfesta eða einstaklinga á markaði. Því meiri dreifing sem er á sjóðunum því meira aðlaðandi eru þeir. Vonandi auðveldar það þeim þá sem eru að reka úrvalsvísitölusjóði á markaðinum að fá fleiri fjárfesta og fleiri einstaklinga inn í þá sjóði og þá meiri þátttöku á markaðinum.

Aðspurður um ráðleggingar til almennings þegar kemur að fjárfestingum segist Magnús ekki vera mikið fyrir að ráðleggja. Ef maður lítur almennt á þessi mál þá er skynsamlegt að þegar maður er ekki komin yfir miðjan aldur að setja einhvern sæmilega vænan skammt í hlut sem maður hefur væntingar á að geti vaxið og geti vaxið tiltölulega hratt, hraðar en skuldabréf það er að segja í hlutabréf. Vegna þess að ungt fólk getur tekið á sig sveiflurnar meðan maður myndi ráðleggja eldra fólk annað. Þar sem það þarf að losa um fjármagn fyrir eða á ákveðnum tímamarki. En meðan ungt fólk þarf ekki að flýta sér að selja. Held að þetta sé meira almennar ráðleggingar og það er að líta ekki fram hjá þeim hluta mengisins sem getur vaxið. Hafa einnig dreift eignasafn og setja þá einnig líka eitthvað í það sem má tapast í áhættumeiri eða það sem fólk hefur sérstaka trú á.

## **9.2 Róbert Tómasson, framkvæmdastjóri Cargoexpress**

Aðspurður um hvort Róbert teldi að traust á fjármálamörkuðum hafi áunnist frá hrúni, telur hann ekki að svo sé. Hann hafði verið að kaupa hlutabréf hér og þar fyrir hrún. Hann segist ekki þora aftur af stað í hlutabréfakaup þótt hann eigi eitthvað sparifé, þar sem hann hafi tapað miklum

fjármunum í hruninu eins og svo margir aðrir. Maður brenndi sig svo mikið á sínum tíma segir Róbert og kannski að maður hafi ekki þekkt þetta nógu vel heldur.

Að mati Róberts er markaðurinn á Íslandi of lítill og bara skríttinn, og nefnir í því samhengi fréttir undanfarið sem snúa að WOWair og þá hlaupi bréf Icelandair upp og niður eftir því hver fréttin sé. Of mikla sveiflur valda því að hann hreinlega þorir ekki að fara á þennan markað aftur eins og hann var á honum fyrir hrun, en jafnframt segir hann að hann sé aðeins að fjárfesta en nú eingöngu í gegnum sjóði og fyrir margfalt minni fjárhæðir en áður. Nú sé hann með sjóðsstjóra sem dreifir áhættunni og ekki séu eins miklar sveiflur þar og í beinum hlutabréfakaupum. Róbert talar um að auðvitað sé hagnaðarvon á hlutabréfamarkaðinum en líka sé hægt að tapa peningum mjög hratt.

Ýmsar ástæður telur hann að sé fyrir líttli þátttöku almennings á Íslandi og nefnir hann meðal annars hversu óstöðugur markaðurinn sé. Nefnir hann líka þekkingarleysi almennings og svo sé núna hægt að fá bara bankavexti 3 til 3 ½ % sem fólk sé bara ánægt með. Einnig hafi Kvika verið með 4% fasta vexti og þyki það bara þokkalegt og það er öruggt eða á að vera öruggt og hann geti sætt sig við slíka ávöxtun. En nefnir jafnframt að meiri möguleikar séu á hlutabréfamarkaðinum að gera eitthvað en áhættan að sama skapi meiri. Þess vegna hefur hann valið þá leið að fjárfesta í gegnum sjóði og ávöxtunin hans þar í augnablikinu sé rúmlega 4% þótt hann viti að það geti auðvitað breyst í 2% eða eitthvað annað á skömmum tíma.

Þegar kemur að þekkingu almennings á hlutabréfamarkaðinum talar Róbert um hraðann og kannski sé tímaleysi stór þáttur í þessu þar sem breytingarnar geti verið svo miklar á hverjum degi að fólk hafi bara ekki tíma í það fylgjast með þessu og auðvitað er líka eitthvað þekkingarleysi almennt og telur hann að þeir sem nægjanlega þekkingu hafa séu aðallega sjóðsstjórar og þeir sem eru að vinna við þetta alla daga. Einnig talar hann um gengi íslensku krónunnar hún spili stórt hlutverk ef hún verði allt í einu hærri eða lægri geti allur fjandinn skeð og það geti gerst hratt. Talar hann um til dæmis ef þú ert að fjárfesta í útflutningsfyrirtæki eða jafnvel flugfélagi eða bara allir sem eru að vinna í erlendum gjaldmiðli eins og ferðamannabransinn. Hann segir að í svona litlu hagkerfi eins og á Íslandi sé nóg að eitt fyrirtæki fari á hausinn og þá fer allt af stað.

Að mati Róberts telur hann sig ekki hafa næga þekkingu til þess að fjárfesta beint á hlutabréfamarkaðinum þó vissulega sé hann með ákveðnar hugmyndir um hvernig hann vilji fjárfesta. Að hans mati hefur hann ekki næga þekkingu til þess að lesa ársskýrslur fyrirtækja til þess að sjá hvernig hagnaðarvonin hjá þeim væri.

Aðspurður um hvernig hægt væri að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði segir Róbert að aðkoma erlendra fjárfesta myndir auka traust og trúverðugleika á markaðinum. Fólki myndi hugsa að það væri eitthvað áhugavert á markaðinum hér fyrst erlendir fjárfestar væru komnir inn á markaðinn og þá væru ekki bara lífeyrissjóðir og einstaklingar að fjárfesta á markaðinum hér.

Einnig nefnir hann skattafslátt sem hafi nú verið hér áður fyrr, og væri gott ef þeir vilja hvetja fólk til sparnaðar, þá væri almenningur líka að setja peninginn inn í efnahagskerfið ekki bara geyma það í sparibankum í banka. Þá værir þú að leyfa fyrirtækjum að vinna með þína peninga og það hjálpar hagkerfinu. En kannski er þetta öðruvísi núna segir hann áður fyrr voru eignir fyrirtækja bara á pappírnum, þau voru svo skuldsett að það var ekkert á bak við pappírinn. Mér heyrir reyndar að þetta hafi breyst og nú séu eignir á bak við pappírana.

Róbert segist hafa byrjað að fjárfesta fyrir ári síðan í fyrsta skipti frá hruni og nú fjárfesti hann aðeins í gegnum sjóði hjá Íslandsbanka og Arion banka. Með þessum fjárfestingum hafi hann fengið aðeins meiri trú á markaðinum aftur. Jafnframt segir hann að hann sé nú ekki að moka inn neinum peningum en hann sér prósentuna og það sé bara ágætis ávöxtun af þessu allavega enn sem komið er. Hann segist ætla að byrja svona og sjá svo til hvort hann muni þora að fara að fjárfesta sjálfur aftur.

Þegar við spyrjum Róbert út í hvernig hann myndi ráðleggja almenningi um fjárfestingar telur hann varkárni skipta máli og að fólk fari rólega af stað. Hann segir að ef fólk eigi 100 krónur skuli það aðeins nota 30 krónur í hlutabréf aldrei setja allt á sama staðinn. Hann sé sjálfur þar að hann myndi aldrei þora að fjárfesta öllu sínu í hlutabréf. Síðan sé um að gera fyrir fólk að fíkra sig áfram í fjárfestingum eins og hann sé sjálfur að gera, og nú hafi hann aðeins meiri trú á markaðinum.

### **9.3 Jón Tryggvi Helgason, fráfaraandi framkvæmdastjóri Ísmar ehf.**

Þegar Jón er spurður út í hvort traust hafi áunnist frá hruni segir hann að stutta svarið væri nei en hins vegar telur hann að það hafi náðst af einhverjum hluta til baka frá hruni það náttúrulega hrundi algjörlega traustið. Telur að það vanti mikið upp á að það sé búið að ná traustinu til baka. Telur Jón að svona rosalega lítil þátttaka almennings sé númer eitt, tvö og þrjú traustið. Fólk sé ekki búið að gleyma því sem tapaðist og það hafi notað markaðinn sem sparnaðarform fyrir hrun og það sé



klárt mál að þarna sé traustið sem hafi yfirgnæfandi áhrif. Þó svo að fólk hafi miklu meira fjármagn milli handanna sé það ekki að nota það til þess að fjárfesta fólk frekar eyðir því í sjálft sig, ferðalög og jafnvel húsnæði eða eitthvað slíkt fólk hugsar bara öðruvísi en áður.

Að mati Jóns er íslenska Kauphöllin hálf ónýtt ekki séu margir spennandi kostir í boði í henni. Hann talar um Marel sem stærsta félagið og sé það stærra en næstu fimm félög í Kauphöllinni.

Að mati Jóns er almenningur almennt ekki með næga þekkingu þegar kemur að fjárfestingum á Íslandi. Nefnir hann að skólakerfið hafi sennilega ekki sinnt því nægilega vel að miðla þekkingu á fjármálum. Of margir séu bara ekki með neina þekkingu. Einnig hafi fólk ekki áhuga á að setja sig inn í þessi mál. Þó telur hann að fjármálalæsi hafi aukist undanfarin ár með aukinni umræðu. Almennt telur Jón þó að fjármálalæsi almennt sé ekki nægilega gott sérstaklega þegar kemur að hlutabréfakaupum og telur hann að kannski væri betra fyrir almenning að nýta sér þjónustu eignastýringa í bönkum þar sem fólk hefur sérþekkingu á þessu.

Hann telur sig ekki hafa næga þekkingu á hlutabréfamarkaðinum til þess að geta talist einhver sérfræðingur. Hann telur sig þó hafa næga þekkingu til þess að geta metið á milli þess sem sé skynsamlegt og hvað sé glatað. Hann hafi fyrir hrun verið að fjárfesta dálítið í hlutabréfum og vegna þess að hann sé mjög varkár hafi hann kannski hugsað aðeins meira um þetta og kynnt sér málin vel. Telur hann sig kannski vita aðeins meira en meðal fjárfestir. Hann skoðar fjárfestingar með hliðsjón af aldri og slíkt. Einnig þarf að meta hvort þú viljir fjárfesta í öruggu eða taka áhættu og treystir hann sér vel til slíkra ákvarðana þótt hann telji sig ekki vera atvinnufjárfesti.

Að mati Jóns er besta leiðin til þess að fá almenning til þess að fjárfesta meira sé að veita skattafslátt það hafi verið gert á árum áður og gefist vel. Þá minni hann á að þú hafir þurft að eiga bréfin í einhvern vissan tíma til þess að fá þennan afslátt. Það væri örugglega hægt að auka áhuga almennings með svona hvetjandi kerfi. Mikilvægt telur Jón líka að fá fleiri félög inn í Kauphöllina. Nú sé ekki um auðugan garð að gresja í henni. Hann hafi reyndar ekki átt við Kauphöllina í mörg ár en telur að hún sé eitthvað tengd norrænu Kauphöllunum.

Þegar kemur að ráðleggingum um fjárfestingar segir Jón að hann hafi alltaf ráðlagt börnunum sínum að fara frekar öruggari leiðir: Það er að segja öruggari ávinningur þó það taki aðeins lengri tíma og það sé betra heldur en að vera með ofurvæntingar. Eitt hefur hann ráðlagt öllum sem hann tali við í sambandi við hlutabréfakaup og sé það bara hans skoðun. Aldrei taka lán til að kaupa hlutabréf. Hann notaði alltaf eina aðferð fyrir hrun, sem betur fer segir hann, aldrei

kaupa hlutabréf fyrir meira en þú treystir þér til að tapa. Það hefðu margir verið minna sárir eftir hrun ef þeir hefðu þeir farið eftir þessu og fór hann eftir þessu í sínum fjárfestingum.

Í dag segist Jón ekki fjárfesta mikið, þó hafi hann aðeins verið að leika sér. Hann hafi keypt fyrir smá upphæðir í félögum sem tengjast bara Ísmar ehf og er búinn að eiga í mörg ár smá upphæð í Trimble til dæmis. Hann keypti það á sínum tíma til að fá ársreikningana þeirra þegar þeir voru ekki á netinu þá fékk hann þá senda en þar er hann bara að tala um smá aura. Í dag er hann ekki mikið í fjárfestingum segir að hann hafi ekki haft tíma til að liggja yfir því. Núna sé hann bara mikið í vinnunni. Jón segist hafa mikinn áhuga á þessum markaði og finnst alveg gaman að velta honum fyrir sér og leika sér með smá upphæðir en er ekki í stórfjárfestingahugleiðingum.

#### **9.4 Erik Hansen, fyrrverandi Útibústjóri í Unibank sem nú heitir Nordea**

Aðspurður hvort hann telji að traust til hlutabréfamarkaðarins hafi minnkað eftir hrunið 2008 segir Erik að hann telji ekki að traustið hafi minnkað á hlutabréfamarkaðinum eftir hrunið. Hann hafi allavega ekki orðið var við það í Danmörku.

Að mati Eriks telur hann að almenningur hafi ekki nægjanlega þekkingu á hlutabréfamörkuðunum og sé þar af leiðandi óruggur og þekki ekki heldur reglurnar á markaðinum og tekur því ekki þátt.

Þegar við spyrjum Erik út í hans þekkingu á hlutabréfamarkaðinum segir hann að hann telji sig hafa nægja þekkingu til þess að fjárfesta. Hann hafi gert það í gegnum tíðina en sé nú hættur að kaupa hlutabréf vegna aldurs.

Að mati Eriks til þess að auka þátttöku almennings í að fjárfesta þarf einhverjar skattaávilnanir. Reyndar er eitthvað slíkt í gangi telur hann, og talar um að eitthvað nýtt form með uppsöfnunarreikninga þar sem bankinn sér um að gefa kaupin og söluna upp til skatts og almenningur þarf sjálfur ekki að fara út í flókna útreikninga. Þar að auki greiðir þú aðeins 17% skatt af hagnaði af hlutabréfum sem er mun minna en almennt. Það er þak á þessum reikningum sem er 50.000 DKR fyrsta árið. Rætt hefur verið um að hækka þetta þak. Þetta eru leiðir sem gætu komið fólki af stað í að fjárfesta.

Við spyrjum Erik um hans ráð til almennings þegar kemur að fjárfestingum hann segir að sínar ráðleggingar fari náttúrulega eftir því hvar í lífinu fólk er. Hann myndi ráðleggja fólki að kaupa hlutabréf. Hann sjái ekki annan möguleika. Passa verður að kaupa ekki öll hlutabréfin á

sama stað. Fólk verði að dreifa áhættunni. Einnig þarf fólk að átta sig á að þetta eru langtíma fjárfestingar.

Aðspurður hvort hann fjárfesti sjálfur segir Erik að hann sé hættur að fjárfesta en hafi verið duglegur að fjárfesta á árum áður og hann hafi alltaf litið á það sem langtíma fjárfestingar. Eitthvað af þeim fjárfestingum skilaði honum fínum hagnaði.

## 9.5 Starfsmaður Nasdaq á Íslandi

Aðspurður um hvort traust á fjármálamörkuðum á Íslandi hafi áunnist frá hruni segir starfsmaðurinn að einhverju leiti en þó ekki nægjanlega.

Ástæða fyrir svo lítilli þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum telur starfsmaðurinn að áhættufælni spili þar stóran part sem og takmörkuð fjárráð. Einnig telur hann að margir líti svo á að það reynist vel að fjárfesta í íbúðarkaupum þar sem þau hafi gefið af sér góða ávöxtun. Kannski ekki mjög nýlega en undanfarin ár. Fólk sem á peninga hefur frekar fjárfest í íbúðum.

Þegar spurt var um hvort almenningur hefði næga þekkingu þegar kemur af fjárfestingum taldi starfsmaðurinn það líklega misjafnt. Hann taldi þó á öllu að fjármálalæsi væri almennt lélegt og þyrfti að taka á því og jafn vel bæta við í námskrá skólanna.

Að mati starfsmannsins telur hann sig hafa næga þekkingu þegar kemur að fjárfestingum á hlutabréfamarkaði bæði þar sem hann vinnur í Kauphöllinni og hefur mikinn áhuga á markaðinum. Hann hefur þar af leiðandi lesið sig mikið til tengt fjárfestingum á hlutabréfamarkaði.

Varðandi aukna þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum telur starfsmaðurinn að skattalegir hvatar væru gott skref. Breytingar á séreignasparnaðskerfinu gætu hjálpað. Einnig veltir starfsmaðurinn fyrir sér hvort fyrirtæki ættu að reyna að höfða meira til almennings í hlutafjárútboðum.

Aðspurður um hvort hann fjárfesti svarar starfsmaðurinn því neitandi. Vegna starfs hans við eftirlit með íslenskum mörkuðum hjá Nasdaq megji hann það ekki en muni örugglega gera það ef hann losni undan þeim kvöðum einhvern tímann.

## 9.6 Gísli Halldórsson, Sjóðstjóri Hlutabréfastýringa hjá Íslandssjóðum.

Aðspurður um hvort honum finnst traust hafa áunnist á fjármálamörkuðum á Íslandi frá hruni 2008 segir hann Gísli að já það hefur eitthvað hafi áunnist en augljóslega ekki nógu mikið gagnvart stórum hóp. Það kom mér samt á óvart þegar ég byrja vinna 2012 í eignastýringu Íslandsbanka nýútskrifaður viðskiptafræðingur aðeins 21 árs gamall hvað fólk var tilbúið að treysta mér fyrir peningunum sínum.

Spurður um hvaða ástæður hann telur vera af lítilli þátttöku almennings segir hann að það sé alvarlegt vandamál hve lítil þátttaka almennings sé á hlutabréfamarkaðinum og þar kemur traust og fleiri þættir eins og til dæmis aukin lífeyrisréttindi. Við síðustu kjarasamninga fékk hinn almenni vinnumarkaður aukinn lífeyrisréttindi þau sömu og ríkisstafsmenn hafa haft með auka mótframlagi frá vinnuveitanda. Nefnir hann Gunnar Baldvinsson formann Almenna lífeyrissjóðsins sem hefur bent á að með þessu séu Íslendingar að spara of mikið og engin forsenda fyrir fólk að vera spara aukalega. Með þessu mun almenningur á Íslandi sem hefur greitt í lífeyrissjóð og fengið aukið mótframlag á endanum vera með hærri meðaltekjur en þeir hafa haft yfir starfsævina. Einnig nefnir hann að íslenska lífeyrissjóðskerfið sé eiginlega sér á báti og að hann upplifi það stundum að fólk viti varla í hvaða lífeyrissjóð það greiði eða jafnvel haldi að VR sé lífeyrissjóðurinn sinn. Virðist vera að það sé hugsað um þetta fyrir fólk hérlendis en erlendis þurfa einstaklingar að sjá um þetta sjálfir. Hann telur þetta vera einn af stóru ástæðunum fyrir slakri þátttöku og að almenningur virðist ekki þurfa spara meira en hann er að gera nú þegar.

Að mati Gísla ríkir nægjanlegt traust til framkvæmdastjóra íslenskra fyrirtækja hann lítur ekki svo á að almenningur tengi ekki traust varðandi fjármál yfir á fyrirtækin í landinu.

Varðandi þekkingu almennings á Íslandi þegar kemur að fjárfestingum telur Gísli að hún sé heilt yfir ekki næg. Hann segir líka að almenningur eigi ekki að vera sjálfir að velja stök hlutabréf heldur eigi það að fjárfesta í sjóðum með fagfjárfestum sem sjá um það fyrir þá. En bætir svo við að klárlega sé fjármálalæsi á Íslandi ábótavant. Hann telur að mikið sé um ranghugmyndir hjá fólki varðandi verðtryggðu lánin og hlutabréfasjóði sé mikið um ranghugmyndir hjá fólki. En megin partur af öllum sparnaði í heiminum sé í sjóðum en ekki í stökum bréfum.

Að mati Gísla er hægt að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum segir hann að hún geti nú eiginlega ekki verið minni. Ýmislegt hafi verið gert og reynt eins og til dæmis fræðslustarf sem VÍB eignastýring Landsbankans hélt uppi. Það starf hefur reyndar dalað núna en það hjálpaði en náði bara ekki til nógu stórs hóps. Einnig telur hann að skattaávilnanir myndu

klárlega virka og hafi það sýnt sig áður. Gísli segir ástandið vera bara eins og neyðartilvik og við séum á hræðilegum stað hvað þetta varðar.

Þegar kemur að ráðleggingum til almennings leggur Gísli áherslu á að fólk skuli nýta sér sjóði þar sem sérfræðingar eru við stjórnina. Það á auðvitað ekki við ef fólk hefur einhvern sérstakan áhuga á þessu og er að sækjast eftir einhverju sérstöku. Það séu til ýmsar leiðir sem fólk getur farið eftir.

## Niðurstöður

Helstu niðurstöður rannsóknarinnar eru að þátttaka almennings á Íslandi á hlutabréfamarkaði er dræm, eða eingöngu 4,5% af heildarmarkaðsvirði hlutabréfa. Þegar skoðuð eru önnur lönd þá sést að þátttaka almennings hefur minnkað verulega seinasta áratug og hefur þróunin verið eins á Íslandi. En þátttakan er áberandi lægri hér á landi en annars staðar. Helstu ástæður fyrir þessari dræmu þátttöku voru skoðaðar og út frá rannsókninni sem rannsakendur gerðu kemur í ljós að traust til fjármálamarkaðarins sé aðal ástæðan fyrir þessu. Þrátt fyrir að rúmur áratugur sé liðinn frá hruni bankanna og fjármálakreppunni sem dundi yfir Ísland árið 2008, hefur traust ekki verið nægilega endurbyggt. Fleiri ástæður liggja einnig að baki og má þar helst nefna, þekkingu almennings á fjármálamarkaðinum. Fjármálalæsi hefur verið ábótavant og samkvæmt viðmælendum rannsóknarinnar þótti þeim vanta meiri þekkingu og skilning almennings á markaðinum. Lífeyrissjóðskerfið á Íslandi var einnig mikið nefnt af viðmælendum. Þeir töldu að það séu áhrif vegna aukinna kjara í lífeyrisréttindum. Einnig hafa einstaklingar ekki valfrjálstan lífeyri. Hvernig er hægt sé að bæta þátttöku almennings, er einnig spurning sem við leitumst eftir að svara. Þar var mikið talað um skattaávilnanir í viðskiptum með hlutabréf. Hafa lífeyri valfrjálstan að hluta. Forstöðumaður Kauphallar Íslands telur einnig að mikilvægt sé að koma Íslandi inn í alþjóðlegar vísitölur til að laða að fleiri erlenda fjárfesta. Að lokum ætlum við að fjalla nánar um niðurstöðurnar hér í umræðukaflanum á eftir.

## Umræða

Umræða um þátttöku almennings á hlutabréfamarkaðinum hefur verið til umfjöllunar í fjölmiðlum undanfarin misseri eða öllu heldur lítil þátttaka almennings á markaðinum. Rannsakendur fóru að skoða hver raunveruleg þátttaka almennings væri á hlutabréfamarkaðinum á Íslandi, Evrópu og Norður Ameríku. Í ljós kom að þátttakan hefur farið minnkandi í Evrópu og Norður Ameríku en ekkert í líkingu við hér og er hún vægast sagt dræm hér á landi. Í kjölfarið ákváðu rannsakendur að skoða og reyna að finna út hvað ylli þessari dræmu þátttöku.

## **Þátttaka**

Þátttaka almennings á hlutabréfamörkuðum hefur heilt yfir dregist saman frá hruni, samanber mynd 10 hér að ofan í kafla 5. Það er misjafnt eftir löndum hversu vel almenningur hefur tekið við sér aftur eftir fjármálahrunið 2008. Á Íslandi er nokkuð áberandi hversu illa gengur að byggja hlutabréfamarkaðinn upp að nýju. Samkvæmt viðtölum sem voru tekin er ástandinu á íslenska hlutabréfamarkaðinum lýst sem neyðarástandi og mikilvægt sé að koma honum í gang aftur.

Íslenski hlutabréfamarkaðurinn hvarf að mestu í hruninu eða um 93% af markaðsvirði hlutabréfa. Að hluta til hefur gengið ágætlega að endurbyggja markaðinn enn langt er þó langt í land svo viðunandi sé (Lárus L. Blöndal o.fl., 2018).

Í Evrópu er staðan nokkuð betri þó í flestum löndum sé enn langt í land. Svíþjóð hefur staðið sig áberandi best í að koma markaðinum í gang aftur þó auðvitað hjálpi þar til hversu mikil hlutabréfamening er hjá almenningi þar í landi. Þá hafa yfirvöld í Svíþjóð markvisst unnið að því að bæta umgjörð markaðarins og leituðu þau til markaðsaðila til að finna út hvað betur mætti fara. Sú vinna skilaði miklum árangri. Einnig hafa önnur Norðurlönd farið af stað með slíka vinnu en hún virðist þó ekki hafa skilað eins góðum árangri og í Svíþjóð. Á Íslandi voru settar saman tíu markvissar tillögur. Þrátt fyrir að ýmislegt hafi verið gert frá hruni til þess að auka þátttöku almennings á Íslandi virðist það ekki duga til. Ljóst er að eitthvað mikið þarf að gerast til þess að markaðurinn nái sér á strik aftur (Nasdaq, 2018), enda er ljóst að almenningur tapaði ekki einungis peningum í hruninu heldur líka trausti til fjármálakerfisins.

## **Atferli**

Þegar skoðaðar eru kenningar sem snúa að atferli í fjármálum var áhugavert hversu vel rannsakendur gátu tengt vissar kenningar við almenning á Íslandi og mismunandi tímabil. Eins og festing (e. anchoring) þar getum við skoðað verðmat á fyrirtækjum. Í því samhengi telur Capacent að 16 af 17 fyrirtækjum á markaði séu vanmetin (Helgi Vífill Júlíusson, 2019). Eins með hjarðhegðun (e. herding) þá gaf rannsóknarskýrsla Alþingis gaf það út að í minni samfélögum eins og á Íslandi, hafi almenningur svipaða hagsmuni, þarfir og viðhorf og fylgja því frekar hópnum. Væntingakenningin (e. prospect theory) er annað dæmi um það, þar sem að fjárfestar taka ekki alltaf rökréttar ákvarðanir. Séu fjárfestar undir álagi eða pressu, að þá getur hegðun breyst og þeir tekið óþarfa áhættu sem þeir hefðu annars ekki gert. Sárindi að tapi sitja enn eftir, og fólk vill ekki þurfa að upplifa slíkt aftur, jafnvel þó að líklegast geti það endurheimt eitthvað af tapinu því það er búið að kyngja tapi og man enn eftir því. Sú síðasta sem við skoðuðum var ofursjálfsstraust (e. overconfidence) þar sem fjárfestar treysta frekar á eigin dómgreind frekar en dómgreind annarra. Fjárfestir sem hefur staðið sig vel og fengið hagstæðar niðurstöður úr fjárfestingum, telur sig hæfan að taka ákvarðanir. Þeir sem hafa tapað treysta ekki eigin dómgreind, vantar sjálfsstraust sem er nauðsynlegt til að taka þátt í fjárfestingum hlutabréfa. GallfEf við berum saman þátttöku á markaði á árunum fyrir hrun við þátttökuna í dag, er hægt að segja að á árunum fyrir hrun höfðu einstaklingar og bankastarfsmenn ofursjálfsstraust. Þá var þátttaka almennings um 18% og einstaklingar tóku frekar áhættur og bankar og fjármálastofnanir tóku kannski ekki alltaf rökréttar ákvarðanir þar sem þeir treystu sinni dómgreind best. Í dag er þátttakan eingöngu 4,5% og með slakri þátttöku eru ekki margir tilbúnir til að taka óþarfa áhættur (Magnús Harðarson, munnleg heimild, viðtal, 15. apríl 2019).

## **Traust**

Samkvæmt Calomiris og Haber eru fjármálastofnanir óstöðugar stofnanir, viðskipti þeirra snúast um traust, því þarf ríkisstjórn að hafa góða samvinnu við þessar stofnanir og gott aðhald. Niðurstöður gefa til kynna að traust sé eitt stærsta vandamálið sem þarf að leysa. Misvel hefur gengið á milli landa að byggja upp traust og í löndunum í kringum okkur hefur það gengið ágætlega. Á Íslandi hefur lítið áunnist af trausti en aðeins um 20% af almenningi á Íslandi treysti bankakerfinu árið 2018. Alþjóðlegar stofnanir á borð við OECD og GRECO hafa einnig lengi vakið athygli á andvaraleysi yfirvalda á Íslandi með tilmælum um varnir gegn spillingu. Þrátt fyrir

að ekki hafi fallið dómar í spillingarmálum á Íslandi telur almenningur á Íslandi að spilling sé til staðar. Því til stuðnings má til dæmis nefna að um helmingur almennings telur að hann þurfi að hafa tengsl við stjórnámamenn vilji þeir komast áfram í lífinu (Sigrún Davíðsdóttir, 2018).

Íslenski hlutabréfamarkaðurinn er ungur og eftir að einkavæðing bankanna átti sér stað varð hálfgerð uppstokkun í íslensku efnahagslífi sem gerðist mjög hratt (Gylfi Magnússon, 2007). Nauðsynlegt er að íslensk stjórnvöld og fyrirtækin í landinu skapi almenningi traust og sýni siðferði í viðskiptum ef traust á að endurheimtast. Þrátt fyrir að traust sé ekki eingöngu ábótavant á Íslandi og hafa fleiri lönd átt við svipaðan vanda að etja, virðist sem traust hafi áunnist hægar hér á landi en annars staðar (Skýrsla starfshóps forsetisráðherra, 2018).

Íslendingar eru brenndir eftir fjármálahrunið árið 2008 og vantar allt traust, eins og könnun sem Markaðs- og miðlarannsóknir gerðu sem segir að helstu áhyggjur Íslendinga sé spilling í fjármálum og stjórnámum. Þessar niðurstöður staðfesta það sem við höfum rætt um traust, það er vöntun á trausti.

## **Viðtöl**

Niðurstöður viðtala gefa góðar vísbendingar um ástæður lélegrar þátttöku. Nefndu allir traust sem eitt af því sem hafði bein áhrif á hana, einnig að þekkingu á fjármálamarkaði þyrfti að bæta að einhverju leyti. Traust þarf að vinna sér inn og eftir eins stórt fjármálahrun og varð hér árið 2008 er eðlilegt að það muni taka tíma að byggja það upp. Fleiri þættir sem spila þar inn í eru til dæmis lífeyrissjóðskerfið á Íslandi. Bæta þarf þessa efnahagslegu hvata, eins og að auka frjálsræði í lífeyrissparnaði og með skattalegum hvötum. Einnig óbeinir þættir eins og fá inn fleiri erlenda fjárfesta. Með því gæti aukið traust myndast á markaðinum.

Lífeyrissparnaður hefur aukist mikið síðustu ár. Með bættum kjörum mun hinn almenni Íslendingur hafa að meðaltali hærri eftirlaun en meðallaunin yfir starfsævina. Með þessu sé ekki hvati fyrir einstaklinga að spara sjálfviljugir (Gunnar Baldvinsson, 2016).

Samkvæmt starfshópi sem skipaður var af ráðherranefnd um efnahagsmál í júní 2017 um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs kom fram í niðurstöðum að út frá alþjóðlegum samanburði á lífeyrissjóðskerfum er Ísland hlutfallslega stórt miðað við hagkerfi landsins. Lífeyrissjóðir hér á landi eiga um þriðjung af heildarfjármunum á Íslandi. Einnig að Ísland er í



hópi þjóða sem eiga mestan lífeyrissparnað. Hlutdeild sjóðanna í markaðsvirði skráðra hlutafélaga á Íslandi jókst úr 6% í árslok 2006 í 41% í árslok 2016 (Ráðherranefnd um efnahagsmál, 2018).

Annar þáttur sem spilar inn í slaka þátttöku er húsnæðismarkaðurinn. Húsnæði er dýrt á Íslandi og er mikið af sparnaði fólks fólgið í húsnæði og því margir einstaklingar sem ekki hafa tök á að leggja aukalega fyrir í sparnað eða fjárfestingar segir Magnús Harðarson forstöðumaður viðskipta- og skráninga hjá Nasdaq Iceland.

Í viðtali við Magnús Harðarson forstöðumann viðskipta og skráninga hjá Nasdaq Iceland ræddi hann við okkur um aðgerðir sem Kauphöllin og Samtök atvinnulífsins hafa talað fyrir við fjármálaráðuneytið. Aðgerðir til að byggja upp skattalega hvata fyrir hlutabréfaviðskipti. Nágrannalönd okkar eins og Svíþjóð hafa gert það og hefur það borið góðan árangur, en þau hjá Kauphöll binda vonir við að þetta muni fara í gang og telja þau að ávinningurinn af því verði mikill. Ekki eingöngu fyrir allt fjármálaumhverfið heldur eykur það líkur á að sprotafélög og fyrirtæki í vexti geti leitað sér fjármagns sem mun gera markaðinn virkari. Virkari markaður þýðir venjulega að fjárfestar geri lægri kröfur til ávöxtunar og því verður fjármögnun ódýrari. Virkari markaður þýðir einnig að það verður auðveldara að fá erlenda fjárfesta. Þetta hefur því margskonar jákvæð áhrif.

Aðrir óbeinir þættir sem Kauphöll Íslands hefur unnið að er að fá Ísland inn í alþjóðlega vísitölu. Þetta telja þau mikilvægt atriði og munu íslensk félög fá að ganga inn í FTSE Russel vísitöluna. Þetta er mikilvægt skref til að fá erlenda fjárfesta og samkvæmt markaðsaðilum Kauphallarinnar hefur það nú þegar vakið eftirtekt. Aðrir þættir sem Kauphöllin hefur unnið að er að fjölga félögum í Úrvalsvísitölunni, þetta skiptir miklu máli til að fá meiri dreyfingu og til að auka þátttöku.

## **Fjármálalæsi**

Almennt fannst viðmælendum rannsóknarinnar að fjármálalæsi væri ábótavant og að almenningur fylgist ekki nógu vel með. Gísli Halldórsson sjóðsstjóri Hlutabréfastýringa hjá Íslandssjóðum nefndi að það væri algengt að Íslendingar vissu ekki í hvaða lífeyrissjóð þeir greiddu. Hann taldi líka að mikið væri verið að hugsa fyrir fólk í stað að leyfa einstaklingum að ráðstafa sínum sparnaði sjálfir eða bera ábyrgð á honum sjálfir. Einnig töldu viðmælendur að þekking hefði lagast að einhverju leyti frá hruni bankanna. Þá helst vegna aukinnar umræðu en Magnús Harðarson

forstöðumaður viðskipta- og skráninga hjá Nasdaq Iceland talaði um að miðað við núverandi þekkingarstig væri forsenda fyrir miklu meiri þátttöku en er á markaðinum í dag. Aðrir viðmælendur sem höfðu einhverja reynslu af fjárfestingum og höfðu tekið þátt fyrir fjármálahrundið árið 2008 og tapað einhverju af sínum fjárfestingum töluðu um að þess vegna treystu þeir ekki þessum markaði. Einnig að kunnáttuleysi þeirra hafi líka spilað inn í. Hér getum við tengt við kenningu Strahilevitz, Oden og Barber um sálfræðilegan þátt fjárfesta þegar kemur að fyrri reynslu. Ef sú reynsla reyndist neikvæð og hefur sársaukafullar minningar hindrar það frekari þátttöku því endurupplifun á þessum tilfinningum er það sem fjárfestar reyna að forðast.

Einnig nefndu viðmælendur sem við ræddum við sem vinna ekki á fjármálamarkaðinum en hafa einhverja reynslu á fjárfestingum traust sem aðal ástæðu fyrir því að þeir taki ekki þátt. Ásamt litlu úrvali og smæð markaðarins. Jón Tryggvi Helgason fráfarandi framkvæmdastjóri Ísmar ehf, orðaði það þannig að ekki sé um auðugan garð að grisja og Róberti Tómassyni fannst markaðurinn vera óstöðugur og lítið þyrfti til að miklar sveiflur gætu átt sér stað. Hugsunarháttur fólks hefur breyst frá hruni og þó svo að fólk hafi miklu meira fjármagn á milli handanna í dag sé það ekki að nota það til þess að fjárfesta. Fólk eyðir því frekar í sjálft sig, ferðalög og húsnæði.

Í viðtali við Magnús Harðarson talaði hann fyrir því að skattaávilnanir myndu auka hvata fólks til frekari þátttöku. Líta mætti á markaðinn í Svíþjóð til að sjá að það beri árangur.

Áhugavert þótti rannsakendum að heyra þegar þeir tóku viðtal við fyrrverandi útibússtjóra í Danmörku að hann upplifði hlutina allt öðruvísi en þeir sem rætt var við á Íslandi. Þegar talið barst að trausti þótti honum ekkert vanta upp á traust á hlutabréfamarkaðinum í Danmörku. Hann taldi þó líkt og öðrum viðmælendum að bæta þyrfti þekkingu almennings á hlutabréfamörkuðum og taldi hann þekkingarleysi vera helstu ástæðu þess að almenningur tæki ekki meiri þátt en raun ber vitni í Danmörku.

Samkvæmt skýrslu frá Evrópusambandinu sem gefin var út í ágúst 2013 hafa fjármálakreppur sannfært marga einstaklinga um að hlutabréfamarkaðir séu of áhættusamir og að þeir standi ekki jafnfætis fagfjárfestum þegar kemur að áhættu. Hlutfall almennings á hlutabréfamarkaði er mismunandi milli landa, en hefur það sameiginlegt í flestum löndum að þessi markaður hefur farið minnkandi (The European Savings Institute, 2013).

Rannsókn okkar gefur til kynna að full ástæða sé til að brugðist sé við þessari minnkandi þátttöku með einhverjum leiðum. Hafa hvata til staðar svo almenningur sjái hag sinn í að taka meiri þátt. Skattaávilnanir eru ein leið sem hefur virkað vel hjá nágrönnum okkar Svíum. Hluti

lífeyrissparnaðar gerður valfrjáls og þannig geti almenningur keypt einstök skráð hlutabréf, sem eykur hvata fólks að ávaxta fé sínu og hafa áhrif þannig út í þjóðfélagið. Með því ætti það að hafa jákvæð áhrif út í viðskiptalífið varðandi siðferði, spillingu og traust. Einstaklingar velja sjálfir hverja þeir vilja styðja með fjárfestingum og hverja ekki og þar með ætti að vera hægt að styðja meira við lítil og vaxandi fyrirtæki en gert er í dag.

Að þessu sögðu þá er þetta áhugaverð athugun varðandi þátttöku og nauðsynlegt er að greina orsakir þess hve lítil þátttakan er, svo hægt sé að sporna við þessari þróun. Nauðsynlegt er að hafa virkan hlutabréfamarkað fyrir hagkerfið allt. Þannig að nýsköpun og fyrirtækin í landinu hafi aðgang að fjármagni til þess að hagkerfi okkar geti haldið áfram að styrkjast og dafna. Áhugavert er að sjá hvort markaðurinn mun taka við sér og hvað þarf til að svo verði. Hvenær fer almenningur að treysta fjármálakerfinu aftur og verður tilbúin að taka virkari þátt á þessum markaði. Við rannsökuðum ekki fjármálalæsi og þátttöku almennings þó að það greinilega vinni saman. Það væri fróðlegt að sjá rannsókn um fjármálalæsi og þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði.

## Heimildaskrá

- Ármann Þorvaldsson. (2009). *Ævintýraeyjan: uppgangur og endalok fjármálaveldis*. (Svanborg Sigmarsdóttir, þýð.). Reykjavík: Bókafélagið.
- Calomiris, C. W. og Haber, S. H. (2014). *Fragile by design: the political origins of banking crises and scarce credit*. Princeton: Princeton University Press.
- Covey, S. R. (2006). *The speed of trust: the one thing that changes everything*. New York, NY: Free Press.
- Efnahags- og viðskiptaráðuneytið. (2012). *Framtíðarskipan fjármálakerfisins. Skýrsla efnahags- og viðskiptaráðherra til Alþingis*. Reykjavík: Efnahags- og viðskiptaráðuneytið. Sótt 13. apríl 2019 af [https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/utgafa/framtidarskipan\\_fjarmalakerfisins\\_032012.pdf](https://www.stjornarradid.is/media/fjarmalaraduneyti-media/media/utgafa/framtidarskipan_fjarmalakerfisins_032012.pdf)
- Elín Guðjónsdóttir. (2000). Íslenskur hlutafjármarkaður. *Peningamál*, 2000(3), 10.
- Entrepreneur Europa. (2002). Trust Is a Must. Sótt 10. mars 2019 af <https://www.entrepreneur.com/article/55354>
- Eurostat. (2013). *Average rating of trust by domain, sex, age and educational attainment level*. Luxembourg: European Commission. Sótt 6. maí 2019 af [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc\\_pw03&lang=en&fbclid=IwAR0hRaJRaawmQYchLuIdEuzgi8--c4wwU1R8on-RZ\\_WKzT5Xzw05eeq5Mbo](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ilc_pw03&lang=en&fbclid=IwAR0hRaJRaawmQYchLuIdEuzgi8--c4wwU1R8on-RZ_WKzT5Xzw05eeq5Mbo)
- Fabozzi, F. J. (2010). *Foundations of financial markets and institutions / Frank J. Fabozzi, Franco Modigliani, Frank J. Jones* (4. útg.). Boston: Prentice-Hall.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383. doi:10.2307/2325486
- Faris, S. (2019). What Was the First Company Offered on the New York Stock Exchange? Sótt 14. maí 2019 af <https://finance.zacks.com/first-company-offered-new-york-stock-exchange-6616.html>
- Fender, R., Stammers, R. og Urwin, R. (2018). A NEW ERA OF INVESTOR TRUST, 20.
- Financial Samurai. (2019). What Percent Of Americans Own Stocks? Sótt 29. apríl 2019 af <https://www.financialsamurai.com/what-percent-of-americans-own-stocks/>
- Friðrik Árne Friðriksson, Valur Þráinsson, Ásta Dís Óladóttir og Gylfi Magnússon. (2017). Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði. *Veftímaritið Stjórnsmál og stjórnsýsla*, 13(1), 27. doi:10.13177/irpa.a.2017.13.1.2

- Friðrik Már Baldursson og Guðmundur Sigfinnsson. (2003). *Einkavæðing á Íslandi 1992-2003*. Reykjavík: Hagfræðistofnun Háskóla Íslands. Sótt af [http://rse.hi.is/wp-content/uploads/2017/11/C0303\\_Einkavaeding\\_a\\_Islandi\\_1992\\_2003.pdf](http://rse.hi.is/wp-content/uploads/2017/11/C0303_Einkavaeding_a_Islandi_1992_2003.pdf)
- Gallup. (2018). Traust til stofnana. Sótt 28. febrúar 2019 af <https://www.gallup.is/nidurstodur/thjodarpuls/traust-til-stofnana/>
- Geir H. Haarde. (2008, 17. júní). *Ávarp Geir H. Haarde forsætisráðherra 17. júní 2008*. Reykjavík. Sótt 24. mars 2019 af <https://www.stjornarradid.is/raduneyti/forsaetisraduneytid/fyrri-forsaetisradherrar/stok-raeda-fyrrum-forsaetisradherra/2008/06/17/Avarp-Geirs-H.-Haarde-forsaetisradherra-a-Austurvelli-17.-juni-2008/>
- Gillespie, N. (2013). *Restorig Trust in the Financial Services Sector*. London: Industry and Parliament Trust. Sótt 16. mars 2019 af [https://espace.library.uq.edu.au/data/UQ\\_313548/UQ313548\\_fulltext.pdf?Expires=1556907807&Signature=bQq9BGh0F726YaImLzzY8VdnBzx8fHGMBcGyIoka4ghEEZ8WHMyvGKwP1sTUVly5Vf0AoMLjL10DG7BYa62amEivvqjSxx7G0-DxbRNfe2C7lpxVQM3osATNHt5~s~FQr2gpHknDS2tmOsQORZCuIkpMIOSh8mByYfVicx8HciMv5VFIbjR4sG9g8rj99ahkyPUQrOIAIZ8ZZCgxK0ipbj7XXO97apiCS5AxBBKfaSz8JE-EIE6B2wJFbNJ1~KWwW3qEuDxY3TNzR9t~y5iS49KdjlsMCikoP4oAoo7CXtNO-J44jEiBUz9rbUyxlyquNmHyBXtgpVwv8pfz53MVQ\\_\\_&Key-Pair-Id=APKAJKNBj4MJBjNC6NLQ](https://espace.library.uq.edu.au/data/UQ_313548/UQ313548_fulltext.pdf?Expires=1556907807&Signature=bQq9BGh0F726YaImLzzY8VdnBzx8fHGMBcGyIoka4ghEEZ8WHMyvGKwP1sTUVly5Vf0AoMLjL10DG7BYa62amEivvqjSxx7G0-DxbRNfe2C7lpxVQM3osATNHt5~s~FQr2gpHknDS2tmOsQORZCuIkpMIOSh8mByYfVicx8HciMv5VFIbjR4sG9g8rj99ahkyPUQrOIAIZ8ZZCgxK0ipbj7XXO97apiCS5AxBBKfaSz8JE-EIE6B2wJFbNJ1~KWwW3qEuDxY3TNzR9t~y5iS49KdjlsMCikoP4oAoo7CXtNO-J44jEiBUz9rbUyxlyquNmHyBXtgpVwv8pfz53MVQ__&Key-Pair-Id=APKAJKNBj4MJBjNC6NLQ)
- Guiso, L., Sapienza, P. og Zingales, L. (2008). Trusting the Stock Market. *The Journal of Finance*, 63(6), 2557–2600. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01408.x
- Gunnar Baldvinsson. (2016, 1. maí). Hvenær verður mikið of mikið? [Viðskiptablaðið]. Viðskiptablaðið. Sótt 1. maí 2019 af <http://www.vb.is/skodun/hvenaer-verdur-mikid-mikid/123919/>
- Gylfi Magnússon. (2007). *Markaður verður til: Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins*. Reykjavík: Hagfræðistofnun Háskóla Íslands. Sótt af <http://www.ioes.hi.is/sites/hhi.hi.is/files/R-series/2007/R0701.pdf>

- Helgi Vífill Júlíusson. (2019, 01). 16 af 17 félögum vanmetim að mati Capacent. *Fréttablaðið*. Sótt 13. mars 2019 af <https://www.frettabladid.is/markadurinn/16-af-17-feloegum-vanmetin-a-mati-capacent/>
- Hörður Ægisson. (2019, 25. janúar). Fleiri skoðanir. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://www.frettabladid.is/skodun/fleiri-skoanir>
- Jóhann Hlíðar Harðarson, Björn Þór Sigurbjörnsson og Vera Illugadóttir. (e.d.). Morgunvaktin 29. janúar 2019. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://podcasts.apple.com/is/podcast/vantar-st%C3%A6rstu-leikendur-atvinnul%C3%ADfsins-%C3%A1-hlutabr%C3%A9famarka%C3%B0inn/id1210680958?i=1000433950595>
- Jón Ólafsson, Ólöf Embla Eyjólfadóttir, Páll Þórhallsson, Ragna Árnadóttir og Sigurður Kristinsson. (2018). *Efling trausts á stjórnámum og stjórnáslu - skýrsla starfshóps forsætisráðherra*. Reykjavík: Forsætisráðuneytið. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://www.stjornarradid.is/verkefni/allar-frettir/frett/2018/09/05/Efling-trausts-a-stjornmalum-og-stjornsyslu-skyrsla-starfshops-forsaetisradherra/>
- Kindleberger, C. P. (2015). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. (7. útg.). New York: Houndmills, Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Kristín Loftsdóttir og Már Wolfgang Mixa. (2018). Chapter 5: ‘Not Just Crying About the Money’: Iceland and Globalisation During Boom and Crisis (bls. 87–109). United Kingdom: Emerald Publishing. doi:10.1108/978-1-78743-347-220181006
- Landsbréf. (e.d). Landsbréf. Sótt 27. apríl 2019 af <https://landsbref.is/hlutabrefasjodir/ahaettuthaettir/>
- Lárus L. Blöndal, Guðjón Rúnarsson, Guðrún Ögmundsdóttir og Krístrún Tinna Gunnarsdóttir. (2018). *Hvítbók um framtíðarsýn fyrir fjármálakerfið*. Reykjavík: Fjármála- og efnahagsráðuneytið. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=e544d852-fc8f-11e8-942f-005056bc4d74>
- Levi, M. og Stoker, L. (2000). Political Trust and Trustworthiness. *Annual Review of Political Science*, 3(1), 475–507. doi:10.1146/annurev.polisci.3.1.475
- Loftsdóttir, K. (2010). The loss of innocence: The Icelandic financial crisis and colonial past. *Anthropology Today*, 26(6), 9–13. doi:10.1111/j.1467-8322.2010.00769.x
- Lög um verðbréfavíðskipti nr. 108/2007.

- Magnús Harðarson. (2017, 25. febrúar). Góð staða á íslenskum hlutabréfamarkaði. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://kjarninn.is/skyring/2017-06-30-god-stada-islenskum-hlutabrefamarkadi/>
- Magnús Sveinn Helgason. (2010). Íslenskt viðskiptalíf – breytingar og samspil við fjármálakerfið. Í *Viðauki 5: Birtur með skýrslu rannsóknarnefndar Alþingis* [aðeins birt á vef]. Reykjavík. Sótt 14. febrúar 2019 af <http://www.rannsoknarnefnd.is/pdf/RNAvefVidauki5.pdf>
- Margrét Sæmundsdóttir, Jóna Björk Guðnadóttir, Ásta S. Helgadóttir, Matthildur Sveinsdóttir, Stefán Jóhann Stefánsson og Sölvi Sveinsson. (2009). *Fjármálalæsi á Íslandi*. Reykjavík: Viðskiptaráðuneytið.
- Már Wolfgang Mixa. (2018, 25. júlí). 20 stærstu hluthafar - Gegnsæi og traust. *mbl.is*. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://www.mbl.is/vidskipti/pistlar/marmixa/2220561/>
- Már Wolfgang Mixa og Pröstur Olaf Sigurjónsson. (2010). Áfram á rauðu ljósi. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 7(1), 21–37. doi:doi.org/10.24122/tve.a.2010.7.1.2
- McDermott, R., Fowler, J. H. og Smirnov, O. (2008). On the Evolutionary Origin of Prospect Theory Preferences. *The Journal of Politics*, 70(2), 335–350. doi:10.1017/S0022381608080341
- Mixa, M. W. og Vaiman, V. (2015). Individualistic Vikings: Culture, Economics and Iceland. *Veftímaritið Stjórnsmál og stjórnsýsla*, 11(2), 355. doi:10.13177/irpa.a.2015.11.2.12
- Mogensen, K. (2014). Trust vs. Crisis. *Nordicum-Mediterraneum*. Sótt 1. maí 2019 af <https://nome.unak.is/wordpress/09-3/c73-conference-paper/trust-vs-crisis/>
- Mullainathan, S., Schwartzstein, J. og Shleifer, A. (2008). Coarse Thinking and Persuasion. *Quarterly Journal of Economics*, 123(2), 577–619. doi:10.1162/qjec.2008.123.2.577
- Nasdaq. (2018). *Hugsum íslenskan hlutabréfamarkað upp á nýtt*. Reykjavík: Nasdaq.inc. Sótt 25. febrúar 2019 af [https://business.nasdaq.com/media/Reimagining-the-Icelandic-Market-Report\\_tcm5044-59372.pdf](https://business.nasdaq.com/media/Reimagining-the-Icelandic-Market-Report_tcm5044-59372.pdf)
- Nofsinger, R. J. (2018). *The Psychology of Investing* (6. útg.). Boston: Pearson.
- Páll Harðarson. (2017, 15. júní). Hlutabréfaeign almennings aldrei minni - Vísir. Sótt 27. apríl 2019 af <https://www.visir.is/g/2017170619408>
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson. (2010a). *Aðdragandi og orsakir falls bankanna 2008 og tengdir atburðir* (2. bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd

- Alþingis. Sótt af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-2-kaflar-7-og-8/8.-kafli/>
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson. (2010b). *Aðdragandi og orsakir falls bankanna 2008 og tengdir atburðir* (7. bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis. Sótt 13. apríl 2019 af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-7/>
- Páll Hreinsson, Sigríður Benediktsdóttir og Tryggvi Gunnarsson. (2010c). *Aðdragandi og orsakir falls bankanna 2008 og tengdir atburðir* (4. bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis. Sótt 13. apríl 2019 af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-4/>
- Ráðherranefnd um efnahagsmál. (2018). *Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs*. Reykjavík: Forsætisráðuneytið. Sótt 10. apríl 2019 af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=falbd346-fd22-11e7-9423-005056bc4d74>
- Reinhart, C. M. og Kenneth, S. R. (2010). This time is Different: Eight Centuries of Financial Follies. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 20(125), 91–98.
- Robert G. Hagstrom. (2008). *Warren Buffet aðferðin*. (Mikael Torfason og Haraldur Diego, þýð.). GKJ Útgáfa ehf.
- Samtök fjármálafyrirtækja. (2007). *Hvað er MiFID? Ný lög um verðbréfavíðskipti gilda frá 1. nóvember 2007*. Reykjavík: Samtök fjármálafyrirtækja. Sótt 2. mars 2019 af [https://www.iv.is/static/files/Samningar\\_og\\_eydublod/MiFID\\_baeklingur.pdf](https://www.iv.is/static/files/Samningar_og_eydublod/MiFID_baeklingur.pdf)
- Samtök verslunar og þjónustu. (2007). Toys ‘R’ Us opnar á Smáratorgi. Sótt 27. apríl 2019 af <https://svth.is/toys-r-us-opnar-a-smaratorgi/>
- Sara Stefánsdóttir, Þorkell Sigurgeirsson, Þór Egilsson og Þórhildur Stefánsdóttir. (2017). *Hagtölur lífeyrissjóða*. Sótt 10. maí 2019 af <https://www.lifeyrismal.is/is/landssamtok-lifeyrissjoda/grof>
- Sigrún Davíðsdóttir. (2018, 3. október). Hrunið, traust og gagnsæi. Sótt 4. febrúar 2019 af <http://www.ruv.is/frett/hrunid-traust-og-gagnsaei>
- Sigurður Birgir Stefánsson. (2003). *Hlutabréf og eignastýring: að velja hlutabréf og byggja upp eignir*. Reykjavík: Íslandsbanki.



- Sigurjónsson, T. O., Schwarzkopf, D. L. og Bryant, M. (2018). *The Return of Trust? Institution and the Public after the Icelandic Financial Crisis*. United Kingdom: Emerald Publishing.
- Skýrsla starfshóps forsetisráðherra. (2018). *Eling traust á stjórnámálum og stjórnsýslu*. Sótt af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=07711a8f-b116-11e8-942c-005056bc530c>
- Stefán Ólafsson. (2014). Hrunið og árangur endurreisnarinnar. *Félagsfræðingafélag Íslands*, 5. árgangur(2.tbl), 95–116.
- Strahilevitz, M. A., Odean, T. og Barber, B. M. (2011). Once Burned, Twice Shy: How Naive Learning, Counterfactuals, and Regret Affect the Repurchase of Stocks Previously Sold. *Journal of Marketing Research (JMR)*, 48, S102–S120. doi:10.1509/jmkr.48.SPL.S102
- Sweriges Riksbank. (2016). *The Swedish Financial Market 2016* (nr. ISSN 2001-5054). Stockholm: Sweriges Riksbank. Sótt 13. mars 2019 af [https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/engelska/2016/rap\\_finansm\\_160831\\_eng.pdf](https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/den-svenska-finansmarknaden/engelska/2016/rap_finansm_160831_eng.pdf)
- The European Savings Institute. (2013). *Under the tender: Who owns the european economy? Evolution of the ownership of eu-listed companies between 1970 and 2012*. París: The European Savings Institute. Sótt 25. febrúar 2019 af <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main>
- Tómas Orri Ragnarsson. (2001, gúst). Verðmat fyrirtækja ekki nákvæm vísindi. *Morgunblaðið*. Sótt 2. febrúar 2019 af <https://www.mbl.is/greinasafn/grein/619672/>
- Tversky, A. og Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. doi:10.1126/science.185.4157.1124
- Vilhjálmur Árnason, Salvör Nordal og Kristín Ástgeirsdóttir. (2010). Siðferði og starfshættir í tengslum við fall íslensku bankanna 2008. Í Páll Hreinsson, Sigríður Benediksdóttir og Tryggvi Gunnarsson (ritstj.), *Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir* (8. bindi). Reykjavík: Rannsóknarnefnd Alþingis. Sótt 27. apríl 2019 af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-8/vidauki-1/>
- World Federation of Exchanges. (2017). *Enhancing retail participation in emerging markets*. London: World Federation of Exchanges. Sótt af <https://www.world->

exchanges.org/news/articles/world-federation-of-exchanges-publishes-report-into-enhancing-retail-investor-participation-in-emerging-markets

Þróstur Olaf Sigurjónsson, Schwarzkopf, D. L. og Bryant, M. (2018). *The return of trust?: institutions and the public after the Icelandic financial crisis*. United Kingdom: Emerald Publishing.

## Viðauki

### Viðtalsrammi

#### Traust- þekking -þátttaka

1. Telur þú að traust á fjármálamörkuðum hafa áunnist á Íslandi frá hruni bankanna 2008?	Ef ekki, hvers vegna ?
2. Hverja telur þú vera ástæðu þess að almenningur á Íslandi tekur eins lítinn þátt í hlutabréfaviðskiptum eins og hann gerir?	Fleira en eingöngu traust eins og var nefnt hér að ofan ?
3. Telur þú nógu mikið traust ríki til framkvæmdastjóra íslenskra fyrirtækja til að almenningur eigi að taka meiri þátt en hann gerir?	Getur það spilað inn í ?
4. Telur þú almenning á Íslandi hafa nógu mikla þekkingu þegar kemur að fjárfestingum?	Er fjármálalæsi ábótavant ?
5. Telur þú þig hafa næga þekkingu þegar kemur að fjárfestingum á hlutabréfamarkaði?	Treystir þú þér í að fjárfesta sjálfur?
6. Telur þú að hægt sé að auka þátttöku almennings á hlutabréfamarkaði?	Hvernig þá ? Hvað með skattaávilnanir ? Hvað með lífeyrissjóðina ?
7. Hvernig myndir þú ráðleggja almenningi þegar kemur að fjárfestingum?	Almenningi eða vinum og ættingjum
8. Fjárfestir þú?	Ef ekki, af hverju ?

