



# HÁSKÓLI ÍSLANDS

**BS ritgerð  
í hagfræði**

**Hlutur sjávarútvegs á hlutabréfamarkaði**  
Eru forsendur til skráningar að nýju?

**Tómas Veigar Eiríksson**

Leiðbeinandi: Daði Már Kristófersson, prófessor  
Júní 2022

**HAGFRÆÐIDEILD**

**Hlutur sjávarútvegs á hlutabréfamarkaði**  
*Eru forsendur til skráningar að nýju?*

Tómas Veigar Eiríksson

Lokaverkefni til BS-prófs í hagfræði

Leiðbeinandi: Daði Már Kristófersson, prófessor

Hagfræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júní 2022

Hlutur sjávarútvegs á hlutabréfamarkaði.

Ritgerð þessi er 12 eininga lokaverkefni til BS-prófs við Hagfræðideild á Félagsvísindasviði Háskóla Íslands.

© 2022 Tómas Veigar Eiríksson

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Reykjavík, 2022

## **Formáli**

Ritgerð þessi er 12 eininga (ETCS) lokaverkefni til BS prófs við Hagfræðideild Háskóla Íslands. Leiðbeinandi var dr. Daði Már Kristófersson, varadeildarforseti Hagfræðideildar. Kann ég honum bestu þakkir fyrir góðar ábendingar og leiðsögn við gerð þessa verkefnis.

## Útdráttur

Fljótlega eftir stofnun kauphallar hér á landi tók sjávarútvegsfyrirtækjum að fjölga á markaði. Í kringum aldamótin 2000 voru fleiri en tuttugu sjávarútvegsfyrirtæki skráð á hlutabréfamarkað og hafa þau aldrei verið fleiri, hvorki fyrr né síðar. Fljótlega tók þeim þó að fækka, með meiri hraða en þegar þau komu inn á hlutabréfamarkaðinn, þar til einungis eitt þeirra varð eftir árið 2008. Á síðustu árum hafa þó tvö sjávarútvegsfyrirtæki bæst í hópinn og telja þau því þrjú í dag. Það mætti þó ætla að sjávarútvegsfyrirtæki væru mun sýnilegri á hlutabréfamarkaðinum hér á landi, enda eina helsta atvinnugrein okkar Íslendinga. Í þessari ritgerð verður gerð úttekt á helstu ástæðum fyrir upprunalegri komu sjávarútvegsfyrirtækjanna á hlutabréfamarkað, hvað olli brottfari þeirra af markaðinum og hvort uppi séu tækifæri fyrir skráningu sjávarútvegsfyrirtækja á nýjan leik.

Á upphafsárum hlutabréfamarkaðarins mátti sjá mikinn áhuga fyrirtækja til skráningar enda sáu forsvarsmenn fyrirtækjanna leiðir til hagræðingar auk þess sem fjárfestar gátu loks losað um stöðu sínar í fyrirtækjunum. Í skráningu fyrirtækjanna fólst einnig aukið tækifæri til hagstæðari fjármögnunar fyrirtækjanna. Þannig áttu fyrirtækin auðveldara með útgáfu og sölu á nýjum hlutum, sem og með að tryggja sér hagstæðari vaxtakjör á lánum, hvort sem um var að ræða útgáfa á skráðum markaðslánum eða með hagstæðari lántökum í bönkum. Á þessum tíma mátti einnig sjá vísbendingar um hjarðhegðun stjórnenda þegar kom að skráningu enda um nýtt fyrirbæri að ræða hér á landi. Þessi þróun nýskráninga stöðvaðist loks og í kjölfarið hófst brottgangur sjávarútvegsfyrirtækjanna af markaði. Samrunar og yfirtökur urðu nýtt fordæmi sjávarútvegsfyrirtækjanna og þannig fækkaði skráðu fyrirtækjunum hratt og örugglega. Einnig voru dæmi um fyrirtæki sem einfaldlega voru afskráð án þess að til samruna, með eða án yfirtöku, væri um að ræða. Verð á hinum skráðu sjávarútvegsfyrirtækjum var oft á tíðum ekki í samræmi við væntingar fjárfesta sem og umfang arðgreiðslna þeirra. Þannig reyndist áhugi fjárfesta á hlutabréfum í sjávarútveginum ekki nægjanlegur, sem gerði sjávarútvegsfyrirtækjunum erfitt fyrir á markaðnum.

Áhugi landsmanna á hlutabréfamarkaðinum hefur farið vaxandi á undanförunum misserum og hefur virkni markaðarins sjaldan verið eins mikill sem aftur ýtir undir löngun fyrirtækja til skráningar. Kynslóðaskipti í sjávarútvegsfyrirtækjum sem mörg eru fjölskyldufyrirtæki gera það einnig að verkum að skráning er álitlegri kostur nú en áður auk þess sem vaxtastig í landinu er ákjósanlegt til skráningar. Tækifæri sjávarútvegsins á hlutabréfamarkaði er því til staðar en mikilvægt er að sérhvert fyrirtæki taki þá ákvörðun sem æskileg er fyrir það sjálft, á eigin forsendum.

Þessu til viðbótar er ljóst að áralangar deilur um kvótakerfið í íslenskum sjávarútvegi hafa eflaust spilað sinn þátt í áhugaleysi fjárfesta á íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum sem fjárfestingakosti. Hugsanleg óvissa um tilvist kerfisins eða miklar breytingar á þeim, gætu hafa átt sinn þátt í að fæla fjárfesta frá fyrirtækjunum. Tilraunir til þess að skapa sátt um kerfið, dreifingu arðs af auðlindinni og fleiri þátta, hafa því verið aðilum hugleiknar. Með sterkari hlutabréfamarkaði, auknum upplýsingakröfum til fyrirtækjanna sem og kröfum um samfélagslega ábyrgð, hafa menn litið til nýskráningar sjávarútvegsfyrirtækja sem lið í þessari mögulegu sátt. Sátt um stýringu sóknar í auðlind sjávarins og ábyrgri nýtingu hennar er greininni, sem og landsmönnum öllum afar mikilvæg. Vandí er um að spá hvort hlutabréfamarkaðurinn verði tæki til þess að skapa þessa sátt, sem og hvort möguleg sátt um kvótakerfið sé í raun raunsæ.

## Efnisyfirlit

Formáli .....	4
Útdráttur .....	5
Myndaskrá .....	8
Töfluskrá .....	9
1 Inngangur .....	10
2 Hlutabréfamarkaður á Íslandi.....	12
2.1 Upphaf og þróun íslensks hlutabréfamarkaðar .....	12
2.2 Lagaleg skilyrði fyrir skráningu .....	13
2.3 Ástæður fyrir skráningu á hlutabréfamarkað.....	15
2.3.1 Afskráning fyrirtækja.....	16
2.3.2 Nýskráning fyrirtækja.....	17
2.4 Ástæður fyrirtækja fyrir sniðgöngu hlutabréfamarkaðar .....	18
2.5 Til hvers horfa fjárfestar? .....	20
2.6 Áhrif fjármagnsskipan á rekstur fyrirtækja .....	21
2.7 Fjármögnun sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaði .....	22
3 Sjávarútvegsfyrirtæki á hlutabréfamarkaði.....	25
3.1 Saga sjávarútvegsfyrirtækja á markaði .....	25
3.2 Hvað ýtti upphaflega undir komu sjávarútvegsfyrirtækja á markað?.....	28
3.2.1 Kvótakerfið á Íslandi.....	28
3.2.2 Stjórnkerfi fiskveiða og hlutabréfamarkaður .....	31
3.2.3 Áhugaverður hlutabréfamarkaður .....	32
3.3 Skilnaður sjávarútvegs og hlutabréfamarkaðar .....	35
3.4 Aðstæður fyrir skráningu sjávarútvegsfyrirtækja í dag .....	38
3.4.1 Núverandi vaxtaumhverfi .....	38

3.4.2	Hvernig standa sjávarútvegsfyrirtækin gagnvart skráningu í dag?.....	40
3.4.3	Æskilegar breytingar svo skráning verði álitleg á ný.....	42
4	Sjávarútvegurinn og pólitík.....	43
4.1	Hugmyndir stjórnmalaflokka um sátt í sjávarútveginum.....	43
4.1.1	Þjóðareign og innköllun kvóta .....	44
4.1.2	Fyrirskipun sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkað.....	46
4.2	Hverju á slíkt að áorka? .....	47
4.2.1	Óeðlilegir viðskiptahættir .....	47
4.2.2	Hlutdeild almennings í hagnaði sjávarútvegsins.....	48
4.2.3	Vandkvæði við sáttaraðgerðir í sjávarútvegi .....	49
5	Lokaorð .....	51
	Heimildaskrá .....	53

## Myndaskrá

Mynd 1:	Árangur fjármálamarkaða ýmissa landa í samanburði við Ísland .....	12
Mynd 2:	Fjöldi skráðra sjávarútvegsfyrirtækja í Kauphöll .....	25
Mynd 3:	Hluttur atvinnugreina á hlutabréfamarkaði í lok árs 1995 .....	26
Mynd 4:	Hluttur atvinnugreina á hlutabréfamarkaði í lok árs 2000 .....	27
Mynd 5:	Hluttur sjávarútvegs á hlutabréfamarkaði 24. mars 2022 .....	28
Mynd 6:	Skráningar og afskráningar á hlutabréfamarkaði frá 1990-2004 .....	32
Mynd 7:	Þróun meginvaxta Seðlabanka Íslands .....	38
Mynd 8:	IS-LM kúrfan .....	39
Mynd 9:	Vöxtur íslenska hlutabréfamarkaðarins .....	41



## Töfluskra

Tafla 1: Leyfileg hámarksafahlutdeild fisktegunda ..... 30

Tafla 2: Hlutfall 10 stærstu fyrirtækjanna í útgefnum heildarkvóta..... 31

## 1 Inngangur

Ekki er hægt að segja að sjávarútvegurinn og hlutabréfamarkaðurinn hér á landi hafi átt mikla samleið í gegnum tíðina. Í kringum aldamótin var gríðarlegur fjöldi sjávarútvegsfyrirtækja skráður á markað en í dag er annað upp á teningnum. Einungis þrjú þeirra eru nú skráð í íslenska kauphöll. Þetta verður að teljast athyglisvert enda sjávarútvegurinn verið grunnstoð okkar Íslendinga í frá upphafi byggðar. Því er skoðunarvert af hverju hlutabréfamarkaðurinn hefur ekki spilað stærra hlutverk í íslenskum sjávarútvegi eins og raun ber vitni.

Tilgangur þessarar ritgerðar er að leggja mat á, hvort innganga á hlutabréfamarkað gæti verið sjávarútvegsfyrirtækjunum hagstæð nú í dag. Mikilvægt er að rannsaka hvað það er sem hvetur hvers konar fyrirtæki til nýskráningar sem og hvað veldur afskráningum fyrirtækja almennt. Þannig byggist upp grunnur í þeim fræðum og frekar hægt að kafa dýpra í ástæður sjávarútvegsfyrirtækja til skráningar á markað. Þá spilar sagan stórt hlutverk í þessari ritgerð. Skoða þarf mögulegar ástæður að baki nýskráningum og afskráningum sjávarútvegsfyrirtækjanna svo hægt sé að draga einhvern lærdóm af sögunni sem nýta má í ákvarðanatökum nútímans.

Stuðst er við fjöldann allan af rannsóknum sem gerðar hafa verið um rekstur skráðra og óskráðra fyrirtækja auk þess sem niðurstöður um kosti og galla sem fylgja skráningum eru nýttar óspart til að sjá ábatann af nýskráningu fyrirtækja á hlutabréfamarkað. Hér er leitast við að nýta þær niðurstöður sem tengjast rekstri fyrirtækja almennt við skráningu hlutabréfa þeirra, í þeirri von um að tengja þær við hugsanarferlið sem þarf að eiga sér stað þegar sjávarútvegsfyrirtæki velja skráningu fyrir sér.

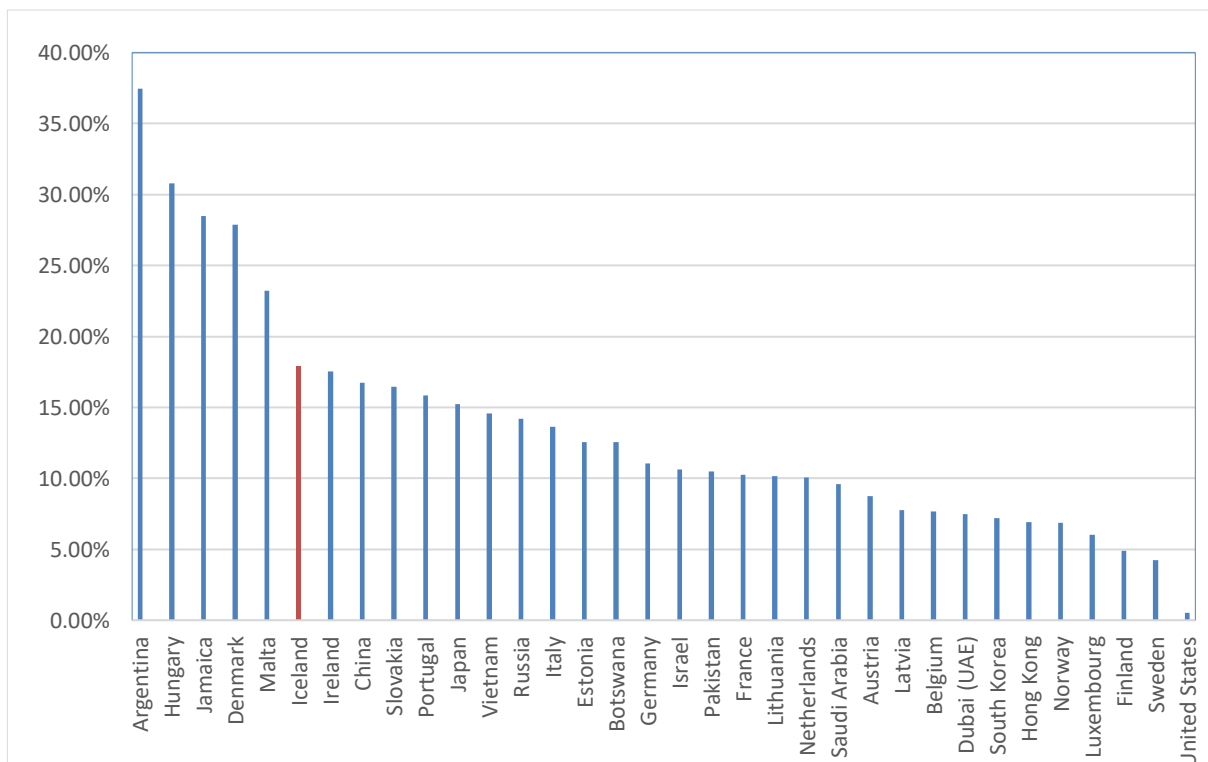
Ritgerðin er þannig upp sett að í kafla 2 er farið yfir sögu hlutabréfamarkaðarins á Íslandi og rýnt betur í nýskráningar fyrirtækja á markað. Því næst, eða í kafla 3, eru tengsl sjávarútvegarins og hlutabréfamarkaðarins rakin, í þeirri von um að komast nær því að greina þann ábata sem felst í skráningu atvinnugreinarinnar á markað. Í kafla 4 er svo snert á mikilvægu málefni sem tengist almenningi og sjávarútveginum. Ágreiningur um atvinnugreinina, þá helst stjórnun fiskveiða, meðal landsmanna hefur verið til staðar seinustu áratugi sem skapað hefur óvissu um framtíðar rekstrarhæfni greinarinnar.

Hugmyndir sem stuðla eiga að sátt í atvinnugreininni eru þannig raktar og vandkvæði við þær bornar upp. Að endingu eru niðurstöður og hugleiðingar höfundar lagðar fram í lokaorðum þessarar ritgerðar.

## 2 Hlutabréfamarkaður á Íslandi

### 2.1 Upphaf og þróun íslensks hlutabréfamarkaðar

Í samanburði við önnur lönd telst íslenskur hlutabréfamarkaður með þeim yngstu í heiminum. Árið 1987 var Verðbréfaþing Íslands stofnað sem síðar varð að Kauphöll Íslands. Fyrst um sinn takmörkuðust viðskiptin einungis við skuldabréf. Þremur árum síðar voru fyrstu hlutabréfin skráð á markað en það var ekki fyrr en ári seinna, eða 1991, sem fyrstu viðskipti með hlutabréf á markaði áttu sér stað. Til samanburðar var Kauphöllin í Kaupmannahöfn stofnuð árið 1808 og Kauphöllin í Stokkhólmi stofnuð 1863. Því má segja að Íslendingar hafi verið töluvert á eftir þegar kom að hlutabréfaviðskiptum almennt (Nasdaq, e.d.). Strax á fyrstu 10 árunum tók markaðurinn að stækka verulega. Árið 1995 voru fyrirtæki á markaði tæplega 30 og samanlagt markaðsvirði skráðra fyrirtækja nálægt 150 ma.kr. Um aldamótin 2000 voru fyrirtækin að nálgast 90 talsins og markaðsvirði Verðbréfaþingsins í heild sinni rúmlega 400 ma.kr. (Elín Guðjónsdóttir, e.d.). Eftir mikla



Mynd 1: Árangur fjármálamarkaða ýmissa landa í samanburði við Ísland

Heimild: CNN

fjölgu fyrirtækja á markaði fyrstu ár hlutabréfamarkaðarins, tók þeim brátt að fækka og hvarf töluverður fjöldi skráðra fyrirtækja af markaði. Nú eru einungis 20 fyrirtæki skráð á markað og eru sjávarútvegsfyrirtækin aðeins þrjú, Brim hf., Iceland Seafood International hf. og Síldarvinnslan hf. sem skráð var 2021 (Keldan, 2022). Um hugsanlegar ástæður þessarar fækkunar skráðra fyrirtækja verður fjallað seinna í þessari ritgerð. Þó fjöldi fyrirtækja á markaði hafi verið flöktandi frá fyrstu tíð, þá hefur stærð hlutabréfamarkaðarins og ávöxtun hans aukist stöðugt frá upphafi. Þessu til stuðnings má sjá að frá árinu 2015 hefur árangur fjármálamarkaðarins hér á landi verið vel yfir ávöxtun annarra markaða. Þar má meðal annars nefna markaði stórra hagkerfa, s.s. Bandaríkjanna og Frakklands. Þennan árangur má glögglega sjá á mynd 1, þar sem Ísland er merkt með appelsínugulri súlu (CNN Business, 2015).

Það er því bersýnilegt að íslenskur hlutabréfamarkaður hefur vaxið ört frá stofnun hans og þá sérstaklega síðustu misseri. Umsvif landsmanna á hlutabréfamarkaðinum eru sífellt að aukast eins og sjá má á mikilli eftirspurn eftir nýskráðum bréfum. Þar má nefna nífalda umframeftirspurn eftir nýskráðum bréfum í Íslandsbanka og tvöföld eftirspurn eftir bréfum í hlutafjárútboð Síldarvinnslunnar (Hörður Ægisson, 2021 & Síldarvinnslan hf., 2021). Frá árinu 2016 hefur markaðsvirði hlutabréfa hækkað úr rúmum 1.000 ma.kr. í um 2.000 ma.kr. á 5 árum. Áhugi á íslenska hlutabréfamarkaðinum hefur því farið verulega vaxandi undanfarið og eru vísbendingar um að enn séu fólgin tækifæri í honum. Þannig gæti íslenski hlutabréfamarkaðurinn spilað stórt hlutverk í vaxandi hagkerfi Íslands, með auknum fjölda fyrirtækja sem bíða skráningar á markaðinum (Eggert Þór Aðalgeirsson, 2021). Þó er að mörgu að huga áður en fyrirtæki tekur þá ákvörðun að skrá sig á markað. Mikilvægt er fyrir fyrirtæki í þessum hugleiðingum að fara í einhvers konar kostnaðar- og ábatagreiningu vegna skráningar. Við þessa greiningu þarf óhjákvæmilega að líta til ýmissa laga- og hagfræðilega þátta sem koma þar við sögu.

## **2.2 Lagaleg skilyrði fyrir skráningu**

Áður en hægt er að fara í áhrifin sem skráning fyrirtækis á hlutabréfamarkað hefur í för með sér á rekstur fyrirtækis og aðra anga starfseminnar, þurfa fyrirtækin fyrst að uppfylla skilyrði til skráningar. Eftirfarandi eru þau átta skilyrði, skv. lögum 245/2006, sem

fyrirtæki skal uppfylla áður en það sækir formlega um skráningu hlutabréfa fyrirtækisins á markað:

1. *Viðskipti með verðbréfin skulu vera án takmarkana.*
2. *Félag skal hafa undirritað samning við kauphöll um skráningu hlutabréfanna þar.*
3. *Lögð skal fram skráningarlýsing í samræmi við ákvæði IV. kafla laga um verðbréfaviðskipti, nr. 33/2003, með síðari breytingum og reglugerðar um almenn útbod verðbréfa að verðmæti 210 millj. kr. eða meira og skráningu verðbréfa á skipulegan verðbréfamarkað.*
4. *Ársreikningar og samstæðureikningar ef það á við, skulu vera aðgengilegir almenningi og skal unnt að nálgast þá hjá félaginu án endurgjalds.*
5. *Samþykktir skulu vera aðgengilegar almenningi og skal unnt að nálgast þær hjá félaginu án endurgjalds.*
6. *Leggja skal fram lista yfir innherja samkvæmt lögum um verðbréfaviðskipti, nr. 33/2003, með síðari breytingum og reglugerð nr. 433/1999 um upplýsingaskyldu útgefenda, kauphallaraðila og eigenda verðbréfa sem skráð eru í kauphöll.*
7. *Hluthafafundir skulu vera opnar fjölmiðlum.*
8. *Hlutafé skal vera að fullu greitt.*

Þegar kemur að útgáfu hlutabréfanna sjálfra, eru enn frekari ákvæði til staðar. Þau eru:

- *Í flokki hlutabréfa skulu allir hluthafar njóta sömu réttinda.*
- *Áætlað markaðsvirði hlutabréfaflokks sem sótt er um að skráður verði í kauphöll skal að lágmarki vera 80 milljónir króna, en þó aldrei lægri fjárhæð en sem nemur 1 milljón evra miðað við opinbert viðmiðunargengi eins og það er skráð hverju sinni.*
- *Dreifing eignarhalds hlutabréfaflokks sem sótt er um skráningu á skal vera þannig að a.m.k. 25 % hlutabréfanna og atkvæðisréttar séu í eigu almennra fjárfesta eða, með tilliti til mikils fjölda hluthafa og útbreiðslu hlutabréfanna, lægra hlutfall, komi það ekki í veg fyrir eðlileg viðskipti með bréfin. [...]*
- *Félag sem sótt er um skráningu á verður að geta lagt fram endurskoðaða ársreikninga fyrir þrjú heil ár sem ná til allra helstu þátta þess rekstrar sem félag stundar þegar sótt er um skráningu. [...]*

(Reglugerð um opinbera skráningu verðbréfa í kauphöll nr. 245/2006.)

Ljóst er að það er mikið verk að skrá fyrirtæki á markað, enda að miklu að huga. Eins ítarleg og krefjandi sem skilyrði eru, er það ekki fyrir hvaða fyrirtæki sem er að uppfylla þau. Þar að auki er ekki víst að hugur eigenda eða stjórnenda fyrirtækja standi til þess að skrá þau á markað vegna þess hversu íþyngjandi þessi skilyrði eru, eða þeir telji þau hugsanlega hrófla of mikið við rekstri þeirra. Til þess að fyrirtæki taki upplýsta ákvörðun um hvað skuli gera er nauðsynlegt að hafa farið yfir þá hluti sem gætu haft góð áhrif á rekstur og afkomu, sem og þá þætti sem kunna að vera rekstrinum íþyngjandi.

### **2.3 Ástæður fyrir skráningu á hlutabréfamarkað**

Til þess að fyrirtæki sjái hag sinn í skráningu á markað þurfa hagfræðilegar og viðskiptafræðilegar forsendur að vera til staðar, annars væri lítið af skráðum fyrirtækjum á markaði. Því er augljóst að öll þau fyrirtæki sem skráð eru á hlutabréfamarkað, líta á skráningu sem virðisaukandi aðgerð fyrir fyrirtækið. Árið 2020 var fjöldi skráðra fyrirtækja á markaði 18 en í fyrra bættust 2 fyrirtæki við þann hóp, Íslandsbanki og Síldarvinnslan. Núverandi fjöldi fyrirtækja á aðallista kauphallarinnar íslensku er því 20. Ekkert félag var afskráð af markaði á þessum tíma. Þegar ástæður fyrir þáttöku fyrirtækja á hlutabréfamarkaði eru skoðaðar, þarf að líta annars vegar til ástæðna eigenda skráðra fyrirtækja til að vera enn á markaði og hins vegar ástæðna eigenda óskráðra fyrirtækja til að koma inn á markaðinn. Ekki er víst að þessar ástæður séu alltaf þær sömu (Nasdaq, 2022b).

Afskráning fyrirtækja er að sjálfsögðu möguleg á hlutabréfamarkaði. Fyrirtæki sem vilja af markaði hafa tvær leiðir. Annars vegar með skriflegri greinargerð fyrirtækisins til Kauphallarinnar eða við gjaldþrot fyrirtækisins. Verður fyrri valkosturinn að teljast æskilegri (Kauphöll Íslands, e.d.). Þar sem afskráning er í raun alltaf kostur er nauðsynlegt fyrir skráð fyrirtæki að fara reglulega yfir þann möguleika. Í fljótu bragði má sjá á rökréttan hátt að fyrirtæki ákveður að halda sig á markaði ef hagfræðilegur ábati er meiri en kostnaður.

### 2.3.1 Afskráning fyrirtækja

En hvað er það nákvæmlega sem ræður því hvaða fyrirtæki fara af markaði og hvaða fyrirtæki verða eftir? Í ljós kemur að möguleg svör þessarar spurningar eru mörg og ástæður þeirra margslungnar. Margt hefur verið skrifað um mögulegar ástæður afskráningar fyrirtækja af markaði og sem fyrr segir eru ástæðurnar fjölmargar. Þó eru ákveðnir sameiginlegir þættir sem sagðir eru gefa til kynna hvaða fyrirtæki eru líklegri en önnur til þess að verða afskráð. Í grein sinni „*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*“ fjallar Michael C. Jensen um þau fyrirtæki sem eru líklegri en önnur til að fara af markaði. Undirstaða ályktana Jensen er umboðsfræðin. Í fyrirtækjum getur umboðsvandinn hæglega komið fram þar sem forstjóri er fulltrúi hluthafa og á þannig að hámarka hag þeirra. Hins vegar er það oftast í huga forstjóra að vilja einnig hámarka sinn eigin hag. Ekki er það svo í öllum tilfellum að ákvarðanir forstjóra hafi jákvæð áhrif á hvort tveggja og því einkar viðkvæmt að eiga við umboðsvanda þegar hann kemur upp. Þar sem óskráð fyrirtæki hafa venjulega minni dreifingu í eignarhaldi og stjórnarmeðlimir hafa meiri völd, þá lækkar umboðskostnaðurinn verulega. Því getur ein ástæða afskráningar verið til þess að útrýma þessum umboðsvanda (Jensen, 1986).

Í rannsókn frá árinu 1995 sem birtist í tímaritinu „*Journal Of Financial And Strategic Decision*“ er reynt á kenningar Jensen um afskráningar. Niðurstöður þeirrar rannsóknar sýna að Jensen hafi haft á réttu að standa þegar kom að fyrirtækjum með minni vaxtarmöguleika. Minni vaxtarmöguleikar fyrirtækis þýða því meiri líkur á afskráningu þess. Því er eðlilegt að sjá að fyrirtæki með lágt V/H hlutfall (e. P/E ratio) sé líklegra til afskráningar, enda fyrirtæki með háan væntan vöxt oftast en ekki með hátt V/H hlutfall. Enn fremur kom í ljós að fyrirtæki með meira frjálst fjárflæði er einnig líklegra til afskráningar. Það sama má segja um hærra arðgreiðsluhlutfall sem einnig gæti að miklu leyti skýrst með umboðsvandanum. Þar sem forstjóri metur völd innan fyrirtækisins mikilvæg, leiðir hærra arðgreiðsluhlutfall til lægri fjármuna sem forstjóri hefur til fjárfestinga. Síðast en ekki síst má búast við að há verðlagning fyrirtækja á markaði auki líkur á afskráningu. Með öðrum orðum, því hærra sem markaðsvirði fyrirtækis er á móti bókfærðu virði þess, því hærri eru líkurnar á afskráningu þess (Rao og fleiri, 1995).

Út frá þessum staðhæfingum má álykta að þessir mælikvarðar eigi ekki við um þau skráðu fyrirtæki sem halda skráningu sinni á markaðinum hverju sinni. Eins og fram kom



fyrir í þessari ritgerð hefur íslenski hlutabréfamarkaðurinn vaxið verulega frá stofnun og merki eru um að slíkur vöxtur muni halda áfram. Því er ólíklegt að einstaka fyrirtæki sjái ekki fram á að vaxa samsíða markaðinum. En grunnforsenda fyrirtækis sem heldur sér á markaði er sem áður sý, að ábati þess að vera enn skráð yfirvinnur áætlaðan kostnað við skráningu.

### 2.3.2 Nýskráning fyrirtækja

Eins og við má búast fylgir nýskráningu fyrirtækja töluverður ábati. Einn mikilvægasti og jafnframt viðbúnasti kosturinn er aukinn seljanleiki hlutabréfa fyrirtækisins. Óskráð fyrirtæki hefur ekki aðgang að kauphöll og því oft á tíðum erfitt fyrir hluthafa að losa um bréf sín í þeim. Skráning í kauphöll veitir því hluthöfum aðgengi að mögulegum kaupendum á einfaldan máta. Þetta er fjárfestum gríðarlega mikilvægt og líklegt til að hækka hlutabréfaverð, enda torseljanleg hlutabréf venjulega ódýrari en seljanleg einmitt sökum þessa.

Skráning á markað er einnig auglýsing fyrir fyrirtækið. Þegar fyrirtæki er skráð fylgir því væntanlega meiri umfjöllun í fjölmiðlum og fjárfestar hafa greiðari aðgang að fjárhagslegum upplýsingum. Gegnsæi fyrirtækja á markaði er meira og oftar en ekki hefur það jákvæð áhrif á ímynd þeirra enda á almenningur auðveldara með að fylgjast með ákvarðanatöku í stærri málum hjá þessum fyrirtækjum. Virkt almenningsálit er því nokkurs konar aðhald á framferði forsvarsmanna fyrirtækja eins og dæmin sanna.

Aðgengi að fjármunum eru öllum fyrirtækjum gríðarlega mikilvægt, þá sérstaklega fyrirtækjum sem hyggjast vaxa hratt. Því er aðgengi fyrirtækja að fjármagni lífsspursmál. Við skráningu ætti aðgengi að fjármunum að aukast til muna. Auðveldara er fyrir skráð fyrirtæki að sækja aukið fjármagn og þá fyrst og fremst einfaldara að sækja fjármagn til hluthafa. Þar sem fyrirtæki ætti að njóta aukins trausts vegna skráningar er einnig auðveldara og ódýrara fyrir skráð fyrirtæki að sækja sér lánsfé (KPMG, 2015 & Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Einnig er það algengt á meðal óskráðra fyrirtækja að fara á markað þegar sambærileg fyrirtæki í þeirra atvinnugrein eru metin of hátt á hlutabréfamarkaði. Gætu þau þá séð fyrir séð að safna ódýru fjármagni með skráningu eða að eigendur þess sjái sér hag í að losa um hluta bréfa sinna á hagstæðu verði. Þetta felur þó í sér að markaðurinn sé á þeim

tímamarkti óskilvirkur sem er þvert á það sem kenningin um skilvirkan markað felur í sér. Þó eru vísbendingar um að markaðurinn sér ekki alltaf skilvirkur (Thaler, 2015).

## 2.4 Ástæður fyrirtækja fyrir sniðgöngu hlutabréfamarkaðar

Það má því sjá að ástæður fyrir skráningu eru þónokkrar og kostirnir margir. En þótt ávinningur af skráningu á hlutabréfamarkað getur verið gríðarlegur eru þó annmarkar til staðar. Einn kostnaðarsamasti liðurinn í nýskráningu á markað er ábyrgðaraðilinn. Ábyrgðaraðili í verðbréfaskráningu er í raun sá aðili sem skuldbindur sig til þess að kaupa þau verðbréf sem til stendur að gefa út. Lítil og meðalstór fyrirtæki sem hyggst fara á markað þarf venjulega að borga ábyrgðaraðila allt að 7-10% af verðmæti bréfanna sem gefin eru út. Samkvæmt verðskrá Íslenskra verðbréfa kostar ráðgjöf vegna nýskráningar bréfa 10% (Íslensk verðbréf, e.d.). Þar að auki getur kostnaður við lagalega ráðgjöf verið verulegur. Því er ljóst nýskráning fyrirtækja á markað er kostnaðarsöm aðgerð. Stærri fyrirtæki eiga auðveldara með að fá tilboð í þóknunir vegna skráningar og ná því hlutfallslegum kostnaði nokkuð niður. Samt sem áður er kostnaðarsamt að nýskrá félög á markað eða standa fyrir sölu á hlutabréfum á markaði. Nýjasta dæmi um slíkan kostnað er skráning Íslandsbanka árið 2021, en þar nam kostnaður við skráningu og sölu á fyrsta hluta hlutabréfa ríkisins í bankanum 3,1% af söluandvirði bréfanna (Hörður Ægisson, 2022).

Þó kostnaður sé einn bersýnilegasti gallinn við nýskráningu á markað er margt annað sem getur hvatt fyrirtæki til að líta framhjá skráningu á markað. Við skráningu á markað þurfa fyrirtæki að fylgja lögum og reglum um skráð félög, sem fela í sér aukið gegnsæi fyrirtækisins. Því gætu upplýsingar um fyrirtækið verið opnar fyrir samkeppnisaðila, sem getur verið sérstaklega erfitt ef samkeppnisaðilar eru ekki skráðir á markað og bera því ekki eins mikla upplýsingaskylda gagnvart almennum fjárfestum eða almenningi. Einnig setur aukin upplýsingaskylda pressu á fyrirtæki til að útskýra þær ákvarðanir sem það tekur varðandi rekstur fyrirtækisins. Þannig geta slæmar eða umdeildar ákvarðanir stjórnenda fyrirtækja að mati almennings, haft mikla hættu á að lækka hlutabréfaverð fyrirtækisins sem og minnka traust til fyrirtækisins. Vegna þessa gæti sveigjanleiki fyrirtækisins minnkað þar sem stöðugt þarf að huga að afleiðingum ákvarðana sem mögulega takmarkar fjárfestingamöguleika fyrirtækja á markaði. Athyglisvert er að sjá að

Þegar stjórnvöld í Bandaríkjunum settu fram Sarbones-Oxley lögin 30. júlí 2002, ýtti það undir vilja eigenda skráðra fyrirtækja að íhuga afskráningu þeirra. Sarbones-Oxley lögin fela í raun í sér meira eftirlit með skráðum fyrirtækjum sem og aukna almenna upplýsingaskyldu þeirra. Því höfum við gott dæmi um hvernig hert löggjöf á hlutabréfamarkaðinum getur verið svo óheillandi að forsvarsmenn fyrirtækja sjái sér hag í því að sniðganga hlutabréfamarkaðinn (KPMG, 2015 & Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Þar sem skráning á markað felur í sér sölu á hlutum fyrirtækisins, þýðir það jafnframt að eignarhlutur allra, eða ákveðinna eigenda fer minnkandi þegar fyrirtækið er skráð. Þetta getur því aukið líkurnar á að upphaflegu eigendurnir missi völd yfir fyrirtækinu í framtíðinni. Þar sem ein ástæða skráningar getur verið að eigendur vilja byrja að selja fyrirtækið getur verið að þessi kenning hafi ekki mikil áhrif á þau fyrirtæki. Hins vegar getur það haft töluverð áhrif á fjölskyldufyrirtæki sem vilja mögulega halda í stærri eignarhlut og stjórna eins miklu og þau geta. Þetta er einkar áhugavert að skoða í því samhengi að mörg íslensk sjávarútvegsfyrirtæki eru sprottin úr fjölskyldu eignarhaldi og eru enn nokkur fyrirtæki í þessari atvinnugrein í eigu fjölskyldna. Rannsókn sem gerð var í Þýskalandi á fjölskyldufyrirtækjum sýnir að þær fjölskyldur sem ákveða að skrá fyrirtæki sín á markað leita venjulega leiða til að halda stjórn yfir fyrirtækinu. Þetta hafa þau gert með því að aðskilja fjárflæði og kosningarétt hluthafa. Í raun með því að selja hlutabréf sem annars vegar veita hugsanlega aukinn rétt til arðs en hafa ekki kosningarétt og hins vegar bréf sem veita arðsrétt og jafnframt kosningarétt. Í Þýskalandi er nokkur hefð fyrir þessu fyrirkomulagi og virðist það vera talið jákvætt fyrir hluthafa að stjórn fyrirtækis haldist stjórnunarlega innan veggja sömu fjölskyldu sem oftast en ekki veitir fyrirtækinu fjölskyldunafn sitt. Það verður fróðlegt að sjá hvort þessi viðhorf muni ná að festa sig í sessi í íslenskum fyrirtækjum en hingað til eru ekki til dæmi um slíkt (Ehrardt og Nowak, 2003).

Það er talið að fyrirtæki sem skráð eru á markað séu yfirleitt betur rekin og stærri en þau sem ekki eru á markaði. Þegar gallarnir við skráningu eru teknir saman má þó sjá að erfitt getur verið fyrir smærri fyrirtæki að sjá raunverulegan ábata af skráningu. Fyrir þessi minni fyrirtæki getur heildarkostnaðurinn við skráninguna verið svo mikill að það nær ekki að taka út þann hagnað sem þeim gæti hlotnast samhliða skráningu. Því er möguleiki að allar þær reglur og sá mikli kostnaður sem óhjákvæmilega fylgir skráningu, gæti haft þau

áhrif að minni fyrirtæki sniðgangi frekar skráningu en þau sem stærri eru (Rao og fleiri, 1995).

## 2.5 Til hvers horfa fjárfestar?

Fjárfestum á íslenskum hlutabréfamarkaði hefur fjölgað verulega síðustu ár. Samkvæmt tölum Nasdaq voru 6.349 manns sem áttu hlutabréf hér á landi árið 2009 en í nóvember í fyrra var þessi fjöldi orðinn 29.365 (Nasdaq, 2022a). Það er því augljóst að fjárfestar eru orðnir mun fleiri, á sama tíma og fyrirtækjum á markaði hefur fjölgað hlutfallslega hægar. Þetta er í samræmi við stækkun markaðar hér á landi undanfarin ár. En þegar áhugi á hlutabréfum eykst eins mikið og raun ber vitni er áhugavert að velta því fyrir sér hvað það er sem fjárfestar leita að í hlutabréfum. Með því er hægt að fá enn betri hugmynd um hvort og hvernig fyrirtæki ættu að hugsa sér að fara á markað.

Í könnun sem gerð var í apríl 2007 af nemendum við Flórída háskóla í Bandaríkjunum voru prófessorar í fjármálum spurði um hvað það væri sem hafði haft áhrif á ákvarðanir þeirra þegar kom að sölu og kaupum á hlutabréfum. Það sem hafði einna mest áhrif á ákvarðanir þeirra voru þættir sem komu ekki verulega á óvart. Fylgni hlutabréfanna við markaðinn, eiginleikar fyrirtækja og gott gengi þeirra á markaði voru allir áhrifamiklir þættir. Þar á eftir litu prófessorarnir til V/H hlutfalls fyrirtækja, markaðsvirði þeirra og ávöxtunar síðastliðinna ára. Allt voru þetta nokkuð veigamiklir þættir auk nokkurra annarra. Það sem kom hins vegar töluvert á óvart í þessari könnun er að hefðbundin verðmatslíkön, þ.á.m. CAPM líkanið, höfðu mun minni áhrif á ákvarðanir þeirra en búist var við.

Í skýrslunni veltu nemendurnir fyrir sér nokkrum ástæðum fyrir þessum óvæntu niðurstöðum. Sú sem talin var líklegust var sú, að þessir prófessorar sem tóku þátt í könnuninni voru mögulega flestir hlédrægir þegar kom að hlutabréfamarkaðinum, þ.e. þeir voru ekki sérstaklega virkir á markaðinum. Þegar virku fjárfestarnir voru síðar skoðaðir sérstaklega, voru áhrifavaldarnir nokkuð svipaðir. V/H hlutfallið var einkar mikilvægt sem og markaðsvirði fyrirtækja. Enn og aftur voru niðurstöður úr hefðbundnum verðmatslíkönnum fjárfestunum ekki verulega mikilvæg. Þó er það fjarri lagi að allir fjárfestar á markaðinum séu fjármálafræðingar að mennt. Því er nauðsynlegt að átta sig á því að almennir fjárfestar gætu horft til annarra hluta en þeir sem hafa meiri innsýn inn

í þennan heim. Þrátt fyrir það er fróðlegt að sjá hvað lærðir aðilar horfa til þegar kemur að verðbréfavíðskiptum (Doran og Wright, 2007).

## 2.6 Áhrif fjármagnsskipan á rekstur fyrirtækja

Eins og gefur að skilja breytist margt innan fyrirtækis við skráningu. Líkt og fram hefur komið, bera skráð fyrirtæki mun meiri rekstrar- og ímyndarlega ábyrgð á þeim afleiðingum sem ákvarðanir þeirra hafa. Þar að auki þurfa skráð fyrirtæki að fara eftir reglum og uppfylla skilyrði sem óskráð fyrirtæki þurfa ekki að fara eftir. Óhjákvæmilega breytast því verkferlar og almennur rekstur fyrirtækja sem skráð eru á markað. Hér verður því farið betur út í hvernig rekstur fyrirtækja breytist sem og hvaða afleiðingar þær breytingar kunna að hafa á afkomu fyrirtækja.

Eins og fram kom í kaflanum um afskráningar fyrirtækja eru meiri líkur á umboðsvanda hjá skráðum fyrirtækjum. Þá geta markmið forstjóra skráðra fyrirtækja annars vegar verið að hámarka hag fyrirtækisins og hins vegar að hámarka sinn eigin hag. Þessi tvö ólíku markmið geta haft áhrif á ákvarðanatöku forstjóranna, á þann hátt að besta ákvörðunin hverju sinni er ekki alltaf tekin. Slíkar ákvarðanir forstjóra geta haft töluverð áhrif á rekstur fyrirtækjanna (Jensen, 1986).

Þegar litið er á fjármagnsskipan fyrirtækja geta erfiðleikar fylgt ólíkum ákvörðunum þeirra. Í langflestum viðskiptum má finna dæmi um ósamhverfar upplýsingar. Það þýðir í raun að seljandi býr í flestum tilvikum yfir meiri og betri upplýsingum um vöruna sem seld er heldur en kaupandinn. Einfalt dæmi um þetta er markaðurinn fyrir notaða bíla. Aðili sem selur bíl sinn til 10 ára býr yfir öllum þeim upplýsingum sem hann þarf til að vita hvert virði bílsins er. Kaupandinn býr hins vegar yfir takmörkuðum upplýsingum og þarf að leggja meira traust á seljandann og sitt eigið innsæi. Þessar ósamhverfu upplýsingar leiða til þess umboðsvanda sem getur herjað á skráð fyrirtæki þar sem dreift eignarhald ásamt aðskilnaði eigenda og stjórnar er við lýði (Jensen, 1976). Það má svo velta því fyrir sér hvort forstjórar skráðra fyrirtækja finni fyrir meiri pressu en forstjórar óskráðra fyrirtækja þegar kemur að afkomu fyrirtækja. Forstjóri í skráðu fyrirtæki þarf sífellt að aðlaga stefnu sína að óskum stjórnar og hluthafa, sem gæti búið til ákveðnar skorður þegar kemur að ákvarðanatöku hans. Í kaflanum um ástæður fyrir sniðgöngu markaðar má sjá fleiri dæmi um þennan umboðsvanda.

Uppbygging rekstrar hjá skráðum og óskráðum fyrirtækum er í flestum tilfellum ólíkur. Kostir við skráningu gera skráðum fyrirtækjum venjulega kleift að sækja fjármagn án frekari skuldsetningar. Þvert á móti sækja óskráð fyrirtæki ívið meira í fjármagn sem kemur frá aukinni skuldsetningu. Þau búa ekki við eins greiðan aðgang að fjármagni og þau skráðu. Vegna þessa er líklegra að væntur veltuhraði eigna sé hærri hjá skráðum fyrirtækjum og að sama skapi eru þau betri í að setja fjármagn í fjárfestingar sem gefa jákvætt núvirði. Þó geta komið upp atvik þar sem svo er ekki. Ef aukinn aðgangur þeirra leiðir til of mikillar fjárfestingar geta skráðu fyrirtækin upplifað lægri veltuhraða eigna en venja er. Líkleg skýring er að framlegð á selda einingu er lægri hjá skráðum fyrirtækjum og hefur áhrif á muninn á langtíma arðsemi fyrirtækja sem kemur upp í greiningu á veltuhraða eigna. Að sama skapi getur mikill þrýstingur almennings um skammtímahagnað valdið sömu niðurstöðu.

Almennt séð er munur á rekstartölum skráðra og óskráðra fyrirtækja. Ávöxtun rekstrarfjármuna skráðra félaga er lægri en hjá áþekktum óskráðum fyrirtækjum. Alle, Badertscher og Yohn skoða einnig hvort atvinnugreinar og fyrirtæki sem horfa á skammtímahagnað ofar öllu (e. short-termism) hafi áhrif á lægri væntan hagnað skráðra fyrirtækja. Samkvæmt þeim eru þær greinar sem líta aðallega á skammtímahagnað líklegri til að skila lægri væntum hagnaði en ella. Það ætti ekki að koma á óvart enda afkomutölur sá þáttur rekstursins sem stjórnendur hafa mestan áhuga á, fjárflæði fyrirtækjanna verður þannig undir. Að sama skapi getur aukin upplýsingagjöf í mikilli samkeppni gert slíkt hið sama. Eins og við má búast er afkoma skráðra fyrirtækja venjulega jafnari en afkoma óskráðra fyrirtækja. Þ.e. afkoma skráðra fyrirtækja flöktir minna og er stöðugri en óskráðra. Þetta stafar af því að stjórnendur skráðra fyrirtækja eru viljugri til að líta framhjá fjárfestingum þegar stutt er í að afkomutölur eru birtar svo hnykkur verði ekki á tölunum. Könnun sem var gerð árið 2005 af J.R. Graham og samstarfsmönnum hans, undirstrikar þennan hugsunarhátt en 78% stjórnenda voru tilbúnir að horfa fram hjá hagnaðartækifærum til að halda afkomutölum stöðugum (Allee og fleiri, 2015).

## **2.7 Fjármögnun sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaði**

Hagkvæm fjármögnun er sérhverju fyrirtæki mikilvæg. Rétt blanda eigin fjár og lántöku á að tryggja fyrirtækinu gott fjárflæði og eigendum þess hámarks arðsemi. Segja má að

fyrir tilkomu íslenska hlutabréfamarkaðarins hafi bankar verið íslenskum fyrirtækjum, allt að því eini fjármögnunaraðilinn. Helsti viðskiptapappír aðila á milli hafi því verið lánsform ýmiskonar, en ekki hlutabréf. Með tilkomu virkrar kauphallar jukust möguleikar fyrirtækja til að sækja sér lánsfjármagn til almennra fjárfesta, í formi skráðra skuldabréfa og markaðsvíxla, en ekki síst með útgáfu skráðra hlutabréfa. Þannig áttu fyrirtæki fleiri möguleika til þess að blanda saman þáttum til að fjármagna rekstur sinn sem blöndu langtímafjármögnunar annars vegar, í formi eigin fjár, hefðbundinna bankalána og skráðra skulabréfa og hins vegar skammtímafjármögnunar í formi rekstrarlána frá bönkum, skráðra markaðsvíxla og almennum viðskiptakröfum.

Fari svo að sjávarútvegsfyrirtæki verði skráð á virkan hlutabréfamarkað, munu möguleikar þeirra til að sækja sér hagkvæmari fjármögnun vitaskuld aukast líkt og annarra skráðra fyrirtækja. Nýskráning veitir fyrirtækjunum að sjálfsögðu möguleika til að afla sér aukins eigin fjár með útgáfu nýrra hlutabréfa auk þess sem aðgangur að lánsfjármagni verður einnig auðveldari eins og áður segir. Íslensk sjávarútvegsfyrirtæki afla tekna, að mestu, í erlendri mynt. Þannig hafa þau með tímanum reynt að fjármagna sig í erlendri mynt þannig að ekki myndist a.m.k. neikvæður gengismunur á milli tekna og skulda. En einmitt þessi gengismunur einkenndi íslenskan sjávarútveg og íslenska hagstjórn áður fyrr og leiddi til tíðra gengisfellinga innanlands (Gylfi Magnússon, 1993). Nú eru fjölmörg sjávarútvegsfyrirtæki sem reiða sig á lánsfé frá erlendum bönkum. Ástæðan fyrir því er að erlendir bankar eru samkeppnishæfari en þeir innlendu þegar kemur að verðlagningu lánanna. Innlendir bankar eru oft á tíðum lántakendur hjá þessum sömu bönkum og sjávarútvegsfyrirtækin sækja til og eru því einungis milliliður sem mögulegt er að taka út. Þannig er aukin samkeppni á milli íslenskra og erlendra banka þegar kemur að lánsfé í hendur sjávarútvegsins (Viðskiptablaðið, 2014). Með skráningu sjávarútvegsfyrirtækjanna á markað getur það gert fyrirtækin öruggari lántaka í augum erlendu bankanna og þannig veitt þessum skráðu fyrirtækjum auðveldara aðgengi að hagkvæmari lánnum í erlendri mynt erlendis en þau njóta hér innanlands. Í þessari ritgerð hefur áður verið bent á, að með aukinni upplýsingagjöf og meira gegnsæi muni traust til hinna skráðu fyrirtækja aukast muna og bankar því líklegri til frekari lánveitinga þeim til handa. Þessi staðhæfing hlýtur einnig að gilda um erlenda banka þegar þeir meta vænlega lántaka, innanlands sem erlendis.

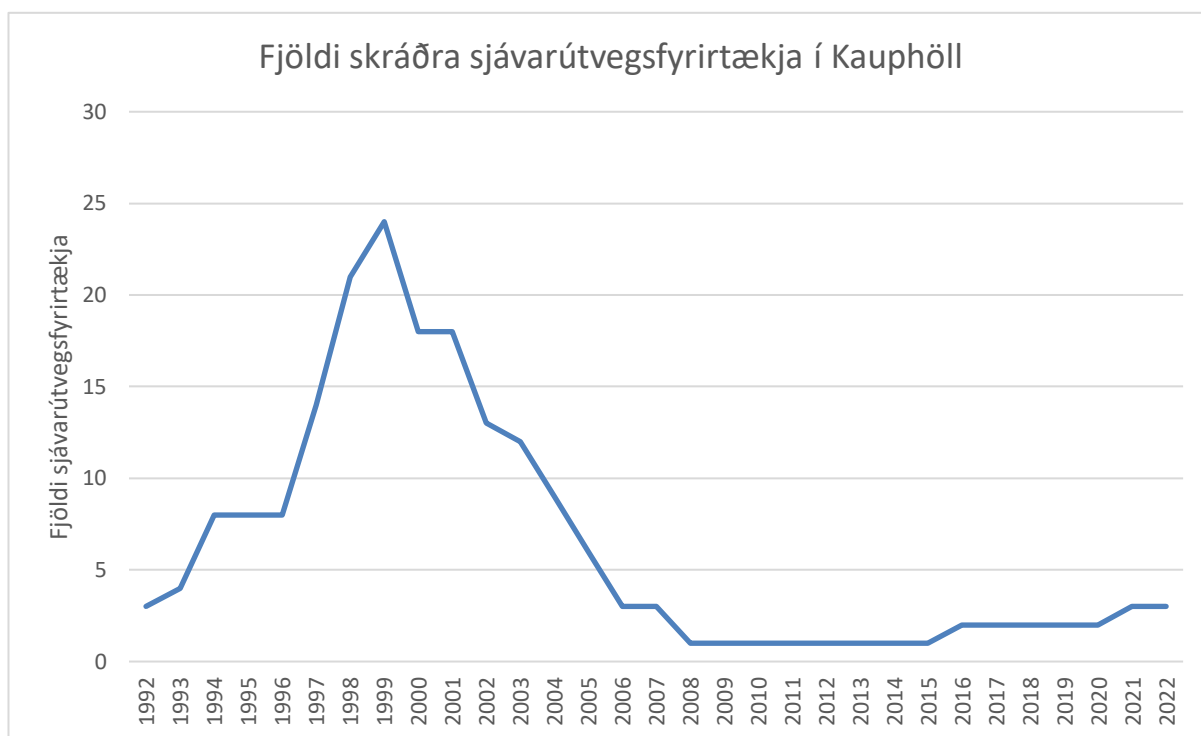
Stærri sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi hafa í einhverju mæli náð að fjármagna sig beint hjá erlendum bönkum. Á það sérstaklega við um fjármögnun nýsmíða fiskiskipa, en að einhverju leyti fjármögnun erlendra viðskiptakrafna. Fyrir stærstu fyrirtækin sem líklegast búa við eins hagkvæma vexti og þeim bjóðast á markaði lánsfjár, er trúlega minni ábati sem býður þeirra varðandi fjármögnun við skráningu á markað. En í tilfalli óskráðra sjávarútvegsfyrirtækja, minni og meðalstórra, þá getur ákvarðanatökan um skráningu þeirra hugsanlega snúist um möguleika þeirra til þess að sækja í lánsfé erlendra banka auk hagkvæmari vaxta á önnur almenn bankalán. Þannig gætu minni fyrirtækin brúað bilið á milli þeirra og stærstu fyrirtækjanna hvað vaxtakostnað varðar, með nýskráningu. Þannig getur skráning aukið traust til félagsins og mögulega gert þeim kleift að fjármagna sig með ódýrara lánsfé (Viðskiptablaðið, 2014).



### 3 Sjávarútvegsfyrirtæki á hlutabréfamarkaði

#### 3.1 Saga sjávarútvegsfyrirtækja á markaði

Fyrsta sjávarútvegsfyrirtækið sem skráð var á markað hér á landi var Skagstrendingur hf. á Skagaströnd. Það var skráð 21. ágúst 1992, eða tæpum tveimur árum eftir að fyrstu hlutabréfin voru skráð á markað hér á landi. Því hefur sjávarútvegurinn verið þátttakandi á hlutabréfamarkaðinum á Íslandi frá upphafi, eða því sem næst. Í kjölfar þess að Skagstrendingur hf. var skráð á markað fylgdu önnur sjávarútvegsfyrirtæki í kjölfarið. Í

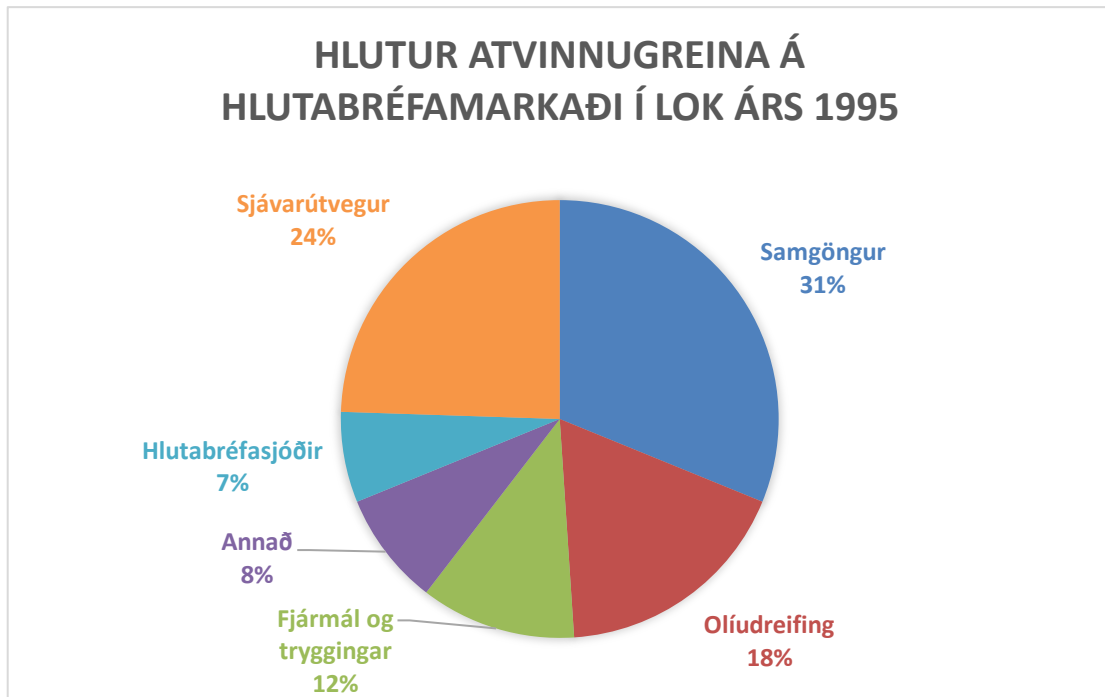


Mynd 2: Fjöldi skráðra sjávarútvegsfyrirtækja í Kauphöll

Heimild: Nasdaq

desember þetta sama ár, voru hlutabréf Þormóðs ramma – Sæberg hf. og Brims hf. einnig skráð á markað. Enn fleiri sjávarútvegsfyrirtæki fylgdu fordæmi Skagstrendingis hf. og töldu þau 24 árið 1999, sem er jafnframt sá tímamunktur sem flest sjávarútvegsfyrirtækin voru skráð á íslenskan markað á sama tíma. En svo tók sjávarútvegsfyrirtækjunum í kauphöll að fækka verulega og það á fremur stuttum tíma. Fyrsta sjávarútvegsfyrirtækið sem hvarf af markaði var Jökull hf. Fyrirtækið hafði farið á markað í janúar 1997 og fór

þaðan í janúar 2000, var það vegna samruna við Útgerðarfélag Akureyringa. Eins og sést á mynd 2 minnkaði þáttur sjávarútvegarins gríðarlega hratt næstu 6 árin eða þar til einungis eitt var eftir árið 2008. Þetta eina fyrirtæki sem eftir stóð var Brim hf. sem enn er skráð í kauppöllina. Nokkrum árum seinna eða í maí 2016 bættist Iceland Seafood

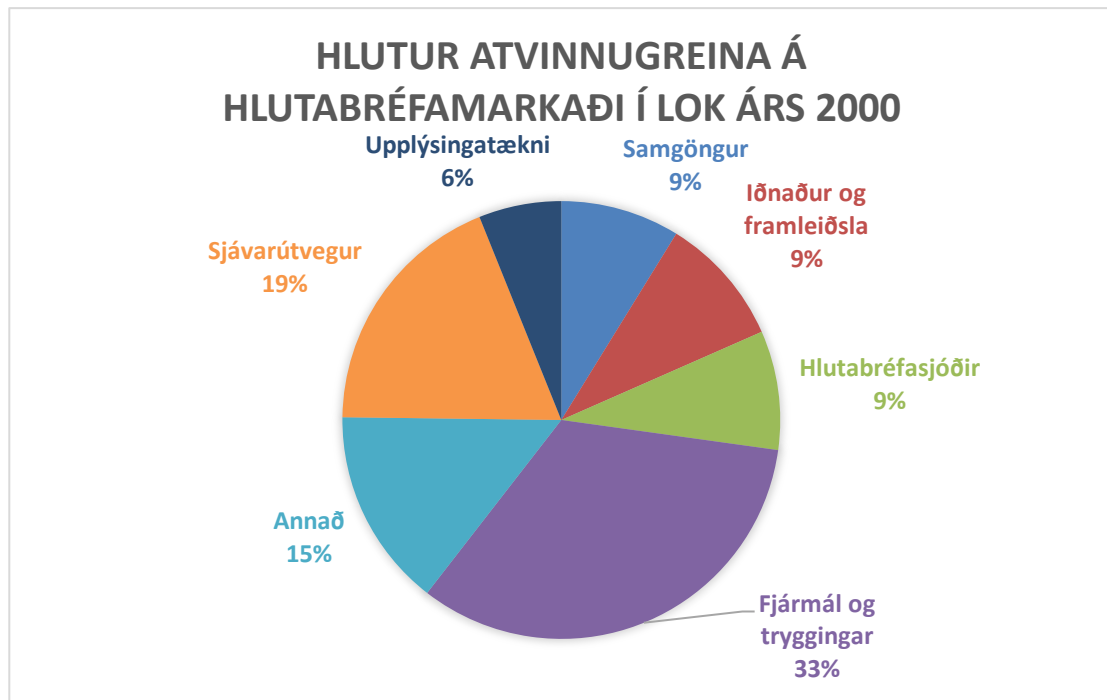


**Mynd 3: Hlutur atvinnugreina á hlutabréfamarkaði í lok árs 1995**

**Heimild: Elín Guðjónsdóttir**

International hf. í hóp Brims hf. á markað og svo loks var Síldarvinnslan hf. skráð á markað í maí í fyrra. Athyglisvert er að sjá að sjávarútvegsfyrirtækin hurfu af markaði jafn skyndilega og þau birtust á markaðinum (Erla Kristinsdóttir, 2009 & Nasdaq, 2022b).

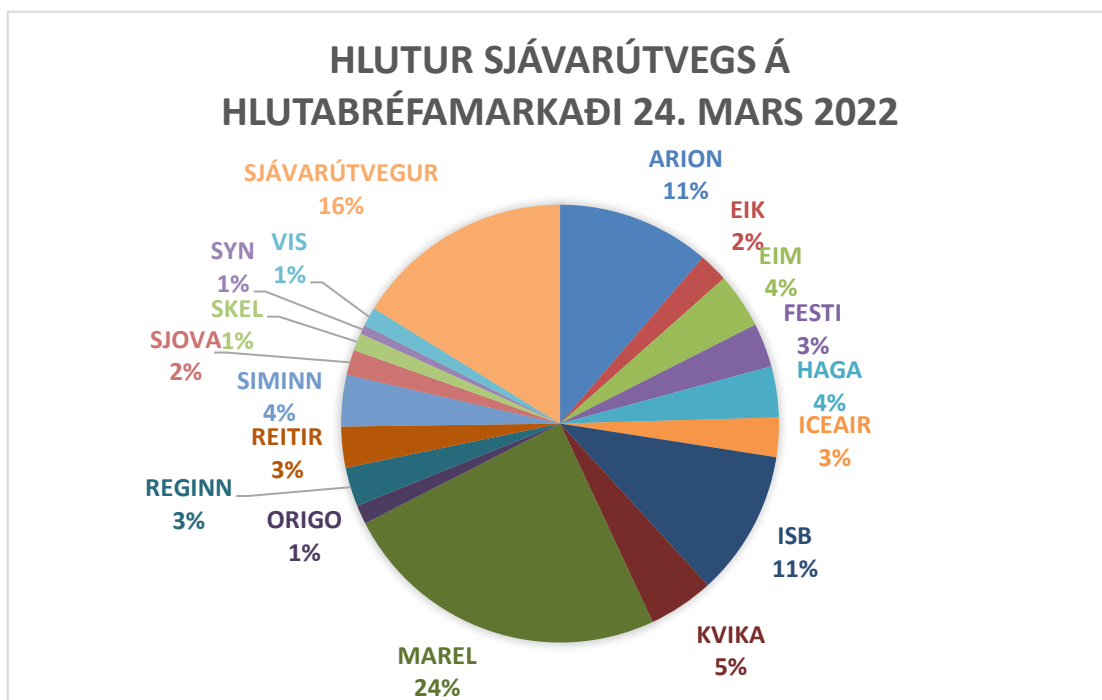
Til að byrja með var hlutdeild sjávarútvegarins af hlutabréfamarkaðinum í heild sinni nokkuð mikil. Eins og sjá má á mynd 3 var hún um 24% af öllum markaðnum í lok árs 1995. Einungis samgöngur voru veigameiri hlutur af markaðinum. Á næstu tveimur árum fór hlutur sjávarútvegsfyrirtækja enn hækkandi og náði hámarki í um 39% árið 1997. Á mynd 4 má sjá svo sjá hvernig staðan var í lok árs 2000. Sjávarútvegurinn var þá einungis 19% af markaðinum í heild sinni. 2002 var þessi talan orðin 15,5%. Ef markaðsvirði allra fyrirtækja á markaði í dag er skoðað er hægt að sjá hver hlutur sjávarútvegsfyrirtækja er í dag. Munum að einungis þrjú sjávarútvegsfyrirtæki eru skráð á hlutabréfamarkað í dag.



**Mynd 4: Hlutur atvinnugreina á hlutabréfamarkaði í lok árs 2000**

**Heimild: Elín Guðjónsdóttir**

Á mynd 5 hér að neðan, má sjá hlutdeild sjávarútvegsfyrirtækjanna þriggja á markaði. Sjá má að langstærsta fyrirtækið í íslenskri kauphöll er Marel, sem hefur um 24% hlutdeild af öllum markaðinum. Því er morgunljóst að sjávarútvegurinn fer ekki mikinn á hlutabréfamarkaði í dag. Markaðsvirði allra fyrirtækjanna er tekið af heimasíðu Keldunnar og er stillt af miðað við tölur frá 24. mars 2022 (Keldan, 2022). Því sést að frá 1995 hefur hlutur sjávarútvegsins minnkað um nálægt 8% (Ágúst Einarsson, 2003, Ásmundur Gíslason, 2018 & Elín Guðjónsdóttir, e.d.).



Mynd 5: Hlutur sjávarútvegs á hlutabréfamarkaði 24. mars 2022

Heimild: Keldan

### 3.2 Hvað ýtti upphaflega undir komu sjávarútvegsfyrirtækja á markað?

Allt frá stofnun íslenska hlutabréfamarkaðsins hefur sjávarútvegurinn spilað stórt hlutverk á ákveðnum tímasteiðum hans. Eins og áður segir jókst áhugi sjávarútvegsfyrirtækja á skráningu verulega á fyrstu árum markaðarins. Frá stofnun jókst hlutfélag sjávarútvegarins stöðugt þangað til árið 1997 gekk í garð. Þá byrjaði hlutfélag sjávarútvegarins á markaði að minnka. Því er vert að athuga hvað það var sem hvatti sjávarútvegsfyrirtækin til skráningar. Hafa ber í huga að þau sjávarútvegsfyrirtæki sem hafa farið á markað hafi séð þau tækifæri sem öll önnur fyrirtæki hafa séð, sbr. kafla 2.4. Hér verður verður því velt upp hvað það var sem forsvarsmenn sjávarútvegsfyrirtækjanna allajafna sáu hagfelld við skráningu þeirra.

#### 3.2.1 Kvótakerfið á Íslandi

Þegar litið er til rekstrarárangurs sjávarútvegsfyrirtækja er mikilvægt að fjalla á einhvern hátt um stjórn fiskveiða við Íslands strendur, sjálft kvótakerfið sem er grunnur

útgerðar og í raun grunnur allra sjávarútvegsfyrirtækja hér á landi. Þrátt fyrir að kvótakerfið sé umdeilt meðal landsmanna og að mikið beri á stóryrtum yfirlýsingum þeirra sem andsnúnir eru kerfinu, er Ísland óumdeilanlega meðal fremstu landa í heiminum þegar kemur að hagkvæmri stýringu sóknar í sjávarauðlindina. Líkt og með hlutabréfamarkaðinn er kvótakerfið sem við þekkjum nokkuð ungt, það var upphaflega sett á laggirnar árið 1984. Í sinni einföldustu mynd fólst það kerfi í sér að hvert veiðiskip sem var yfir 10 tonn fékk úthlutað ákveðinni aflahlutdeild í framtíðarafla af þorski og fimm öðrum botnfiskstegundum. Út frá aflahlutdeildinni, sem var alltaf sú sama, var aflamarki hvers tegundar skipt á þau skip sem höfðu kvóta. Heildarveiðiafli var þannig ákvarðaður hvert ár og veiðihlutdeild hvers veiðiskips ákvarðaði svo þeirra leyfilega veiðiafla (Gísli Pálsson og Agnar Helgason, 1995).

Strax í upphafi mynduðust þó tvær fylkingar veiðimanna. Annar hópurinn vildi kerfi sem nýtti sér aflakvóta (e. catch-quota), á meðan hinn hópurinn studdi kerfi með sóknarkvóta (e. effort-quota). Vildi seinni hópurinn meina að reynsla, þekking og mannaflí væru mun veigameiri atriði en tækni og búnaður þegar kæmi að veiðum. Því væri mikill getumunur á veiðimönnum. Því töldu þeir að við aflakvóta myndi enginn greinarmunur vera gerður á góðum og slæmum sjómönnum. Þess vegna myndi hver hópur fyrir sig fá eins kvóta og hinn, sem þeir töldu ósanngjarn. Góðum veiðimönnum yrði þá launað fyrir umframafla undir sóknarkvóta fyrirkomulagi. Þessi hópur virðist hafa haft nægileg áhrif á þess tíma reglugerðir og árið 1985 er veiðimönnum boðið að taka annað hvort aflakvóta eða sóknarkvóta. Ekki urðu umtalverðar breytingar á kvótakerfinu fyrr en árið 1990 gekk í garð en þá voru gerðar töluverðar breytingar á því. Kvótakerfið, sem í upphafi var ekki sett á sem langs tíma stjórnun heldur frekar tímabundin stýring, var á þessum tíma orðin undirstaða sjávarútvegsins. Var þessi grunnur því fastbundinn í lög um leið og veiðitímabilið var endurskilgreint, allt til þess að skapa meiri fyrirsjáanleika um ramma og stjórnun fiskveiðanna. Aflakvóti stóð veiðimönnum nú ekki lengur til boða, öll veiðiskip sem vógu meira en 6 tonn fengu aflakvóta og sala á kvóta var gerð leyfileg.

Hér má sjá aðalbreytingar á kvótakerfinu í kringum 1990 sem spiluðu stórt hlutverk í árangri sjávarútvegsins hér á landi. Aflahlutdeildarkerfið sem við höldum okkur við, er ein helsta ástæða þess að ábati landsmanna í sjávarútvegi hefur verið eins mikill og raun ber vitni. Með kerfinu tókst að innleiða hagkvæmni stærðarinnar og hefur sköpun verðmæta

aukist verulega. Í atvinnugrein sem jafnan skilaði neikvæðri afkomu var nú annað upp á teningnum. Tekjur jukust gríðarlega og varð sífelld algengara að afkoma fyrirtækjanna væri jákvæð. Framganga í sjávarútvegi var því veruleg á þessum tíma samhliða mikilli þróun á hlutabréfamarkaði. Með betra kvótakerfi varð tiltrú á stöðgri og afkastameiri sjávarútveg útbreiddari á landinu. Því er eðlilegt að á þessum tíma hafi hlutabréfamarkaður heillað sjávarútveginn, enda möguleikar á hagræðingum gríðarlegir í greininni (Birgir Þór Runólfsson, 2007, Gísli Pálsson og Agnar Helgason, 1995 & Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Eitt stjórnþæki ríkisins í fiskveiðistjórn er svokallað kvótabak sem sett var í lög 1990. Samkvæmt lögum nr. 38/1990 mega fyrirtæki ekki eiga meiri afla í herra hlutfalli af heildaraflahlutdeild hversrar tegundar en nemur þeim gildum í eftirfarandi töflu:

<i>Fisktegund</i>	<i>Hámarksaflahlutdeild</i>
<i>Þorskur</i>	12%
<i>Ýsa</i>	20%
<i>Ufsi</i>	20%
<i>Karfi</i>	35%
<i>Grálúða</i>	20%
<i>Síld</i>	20%
<i>Loðna</i>	20%
<i>Úthafsækja</i>	20%

**Tafla 1: Leyfileg hámarksaflahlutdeild fisktegunda**

**Heimild: Alþingi**

Eins og sést því í töflu 1 má sama fyrirtæki ekki eiga meira en 12% af aflaverðmæti þorsks hverju sinni, meira en 20% af aflaverðmæti ýsu, o.s.frv. Þó er til nokkurs konar hliðarskilyrði í lögum hér á landi sem trompar gildin í þessari töflu. Fyrirtæki má ekki eiga aflahlutdeild sem nemur meira en 12% af heildarverðmæta afla allra fisktegunda sem gefinn er út ár hvert (lög um stjórn fiskveiða nr. 38/1990).

<i>Fyrirtæki</i>	<i>Hlutfall heildarkvóta</i>
<i>Brim hf. (Áður HB Grandi hf.)</i>	9,76%
<i>Samherji Ísland hf.</i>	6,58%
<i>FISK- Seafood ehf.</i>	5,27%
<i>Þorbjörn hf.</i>	5,06%
<i>Síldarvinnslan hf.</i>	4,90%
<i>Skinney-Pinganes hf.</i>	4,10%
<i>Útgerðarfélag Reykjavíkur hf.</i>	4,04%
<i>Vinnslustöðin hf.</i>	4,02%
<i>Vísir hf.</i>	4,01%
<i>Rammi hf.</i>	3,71%

**Tafla 2: Hlutfall 10 stærstu fyrirtækjanna í útgefnum heildarkvóta**

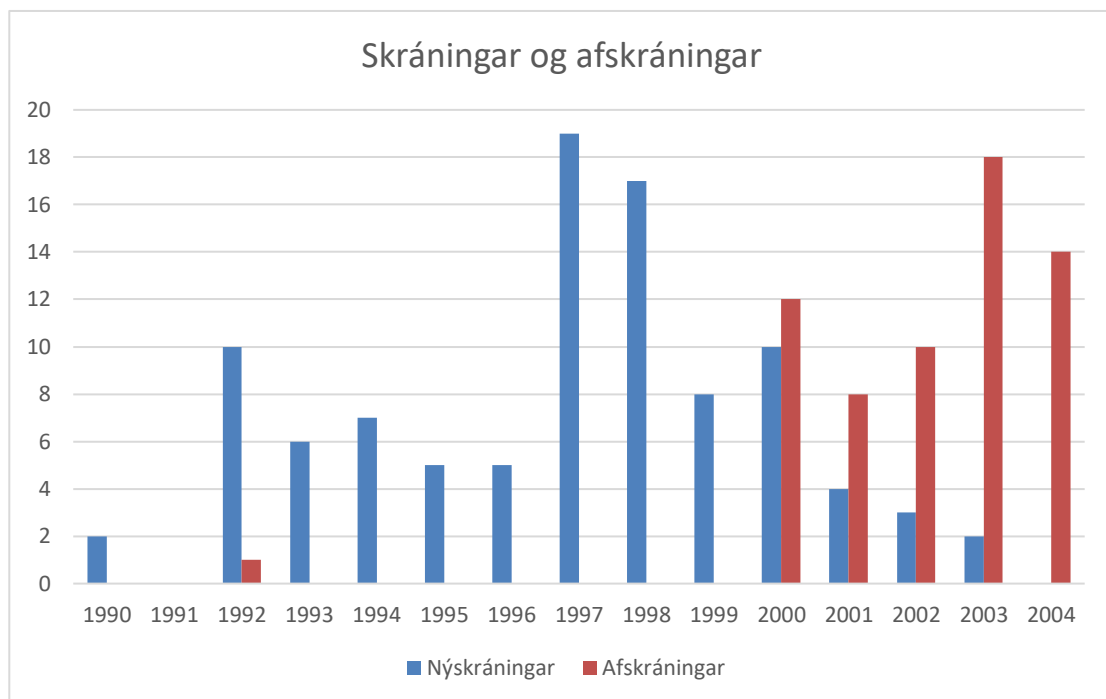
**Heimild: Fiskistofa**

Ef litið er á töflu 2, má sjá þau fyrirtæki sem áttu mesta kvóta á Íslandi 31. mars 2019, má sjá að fyrirtækið sem trónir á toppnum er Brim hf. sem á um 9,8% heildarkvótans (Fiskistofa, 2019). Með það í huga má glögglega sjá að erfitt gæti verið fyrir það fyrirtæki að stækka meira. Þegar fyrirtæki er nálægt kvótabakinu verður svigrúm til samruna og frekari hagræðingar innan fyrirtækja og innan atvinnugreinarinnar minna.

### **3.2.2 Stjórnkerfi fiskveiða og hlutabréfamarkaður**

Þegar litið er til árangurs sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkaði þarf að hafa í huga tilvist stjórnkerfis fiskveiða í kringum landið, skilvirkni þess sem og öryggi um tilvist þess til lengri tíma. Þegar kemur að fjárfestum og áhuga þeirra á fyrirtækjum og atvinnugreinum, er víska um umgjörð atvinnugreinarinnar mikilvæg. Það er óhætt að segja að í tilfalli íslensks sjávarútvegs, þá hafi tíðar bollaleggingar stjórnámálanna um

breytingar, jafnvel umbyltingu á kvótakerfinu skapað óvissu í atvinnugreininni. Deilur milli stjórnámalflokka og almennings um kosti og galla þess kerfis sem til staðar var gerði það að verkum, að áhugi fjárfesta var eflaust ekki jafn sterkur og ákjósanlegt hefði verið. Þegar pólitískar deilur eru um lagaramma í kringum atvinnugreinina skapar það töluverðan vanda fyrir þau fyrirtæki sem skráð eru á markað og keppa um hylli fjárfesta. Því er mikilvægt að traust fjárfesta og almennings á því kerfi sem í raun stýrir afkomu greinarinnar sé til staðar svo eigendur sjávarútvegsfyrirtækja telji það hagkvæmt að íhuga skráningu. Þegar almenningur, að litlum hluta eða stórum, upplifir ranglæti vegna stjórnkerfis fiskiauðlinda dregur það úr hagkvæmni. Í raun er þessi minnkandi áhugi fjárfesta á sjávarútveginum gott dæmi um minnkandi hagkvæmni við ranglæti. Athyglisvert er þó að mögulega þarf ranglætið í raun ekki að vera til staðar, heldur er hugsanlegt að nóg sé að upplifun einstaklinga á mögulegu ranglæti hafi mikil áhrif (Ásmundur Gíslason, 2018 & Gylfi Magnússon, 1993).



Mynd 6: Skráningar og afskráningar á hlutabréfamarkaði frá 1990-2004  
Heimild: Nasdaq

### 3.2.3 Áhugaverður hlutabréfamarkaður

Þar sem kvótakerfið ýtti undir möguleika sjávarútvegsfyrirtækja til hagkvæmari reksturs, með meiri fyrirsjáanleika og sóknarstýringu, auk uppkaupa á kvóta eða heilla



fyrirtækja sem og samruna við önnur fyrirtæki, má ætla að tilkoma virks markaðar með hlutabréf fyrirtækja hafi laðað fyrirtækin í átt að skráningu hlutabréfa þeirra. Þó má ekki horfa framhjá þeirri staðreynd að tilkoma virks hlutabréfamarkaðar var Íslendingum á margan hátt framandi. Frá árunum 1990-1999 voru 79 félög nýskráð á íslenskan markað en einungis eitt afskráð. Þessa þróun má glögglega sjá á mynd 6. Mikið var um nýskráningu félaga á þessum tíma en í kringum aldamót fór það að breytast. Afskráning fyrirtækja á markaði var nú orðin nýja reglan. En fyrir utan tilkomu kvótakerfisins og möguleika þess til að ná fram stærðarhagkvæmni, hvað var það annað sem heillaði sjávarútvegsfyrirtækin við skrásetningu hlutabréfa þeirra í kauphöll? (Nasdaq, 2022b).

Fyrir sjávarútvegsfyrirtækin var margt sem heillaði þau þegar kom að hlutabréfamarkaðinum. Fjármunanýting gat batnað til muna með skráningu sem og væntingar um aukna arðsemi fjármuna við skráninguna. Þá voru lánsvextir háir á þessum tíma og að teknu tilliti til þess var skráning á hlutabréfamarkað töluvert ódýrari og þolinmóðari fjármögnun en lántaka. Til þess að vaxa getur sjávarútvegsfyrirtæki tekið til þess ráðs að kaupa aflahlutdeild annarra fyrirtækja, taka yfir önnur fyrirtæki eða renna fyrirtækjum saman með samruna. Þessar aðgerðir eru þó kostnaðarsamar og aukið fjármagn lykilatriði til þess. Því var greiðari aðgangur að fjármagni mikilvægur þáttur fyrir sjávarútvegsfyrirtækin. Bætt ímynd, aukin seljanleiki og fleiri atriði voru einnig þættir sem sjávarútvegsfyrirtækin litu til en voru trúlega viðbótaráhati þegar kom að þessari ákvörðun. Þannig er nokkuð ljóst að þau sjávarútvegsfyrirtæki sem fóru inn á markaðinn á árunum 1992-1999 hafi verið að huga að aðgangi að auknu fjármagni og þannig stækkun fyrirtækjanna (Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Í kringum aldamótin 2000 fór að bera á nýjum vangaveltum um nýja stefnu hlutabréfamarkaðarins hér á landi. Til voru nokkrir sérfræðingar sem sáu tækifæri í samspili hlutabréfamarkaðarins og sjávarútvegsins. Á þessum tíma höfðu Íslendingar almennt getið sér gott orð innan alþjóðlegs sjávarútvegs. Íslendingar bjuggu við mikla reynslu og þekkingu á sjávarútveginum sem var talin af öðrum löndum verulega góð. Ísland var fremst í skráningu sjávarútvegsfyrirtækja á markaði í heiminum á þessum tíma. Samkvæmt tölum úr grein Þórðar Friðjónssonar var fimmtungur allra skráðra sjávarútvegsfyrirtækja í heiminum á Íslandi. Þetta er á sama tíma og þeim hafði fækkað töluvert á markaði frá því að þau voru þar sem flest. Sjávarútvegurinn á Íslandi var því

ekki einungis veigamikill á hlutabréfamarkaði hér á landi, heldur einnig veigamikill á heimsvísu. Þetta samspil augljóss áhuga sjávarútvegsfyrirtækja hér á landi til að vera á markaði og þekkingu Íslendinga á sjávarútveginum vakti áhuga ýmissa til að stofna alþjóðlegan sjávarútvegsmarkað hér á landi. Þessar hugmyndir gengu útá að Íslendingar myndu nýta reynslu sína og þekkingu til að skrá hér erlend fyrirtæki og fjármagna þannig uppbyggingu í sjávarútvegi á heimsvísu. Þessi óskhyggja gekk þó ekki eftir og einungis nokkrum árum eftir að þessar vangaveltur komu fram var einungis eitt skráð sjávarútvegsfyrirtæki eftir á markaðinum hér á landi (Þórður Friðjónsson, 2003).

Í ljósi gríðarlegs fjölda sjávarútvegsfyrirtækja sem flyktust á markað fljótlega eftir stofnun hans má setja spurningarmerki við ýmsa þætti þessar tilhneigingar forsvarsmanna fyrirtækjanna um skráningu þeirra. Uppi eru vísbendingar um að stjórnendur sjávarútvegsfyrirtækjanna hafi ekki velt nægilega vel fyrir sér þessari ákvörðun um nýskráningu. Hægt er að túlka slíka hegðun sem einhvers konar birtingarmynd hjarðhegðunar. Hjarðhegðun er hagfræðilegt hugtak sem á í raun við um það þegar einstaklingar elta hegðun annarra án sjálfstæðrar hugsunar (Erla Kristinsdóttir, 2009). Eflaust má leiða að því líkum að hjarðhegðun sé almennari í fámennari samfélögum og því ekki ókunnug okkur Íslendingum. En þó vísbendingar séu um skráningu einungis til þess að fylgja straumnum og fara á markað með öðrum, má ekki gleyma einum mikilvægum tilgangi nýskráningar sem snýr ekki að fyrirtækinu sjálfu eftir skráningu, heldur einungis að eigendum þess. Við nýskráningu býðst hluthöfum sem eru eigendur í fyrirtækinu að innleysa fé sitt með einfaldari hætti en áður. Því er nýskráning einföld leið fyrir þá hluthafa sem vilja innleysa bréf sín að gera einmitt það. Skráningin sjálf eykur fjölda þeirra aðila sem mega eiga þessi bréf. Á þetta til að mynda við um lífeyrissjóði sem í heild sinni eru stærsti einstaki fjárfestir landsins. Þannig er oft himinn og haf á milli eftirspurnar í skráð bréf umfram hin óskráðu. Má leiða að því líkum að einmitt þessi staðreynd hafi verið mikilvægur þáttur þegar kom að nýskráningu félaga og spilaði án efa sitt hlutverk þegar kom að inngöngu sjávarútvegsfyrirtækja á markað hér á landi í kringum 1990 (Latham og Braun, 2010).

### 3.3 Skilnaður sjávarútvegs og hlutabréfamarkaðar

Eins og sást á mynd 2 hófst útganga sjávarútvegsfyrirtækjanna á milli 1999-2000, sem er samhlíða þróuninni um nýskráningar og afskráningar á mynd 6. Frá 1999-2003 var fækkun sjávarútvegsfyrirtækja 50%, úr 24 fyrirtækjum niður í 12. Þetta er gríðarleg útganga sjávarútvegsfyrirtækja á markaði. Á sama tíma fækkar heildarfélögum á markaði úr 78 niður í 49, eða um 37% (Nasdaq, 2022b). Það má því sjá að fækkun sjávarútvegsfyrirtækja er hraðari en sást almennt á markaðinum á þessum tíma. Þó má velta því fyrir sér hvort sjávarútvegsfyrirtæki hafi í raun verið of mörg á markaði um tíma og því einungis um að ræða eðlilega þróun þegar þeim tók að fækka á markaði. En ef lítið er á heildarmyndina er hægt að gera ráð fyrir að helstu ástæður að baki ákvarða forsvarsmanna fyrirtækjanna sem hurfu af markaði megi almennt finna í kafla 2.4. Þar að auki er trúlega grunnástæða ákvörðunar þess að fara af markaði sú, að fyrirtæki sjái meiri hag í að fara af markaði en að halda sér á honum. En um einhverjar sértækar ástæður innan sjávarútvegsins er eflaust um að ræða sem áhugavert er að fara yfir.

Fyrst ber að nefna þá staðreynd að mörg þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem skráð voru á hlutabréfamarkaði til að byrja með, voru ekki einfaldlega tekin af markaði sem slík. Samrunar og yfirtökur voru algengar ástæður brotthvarfs sjávarútvegsfyrirtækjanna af markaði í kringum aldamótin. Sem dæmi um þetta, þá keypti Eimskipafélagið upp þrjú skráð fyrirtæki árið 2002. Það voru Útgerðarfélag Akureyringa hf., Skagstrendingur hf. og Haraldur Böðvarsson hf. Þá hafði Jökull hf. sameinast Útgerðarfélagi Akureyringa tveimur árum áður. Alls mátti telja fimm fyrirtæki sem sameinuðust öðrum og þrettán fyrirtæki sem yfirtekin voru. Því má sjá að væntingar um ábata stærðarhagkvæmninnar skipti sköpum þegar skráðum sjávarútvegsfyrirtækjum tók að fækka (Erla Kristinsdóttir, 2009).

Þrátt fyrir vonir um að sjávarútvegurinn yrði grunnstoð í hlutabréfaviðskiptum hér á landi þá var raunin einfaldlega sú að áhugi fjárfesta var almennt ekki mikill. Viðskipti með bréf sjávarútvegsfyrirtækjanna voru lítil og þau viðskipti sem áttu sér stað voru iðulega framkvæmd utan kauphallar. Þetta olli því að seljanleiki þeirra varð minni en ella. Hluthafar í sjávarútvegsfyrirtækjunum þurftu einnig að sætta sig við lakari ávöxtun en hluthafar í öðrum fyrirtækjum. Þannig var ávöxtun hluthafa í tæknifyrirtækjum og lyfjafyrirtækjum mun hærrí en hluthafa í skráðum sjávarútvegsfyrirtækjum á markaði um aldamótin. Ófullnægjandi greiningar sjávarútvegsfyrirtækjanna á upplýsingum til fjárfesta

ásamt óvissu um ákvarðanir hagræðingar leiddu til þess að almennir fjárfestar höfðu ekki lengur áhuga á greininni. Ef litið var til arðgreiðslna sjávarútvegsfyrirtækja, þá voru fjárfestar lítt hrifnir. Arðgreiðslur sjávarútvegsfyrirtækja voru um 20-50% af hagnaði sem yfirvann ekki litla vaxtarmöguleika fyrirtækjanna, þar sem sjávarútvegsfyrirtæki eru almennt talin til virðisfyrirtækja en ekki vaxtarfyrirtækja. Arðsemi sjávarútvegsfyrirtækjanna var þar að auki um 0,2% lægri en ávöxtun ríkisvixla á sama tíma. Þetta leiddi einnig til þess að aukin hagræðing og framgangur í tækni greinarinnar hafði lítil sem engin áhrif á fjárfesta (Ásmundur Gíslason, 2018 & Stefán B. Gunnlaugsson 2004).

Eins og áður hefur verið komið inn á er venjan að fyrirtæki á markaði verði stærri en ef þau væru óskráð, bæði í umfangi og rekstrarlega. Á þessum tíma voru margir fjárfestar og útgerðarmenn nokkuð ósáttir við áhugaleysi og jafnvel skilningsleysi á rekstri sjávarútvegsfyrirtækja sem endurspegladist í lágu markaðsvirði þeirra. Að einhverju leyti endurspegladist ótti fjárfesta við neikvæða umræðu almennings og einstakra stjórnámálanna um kvótakerfið í vantrú á framtíðarvirði sjávarútvegsfyrirtækjanna. En einnig er ljóst að á þessum tíma var ekki nægjanlegur skilningur á mati eigna fyrirtækjanna. Þannig var og er enn, kvóti sjávarútvegsfyrirtækja ekki bókfærður á fullu markaðsvirði heldur einungis af litlum hluta markaðsvirðis. Vegna þessa eru bókfærðar eignir sjávarútvegsfyrirtækja lægri og endurmetið eigið fé þeirra hærra. Kjölfestuhluthafar nýttu sér þessa stöðu sem þarna var komin upp, það er vanmat markaðsaðila á virði félaganna og keyptu aðra hluthafa út og afskráðu síðan félögin. Í einhverjum tilfellum var eignarhald félaganna komið í heilan hring, það er aðilar sem áður áttu fyrirtækin en höfðu boðið aðra eigendur velkomna höfðu nú eignast félögin aftur, sem þá voru stærri að burðum en áður (Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Ein stærsta ástæða afskráninga fyrirtækja er ótti kjölfestueigenda eða stjórnenda við að missa völd á fyrirtækinu. Þetta átti líka við um sjávarútvegsfyrirtækin. Eins og tæpt hefur verið á fyrr í þessari ritgerð, þekkist það í þýskum fjölskyldufyrirtækjum sem fara á markað, að stjórnendur halda í völdin eftir nýskráningu. Eðli málsins samkvæmt, þá verður hættan á því að missa völdin meiri á því einu að fyrirtækið sé skráð á markað. Því getur óttinn við að missa völdin haft töluverð áhrif þegar kemur að þeirri ákvörðun að íhuga afskráningu (Ehrardt og Nowak, 2003).

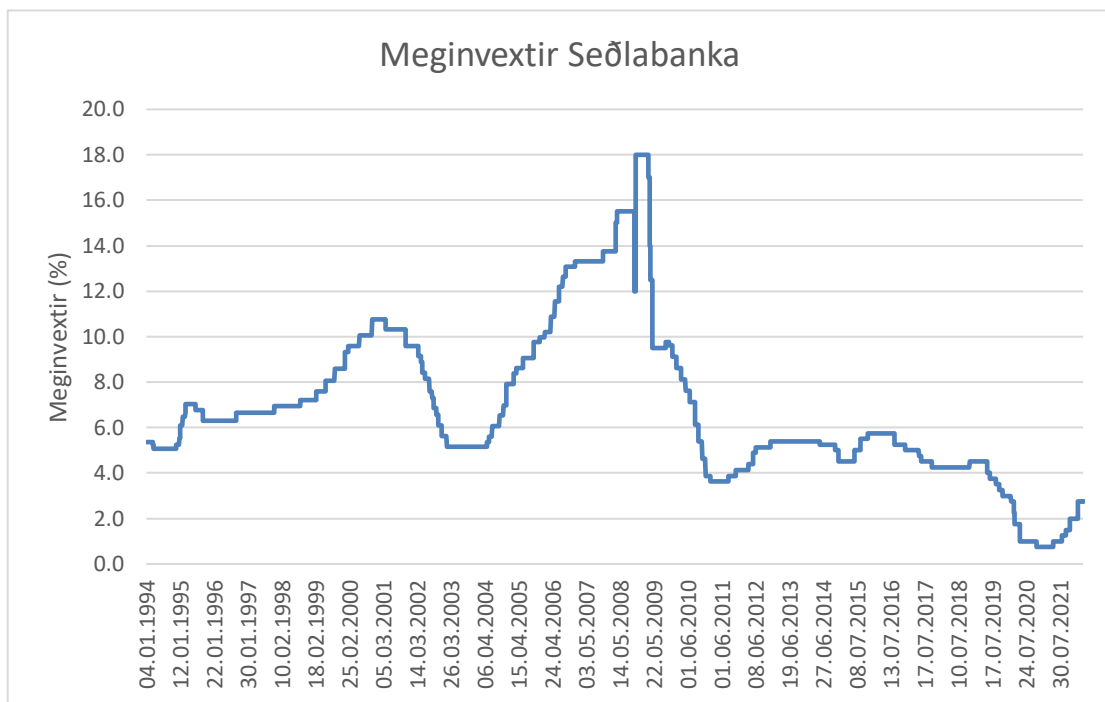
Hér að ofan var farið yfir helstu ástæður fyrir skráningu sjávarútvegsfyrirtækja og komist að þeirri niðurstöðu að ein þeirra ástæðna hafi verið háir útlánsvextir sem gerðu fyrirtækjunum kleift að sækja tiltölulega ódýrt og þolinmótt fjármagn með hlutabréfaútgáfu. Á árunum eftir aldamótin fóru vextir þó lækkandi og lánsfjármagn bankanna varð ódýrara. Þar með var ein ástæða til þess að vera á markaði var horfin, ástæða sem hæglega gat ýtt undir afskráningu fyrirtækja. Ásamt lægri vöxtum voru bankarnir hérlendis reiðubúnari að lána fé gegn veði í hlutabréfum. Þetta þýddi í grunninn að möguleikar stórra fjárfesta til þess að kaupa minni fjárfesta út höfðu aukist til muna. Kjöltufjárfestar nýttu sér þann markaðsbrest að markaðsvirði fyrirtækjanna var orðið nokkru lægra en raunvirði þeirra, með yfirtökutilboðum, fjármögnuðum af bönkum á hagstæðum kjörum og tóku félögin af markaði. Heilbrigt fjárflæði fyrirtækjanna var síðan nýtt til greiðslu þessara yfirtökulána (Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

Einn er sá þáttur sem myndar grunnþátt stjórnunar fiskveiða á Íslandi sem ekki hefur verið tæpt á. Um er að ræða möguleika erlendra fjárfesta til eignaþátttöku í íslenskum sjávarútvegsfyrirtækjum í samanburði við eignaþátttöku þeirra í öðrum íslenskum atvinnugreinum og þannig þátttöku í hlutabréfaviðskiptum í kauphöll. Með vísan í lög nr. 34/1991 er erlendum aðila óheimilt að eiga beinan hlut í íslensku sjávarútvegsfyrirtæki en gefst kostur á eignaþátttöku í gegnum lögaðila sem á í fyrirtækinu með skilyrðum. Skilyrðin eru þau að viðkomandi lögaðili sem á í sjávarútvegsfyrirtækinu sé undir íslenskum yfirráðum, sé ekki í eigu erlendra aðila að meiri leyti en 25 % ef um er að ræða yfir fimm prósent hlutur í lögaðila sem stundar veiðar eða vinnslu í íslenskri efnahagslögsögu. Sé eignarhluturinn undir 5% má viðkomandi erlendur aðili þó eiga allt að 33 % (lög um fjárfestingu erlendra aðila í atvinnurekstri nr. 34/1991). Trúlega hafa þessi lög verið sett með það að leiðarljósi að missa ekki yfirráð yfir fiskimiðum á Íslandi í hendur erlendra aðila. Það er óhjákvæmilegt að lög sem takmarkar erlenda fjárfestingu eins mikið og raun ber vitni hafi áhrif á áhuga á hlutabréf í þeirri grein umfram aðrar sem ekki eru háðar slíkum takmörkunum. Erlendir fjárfestar eru mikilvægir þátttakendur á íslenskum hlutabréfamarkaði en með þessum reglum er í raun verið að hindra erlenda fjárfesta í að bæta sjávarútvegsfyrirtæki í verðbréfasafn sitt. Miklir fjármunir geta fylgt erlendum fjárfestum sem streyma til landsins sem ná þó aldrei til sjávarútvegsins. Nú í dag gætu þessi lög þótt einkar vændræðaleg á sama tíma og áhugi erlendra fjárfesta á íslenska hlutabréfamarkaðinum hefur verið að aukast á síðustu mánuðum (Stefán B.

Gunnlaugsson, 2004). Í sumum löndum Evrópu er ekki slíkum takmörkunum til að dreifa, í Þýskalandi og Englandi hafa sem dæmi íslensk sjávarútvegsfyrirtæki keypt upp þarlend sjávarútvegsfyrirtæki að fullu. Í öðrum löndum eru takmarkanir til staðar, þannig er hámark eignarhald erlendra aðila í norskum sjávarútvegsfyrirtækjum bundið við 40% hlut (Samherji hf., 2020).

### 3.4 Aðstæður fyrir skráningu sjávarútvegsfyrirtækja í dag

Nú hefur verið farið yfir mikilvægustu atriðin í sögu hlutabréfamarkaðsins og sjávarútvegsins, sem og þau atriði sem sjávarútvegsfyrirtæki horfa til þegar ákvörðun um skráningu er tekin. Með því að líta yfir þessi helstu atriði samhliða þeim breytingum sem hafa átt sér stað í samfélaginu og viðskiptaumhverfinu hér á landi, er hægt að segja eitthvað til um möguleika á frekari skráningum sjávarútvegsfyrirtækja í íslenska kauphöll á ný.



Mynd 7: Þróun meginvaxta Seðlabanka Íslands

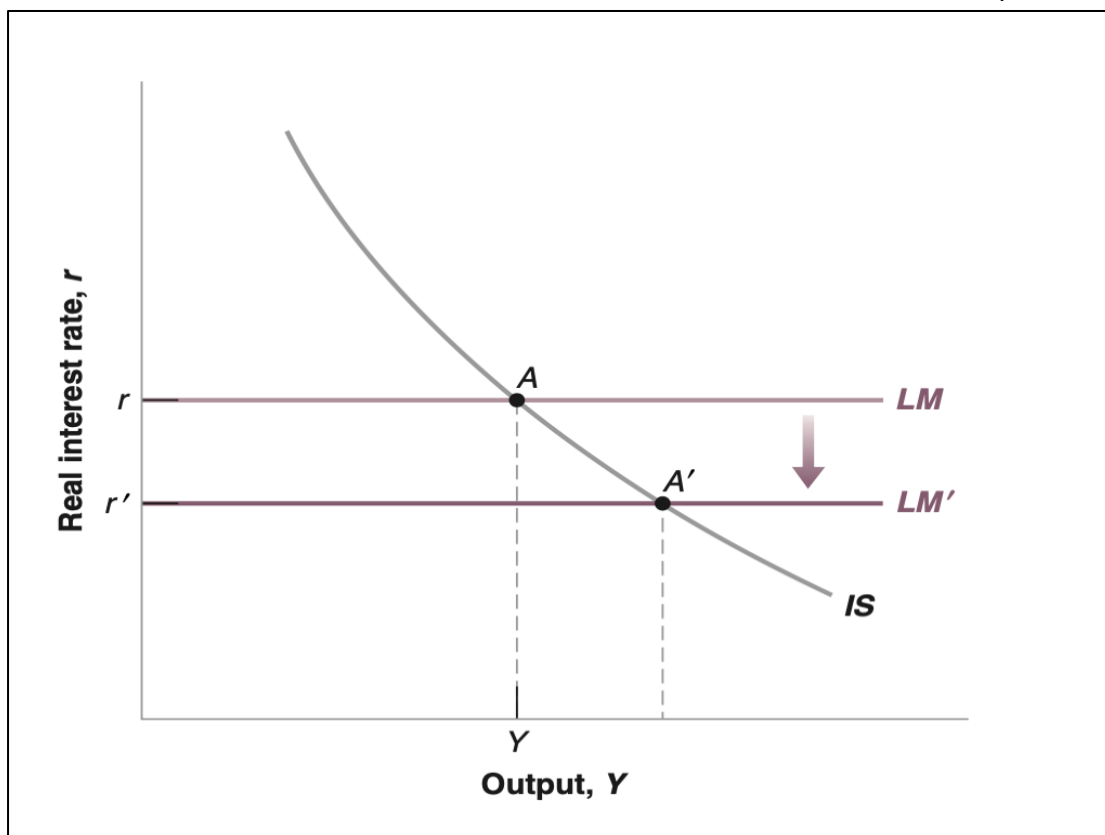
Heimild: Seðlabanki Íslands

#### 3.4.1 Núverandi vaxtaumhverfi

Eins og komið hefur fram getur vaxtaumhverfið í landinu haft áhrif á ákvarðanir fyrirtækja til þess að fara á markað og í tilfalli sjávarútvegsfyrirtækjanna upp úr 1990, eru

vísbendingar til staðar sem benda til þess. Ef litið er á vaxtaþróun í landinu frá 1994 má sjá áhugaverðar breytingar á meginvöxtum Seðlabankans. Á mynd 7 sést afdráttarlaust að vaxtastig að undanförunu er í algjöru lágmarki ef litið er aftur til ársins 1994. Þá sést enn frekar að þegar innganga sjávarútvegsfyrirtækjanna var sem mest á milli 1992-1999, voru meginvextir Seðlabanka Íslands á milli 5%-7%. Það verður að teljast nokkuð háir vextir ef tímabilið frá 2000-2009 er undanskilið, en þá gekk eitt erfiðasta tímabil í íslenski fjármálasögu yfir. Í kringum upphaf Covid-19 faraldursins má sjá hvernig vextir hríðféllu niður í sögulegt lágmark, um það bil 0,75%. Þar sem eigendur sjávarútvegsfyrirtækja sáu sér hag í því að sækja ódýrt fjármagn frá almenningi í stað hlutfallslega dýrara lánsfjármagns í kringum 1995, má sjá að ekki er það sama uppi á teningnum í dag. Þótt meginvextir séu að fara hækkandi á ný, standa þeir enn í um 2% og vextir á lánsfjármagni því enn tiltölulega ódýrt (Seðlabanki Íslands, e.d.).

Samspil vaxta og lánsfjármagns er þó einungis hluti af því sem áhugavert er að skoða þegar kemur að hlutabréfamarkaðinum og vöxtum. Í lágvaxtaumhverfi sjáum við oft hærra verð á hlutabréfum, að minnsta kosti til skamms tíma. Til einföldunar á því sem



Mynd 8: IS-LM kúrfan

Heimild: Olivier Blanchard

koma skal í þessum kafla þarf að átta sig á því hvað ræður verði á hlutabréfum sem skilar arðgreiðslum næstu árin. Ef allt væri eðlilegt á almennt hlutabréfaverð dagsins í dag, að jafngilda núvirði allra framtíðararðgreiðslna. Lítum því næst á IS-LM líkanið.

Ímyndum okkur að hagkerfið sé á erfiðum stað, lítið er um fjárfestingar og hægst hefur á hagkerfinu öllu. Kreppa er yfirvofandi og aðgerðir nauðsynlegar. Ef peningamagn í umferð er hækkað með vonum um meiri fjárfestingu, hliðrast LM kúrfan eins og sést á mynd 8, úr  $r$  í  $r'$ . Við þetta má sjá að jafnvægi IS-LM líkansins færist úr punkti A í punkt A'. Það sem má því lesa úr þessu er að þegar peningamagn í umferð eykst, lækka vextir og landsframleiðsla eykst. En hvernig hafa lægri vextir áhrif á hlutabréfamarkaðinn og verð á honum? Spurningin veltur algjörlega á væntingum markaðarins og hæfni hans að lesa í ákvarðanir stjórnvalda. Ef markaðurinn hafði almennt séð búist við aðgerðum stjórnvalda ættu verð bréfa hvorki að hækka né lækka. Þetta kann að virðast undarlegt þar sem eðlilegt væri að búast við hærra verði við meiri fjárfestingar og almennar hreyfingar í viðskiptalífinu. Hins vegar ef markaðurinn býst við þessum aðgerðum endurspeglar núverandi hlutabréfaverð allar væntingar markaðarins um mögulegar afleiðingar þessara aðgerða. Ef markaðurinn aftur á móti býst á engan hátt við þessum aðgerðum stjórnvalda, mun hlutabréfaverð hækka. Ástæðan fyrir þessu leynist í IS-LM líkaninu. Samkvæmt því getum við séð að við meira peningamagn í umferð megum við búast við lægri vöxtum í einhvern tíma sem ýta undir fjárfestingar. Þar að auki má gera ráð fyrir hærri framleiðslu í nokkurn tíma sem og hærri arðgreiðslum. En eins og kom fram áðan er hlutabréfaverð ekkert nema núvirði framtíðar arðgreiðslna, því ættu hærri arðgreiðslur að skila sér í hærra hlutabréfaverði, að öllu öðru óbreyttu (Blanchard, 2017).

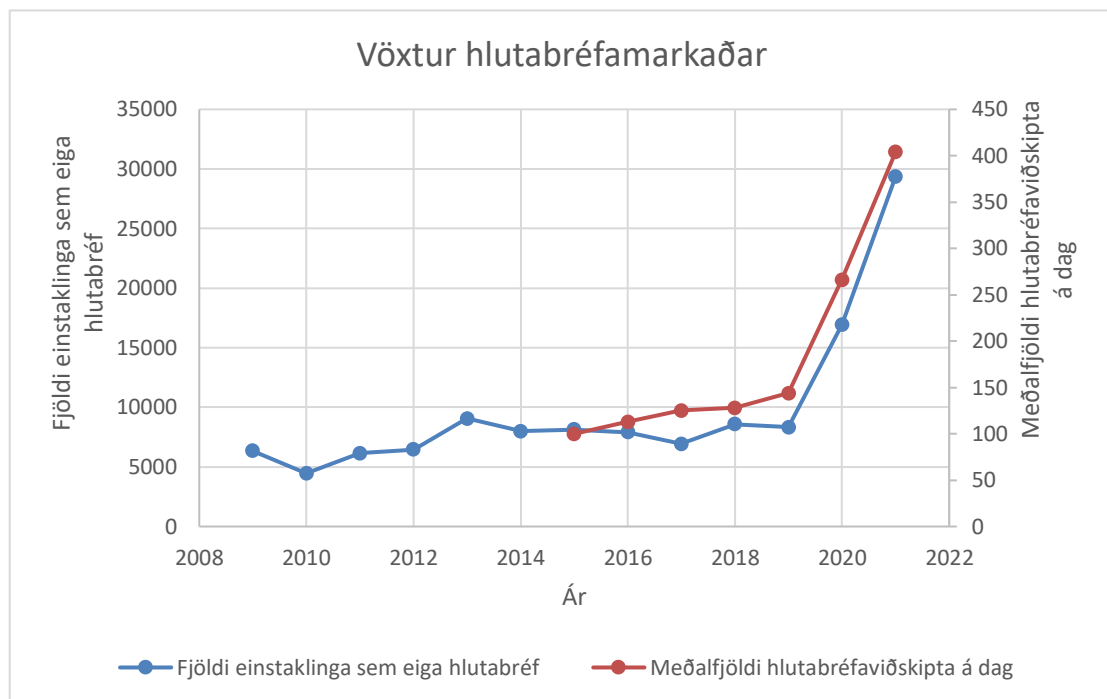
### 3.4.2 Hvernig standa sjávarútvegsfyrirtækin gagnvart skráningu í dag?

Eins og fram hefur komið er bersýnilega samband á milli vaxtataækifæra og skráningar á hlutabréfamarkað. Það sést til dæmis á því að fyrirtæki sem hefur lágt V/H hlutfall er líklegra til afskráningar en svipað fyrirtæki með hærra V/H hlutfall. Eins og V/H hlutfallið er reiknað getur það haft mikið um vöxt fyrirtækis að segja. Með það til hliðsjónar var ein ástæða afskráningar sjávarútvegsfyrirtækjanna sú að þau voru talin til virðisfyrirtækja, sem í raun eru stór og mikil fyrirtæki með mikla sögu en litla getu til vaxtar. Þó liðin séu um það bil 20 ár síðan afskráning sjávarútvegsfyrirtækjanna hófst, er lítið til staðar sem



bendir til þess að það hafi breyst. Afkoma sjávarútvegarins er enn sveiflum háð og hefur farið versnandi undanfarið þó eiginfjárstaða þeirra sé sterk. Í gögnum um afkomu sjávarútvegarins má sjá að tekjur sveiflast allverulega milli ára. Hins vegar hafa tekjur í atvinnugreininni aukist um 1% á ári að meðaltali síðustu 20 ár (Ásmundur Gíslason, 2017).

Eins og fram hefur komið virðist áhugi einstaklinga á hlutabréfamarkaðinum hér á landi hafa vaxið gríðarlega á undanförunum misserum. Á mynd 8 má sjá þennan aukna áhuga greinilega. Fjöldi einstaklinga sem eiga hlutabréf hér á landi hefur aukist verulega síðustu 13 ár. Frá árunum 2009-2019, var áhugi meðal landsmanna á hlutabréfamarkaðinum tiltölulega jafn og lítill. Mesti fjöldi einstaklinga sem áttu hlutabréf á þeim tíma var árið 2013 þegar um 9.000 manns áttu hlutabréf. Um það leyti sem Covid faraldurinn byrjaði má sjá hvernig þessi fjöldi jókst gífurlega. Á mynd 8 má sjá hvernig þessi fjöldi jókst um 253% frá 2019 til ársins 2021.



Mynd 9: Vöxtur íslenska hlutabréfamarkaðarins

Heimild: Nasdaq

Í nóvember 2021 var fjöldi einstaklinga sem áttu hlutabréf tæplega 30.000. Enn frekar má sjá að meðalfjöldi hlutabréfaviðskipti hafði verið í nokkru jafnvægi frá 2015 til 2019 en þessar tölur tóku gríðarlega kipp eftir það. Frá 2019–2021 hafði meðalfjöldi hlutabréfaviðskipta aukist um 181% eða úr 144 viðskiptum á dag í 404 viðskipti á dag. (Nasdaq, 2022a). Úr þessu má sjá hvernig áhugi landsmanna hefur stóraukist á

síðastliðnum þremur árum. Með auknum áhuga og góðu gengi nýskráninga fyrirtækja á hlutabréfamarkað undanfarið gætu sjávarútvegsfyrirtæki hæglega séð hag sinn í að nýta sér þessa þróun hér á landi.

Áður hefur verið komið inn á þá ástæðu eigenda að skrá fyrirtæki sitt á markað með það að leiðarljósi að komast út úr fyrirtækinu, þ.e. að selja sinn hlut. Þar sem skráð bréf eru mun seljanlegri en þau óskráðu liggur beinast við að skrá fyrirtæki sitt á markað þegar sú er hugsunin. Hér á landi er töluverður fjöldi sjávarútvegsfyrirtækjanna í eigu fjölskyldna. Fjölskyldufyrirtæki standa oftast en ekki á einhverjum tímamarki frammi fyrir erfiðleikum sem herjar vanalega ekki á önnur fyrirtæki. Það er þegar börn eigenda taka við eignarhaldi fyrirtækjanna, svokölluð kynslóðaskipti. Algengt er að þegar afkomendur eigenda taka við, eru sumir sem vilja selja sinn hlut. Enn og aftur væri það gert einfaldast með skráningu fyrirtækjanna á markað. Kynslóðaskiptin geta því þannig ýtt undir skráningu sjávarútvegsfyrirtækja hér á landi sem mörg eru fjölskyldufyrirtæki (Erla Kristinsdóttir).

### **3.4.3 Æskilegar breytingar svo skráning verði álitleg á ný**

Að framansögðu má álykta að aðstæður í dag teljist almennt álitlegar fyrir skráningu sjávarútvegsfyrirtækja. Þó eru til staðar þættir sem gætu hindrað velgengni sjávarútvegsfyrirtækjanna á markaði. Með réttum viðbrögðum væri þó hægt að koma í veg fyrir neikvæðar afleiðingar þessara þátta. Fyrirtækin sjálf voru áður fyrr fremur þekkt fyrir takmarkaða upplýsingagjöf sem hélt fjárfestum oft á tíðum í myrkrinu varðandi mikilvæga þætti fyrirtækjanna. Lítil upplýsingagjöf getur takmarkað verulega áhuga fjárfesta enda góð upplýsingagjöf mikilvæg fyrir skilvirka markaði. Þar að auki þyrftu sjávarútvegsfyrirtækin að taka upp þá stefnu að auka almennt áhuga á sér til dæmis með aukinni fræðslu á greininni og helstu þáttum sem ákvarða rekstrarárangur fyrirtækjanna. Áhugi meðal fjárfesta var almennt lítill áður fyrr og skiptir því þetta atriði miklu í að vel gangi nú. Fyrirtækin þyrftu að taka upp vaxtarstefnu og benda þannig fjárfestum á skýr markmið til vaxtar. Vaxtarstefna gæti til að mynda verið í aukinni fullvinnslu og nýtingu á núverandi hráefni sem og í þátttöku í alþjóðlegum sjávarútvegi. Þar sem arðgreiðslur til fjárfesta voru venjulega lágar sem þannig skilaði sér í lágu verði, þyrftu félögin að setja sér skýra arðgreiðslustefnu sem ætti að auka áhuga fjárfesta á félögunum ef til skráningar kemur á ný.

Breytingar á því starfsumhverfi sem sjávarútvegsfyrirtækin starfa í eru þó ákjósanlegar svo líkur á skráningu þeirra verði meiri. Eins og velt hefur verið upp hér að framan, hafa viðskiptatakmarkanir erlenda fjárfesta í sjávarútvegi hér á landi ekki verið atvinnugreininni til útflutnings. Breytingar á þeim lögum væru því heppilegar, sérstaklega til að gera mögulega þátttöku erlendra aðila skýrari en hún er í dag. Jafnframt má nefna kvótapakið sem enn ríkir í sjávarútveginum. Fjárfestar hafa löngum leitað í hlutabréf í stórum fyrirtækjum frekar en í þeim litlu, því er augljóst að sjá hvernig kvótapakið getur hamað vexti sjávarútvegsfyrirtækjanna og um leið áhuga fjárfesta á þeim (Ásmundur Gíslason, 2018 & Stefán B. Gunnlaugsson, 2004).

## **4 Sjávarútvegurinn og pólitík**

Það má segja að, þegar sjávarútvegurinn er annars vegar, þá séu pólitísk ágreiningsefni ekki langt undan. Sjávarútvegurinn hefur átt undir högg að sækja í umræðunni í töluverðan tíma og deilur landsmanna um atvinnugreinina hafa tæpast verið meiri en undanfarin misseri. Sjónvarpsþættir, heimildarmyndir og fréttir hafa vakið neikvæða athygli landsmanna á sjávarútveginum og hefur reiðialda oftast en ekki fylgt í kjölfar slíkra umfjallana. Umræðan í aðgerðum varðandi siðferði, eignarhald og annað tengt sjávarútveginum hefur því sjaldan verið meiri. Stjórnmalaflokkar sem og einstaklingar hafa viðrað hugmyndir sínar í fjölmiðlum sem skilað hefur háværum viðbrögðum. Hér verður farið yfir atriði sem snerta hugsanlega sátt í sjávarútveginum á milli almennings og atvinnugreinarinnar auk þess sem skoðað er hvernig ákvarðanir í þessum málum tengjast sjávarútveginum og hlutabréfamarkaðinum. Mikilvægt er að átta sig á því að ef reiði gagnvart sjávarútvegsfyrirtækjum í samfélaginu er mikil, getur það haft neikvæð áhrif á gengi þeirra á hlutabréfamarkaðinum.

### **4.1 Hugmyndir stjórnmalaflokka um sátt í sjávarútveginum**

Í þessum kafla verður reynt að tæpa á nokkrum atriðum og leiðum sem menn hafa velt fyrir sér að geti verið grunnur að nokkurs konar sátt um sjávarútveginn í landinu.

Nauðsynlegt verður að teljast að sem best sátt ríki um helstu atvinnuvegi þjóðarinnar þannig að þær geti skapað ásættanlega velsæld fyrir þjóðina, í öruggu starfsumhverfi. Leiðir að hugsanlegum sáttum er yfirgripsmikið efni og verður sem fyrr segir einungis yfirborðið gárað í þessari yfirferð hér. Á heimasíðum stjórn málaflökkanna má venjulega sjá lista yfir helstu stefnumál þeirra. Nánast undantekningarlaust má þar sjá kafla um sjávarútveginn og hvernig ábati sem myndast í atvinnugreininni er skipt. Almennt má segja að stefnur flokka í sjávarútvegsmálum séu frekar mildar hjá þeim flokkum sem teljast, í hefðbundnum skilningi, hægra megin við miðju, en fremur róttækar hjá þeim flokkum sem tilheyra vinstri væng stjórn málaflókka. Á þessu eru undantekningar, þó sérstaklega í tilfalli Vinstrihreyfingarinnar Græns Framboðs, en stefna þeirra á sér nokkurn samhljóm með stefnu Sjálfstæðisflokksins. Einnig á þetta við um stefnu Viðreisnar sem boðar róttækan uppskurð á úthlutun veiðiheimilda en flokkinn má þó fremur flokka með hægrisinnuðum, frjálslyndum stjórn málaöflum (Viðreisn, e.d. & Vinstri græn, e.d.). Það sem er sameiginlegt í stefnum nær allra flokka er að gegnsæi á eignarhaldi sé greinilegt og að sátt í sjávarútveginum verði með einhverjum leiðum náð. Þetta má glögglega sjá á heimasíðum Sjálfstæðisflokksins og Framsóknar en þar er ekki hægt að sjá kröfu um miklar aðgerðir heldur frekar áherslu á mögulegar breytingar sem ná fram sátt án þess að bylta kerfinu um of (Framsókn, e.d. & Sjálfstæðisflokkurinn, e.d.). Það sama má þó ekki segja um viðhorf annarra flokka um málin. Hér verður gert skil á nokkrum af helstu hugmyndum stjórn málaflökka um aðgerðir sem stuðla eiga að sátt um sjávarútveginn að þeirra mati.

#### **4.1.1 Þjóðareign og innköllun kvóta**

Þegar umræðan um sjávarútveginn er annars vegar má oft á tíðum rekast á hugtakið þjóðareign, bæði hjá stjórn málaflökkum og almenningi. Þó hefur mikið verið rætt og ritað um raunverulega merkingu og tilvist þessa hugtaks. Með þjóðareign er venjulega verið að tala um eignir sem eru í sameiginlegri eigu þjóðarinnar í heild sinni. Þegar rýnt er betur í fræðin getur verið erfitt að sjá hvernig þjóðareign á samleið með einu mikilvægasta hugtaki réttarfræðinnar sem nefnist eignarréttur.

Þegar litið er á sögu mannkynsins má segja að eignarrétturinn spili stórt hlutverk í framfleytingu okkar. Innan eignarréttar-hugtaksins liggja ótal mismunandi réttindi sem

saman mynda það sem við í daglegu tali köllum eignarrétt. Þau mikilvægust eru þó öryggi, einkaréttur, varanleiki og framseljanleiki. Þegar aðili á eign sem fellur undir eignarréttinn er því hægt að búast við ákveðnum réttindum. Ef öryggisréttindin eru uppfyllt býst eigandinn því við að geta haldið eignarréttinum án þess að aðrir aðilar geti tekið það af honum. Einkarétturinn snýst um það að eigandinn getur nýtt sína eign á sinn hátt og öðrum aðilum er óheimilt að nýta eignina í þeirra eigin hag. Þar mætti nefna húsnæði sem gott dæmi. Varanleiki eignarréttisins er einfaldlega sá tími sem eignarrétturinn stendur yfir. Leiga á bíl getur verið dæmi um eignarréttarleg afnot sem ekki eru varanleg til eilíffðar. Að lokum er það framseljanleiki eignarréttisins sem gefur eigandanum kost á að selja eign sína öðrum þegar hann kýs svo.

Til þess að átta okkur betur á því hversu mikilvægur eignarrétturinn er fyrir þróun mannkynsins getum við litið til nokkurra af mestu hagfræðihugsuðum sögunnar. Karl Marx, David Ricardo og Adam Smith voru allir meira og minna sammála um að uppsöfnun auðs auk verkaskiptingar og sérhæfingar, væru grunnstoðirnar í aukinni hagsæld og aukinni framleiðslu. Til að uppsöfnun auðs sé möguleg þurfa fjárfestingar að vera mögulegar. Eðli málsins samkvæmt þarf fólk þó að verða af neyslu í nútíð svo nægt fjármagn sé til fjárfestinga til framtíðar uppskeru. Því gerir fólk ráð fyrir að fá fjárfestinguna til baka auk þess að eiga von um einhvern arð af sjálfri fjárfestingunni. Án eignarréttar væri þetta þó ekki hægt. Ef eignarréttur heyrði sögunni til væri því ekkert um fjárfestingar og neysla yrði á þann hátt að uppsöfnun auðs væri ekki möguleg. Þegar litið er til sérhæfingar og verkaskiptingar má sjá að án viðskipta eru þau hugtök málinu óviðkomandi. Viðskipti eru undirstaða þess að sérhæfing og verkaskipting eru til, enda eru viðskipti í grunninn skipti á eignarrétti.

Snemma á þessari öld var það tillaga Samfylkingarinnar að innkalla og endurdreifa kvóta hér á landi. Þó ekkert sé minnst á það í stefnuskrá þeirra nú, þá má til dæmis sjá á heimasíðu Pírata að þetta er enn hugmynd sem einhverjir stjórnmalaflokkar nútímans virðast hallast að í dag. Eins og komið hefur fram hér að framan og Ragnar Árnason fer ítarlegra yfir í fræðiriti RSE, er ljóst að hugmyndir um innköllun og endurdreifingu kvótans skerðir eignarréttinn allverulega og hægsæld á sama tíma. Hversu mikið hagsældin mun minnka fer eftir því hversu mikil skerðingin er og hversu ábatasöm atvinnugreinin getur verið. Ljóst er að þegar eignarréttaskerðing er í sjávarútveginum getur hagsældin

minnkað töluvert, enda um að ræða verulega ábatasama atvinnugrein (Davíð Þorláksson og fleiri, 2007 & Samfylkingin, e.d.).

Ekki er ljóst af hverju stjórnmalaflokkar myndu vilja minnka hagsæld með tillögum sínum, því er ekki augljóst hver ástæðan fyrir slíkri aðgerð gæti verið. Samhliða þessu mætti einnig spyrja sig hvernig þetta ætti að vera útfært. Þar sem kvóti sjávarútvegsfyrirtækjanna er í raun þeirra eign, enda stærsti hluti hans keyptur á frjálsum markaði, er hann varinn með einhverskonar rétti. Því þyrfti að athuga hvort ríkið þyrfti þá að bæta sjávarútvegsfyrirtækjum tapið sem þau verða fyrir sem yrði eflaust kostnaðarsöm aðgerð. Þar að auki væri heldur augljóst hvar kvótinn myndi enda eftir endurdreifingu hans, það er eflaust hjá þeim sem hafa þekkingu og yfirburði í rekstri, þó sérstaklega eigendur atvinnutækjanna sjálfra, það er núverandi sjávarútvegsfyrirtæki. Því virðist sem slík aðgerð sé einungis kostnaðarsöm sem á endanum hefur engin alvöru áhrif, nema möguleg sýndarmennska stjórnmalaflokka til að skapa þeirra réttlæti. Hagkvæmara væri að hækka veiðileyfagjöld og þannig tryggja að samfélagið í heild sinni hlotnist meiri ábati af fiskimiðum Íslands (Davíð Þorláksson og fleiri, 2007).

#### **4.1.2 Fyrirskipun sjávarútvegsfyrirtækja á hlutabréfamarkað**

Nýlega hafa stjórnmalaflokkar velt fyrir sér fleiri leiðum til þess að ná fram árangri í meintri sáttargerð í sjávarútveginum, þar sem engar leiðir hafa hingað til skilað árangri. Fyrirskipun ríkisins, eða hvati til skráningar sjávarútvegsfyrirtækja á markað hefur því verið ein hugmynd sem skoðuð hefur verið. Þá væri þeim fyrirtækjum sem halda ákveðnu magni kvóta í raun skipað eða hvött til skráningar á hlutabréfamarkað. Með því á gegnsæi í sjávarútveginum að verða meira og þannig stuðla að sátt í sjávarútveginum. Þessi hugmynd virðist mun hentugri og afkastameiri þegar kemur að sáttargerð í atvinnugreininni. Eins og fram hefur komið fyrr í þessari ritgerð er upplýsingaskylda og gegnsæi fyrirtækja á markaði mun meira og því álitlegur kostur þegar kemur að nokkurs konar friði milli almennings og sjávarútvegarins. Almennigur myndi þannig geta skyggst með betri hætti inn í rekstur fyrirtækjanna og séð hvernig starfsemin virkar. Ekki er ljóst

hversu stór fyrirtækin sem myndu falla inn í þessa fyrirskipun yrðu að vera, enda hugmyndin sjálf nokkuð ný af nálinni.

## **4.2 Hverju á slíkt að áorka?**

Nú þegar farið hefur verið yfir helstu hugmyndir til þess að ná sátt um sjávarútveginn er þarft að átta sig á því hvað felst í þessari sátt, hverju er nákvæmlega verið að reyna áorka. Þegar kemur að því má helst nefna tvo þætti sem útlit er fyrir að skipti landsmenn mestu máli. Annars vegar má nefna upplifun almennings um að í sjávarútvegi megi finna dæmi um óeðlilega viðskiptahætti og hins vegar hlutdeild almennings í hagnaði sjávarúvegarins. Vert er að kanna betur hvað um er verið að tala með því.

### **4.2.1 Óeðlilegir viðskiptahættir?**

Ef Covid faraldurinn er ekki tekinn með, hefur trúlega mest verið rætt og ritað um Samherjamálið svokallaða síðustu ár. Eins og frægt er var heimildarþáttur sýndur á RÚV í október 2019 sem fjallaði um meint mútumál Samherja í Namibíu. Því var haldið fram að starfsmenn Samherja hafi í áraraði greitt háttsettum og valdamiklum einstaklingum í Namibíu fé til þess eins að komast yfir kvóta þar í landi (Birgir Þór Aðalsteinsson og Tryggvi Aðalbjörnsson, 2019). Þáttur Kveiks olli miklu fjaðrafoki hér á landi og neikvæð umræða um íslenskan sjávarútveg magnaðist upp. Almennigur og einstaka þingmenn kröfðust tafarlausra aðgerða. Þó engin sekt hafi verið sönnuð á hendur Samherja, þá eða nú, er þó vert að velta fyrir sé hvernig viðskiptahættir tíðkast í fyrirtækjum sjávarútveginum. Ekki er hægt með nokkru móti hægt að segja annað en að viðskiptahættir sjávarútvegsfyrirtækja sé sambærilegir fyrirtækja í öðrum atvinnugreinum. En í tilfalli sjávarútvegsins, skiptir sérstöku máli, að greinin byggir á nýtingu viðkvæmra náttúrulegra auðlinda. Þegar um náttúrulega auðlind er að ræða líkt og fiskimiðin, tíðkast að landsmenn vilji slá huglægri eign sinni á auðlindina. Verndunarsjónarmið til handa náttúrunnar eru rík og skipting arðs af auðlindinni stöðugt til skoðunar. Vegna þessa getur umræðan orðið ákafari þegar kemur að sjávarútveginum en öðrum greinum, því fara fréttir um meinta óeðlilega viðskiptahætti fyrir brjóstið á landsmönnum, sama hversu mikið er til í þeim. Þar sem fjárhæðir eru háar er oft auðveldara að ýta undir samanburð

og umræðu um sanngirni í pólitískum tilgangi. Fyrirtæki sem hafa sprottið uppúr þekkingu íslensks sjávarútvegs og hafa notið mikils stuðnings greinarinnar virðast þó ekki þurfa að hafa áhyggjur af slíkri umræðu jafnvel þótt umfang og markaðsvirði þeirra fyrirtækja séu mun hærri en samanlagt markaðsvirði núverandi skráðra sjávarútvegsfyrirtækja.

Þar sem kostir við skráningu á markað eykur gegnsæi fyrirtækja, gæti verið að góð ákvörðun væri að fá sjávarútvegsfyrirtækin á hlutabréfamarkað. Að sjálfsgöðu myndi það ekki gera óeðlilega viðskiptahætti ómögulega en trúlega gera fyrirtækjum það erfiðara fyrir. Krafa um aukna upplýsingagjöf um samfélagslega ábyrgð og sjálfbærni hefur rutt sér rúms, sérstaklega á skráð fyrirtæki.

#### **4.2.2 Hlutdeild almennings í hagnaði sjávarútvegsins**

Eðli málsins samkvæmt dreifist eignarhald fyrirtækis við skráningu á hlutabréfamarkað. Í stað fárra stórra hluthafa verður meira um minni hluthafa. Þessir hluthafar geta þannig grætt á hækkun verðs hlutabréfanna og möguleiki er á arðgreiðslu. Þar sem almenningur getur keypt hluti í fyrirtækjum á markaði, opnar það möguleikann á því að landsmenn geti notið ávinnings sem verður til í þeirri atvinnugrein sem fyrirtækið starfar í. Sjávarútvegurinn er þar meðtalin. Með því að skrá sjávarútvegsfyrirtækin á hlutabréfamarkað er þannig hægt að tryggja að almenningur fái meiri hlutdeild í hagnaði sjávarútvegsfyrirtækjanna. Ekki er ólíklegt að slíkt myndi ýta undir sátt í atvinnugreininni. Reiði hefur verið á meðal landsmanna yfir miklum hagnaði sem sjávarútvegsfyrirtækin skila og þá aðallega hversu efnaðir eigendur þeirra eru. Með því að tryggja að almenningur fái að sjá eitthvað af þessum hagnaði er þannig hægt að gera ráð fyrir að sátt ætti að aukast. Í ljósi þess að virkustu og stærstu þátttakendur á íslenskum hlutabréfamarkaði eru íslenskir lífeyrissjóðir, má með sanni segja að almenningur, í nútíð og framtíð, sé í raun orðinn eigandi í hinum skráðu sjávarútvegsfyrirtækjum. Má eflaust halda því fram að með þessum hætti muni frekari fjárfesting lífeyrissjóða í sjávarútvegsfyrirtækjum geta átt einhvern þátt í að skapa þessa sátt í nálægri framtíð. Þó er vert að nefna að of mikil hlutdeild lífeyrissjóða gæti haft skaðleg áhrif á samkeppni á markaði og því brýnt að eftirlit með því sé stöðugt til staðar (Alma Ómarsdóttir, 2022).



### 4.2.3 Vandkvæði við sáttaraðgerðir í sjávarútvegi

Sé það almenn afstaða aðila, að skráning sjávarútvegsfyrirtækja á markað geti stuðlað að sátt um fiskveiðistjórnunarkerfi okkar Íslendinga þarf að íhuga með hvaða hætti þetta gæti komið til framkvæmda. Vissulega væri best ef eigendur fyrirtækjanna mætu það jákvætt fyrir þau og rekstrargrundvöll þeirra, að skrá félögin af fúsum og frjálsum vilja. Jafnvel væri hægt að setja fram einhverja frekari hvata til þess að hjálpa aðilum að taka þessa ákvörðun, ef sáttin sjálf er ekki nægjanleg ein og sér, eða að vissan um sátt að lokinni skráningu sé ekki til staðar. Í fljótu bragði er hér ekki um lagalegan ágreining um aðgerðina að ræða, enda valfrjáls aðgerð eigenda fyrirtækjanna. Komi upp sú hugmynd að þvinga sjávarútvegsfyrirtækin til skráningar má telja næsta víst að reyna mun á lagaleg álitafni slíkrar aðgerðar. Ekki eru dæmi, hér á landi, um að nokkurt fyrirtæki hafi verið skikkað til skráningar á hlutabréfamarkað af opinberum aðilum. Ef hliðstæð mál eru hins vegar skoðuð erlendis, má til að mynda sjá lagagrein frá Bandaríkjunum þar sem möguleiki er á slíkri þvingun. Samkvæmt 12. grein Securities Exchange Act of 1934 er Verðbréfa- og kaupþingisnefnd Bandaríkja (e. SEC), heimilt að þvinga óskráð fyrirtæki á hlutabréfamarkað undir ákveðnum kringumstæðum. Þegar þessu lagaúrræði er framfylgt er því venjulega beint að óskráðu fyrirtæki sem hefur fleiri en 500 hluthafa og á eignir fyrir meira en 10.000.000 bandaríkjadala (SEC, 2016). Hér á landi finnast þó engin lög sem heimila stjórnvöldum að hlutast til um þvingun fyrirtækis á hlutabréfamarkað. Því er einkar ólíklegt að krafa um skráningu sjávarútvegsfyrirtækja á markað geti orðið að veruleika, a.m.k. undir þeim lagaramma sem nú er til staðar í landinu.

Eins og áður hefur komið fram, er aukin upplýsingagjöf til fjárfesta og almennings, samfara skráningu fyrirtækja í kauphöll. Að ákveðnu leyti má færa rök að því, að nú þegar séu stærri sjávarútvegsfyrirtæki með ríkari upplýsingaskyldu en önnur fyrirtæki. Hér er átt við upplýsingaskyldu sem lögð er á kerfislega mikilvæg fyrirtæki. Á 150. Löggjafarþingi Íslendinga var lagt fram frumvarp til breytinga á lögum um ársreikninga nr. 2/2006 og á lögum um endurskoðendur og endurskoðun nr. 94/2019 þar sem sjávarútvegsfyrirtæki yfir ákveðinni stærð eru flokkuð þar á meðal. Fari fyrirtæki yfir tvö af eftirfarandi þremur viðmiðum telst félagið til kerfislegra mikilvægra fyrirtækja, það er, með heildareignir yfir 3 milljarða króna, hreina veltu hærri en 6 milljarðar króna og loks, hefur meðalfjöldi ársverka yfir 250. Með breytingum á þessum lögum hafa orðið ýmsar breytingar á upplýsingagjöf og verklagi við bókhald þessa fyrirtækja. Nú eru gerðar auknar kröfur á

viðbótarupplýsingar um árangur, áhættu og óvissuþætti fyrirtækjanna. Er þetta beinlínis gert til þess að auka traust almennings á íslensku atvinnulífi í heild og snertir það nú sjávarútveginn að miklu leyti. Með auknu trausti og gegnsæi ætti því stórt skref að vera stigið í átt að sátt í sjávarútveginum. Í greinargerð með frumvarpinu er sérstaklega tekið fram, að samþykkt frumvarpsins kunni að hafa í för með sér aukinn kostnað fyrir þá lögaðila sem falla undir skilgreiningu þessara kerfislega mikilvægra fyrirtækja. Er þarna bent á kostnað vegna kröfu um aukinnar upplýsingagjafir í ársreikningum, góðra stjórnarháttar og ófjárhagslegra upplýsinga. Það má velta því fyrir sér, hvort þessi breyting á lagarammanum sé í raun hagkvæmari en hugmyndir um kröfu á skráningu sjávarútvegsfyrirtækjanna á hlutabréfamarkað, en báðar aðgerðir eiga að stuðla að sátt í atvinnugreininni, meðal annars á grundvelli aukinnar upplýsingagjafir (frumvarp til laga, lög um ársreikninga nr. 3/2006 með síðari breytingum & lög um endurskoðendur og endurskoðun nr. 94/2019 með síðari breytingum).

Væntingar um sættir um kerfislega stjórnun fiskveiða við Íslandsstrendur eru kannski byggðar á sandi. Þegar hugmyndir um skráningu sjávarútvegsfyrirtækja í kauphöll eru taldar vænlegar til sáttar, er ekki óeðlilegt að hugurinn reiki til þess tíma sem fjöldi skráðra sjávarútvegsfyrirtækja var mestur. Ríkti þá sátt um kvótakerfið á Íslandi? Ég er ekki viss um að svarið við þeirri spurningu sé já, enda hefur verið bent á, að deilur um kerfið hafi átt sinn þátt í að fyrirtækin hurfu úr kauphöllinni. Hugsanlegt er að atvinnugrein líkt og sjávarútvegurinn er, sé dæmd til þess að vera stanslaust á milli tannanna á fólki í neikvæðum skilningi. Þegar kemur að nýtingu náttúruauðlinda getur verið erfitt að finna jafnvægi á milli hagkvæmrar nýtingar á auðlindinni og huglægra þátta sem einstaklingar kunna að líta til. Eignamyndun einstaklinga í greinum sem tengjast nýtingu auðlinda kunna einnig að verða umdeildari en í öðrum greinum, jafnvel þótt rekstrar og efnahagsleg hlutföll séu svipuð á milli atvinnugreina. Það er því algerlega óvíst hvort aðgerðir muni einhvern tíman leiða til aukinnar eða varanlegrar sáttar í sjávarútvegi á Íslandi.

## 5 Lokaorð

Tilgangur þessarar ritgerðar var að kanna hvort sjávarútvegsfyrirtæki á Íslandi ættu afturkvæmt á hlutabréfamarkað enda lítið af þeim verið skráð á markað í tæp tuttugu ár. Saga hlutabréfamarkaðarins veitti þannig innsýn í hvað það var sem dreif áfram inngöngu sjávarútvegsfyrirtækjanna á markað. Hlutabréfamarkaðurinn var settur á fót hér á landi tiltölulega seint miðað við önnur þróunarríki en tók við sér frekar hratt. Ófá sjávarútvegsfyrirtækin litu á hlutabréfamarkaðinn sem góða leið til frekari hagræðingar og sem leið fyrir stofnfjárfesta til þess að losa um eignarhald sitt í fyrirtækjunum. Á sama tíma voru breytingar á kvótakerfinu hagfræðilega mikilvægar sjávarútveginum og gerðu honum kleift að stækka hratt og örugglega og auka rekstraröryggi þeirra. Þegar allmörg sjávarútvegsfyrirtæki höfðu komið inn á markað tók við tímabil sem einkenndist af afskráningum sjávarútvegsfyrirtækjanna, þá aðallega vegna samruna og yfirtöku enda hafði nýskráning hjálpað vel reknum fyrirtækjum til að stækka verulega. Því má áætla að brotthvarf sjávarútvegsfyrirtækjanna hafi verið að einhverju leyti eðlileg þróun.

Samkvæmt fræðunum mun rekstur fyrirtækjanna breytast við skráningu á markað. Auðveldara er fyrir fyrirtækin að sækja fjármagn, seljanleiki bréfanna eykst og þar með verð þeirra. Þá eykst umfjöllun um fyrirtæki við skráningu sem virkar sem eins konar auglýsing fyrir þau. Skráning á markað getur reynst fyrirtækjum sem eru í vaxtarhugleiðingum gott tækifæri til hagræðingar. Þó eru vandamál einnig til staðar þegar nýskráning er annars vegar. Kostnaður við skráningu er verulegur og hamlar því minni fyrirtækjum þegar kemur að nýskráningu. Þá getur aukið gegnsæi komið sér illa fyrir fyrirtæki í einhverju tilfellum, enda hafa samkeppnisaðilar einnig aðgang að öllum þeim upplýsingum sem gefnar eru út. Enn fremur eykst hættan á að stofnendur og eigendur fyrirtækjanna missi völd fljótlega eftir skráningu sem getur haft áhrif þegar fjölskyldufyrirtæki sem vilja halda í völd íhuga innkomu á markað. Þar sem allmörg sjávarútvegsfyrirtæki hér á landi eru fjölskyldufyrirtæki getur þetta haft töluvert áhrif á ákvörðun stjórnenda þeirra til skráningar á hlutabréfamarkað. Umboðsvandinn getur þó hæglega komið upp hjá skráðum fyrirtækjum sem getur reynst rekstrinum erfiður, enda stefna eigenda ekki endilega í samræmi við stefnu og hagsmuni forstjóra í skráðum fyrirtækjum.

Þegar því er velt fyrir sér hvor skynsamlegt skref fyrir sjávarútveginn sé að ryðjast inn á markaðinn á ný er erfitt að koma með endanlegt svar. Hlutabréfamarkaðurinn hefur verið á miklu flugi undanfarið og viðskiptaumhverfið má kallast ásættanlegt, þrátt fyrir að nokkrar breytingar þar á gætu talist nauðsynlegar. Þar að auki gætu sjávarútvegsfyrirtæki sem búa sig undir kynslóðarskipti nýtt sér hlutabréfamarkaðinn til þess að veita þeim erfingjum tækifæri sem kjósa, að selja sig út úr fyrirtækinu. Þó sjávarútvegsfyrirtæki séu talin til virðisfyrirtækja sem oftast en ekki eru kjörin til þess að vera óskráð fyrirtæki, er uppgangur hlutabréfamarkaðarins nú svo mikill, að áhugi á bréfum sjávarútvegsfyrirtækja væri trúlega töluverður þrátt fyrir að sagan segi annað.

Þegar öllu er þó á botninn hvolft er mikilvægt að átta sig á, að það hentar ekki öllum sjávarútvegsfyrirtækjum að leita sér skráningar á markað. Nauðsynlegt er fyrir hvert sjávarútvegsfyrirtæki að fara í kostnaðar- og ábatagreiningu, til þess að fá hagfræðilega niðurstöðu í málið. Skortur á slíkri greiningu er í hugmyndum stjórn málaflókka, sem einhverjir telja að skráning sjávarútvegsfyrirtækja á markað geti skapað sátt í landinu um stjórn fiskveiða. Hugsanlegt er að einhver þeirra fyrirtækja sem skikkuð verða á markað geti í raun orðið fyrir hagfræðilegu tapi. Gæti slíkt því aukið enn frekar yfirtökur þeirra fyrirtækja sem vegnar vel á markaði. Þessi hugmynd um sátt á grundvelli skráningar er allrar virðingar verð, en eftir stendur spurningin ósvöruð, af hverju var ekki sátt um stjórn fiskveiða á Íslandi þegar flest fyrirtæki í sjávarútvegi Íslendinga voru skráð í kauphöll?

Ljóst er að ávinningur þess að leiða saman sjávarútveginn og hlutabréfamarkaðinn er án efa til staðar. Mikilvægt er þó að slíkar ákvarðanir séu teknar af fyrirtækjum með hagfræðileg sjónarmið að leiðarljósi, enda fyrirtæki jafn ólík og þau eru mörg. Ekki sýnist mér aðgerðir til að krefjast skráningar þessara fyrirtækja séu til þess fallnar að auka sátt um sjávarútveginn ef tekið er mið af sögunni. Þó skal ekki dregið úr þeirri staðreynd að með með eignaþátttöku íslenskra lífeyrissjóða í sjávarútvegsfyrirtækjum myndast víðtæk eignaréttindi íslensks almennings í þeim. Þessi eignaþátttaka með gegnsæjum upplýsingum um rekstur fyrirtækjanna tel ég geta myndað nauðsynlegan grun til þessarar sáttar.

## Heimildaskrá

- Akguc, S., Jongmoo, J.C. og Kim S.J. (2015). *Do Private Firms Perform Better than Public Firms*. Temple University.  
[http://www.apjfs.org/resource/global/cafm/2015\\_3\\_1.pdf](http://www.apjfs.org/resource/global/cafm/2015_3_1.pdf)
- Allee, K.D, Badertscher, B.A og Yohn, T.L. (2015). *Private versus public ownership: Implications for future profitability*. University of Wisconsin – Madison, University of Notre Dame og Indiana University.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/0022-1082.25448>
- Alma Ómarsdóttir. (2022, 24. mars). Skaðlegt ef lífeyrissjóðir verða of stórir á markaði. *Ríkisútvarpið*. <https://www.ruv.is/frett/2022/03/24/skadlegt-ef-lifeyrissjodir-verda-of-storir-a-markadi>
- Ágúst Einarsson. (2003). Álitaefni á íslenska hlutabréfamarkaðinum. *Vísbinding*, 43(21), 1-9. [https://www.bifrost.is/media/1/skra\\_0017023.pdf](https://www.bifrost.is/media/1/skra_0017023.pdf)
- Ásmundur Gíslason. (2018). *Hlutabréfamarkaðurinn og sjávarútvegur*.  
<https://sjarvarutvegsradstefnan.is/wp-content/uploads/2018/11/asmundur.pdf>
- Birgir Þór Aðalsteinsson og Tryggvi Aðalbjörnsson. (2019). Samherjaskjöldin á 3 mínútum. *Ríkisútvarpið*. <https://www.ruv.is/frett/samherjaskjolin-a-3-minutum>
- Birgir Þór Runólfsson. (2007). Skipulag fiskveiða og sköpun arðs: Hver eru tengslins?  
*Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 9(2), 1-24.  
<http://www.efnahagsmal.is/article/view/a.2012.9.2.2/pdf>
- Blanchard, O. (2017). *Macroeconomics*. Pearson Education.
- CNN Business. (2015). *Best performing global markets*.  
<https://money.cnn.com/interactive/investing/best-performing-global-markets/>
- Davíð Þorláksson, Guðrún Gauksdóttir, Ragnar Árnason, Sigurgeir B. Kristgeirsson og Sigurður Líndal. (2007). Þjóðareign. *Rannsóknarmiðstöð um samfélags- og efnahagsmál*. [http://stjornlagarad.is/servlet/file/þjóðareign+-þýðing+og+áhrif+stjórnarskrárákvæðis.pdf?ITEM\\_ENT\\_ID=32970&ITEM\\_VERSION=4&COLLSPEC\\_ENT\\_ID=98](http://stjornlagarad.is/servlet/file/þjóðareign+-þýðing+og+áhrif+stjórnarskrárákvæðis.pdf?ITEM_ENT_ID=32970&ITEM_VERSION=4&COLLSPEC_ENT_ID=98)

- Doran, J.S. og Wright, C. (2007). What Really Matters When Buying and Selling Stocks? *Financial Education*, 8(1), 35-61.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=980291](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=980291)
- Eggert Þór Aðalgeirsson. (2021, 28. nóvember). Næstu skref hlutabréfamarkaðarins. *Viðskiptablaðið*. <https://www.vb.is/skodun/naestu-skref-hlutabrefamarkadarins/171630/>
- Ehrardt, O. og Nowak, E. (2003). The Effect of IPOs on German Family-Owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure and Performance. *Journal of Small Business Management*, 41(2), 222-232.  
<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1111/1540-627X.00078?journalCode=ujbm20>
- Elín Guðjónsdóttir. (e.d.). *Íslenskur hlutafjórmarkaður*.  
<https://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=1257>
- Erla Kristinsdóttir. (2009). *Kauphöll og sjávarútvegur [eiga þau samleið?]*. Skemman.  
<http://hdl.handle.net/1946/2635>
- Fiskistofa. (2019). *Aflahlutdeild stærstu útgerða*.  
<https://www.fiskistofa.is/umfiskistofu/frettir/aflahlutdeild-staerstu-utgerda-2>
- Framsókn. (e.d.). *Atvinnu- og efnahagsmál*. Framsókn.  
<https://framsokn.is/malefnin/efnahagur/>
- Frumvarp til laga um breytingu á lögum um ársreikninga og lögum um endurskoðendur og endurskoðun (gagnsæi stærri kerfislega mikilvægra félaga).
- Gísli Pálsson og Agnar Helgason. (1995). *Figuring fish and measuring men: The quota system in Icelandic cod fishery*. Háskóli Íslands.  
[https://dlc.dlib.indiana.edu/dlc/bitstream/handle/10535/2129/Figuring\\_Fish\\_and\\_a\\_Measuring\\_Men\\_The\\_Quota\\_System\\_in\\_the\\_Icelandic\\_Cod\\_Fishery.pdf?sequ=1](https://dlc.dlib.indiana.edu/dlc/bitstream/handle/10535/2129/Figuring_Fish_and_a_Measuring_Men_The_Quota_System_in_the_Icelandic_Cod_Fishery.pdf?sequ=1)
- Gylfi Magnússon. (2007). *Markaður verður til: Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins*. Rafhlaðan.  
<https://rafhladan.is/bitstream/handle/10802/5078/R0701.pdf?sequence=1>

- Hörður Egiðsson. (2021, 15. júní). Níföld eftirspurn í útboði Íslandsbanka og fjöldi hluthafa 24 þúsund. *Fréttablaðið*.  
<https://www.frettabladid.is/markadurinn/nifold-umframeftirspurn-i-utbodi-islandsbanka-og-fjoldi-hluthafa-verdur-24-thusund/>
- Hörður Egiðsson. (2022, 13. febrúar). Útboð og skráning Íslandsbanka kostaði ríkissjóð yfir 1.700 milljónir. *Vísir*. <https://www.visir.is/g/20222221996d>
- Íslensk Verðbréf hf. (e.d.). *Verðskrá fyrirtækjaráðgjafar*.  
<https://www.iv.is/is/fyrirtaekjaradgjof/verdskra-fyrirtaekjaradgjafar>
- Jensen, M.C. (1976). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, 4(2), 1-57.  
[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=173452](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173452)
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.  
<https://www.jstor.org/stable/1818789?seq=1>
- Kauphöll Íslands. (e.d.) *Reglur fyrir útgefendur verðbréfa í Kauphöll Íslands hf.*  
<http://news.icex.is/attachments/other/Utgefendareglur.pdf>
- Keldan. (2022). *Heimasíða Keldunnar*. <https://www.keldan.is>
- KPMG. (2015). *A Guide to Going Public*.  
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/06/KPMG-A-Guide-to-Going-Public-Interactive.pdf>
- Latham, S. og Braun, M.R. (2010). To IPO or Not To IPO: Risks, Uncertainty and the Decision to Go Public. *British Journal of Management*, 21, 666-683.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1467-8551.2010.00707.x>
- Lög um ársreikninga nr. 3/2006.
- Lög um endurskoðendur og endurskoðun nr. 94/2019.
- Lög um fjárfestingu erlendra aðila í atvinnurekstri nr. 34/1991.
- Lög um stjórn fiskveiða nr. 38/1990.
- Nasdaq. (2022a). *Nasdaq Iceland*. Óbirt vinnuskjal.
- Nasdaq. (2022b). *Vinnuskjal Nasdaq*. Óbirt vinnuskjal.

- Nasdaq. (e.d.). *Áfangar í sögu Nasdaq Nordic*. Nasdaq.  
<http://www.nasdaqomxnordic.com/umokkur>
- Pagano, M., Panetta, F. og Zingales, L. (1998). Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/0022-1082.25448>
- Phalippou, L. (2009). Beware of Venturing into Private Equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 147-166. <http://www.jstor.org/stable/27648298>
- Rao, S.M., Waters, M.S. og Payne, B. (1995). Going Private: A Financial Profile. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 8(3), 53-59.  
[https://www.researchgate.net/publication/237420309\\_GOING\\_PRIVATE\\_A\\_FINANC\\_PROFILE](https://www.researchgate.net/publication/237420309_GOING_PRIVATE_A_FINANC_PROFILE)
- Reglugerð um opinbera skráningu verðbréfa í kauphöll nr. 245/2006.
- Samfylkingin. (e.d.). *Jafnaðarstefna í efnahags- og atvinnumálum*. xS.  
<https://xs.is/malefnin/jafnaðarstefna-efnahags-atvinnumal/nyting-natturuauðlinda--sjalfbærni-og-almannahagsmunir>
- Samherji hf. (2020). *Ársreikningur samstæðunnar 2020*. Samherji hf.
- SEC. (2016). *Changes to Exchange Act Registration Requirements to Implement Title V and Title VI of the JOBS act*. SEC. <https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/jobs-act-section-12g-small-business-compliance-guide.htm>
- Seðlabanki Íslands. (e.d.). *Meginvextir SÍ*. <https://www.sedlabanki.is/annad-efni/meginvextir-si/>
- Síldarvinnslan hf. (2021). *Rúmlega tvöföld eftirspurn í hlutafjárútboð Síldarvinnslunnar hf.* <https://svn.is/rumlega-tvofold-eftirspurn-i-hlutafjarutbodi-sildarvinnslunnar-hf/>
- Stefán B. Gunnlaugsson. (2004). *Sjávarútvegurinn í kauphöll: Saga og greining*. Óbirt greinargerð.
- Thaler, R.H. (2015). *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. W.W. Norton & Company, Inc.
- Viðreisn. (e.d.). *Sátt um sjávarútveginn*. Viðreisn.  
<https://vidreisn.is/malefni/sjavarutvegur/>



- Viðskiptablaðið. (2014). Norskur banki sækir í sjávarútvegslánin. *Viðskiptablaðið*.  
[https://www.vb.is/frettir/norskur-banki-saekir-i-sjavarutvegslanin/109686/?q=samkeppni&fbclid=IwAR21krVyZRIBivQCJMy-ji9ajKzORmb6\\_12ebaZpursr9WaWA8gTrnL7FNQ](https://www.vb.is/frettir/norskur-banki-saekir-i-sjavarutvegslanin/109686/?q=samkeppni&fbclid=IwAR21krVyZRIBivQCJMy-ji9ajKzORmb6_12ebaZpursr9WaWA8gTrnL7FNQ)
- Vinstri græn. (e.d.). *Auðlindir hafs og stranda*. Vinstri græn.  
<https://vg.is/stefna/audlindir-hafs-og-stranda/>
- Þorvaldur Gylfason. (1993). *Hagkvæmni og réttlæti*. Hið íslenska bókmenntafélag.
- Þórður Friðjónsson. (2003). Alþjóðlegur sjávarútvegsmarkaður á Íslandi? *Vísbinding*, 23(23), 3-4. <https://timarit.is/page/3143957#page/n3/mode/2up>

