

# HAGFRÆÐISTOFNUN HÁSKÓLA ÍSLANDS

---

Hagfræðistofnun Háskóla Íslands  
Aragötu 14  
Sími: 525 4535/525 4500  
Fax: 525 4096  
Heimasíða: [www.ioes.hi.is](http://www.ioes.hi.is)  
Tölvufang: [gunnarha@hi.is](mailto:gunnarha@hi.is)

Skýrsla nr. R07:01

## **Markaður verður til: Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins**

Desember 2007

*Markaður verður til:  
Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins*

eftir Gylfa Magnússon

**Efnisyfirlit**

|  |    |
|--|----|
| Efnisyfirlit.....                      | 2  |
| Útdráttur .....                        | 3  |
| Íslensk hlutafélög á fyrri tímum ..... | 4  |
| Íslensk almenningshlutafélög .....     | 6  |
| Tilraunir til að koma á markaði .....  | 11 |
| Einkavæðing .....                      | 17 |
| Skattar og arðgreiðslur .....          | 18 |
| Gengi og verðbólga.....                | 22 |
| Ríkisumsvif og skömmtun lánsfjár.....  | 24 |
| Fjármagnsflutningur á milli landa..... | 28 |
| Markaður verður til .....              | 31 |
| Vandræðagangur .....                   | 34 |
| Niðurstaða.....                        | 37 |
| Viðauki: Vöxtur og ávöxtun .....       | 39 |
| Heimildir .....                        | 41 |

*Markaður verður til: Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins*eftir Gylfa Magnússon<sup>1</sup>**Útdráttur**

Í grein þessari er fjallað um forsögu og tilurð íslenska hlutabréfamarkaðarins. Markaðurinn er mjög ungur í samanburði við markaði nágrannalandsanna. Það virðist eiga sér allmargar skýringar. Það umhverfi sem íslenski hlutabréfamarkaðurinn spratt úr var meingallað. Margar hindranir voru í vegi fyrir því að hér kæmist á markaður með hlutabréf. Hlutafélagiformið var notað vegna takmarkaðrar ábyrgðar eigenda á rekstrinum en ekki til að safna fé frá mörgum. Þegar fé var safnað frá mörgum þá var höfðað til borgaralegrar skyldu frekar en hagnaðarvonar. Skattkerfið ýtti undir lánsfjármögnun og gjafvextir bankakerfisins höfðu sömu áhrif. Íslenski fjármálamarkaðurinn var einangraður frá erlendum mörkuðum. Landlægir ósiðir í rekstri hlutafélaga fældu frá fjárfesta, hömlur voru á framsal hluta, arðgreiðslur litlar, réttindi minnihluta lítt virt en innherjar sátu að helstu. Opinber fyrirtæki og samvinnufélög voru mjög umsvifamikil. Loks var almennt rekstrarumhverfi fyrirtækja á margan hátt óhagstætt.

Á níunda og tíunda áratuginum voru fyrrnefndar hindranir fjarlægðar ein af annarri. Verðtrygging og vaxtafrelsi gerðu lánsfjármarkaðinn eðlilegri. Verðbólguþrekingsskil og lækkun verðbólgu drógu úr skaðsemi hennar. Skattlagning fjármagnstekna komst í eðlilegt horf og sérstök ívilnun vegna hlutabréfakaupa ýtti mjög undir þau. Vöxtur lífeyriskerfisins ýtti undir sparnað og skapaði spurn eftir hlutabréfum. Hluthöfum fjölgaði mikið við einkavæðingu ríkisfyrirtækja. Hún þýddi jafnframt að stærri hluti hagkerfisins var rekinn á hlutafélagiformi. Sömu áhrif hafði hrun samvinnuhreyfingarinnar. Einkavæðing bankakerfisins leiddi jafnframt beint eða óbeint til ýmiss konar uppstokkunar í íslensku efnahagslífi.

Þegar loks var farið af stað varð uppbyggingin afar hröð. Það kemur vel heim og saman við fræðikenningar um nethrif (e. network externalities) á mörkuðum.

---

<sup>1</sup> Höfundur er dósent í viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands. Nokkrir hlutar þessarar rannsóknar voru kynntir á Þjóðarspeglinum 2007. Höfundur vill þakka þátttakendum þar og á málstofu um hagsögu við Háskóla Íslands gagnlegar athugasemdir.

## Íslensk hlutafélög á fyrri tímum

Íslenski hlutabréfamarkaðurinn er kornungur. Saga hans nær ekki nema rétt rúm 20 ár aftur í tímann. Í ljósi þessarar stuttu sögu er næsta ótrúlegt hve umsvifamikill markaðurinn er orðinn. Bernsku markaðarins íslenska má sjá með því að bera saman við nágrannalöndin. Öll stóru Norðurlöndin fjögur hafa haft starfandi hlutabréfamarkað í heila öld eða því sem næst og Danir raunar mun lengur.<sup>2</sup>

Þótt viðskipti með hlutabréf hafi sáralítill verið fyrr en síðustu tvo áratugi nær saga hlutafélaga á Íslandi yfir meira en tvær og hálfu öld. Innréttlingarnar voru stofnaðar á alþingi 17. júlí 1751, með þrettán hluthöfum og um 1550 ríkisdali í hlutafé. Innréttlingarnar stóðu ekki undir þeim væntingum sem gerðar voru til fyrirtækisins þrátt fyrir að hafa fengið rausnarlegan stuðning konungs árum saman. Hlutafélagið rak ekki Innréttlingarnar lengi því að árið 1764 tók Almenna verslunarfélagið, sem hafði einokunarverslunina með höndum, við rekstrinum. Aftur var skipt um rekstraraðila nokkrum sinnum en oftast gekk illa og loks lagðist reksturinn af skömmu eftir aldamótin 1800.

Margir eigendur voru að ýmsum samvinnufélögum, kaupfélögum, sparisjóðum og svokölluðum gagnkvæmum tryggingarfélögum sem stofnuð voru á 19. öld án þess að hlutafélagsformið væri notað. Nokkur þessara fyrirtækja starfa enn, með meira en aldar sögu að baki. Íslendingar voru nokkuð fljótir að tileinka sér önnur félagsform en hlutafélagiformið. Yfirleitt

---

<sup>2</sup> Austur-Indía félagið hollenska er oft talið fyrsta hlutafélagið, þótt það sé reyndar umdeilt. Viðskipti hófust með hlutabréf þess í kauphöllinni í Amsterdam árið 1602, sem er því jafnframt oftast talin elsta kauphöll í heimi. Kauphöllin í Amsterdam sameinaðist kauphöllunum í Brussel og París árið 2000. Eftir enn frekari samruna er kauphöllin nú hluti af NYSE Euronext. Sögu kauphallarinnar í Kaupmannahöfn má einnig rekja allt aftur til 17. aldar en kauphallirnar á hinum Norðurlöndum eiga sér nokkuð skemmri sögu. Í öllum löndunum var þó kominn á skipulagður markaður fyrir hlutabréf á 19. öld eða snemma í upphafi þeirrar 20.

er kaupfélag sem stofnað var í Rochdale í Englandi árið 1844 talið fyrsta kaupfélagið. Fyrsta íslenska kaupfélagið var stofnað tæpum fjörtíu árum síðar, árið 1882 í Þingeyjarsýslu. Elstur nú starfandi sparisjóða er Sparisjóður Siglfirðinga, stofnaður 1874. Sparnaðarsjóður búlausra í Skútustaðahreppi var hins vegar að því er talið er fyrsti íslenski sparisjóðurinn. Hann var stofnaður árið 1858 en lagður niður nokkrum árum síðar (Gunnar Karlsson, 1975). Líkt og með kaupfélögin þá voru Íslendingar nokkrum áratugum á eftir öðrum þjóðum með að stofna sparisjóði en fyrsti sparisjóðurinn í Bretlandi var stofnaður 1810 og nokkrum árum síðar var sá fyrsti stofnaður í Bandaríkjunum.

Fyrstu íslensku löggin um hlutafélög voru ekki sett fyrr en árið 1921. Fyrir þann tíma var þó ýmis fyrirmæli um hlutafélög að finna í nokkrum öðrum lögum. Danir settu sín fyrstu hlutafélagalög árið 1917 og byggðu íslensku löggin mjög á þeim dönsku. Danir fylgdu í kjölfar ýmissra annarra Evrópuríkja en Svíar, Frakkar og Þjóðverjar lögfestu lög um hlutafélög árið áður. Löggin frá 1921 voru að stofni til óbreytt allt til 1978 þegar ný lög voru sett. Núgildandi lög eru að stofni til frá árinu 1995.<sup>3</sup>

Fyrir gildistöku laganna árið 1921 höfðu þó ýmis hlutafélög verið stofnuð. Elstu íslensku hlutafélögin sem enn eru starfandi voru stofnuð í upphafi 20. aldar og eru því rétt rúmlega aldar gömul. Ísfélag Vestmannaeyja er elst, stofnað 1. desember 1901. Félagið var í upphafi stofnað til að frysta og geyma beitu fyrir útgerðaraðila í Vestmannaeyjum. Slippfélagið er næstelst, stofnað í marsmánuði árið 1902. Slippfélagið fékkst einvörðungu við skipaviðgerðir fyrstu áratuginna og þjónaði því sjávarútvegi, líkt og Ísfélagið. Garðræktarfélag Reykhverfunga var svo stofnað 1904 sem hlutafélag og er einnig enn starfandi. Þetta eru þó ekki fyrstu íslensku hlutafélögin því að

<sup>3</sup> Sjá nánar Stefán M. Stefánsson (2003).

nokkur dæmi eru um hlutafélög frá 18. og þó einkum 19. öld, sbr. fyrri umfjöllun um Innréttingarnar, en þau félög hafa ekki lifað. Af markverðum hlutafélögum sem stofnuð voru snemma á 20. öld má nefna útgerðarfélag P. J. Thorsteinsson & co. Það var í daglegu tali nefnt Milljónafélagið vegna þess að hlutaféð var ein milljón króna, sem var gríðarmikið fé á þeim tíma, samsvaraði ríkisútgjöldum stofnarið 1907. Höfuðstöðvar þess voru í Viðey og umsvifin mikil um tíma. Milljónafélagið varð þó ekki langlíf og komst í þrot árið 1914. Fossafélagið Títan, sem Einar Benediktsson stofnaði ásamt öðrum árið 1914, var einnig með mikið hlutafé. Ekkert varð úr fyrirlunum þess um stórvirkjanir í Þjórsá og fengu hluthafar á endanum einungis lítið brot af framlagi sínu til baka.

Ísafoldarprentsmiðja er raunar talsvert eldri en fyrrnefnd hlutafélög, stofnuð 1877.<sup>4</sup> Henni var hins vegar ekki breytt í hlutafélag fyrr en 1919. Fleiri fyrirtæki sem nú eru rekin sem hlutafélög þótt þau hafi ekki verið það í upphafi eiga einnig rætur sínar að rekja til 19. aldar. Má þar sérstaklega nefna Landsbankann, sem stofnaður var 1. júlí 1886. Hann var hins vegar lengst af ríkisfyrirtæki og varð ekki hlutafélag fyrr en árið 1997. Elsta starfandi fyrirtæki á Íslandi er Hið íslenska bókmenntafélag, stofnað árið 1816, en það er ekki hlutafélag.

### *Íslensk almenningshlutafélög*

Hugtakið almenningshlutafélag er oft notað um hlutafélög með fjölmennan eigendahóp, þótt nokkuð misjafnt sé við hve stóran hóp er miðað. Fyrsta íslenska almenningshlutafélagið sem stóð undir nafni sem slíkt var ekki stofnað fyrr en árið 1914, Eimskipafélagið. Stofnhluthafar voru um 14.000

---

<sup>4</sup> Saga Ísafoldarprentsmiðju nær enn lengra, eða allt aftur til fyrstu prentsmiðju landsins, Hólaprentsmiðju á 16. öld, því að árið 1886 var hún sameinuð Landsprentsmiðjunni. Landsprentsmiðjan átti rætur sínar að rekja til bæði Hrappseyjarprentsmiðju og Hólaprentsmiðju.

sem samsvaraði um 15% þjóðarinnar. Auk Íslendinga voru fjölmargir Vestur-Íslendingar hluthafar.

Einnig voru margir hluthafar að Íslandsbanka hinum fyrri, sem stofnaður var á fundi í Kaupmannahöfn 25. september 1903 á grundvelli laga frá árinu áður. Bankinn tók svo til starfa 7. júní 1904. Þrátt fyrir að Íslendingar fengju einkarétt til kaupa á hlutabréfum í bankanum söfnuðust ekki nema 55.000 krónur í hlutafé innanlands en hlutaféð hafði verið ákveðið 2 milljónir króna. Helstu hluthafar hans voru því ekki íslenskir heldur dönsk og norsk fjármálafyrirtæki og gekk illa að safna hlutafénu.<sup>5</sup> Íslandsbanki var skráður í kauphöllina í Kaupmannahöfn og einhver viðskipti með hlutabréf hans þar. Hann var því fyrsta íslenska fyrirtækið sem skráð var í kauphöll. Nær níutíu ár liðu uns annað íslenskt fyrirtæki var skráð í kauphöll. Íslandsbanki fór vel af stað og var lengi vel með talsvert meiri umsvif en Landsbankinn. Smám saman fór þó að halla undan fæti og hann varð að loka í febrúar 1930 eftir að hafa tapað miklu fé. Á rústum hans var reistur Útvegsbankinn, sem tók við eignum og skuldum Íslandsbanka en hlutafé Íslandsbanka var afskrifað. Útvegsbankinn var hlutafélag en að miklum meiri hluta í eigu ríkisins í fyrstu. Honum var síðan breytt í ríkisbanka árið 1957.

Þótt hluthafar í Eimskipafélaginu hafi verið mjög margir þá varð ekki mikil verslun með bréf félagsins. Eitt af því sem vann gegn því að markaður myndaðist með bréfin var að í samþykktum félagsins var bann við sölu hlutabréfa nema með samþykki stjórnar félagsins. Slíkt ákvæði var rökstutt með því að þannig væri hægt að koma í veg fyrir að útlendingar gætu náð völdum í fyrirtækinu með kaupum hlutafjár. Ýmsum var þó ljóst þegar í upphafi að slíkt ákvæði gæti verið óheppilegt. Árið 1918 gerir Valtýr Guðmundsson þetta t.d. að umtalsefni í bréfi til stjúpa síns og bendir þar á að

---

<sup>5</sup> Ólafur Björnsson (1952, bls. 257-258).



slíkt ákvæði komi í veg fyrir eðlileg viðskipti og verðmyndun. Valtýr er harðorður og kallar þá sem stóðu að samþykkt laganna *börn í fjármálum*. Hann fullyrðir jafnframt að stjórnendur félagsins hafi sjálfir tekið að *spekúlera* með bréf félagsins og njóti þess þá að enginn geti við þá keppt í slíkum viðskiptum.

Fleira vann gegn viðskiptum með hlutabréf Eimskipafélagsins. Frá árinu 1923 var fyrirtækið undanþegið skattgreiðslu vegna lélegrar rekstrarafkomu en um leið var því bannað að greiða hærri arð en 4% af hlutafé. Þetta ákvæði hélst í lögum áratugum saman og gerði eign manna í félaginu næstum alveg arðlausa. Fyrir seinni heimsstyrjöldina komst gangverð bréfa niður í fjórðung af nafnverði en hækkaði síðan, með almennt hækkandi verðlagi. Félagið keypti sjálft bréfin við tífoldu nafnverði um langt skeið, og má ætla að þau litlu viðskipti, sem áttu sér stað með þau á þeim tíma, hafi orðið við því verði.<sup>6</sup>

Hálfri öld eftir að Valtýr skrifaði stjúpa sínum tók Eyjólfur Konráð Jónsson (1968, bls. 22-26) undir orð Valtýs og segir að höft á eigendaskipti, ásamt því að stjórn félagsins fór með atkvæði vegna eigin bréfa félagsins, hafi valdið því að stjórnin en ekki hluthafarnir réð því sem hún vildi á aðalfundum. Þegar við hafi bæst að hluthafar hafi lítinn arð fengið af bréfum sínum hafi afleiðingin orðið að hluthafar hafi ekki haft mikinn áhuga á þessari eign sinni. Eyjólfur Konráð segir þess mörg dæmi að þeir hafi ekki einu sinni haldið bréfum sínum til haga. Þess munu hins vegar ýmis dæmi að hlutabréf í Eimskipafélaginu hafi verið römmuð inn og hengd upp á vegg sem stofustáss.

Við söfnun hlutafjár vegna stofnunar Eimskipafélagsins var sérstaklega höfðað til mikilvægis þeirrar starfsemi sem fyrirtækið átti að standa fyrir, fremur en þess arðs sem hluthafarnir gátu átt í vændum. Fólk var því í raun

---

<sup>6</sup> Ottó Schopka (1963, bls. 30).

hvatt til að leggja fram fé með svipuðum hætti og við stofnun fyrirtækja með skýr félagsleg markmið, svo sem kaupfélaga eða sparisjóða, þar sem gert var ráð fyrir mjög takmörkuðum ef nokkrum arðgreiðslum til þeirra sem lögðu fram stofnfé. Höfðað var til þjóðrækni fólks og talsvert af hlutafé selt til Vestur-Íslendinga. Vestur-Íslendingarnir gerðu ekki mikla kröfu um arð af þessum bréfum. Það má m.a. sjá á því að í tilefni af 50 ára afmæli félagsins var staðið fyrir söfnun meðal hluthafa vestanhafs og þeir gáfu mikið af bréfum sínum til að stofna Háskólasjóð Eimskipafélagsins. Eyjólfur Konráð Jónsson (1982<sup>7</sup>, bls. 140) segir um þetta:

*Svo þverstæðukennt sem það kann að virðast, þá hygg ég þó, að sú mikla alda þjóðrækni, sem reis, hafi valdið því, að fjárfesting í hlutabréfum þessa ágæta félags varð ekki eins arðvænleg og ella. Menn gerðu ekki kröfur til mikils arðs, þeir vildu að félaginu yxi fiskur um hrygg. Síðar voru lögleidd skattfríðindi fyrir félagið, en áskilið að það mætti [einungis] greiða takmarkaðan arð. Er tímar liðu, varð þetta til þess að menn sinntu ekki svo mjög um þessa eign sína[.]*

Fjölmarginir hluthafar voru í Flugfélagi Íslands<sup>8</sup> og engar hömlur voru settar á viðskipti með hlutabréf félagsins í samþykktum þess. Viðskipti með bréfin voru þó ekki lífleg. Telur Eyjólfur Konráð (1968, bls. 26) skýringuna hafa verið að Eimskipafélagið fór með ráðandi hlut (40%) í félaginu og auk þess áttu samtök starfsmanna stóran hlut. Aðrir hluthafar gátu því engu ráðið um stjórn félagsins.

Á sjöunda áratug síðustu aldar voru stofnuð nokkur hlutafélög með breiðan eigendahóp. Eitt athyglisverðasta dæmið er Hagtrygging. Það hlutafélag var stofnað 1965. Félag íslenskra bifreiðaeigenda hafði forgöngu

<sup>7</sup> Tilvitnunin er úr ræðu frá árinu 1972, sem birt var á prenti 1982.

<sup>8</sup> Fjögur félög hafa borið þetta nafn, það fyrsta stofnað árið 1919. Það Flugfélag Íslands sem hér er vísað til var stofnað upp úr Flugfélagi Akureyrar. Það sameinaðist Lofhleiddum árið 1973 og til urðu Flugleiðir, síðar Icelandair. Nafnið Flugfélag Íslands var síðar endurvakið og er enn í notkun því að hlutafélagi með því nafni var fengið það hlutverk að annast innanlandsflug Flugleiða.

um það og var ætlunin m.a. að lækka verð ökutækjategyginga. Við stofnun Hagtryggingar var lögð rík áhersla á að það stæði undir nafni sem almenningshlutafélag með dreifðan eigendahóp.<sup>9</sup> M.a. mátti enginn fara með meira en 0,5% atkvæða á hluthafafundi fyrir eigin hönd og ekki meira en 2% samanlagt ef hann hafði umboð annarra hluthafa. Hluthafaskrá átti að vera aðgengileg hluthöfum og engar hömlur voru á framsal hluta. Stofnun félagsins og söfnun hlutafjár gekk vel. Stofnendur voru um 500 og hluthafar talsvert fleiri. Reksturinn gekk hins vegar ekki jafnvel og á endanum rann félagið inn í Sjóvá.

Nokkrar fjármálastofnanir með talsvert dreifða eignaraðild voru stofnaðar á sjötta og sjöunda áratuginum. Helsti hvati til þess var landlægur skortur á lánsfé og skömmtnun þess. Með stofnun banka eða sparisjóðs var hugmyndin að tryggja aðgang tiltekinna hópa að lánsfé. Iðnaðarbankinn var þannig stofnaður 1953 fyrir atbeina samtaka í iðnaði. Nokkru síðar, árið 1956, var Verslunarsparisjóðurinn stofnaður að tilhlutan kaupmanna. Hann varð síðar að Verslunarbanka Íslands og stofnendur sjóðsins fengu hlutabréf í þeim banka. 1967 var Sparisjóður alþýðu stofnaður og honum síðan breytt árið 1971 í Alþýðubankann.<sup>10</sup> Talsverðar hömlur voru yfirleitt á viðskipti með hlutabréf í bönkunum. Þeir voru ekki stofnaðir eða reknir með það að leiðarljósi að skapa arð fyrir hluthafa, markmiðið var fyrst og fremst annað. Lýsing Eyjólf Konráðs Jónssonar (1968, bls. 21) á tilurð Verslunarbancans skýrir þetta vel:

*[...] Verzlunarsparisjóðurinn og síðar Verzlunarbancinn voru ekki stofnaðir í von um hagnað þátttakenda, það er beinan arð af því fé, sem þeir lögðu fram. Þar voru að verki verzlunarmenn og kaupskýslumenn,*

<sup>9</sup> Sjá Eyjólf Konráð Jónsson (1968, bls. 31-33).

<sup>10</sup> Auk þessa var Samvinnusparisjóðurinn stofnaður á þessum tíma og honum síðan breytt árið 1963 í Samvinnubanka Íslands. Bankinn var í eigu samvinnuhreyfingarinnar og ekki viðskipti með hlutabréf í honum á markaði. Árið 1990 var ákveðið að selja hann til Landsbanka Íslands vegna slæmrar fjárhagsstöðu SÍS.

*sem styrkja vildu frjálsa verzlun og efla einkaframtak, en gerðu ekki ráð fyrir bráðum eða miklum beinum arði af hlutafé sínu.*

Fjárframlög stofnenda Verslunarsparisjóðsins og annarra sambærilegra fyrirtækja og raunar einnig Eimskipafélagsins á sínum tíma voru því hugsuð á svipaðan hátt og framlög vegna stofnunar samvinnufélaga. Hlutverk fyrirtækjanna var ekki að búa til hagnað og arð fyrir eigendur, þau voru fyrst og fremst sett á laggirnar til að þjóna hagsmunum tilvonandi viðskiptavina sinna.

Ekki urðu heldur mikil viðskipti með hlutabréf þessara einkabanka framan af. Það var ekki fyrr en á síðari hluta níunda áratugarins sem þau tóku að glæðast.

### ***Tilraunir til að koma á markaði***

Á 20. öld voru ýmsar tilraunir gerðar til að koma á skipulegum markaði með verðbréf.<sup>11</sup> Sveinn Björnsson, síðar forseti Íslands, reyndi að koma á viðskiptum með veðskuldabréf Landsbankans á öðrum áratug aldarinnar. Hann ætlaði sjálfur að taka að sér að auglýsa bréfin og selja og aðstoða kaupendur við að taka við vöxtum og innleysa bréfin og vildi fá fyrir það 1% sölupóknun frá útgefandanum. Bankastjórnin brást ókvæða við þessari málaleitan og þvertók fyrir að heimila þetta. Sveinn Björnsson segir í endurminningum sínum að hann hafi farið af fundi bankastjóra Landsbankans með þá hugmynd að bankastjórinn teldi hann glæpamann sem ætlaði að koma bankanum á kné (Sveinn Björnsson, 1957, bls. 83-84).

Árið 1934 var stofnað fyrirtæki í Reykjavík sem m.a. fékkst við verðbréfavíðskipti og í nokkur ár voru talsverð viðskipti með bréf Eimskipa fyrir milligöngu þess. Fyrirtækið fékk nafnið *Kauphöllin*. Það var þó ekki

---

<sup>11</sup> Umfjöllun um fyrri tilraunir til að koma á skipulegum markaði með hlutabréf á Íslandi byggir að nokkru á grein Elínar Guðjónsdóttur (2000) og greinum Magnúsar Sveins Helgasonar (2004).

eiginleg kauphöll en hins vegar hafði það milligöngu um viðskipti með ýmis verðbréf, bæði hlutabréf og skuldabréf. Stofnandi var Stefán Bjarnason en fljótlega kom Aron Guðbrandsson inn sem meðeigandi. Aron var menntaður sem rakari en dvaldi í Danmörku um tveggja ára skeið í lækningaskyni og kynnti sér á meðan m.a. fjármál og hagfræði. Ráku þeir Stefán og Aron fyrirtækið í sameiningu uns Stefán lést. Frá ársbyrjun 1953 rak Aron Kauphöllina einn, allt til dauðadags síðla árs 1981.

Kauphöll Arons varð aldrei stórt fyrirtæki en aðalstarfsemin var að annast fjárvörslu og fjárfestingar fyrir allmarga einstaklinga og fjölskyldur. Aron starfaði við fyrirtækið í nær hálfa öld og var jafnan kenndur við Kauphöllina. Að honum látnum lagðist starfsemin niður en Seðlabankinn fékk heiti fyrirtækisins að gjöf.<sup>12</sup>

Á vorþinginu 1941 var lagt fram stjórnarfrumvarp um kaupþing í Reykjavík. Frumvarpinu var vísað til fjárhagsnefndar og klofnaði hún um málið. Leitaði hún álits stjórnar Landsbanka Íslands og lagði stjórnin eindregið til að frumvarpið yrði ekki gert að lögum. Nefndarálitinu var útbýtt á Alþingi, en engar umræður urðu um málið, og var það ekki tekið á dagskrá framar.<sup>13</sup>

Landsbankinn hóf hins vegar sjálfur starfrækslu kaupþings síðla árs 1942 undir heitinu Kaupþing Landsbankans. Fyrirkomulag þess var einkum sniðið eftir kaupþinginu í Kaupmannahöfn. Upphaflega voru teknar til skráningar 27 tegundir skuldabréfa. Fimmtán fyrirtæki eða einstaklingar voru aðilar að kaupþinginu, en það voru aðallega bankar, sparisjóðir og nokkrir

---

<sup>12</sup> Nokkrum árum síðar stóð Seðlabankinn að stofnun kauphallar, ásamt ýmsum öðrum aðilum, eins og nánar verður vikið að síðar. Henni var hins vegar ekki í fyrstu gefið nafnið Kauphöll, heldur Verðbréfaþing Íslands. Um mitt ár 2002 var hins vegar tekið upp nafnið Kauphöll Íslands. Við kaup OMX á kauphöllinni árið 2006 breyttist nafnið enn og varð OMX Nordic Exchange Iceland, en nafnið Kauphöll Íslands er þó áfram notað af mörgum.

<sup>13</sup> Ottó Schopka (1963, bls. 15).

málflutningsmenn en sú stétt manna hafði gjarnan milligöngu um ýmis viðskipti, þ.á m. verðbréfavíðskipti. Viðskipti á Kaupþinginu voru í fyrstu allmikil, en þau voru einskorðuð við fáeinar tegundir bréfa. Kaupþingsdagur voru í fyrstu tveir í viku, síðar fækkaði þeim í einn og urðu síðar enn færri. Viðskiptaveltan minnkaði einnig fljótlega.

Upphaflega hafði meginhluti viðskiptanna verið á vegum eins og sama kaupþingsfélagsins, Kauphallarinnar sjálfrar. Þegar hún síðan dró sig í hlé, minnkuðu viðskiptin verulega. Framboð verðbréfa var mjög lítið og kom að langmestu leyti frá Landsbankanum. Árið 1944 dró enn úr starfsemi kaupþingsins, og lagðist það niður fyrir árslok.<sup>14</sup>

Árið 1953 íhugaði ríkisstjórnin að beita sér fyrir því að afla fjár með útgáfu og sölu verðbréfa á markaði. Ef af hefði orðið hefði það getað flýtt fyrir uppbyggingu skuldabréfamarkaðar. Ekkert varð hins vegar af þessu fyrr en síðar. Skýringin er að Landsbankinn lagðist eindregið gegn skipulagðri verðbréfaútgáfu af ótta við samkeppni um sparifé við innlánsreikninga (Jóhannes Nordal, 2007).

Eftir að kauphöll Landsbankans hætti starfsemi var af og til rætt um að koma upp kauphöll héraendis. Seðlabankinn fékk heimild til þess með lögum árið 1961 að stofna kauphöll. Ekkert varð þó úr því en á sjöunda áratuginum voru hins vegar stofnuð nokkur hlutafélög með dreifðri eignaraðild.

Árið 1969 skrifaði Árni Vilhjálmsson skýrslu um aðgerðir til að efla íslensk hlutafélög. Þar var nokkuð fjallað um möguleikann á að koma upp kaupþingi á Íslandi og sérstaklega skoðuð skattlagning hlutafélaga. Í skýrslunni mælir Árni m.a. með því að gera arðgreiðslur hlutafélaga skattfrjálsar. Hann telur það vænlegra en að hækka það þak sem var á því hve miklar arðgreiðslur hlutafélög gátu dregið frá tekjum við álagningu

---

<sup>14</sup> Sama rit (bls. 16-17).

tekjuskatts fyrirtækja en það miðaðist við 10% af nafnvirði hlutafjár. Talnaefni um hlutafélög og viðskipti með þau lá ekki fyrir á þessum tíma en Árni fullyrðir að viðskiptin hafi verið lítil.

*Engar upplýsingar liggja fyrir um eigendaskipti að hlutabréfum íslenskra félaga, en ætla má að þau hafi verið óveruleg. Jafnframt má ætla, að þeir, sem gerst hafa hluthafar, hafi ætlað sér að eiga bréfin til langframa.<sup>15</sup>*

Árni telur jafnframt að það hái íslenskum einkafyrirtækjum að þau séu of mörg og of smá og að fjármögnun þeirra hafi verið ábótavant. Þau hafi byggt að of litlu leyti á eigin fé en að of miklu leyti á skammtímalánum. Ein hugsanleg skýring á hvoru tveggja sé að ekki var til staðar kaupþing og því ekki hægt að sækja þangað fé. Árni telur jafnframt að smæð íslenskra hlutafélaga sé vísbending um að hlutafélagiformið hafi einkum verið notað hérlandis vegna óskar um takmarkaða ábyrgð en ekki til að geta safnað saman fé frá mörgum aðilum.

Árni telur hins vegar að stofnun kaupþings ein og sér myndi vart hafa miklar breytingar í för með sér. Fleira þyrfti að koma til og nefnir Árni sérstaklega breytingar á lögum um skattlagningu hlutafélaga og arðgreiðslna frá þeim. Árni telur að það myndi vinna gegn kaupþingi að almenningur hefur litla reynslu af því að fjárfesta í hlutabréfum og enn fremur að reynsla þeirra sem þó hafa reynt það sé ekki endilega góð. Nefnir hann þar sérstaklega að illa hafi oft verið farið með þá sem eru í minni hluta í fámennum hlutafélögum. Sex árum áður komst Ottó Schopka að sömu niðurstöðu.

*Þeir, sem áhuga hafa haft á því að leggja fram fé til atvinnureksturs í því skyni að fá arð af því og um leið að vernda það frá rýrnun af völdum verðbólgu, hafa í rauninni átt engra kosta vöð í þeim efnum. Það kemur örsjaldan fyrir, að*

---

<sup>15</sup> Árni Vilhjálmsson (1969, bls. 2-3).

*hlutafélög séu stofnuð með því að leita til almennings um fjárframlög, og sú litla reynsla, sem Íslendingar hafa haft af þess konar starfsemi, er langt frá því að vera til þess fallin að örva menn til frekari dáða á því sviði.<sup>16</sup>*

Ottó taldi því á þessum tíma að ef af stofnun kaupþings yrði myndi það einkum verða vettvangur fyrir viðskipti með skuldabréf frekar en hlutabréf. Það hafði líka verið raunin með Kaupþing Landsbankans á fimmta áratuginum. Spáin rættist löngu síðar því að fyrstu ár Verðbréfaþings Íslands á níunda áratuginum voru sömuleiðis eingöngu viðskipti með skuldabréf.

Á áttunda áratugnum þrýsti Verzlunarráð Íslands nokkrum sinnum á um stofnun kaupþings, m.a. með viðræðum við Seðlabankann. Árið 1975 var samþykkt á Alþingi þingsályktunartillaga um að stofna kaupþing í tengslum við Seðlabankann. Í tilefni af samþykkt tillögunnar spurði Morgunblaðið (1975) fjóra forstöðumenn stórra atvinnufyrirtækja og tvo bankastjóra, úr Landsbanka og Seðlabanka, hvort tímabært væri að stofna kaupþing. Jafnframt var spurt hvort stærri atvinnufyrirtæki myndu skrá hlutabréf sín á þinginu og notfæra sér það við fjáröflun.

Undirtektir viðmælenda blaðsins voru flestar nokkuð dræmar. Þeir eru þó ekki á móti hugmyndinni en telja almennt að breyta þurfi ýmsu í efnahagsumhverfinu til að kaupþing geti starfað eðlilega. Skattlagning hlutafélaga og arðs er þar nefnd sérstaklega. Þá taka margir fram að viðskipti með skuldabréf, sérstaklega spariskírteini, yrðu líklega talsvert meiri en með hlutabréf. Jóhannes Nordal, Seðlabankastjóri, bendir á að frjáls verðlagning spariskírteina gæti leitt af sér að þau yrðu seld með afföllum og ávöxtun þeirra þá í raun meiri en löglegir hámarksvextir. Ekkert varð úr stofnun kaupþings þessu sinni þrátt fyrir þingsályktunartillöguna.

---

<sup>16</sup> Ottó Schopka (1963, bls. 25).



Aldarfjórðungi eftir að Árni Vilhjálmsson tók saman fyrrnefnda skýrslu (Árni Vilhjálmsson og Eyþór Ívar Jónsson, 2003, bls. 12) lítur Árni yfir söguna frá þeim tíma og telur þá að „þróun efnahagsmála á næsta einum og hálfu áratug eftir fráfall viðreisnarstjórnarinnar dugi til að útskýra, að lítil sem enginn grundvöllur var til stofnunar hlutabréfakaupþings á þeim tíma. Það má segja að gætt hafi gagnkvæms áhugaleysis útgefenda og fjárfesta. Útgefendur áttuðu sig á því að þeir gætu ekki boðið fjárfestum sómasamleg kjör, og voru því hikandi í að falbjóða þeim hluti í félögum sínum.“ Áhugaleysið var mikil breyting frá viðreisnarárunum þegar „það var árlegur viðburður að á samkomum framámanna í atvinnulífinu væri skorað á stjórnvöld að beita sér fyrir því að stofna verðbréfakaupþing.“ (sama rit, bls. 12) Það er vissulega umhugsunarvert að slíkri beiðni var beint til stjórnvalda, frekar en að einkageirinn reyndi sjálfur að koma upp kaupþingi.

Árni telur jafnframt að allt fram til ársins 1985 hafi viðskipti með hlutabréf á eftirmarkaði verið fátíð. „Það vissu það allir skynsamir menn að ef þeir eignuðust hlutabréf, gætu þeir átt í erfiðleikum með að selja það, jafnvel þótt í hlut ætti þekkt félag með fjölmennan hóp hluthafa að bakhjarli.“ (sama rit, bls. 12).

Elín Guðjónsdóttir (2005) horfir einkum til lítils framboðs á hlutabréfum til að finna skýringar þess hve seint hlutabréfamarkaður komst á laggirnar héraendis. Lítið framboð á hlutabréfum má vitaskuld einnig líta á sem litla spurn eftir hlutafé. Hún nefnir m.a. eftirfarandi þætti:

- Fyrirtæki voru fá og smá og oft í eigu fjölskyldna eða vina.
- Hömlur á framsali hluta voru í samþykktum flestra stórra hlutafélaga a.m.k. fram á níunda áratuginn.

- Efnahagssumhverfið og atvinnustefna stjórnvalda var ekki hliðhollt atvinnurekstri og arðsemi fyrirtækja lág. Raunvextir voru lágir og skattkerfið hvatti frekar til skuldsetningar en sölu á hlutafé.
- Stærstu fyrirtækin voru flest annað hvort í eigu opinberra eða erlendra aðila eða voru samvinnu- eða samlagsfélög.
- Einkavæðing hófst seint og hömlur voru á fjárfestingu erlendra aðila í íslensku atvinnulífi.

### *Einkavæðing*

Stórt hlutverk hins opinbera í atvinnurekstri torvelldaði óhjákvæmilega uppbyggingu hlutafjármarkaðar.<sup>17</sup> Í fjármálageiranum átti ríkið öll stærstu fyrirtækin allt þangað til Útvegsbankinn var seldur árið 1988. Í sjávarútvegi voru bæjarútgerðir mjög fyrirferðarmiklar. Fyrirtæki í eigu ríkis eða sveitarfélaga voru alls ráðandi á öllum veitumörkuðum, þ.e. mörkuðum með orku, heitt og kalt vatn og símpjónustu.

Á níunda áratuginum var byrjað að taka skref til að vinda ofan af þessum miklu umsvifum opinberra fyrirtækja með einkavæðingu. Nokkur einkavæddu fyrirtækjanna voru í kjölfarið skráð í kauphöll. Af fyrirtækjum í eigu sveitarfélaga má nefna Bæjarútgerð Reykjavíkur sem var sameinuð einkafyrirtækinu Ísbirninum árið 1985 undir nafninu Grandi. Einkaaðilar eignuðust þá 22% í sameinaða fyrirtækinu og þau 78% sem eftir stóðu í eigu borgarinnar voru seld einkaaðilum árið 1988. Í kjölfarið hófust viðskipti með

---

<sup>17</sup> Athyglisvert er að þegar Ottó Schopka mat árið 1963 hvaða ríkisfyrirtæki gætu orðið almenningshlutafélög þá taldi hann eingöngu þrjú fyrirtæki koma til greina, Sementsverksmiðjan, Landssmiðjan og Síldarverksmiðjur ríkisins. (Ottó Schopka, 1963, bls. 31). Öll fyrirtækin þrjú voru einkavædd löngu síðar en einungis eitt þeirra varð að skráðu hlutafélagi, Síldarverksmiðjurnar, sem urðu að SR-mjöli. Ottó nefnir að einnig mætti breyta sumum bæjarútgerðanna í hlutafélög, en bætir svo við „ef einhver fengist til að leggja fram fjármagn til þess konar fyrirtækja“ (sama rit, bls. 31).

hlutabréf fyrirtækisins á þeim vísi að markaði sem þá hafði myndast. Eignir Bæjarútgerðar Hafnarfjarðar voru seldar einkaaðilum og rekstri hætt um svipað leyti og Grandi varð til. Fleiri smærri útgerðir sem voru að hluta eða öllu leyti í eigu sveitarfélaga voru seldar í kjölfarið.

Einkavæðing eigna ríkisins hófst af alvöru á síðasta áratug 20. aldar. Nokkur þeirra fyrirtækja sem ríkið seldi voru síðar skráð á markað. Munar þar mest um bankana. Útvegsbankinn<sup>18</sup> var sem fyrr segir seldur fyrst, 1988, og síðan Landsbankinn, Búnaðarbankinn og FBA í nokkrum skrefum á tímabilinu 1998 til 2003. Mest fékkst þó fyrir Landssímamann en 98,8% hlutur í honum var seldur árið 2005 fyrir 66,7 milljarða króna. Kaupendur Landssímans voru skuldbundnir til að endurselja hluta hlutafjárins innan tiltekins frest og skrá fyrirtækið á markað.

Þótt fyrirtæki sem áður voru að öllu eða mestu leyti í eigu hins opinbera hafi með tímanum orðið fyrirferðarmikil á íslenskum hlutabréfamarkaði þá voru þau ekki áberandi á fyrstu árum markaðarins. Í lok ársins 1990 var til dæmis einungis eitt slíkt fyrirtæki talið með í hlutabréfavísitölu HMARK, sem átti að endurspeglar hlutabréfamarkaðinn.<sup>19</sup> Það var Grandi, með 7,33% vægi í vísitölunni. Eimskip (20,40%), Flugleiðir (16,31%) og Olúfélagið (11,87%) vógu hins vegar mest í vísitölunni.<sup>20</sup>

### **Skattar og arðgreiðslur**

Reglur um skattlagningu hlutafélaga og arðgreiðslna þeirra voru talsvert flóknar og tóku alloft breytingum á 20. öld. Sú saga verður ekki rakin

<sup>18</sup> Þótt sala Útvegsbankans teljist vitaskuld einkavæðing þá var aðdragandi sölunnar allt annar en þegar hinir ríkisbankarnir voru einkavæddir síðar. Útvegsbankinn komst í verulegar fjárhagskröggur m.a. vegna vanskila og gjaldþrota stórra viðskiptavina eins og Hafskips. Sala bankans var einn þáttur í því að vinna á þeim vanda.

<sup>19</sup> Sjá Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi (1991, bls. 134).

<sup>20</sup> Akureyrarbær átti á þessum tíma fjórðung hlutafjár í Útgerðarfélagi Akureyrar en það fyrirtæki taldist vega 5,81% í vísitölu HMARK. Þá átti íslenska ríkið um tíma fimmtung hlutafjár í Flugleiðum en hafði selt hann árið 1983. Á sama tíma seldi ríkið einnig minni hlut sem það hafði átt í Eimskipafélaginu.

hér en þó verður staldrað við örfáa þætti. Meginreglan lengst af var að hlutafélög gátu ekki nema að takmörkuðu leyti dregið arðgreiðslur til hluthafa frá hagnaði. Þau gátu að hámarki greitt út arð sem nam allt að 10% af nafnverði hlutafjár og dregið frá tekjuskattskyldum hagnaði.<sup>21</sup> Vegna verðbólgu lækkaði raunvirði nafnverðs hlutafjár sífelld en brugðist var við því með því að heimila útgáfu svokallaðra jöfnunarhlutabréfa. Útgáfa jöfnunarhlutabréfanna átti að duga til að hækka nafnverð hlutafjár þannig að það héldi í við hækkun verðlags. Hluthafar greiddu tekjuskatt af arðgreiðslum umfram tiltekið frítekjumark, með sama hætti og af launatekjum. Söluhagnaður af hlutabréfum var hins vegar skattfrjáls, ef bréfin höfðu verið í eigu seljandans í meira en þrjú ár. Gilti sama regla hvað það varðar um hlutabréf eins og aðra lausafjármuni.

Vaxtagjöld voru, þá sem nú, frádráttarbær kostnaður hjá fyrirtækjum. Vaxtatekjur voru skattfrjálsar hjá einstaklingum allt þangað til fjármagnstekjuskattur var lagður á. Vegna þess að vextir voru iðulega lægri en verðbólga og raunkostnaður lána því minni en enginn var fjármögnun með lánsfé mjög hagkvæm, þ.e. ef lánsfé var í boði. Þegar við bættist að hægt var að draga nafnvexti frá sem kostnað þá varð lánsfjármögnun enn hagstæðari en ella.

Í upphafi níunda áratugar síðustu aldar voru tekin upp verðbólguureikningskil sem m.a. var ætlað að taka á þessum vanda.<sup>22</sup> Sérstök verðbreytingarfærsla átti m.a. að taka tillit til áhrifa þess á afkomu fyrirtækja að skuldir þeirra rýrnuðu vegna verðbólgu. Áður höfðu verið gerðar ýmsar

---

<sup>21</sup> Þessi heimild til að draga arðgreiðslur upp að ákveðnu marki frá skattskyldum hagnaði var innleidd með lögum nr. 90/1965.

<sup>22</sup> Upphaflega var þessari breytingu komið á með lögum nr. 40/1978, um tekjuskatt og eignarskatt, en áður en þau lög komu til framkvæmda voru gerðar veigamiklar breytingar á þeim. Þannig breytt voru lög um tekjuskatt og eignarskatt síðan endurútgefin sem lög nr. 75/1981 sem voru að stofni til í gildi í meira en tvo áratugi.

tilraunir til að breyta útreikningi á skattstofnum til að taka tillit til áhrifa verðbólgu. Þær breytingar sneru þó að endurmati fyrnanlegra eigna en ekki að peningalegum eignum og skuldum.

Verðbreytingarfærslunni var ætlað að færa áhrif verðbreytinga á peningalegar eignir og skuldir í rekstrarreikning þannig að afkoma eftir færslu verðbreytingarfærslunnar sýndi þá breytingu á raunvirði eigin fjár sem stafaði af rekstri. Mismunur á peningalegum eignum annars vegar og skuldum hins vegar kallaði á gjaldfærslu ef eignir voru hærri en skuldir, en tekjufærslu ef skuldir voru umfram eignir. Upphæð færslunnar var reiknuð út frá annars vegar breytingu verðlags og hins vegar mismun peningalegra eigna og skulda.

Verðbreytingarfærslan hafði það m.a. í för með sér að nú var einungis hægt að færa raunvexti til gjalda en ekki nafnvexti. Það þýddi að skattalegt hagræði lánsfjármögnunar minnkaði.

Áhrifin af verðbólguleiðréttingum skattalaga voru mikil, einkum á því tímabili þegar verðbólgan var sem hæst, á fyrri hluta níunda áratugarins. Fyrstu fimm árin eftir að lögin komu til framkvæmda var verðleiðrétting, þ.e. mat á hækkun verðlags, yfir 40% en framtalsárið 1984 fór hún í tæp 72%. Næstu sjö árin þar á eftir var verðbreytingin á bilinu 19% til 29% á ári en var síðan undir 7% allt þar til verðbólgu-reikningskil voru loks afnumin í upphafi þessa áratugar.<sup>23</sup>

Árið 1984 var gerð breyting á skattalögum sem hafði mikil áhrif í þá átt að gera kaup á hlutabréfum að álitlegum kosti fyrir almenning.<sup>24</sup> Þá var einstaklingum heimilað að draga kaup á hlutabréfum upp að ákveðinni

---

<sup>23</sup> Með lögum nr. 133/2001 var ársreikningalögum breytt þannig að verðbólgu-reikningskil voru afnumin. Veittur var tveggja ára aðlögunarfrestur þannig að fyrirtæki gátu valið að halda verðbólgu-reikningskilum til ársloka 2003. Samhliða þessu voru gerðar víðtækar breytingar á skattalögum.

<sup>24</sup> Þetta var gert með lögum nr. 9/1984.

upphæð frá tekjuskattstofni, að uppfylltum ákveðnum skilyrðum. Gerð var krafa til viðkomandi hlutafélaga um lágmarkshlutfé og lágmarksfjölda hluthafa. Jafnframt máttu ekki vera hömlur á viðskipti með bréf félagsins og ársreikningar þurftu að vera öllum aðgengilegir. Skilyrðin voru nokkuð rýmkuð síðar. Árið 1984 uppfylltu tiltölulega fá hlutafélög öll þessi skilyrði en þeim fjölgaði ört. Áhrif afsláttarins á markaðinn voru fremur lítil allra fyrstu árin en eftir 1989 urðu þau veruleg. Þeim einstaklingum sem áttu hlutabréf fjölgaði umtalsvert.<sup>25</sup>

Hlutabréfaafslátturinn svokallaði var allt frá upphafi hugsaður sem tímabundin ívilnun til að efla íslenska hlutabréfamarkaðinn og auka áhuga almennings á hlutabréfaeign. Frádráttarheimildin var þó framlengd nokkrum sinnum. Árið 1996 var ákveðið að fella afsláttinn niður í nokkrum áföngum. Því var síðar seinkað en afslátturinn féll loks alveg niður í lok árs 2002.<sup>26</sup>

Með lögum um fjármagnstekjuskatt, sem komu til framkvæmda við álagningu vegna tekna á árinu 1997, voru vissar fjármagnstekjur einstaklinga skattlagðar með öðrum hætti en aðrar tekjur. Var þar um að ræða vexti, arð, tekjur af fasteignum og söluhagnað. Áður voru þessar tekjur skattlagðar eins og aðrar tekjur nema vaxtatekjur, sem voru skattfrjálsar, og söluhagnaður af hlutabréfum sem var skattfrjálst að uppfylltum tilteknum skilyrðum. Skatthlutfallið var 10%, umtalsvert lægra en almennur tekjuskattur. Við þetta

---

<sup>25</sup> Athyglisvert er að þótt tekjuhátt fólk hafi notfært sér afsláttinn í ríkari mæli en tekjulágt fólk þá höfðaði hann einnig talsvert til fólks með tekjur um eða undir meðallagi. Gerð var athugun á framtölum 1996 vegna ársins 1995 á því hvernig frádráttur vegna hlutabréfakaupa dreifðist eftir tekjum framteljenda. Var framteljendum raðað eftir heildartekjum. Hjá hjónum var niðurstaðan sú að 46,6% heildarfrádráttarins var vegna tekjuhæsta hópsins, 23,4% vegna næsttekjuhæsta hópsins, þá 15,4% vegna miðjuhópsins, 11,5% vegna næsttekjulægsta hópsins og loks 3,2% vegna tekjulægsta hópsins. Nýtingin var því veruleg hjá öllum hópum nema þeim tekjulægsta. Fjármálaráðuneytið (1998, bls. 72-73).

<sup>26</sup> Í kjölfar athugasemda frá ESA var frádráttarheimildin útvíkkuð á árinu 2000. Eftir það náði hún ekki aðeins til kaupa á hlutabréfum í innlendum fyrirtækjum heldur einnig til kaupa á hlutabréfum í erlendum fyrirtækjum sem skráð voru í kauphöll á Evrópska efnahagssvæðinu. Áhrif þessarar breytingar virðast ekki hafa verið mikil.

lækkaði því skattur á aðrar fjármagnstekjur en vexti og söluhagnað af hlutabréfum.

### *Gengi og verðbólga*

Ein birtingarmynd bágborins fjármálakerfis Íslendinga var að íslenska krónan var lengst af gagnslaus gjaldmiðill utan landsins. Frammistaða hennar innanlands var ekki heldur glæsileg. Verðgildi hennar var hið sama og danskrar krónu þangað til í upphafi þriðja áratugar síðustu aldar og síðan aftur frá miðjum fjórða áratuginum og þangað til gengi íslensku krónunnar var fellt 4. apríl 1939. Á þeim tæpu sjö áratugum sem síðan eru liðnir hefur kaupmáttur íslensku krónunnar minnkað í innan við einn þúsundasta af kaupmætti þeirrar dönsku.<sup>27</sup> Skýring þessa er vitaskuld mun meiri verðbólga á Íslandi en í Danmörku og öðrum nágrannalöndum.

Verðbólgan fór alvarlega úr böndunum síðari hluta ársins 1982. Í september það ár hækkaði vísitalan um 8,4%. Árið 1983 voru ýmis Íslandsmet í verðbólgu slegin og höfðu þó Íslendingar ýmsu vanist í verðlagsmálum áður. Ef við miðum við vísitölu neysluverðs, sem þá hét vísitala framfærslukostnaðar, varð verðbólgan mest frá febrúar til mars það ár en vísitalan hækkaði um 10,3% á milli þessara tveggja mánaða.

Verðbólgan róaðist ekki fyrr en síðla árs 1983. Í september það ár hækkaði vísitalan um 0,5% á milli mánaða og var það í fyrsta sinn í rúm tvö ár sem hún hækkaði um minna en 1% á milli mánaða. Næstu tólf mánuði á undan, þ.e. frá ágúst 1982 til ágúst 1983 hækkaði vísitalan um 103%, en það þýðir að verðlag ríflega tvöfaldaðist á tólf mánuðum.

---

<sup>27</sup> Gjaldmiðilsbreytingin í upphafi árs 1981, þegar tvö núll voru skorin af krónunni, fela hluta af rýrnunni en þegar þetta er ritað, vorið 2007, þarf ríflega 11 nýjar íslenskar krónur eða 1100 gamlar til að kaupa eina danska.

Gengi íslensku krónunnar var síðast fellt í júní 1993, um 7,5%. Skýringin sem þá var gefin var að það þrengdi að útflutningsatvinnuvegum Þjóðarinnar, sérstaklega sjávarútvegi. Talið var að samdráttur í fiskveiðum myndi draga aflaverðmæti saman talsvert á milli fiskveiðiára og auk þess hafði verð á erlendum mörkuðum lækkað talsvert. Þetta eru svipaðar skýringar og oft voru gefnar á árum áður á nauðsyn gengisfellingar.

Seðlabankinn íslenski tók í desember 1989 upp þá stefnu að reyna að halda gengi krónunnar nokkurn veginn föstu gagnvart myntum helstu viðskiptalanda Íslendinga, þ.e. leyfa því að sveiflast lítillega en ekki fara út fyrir tiltekin vikmörk. Frá þeirri stefnu var horfið tvisvar, fyrst 28. nóvember 1992 en þá var gengið fellt um 6% og síðan aftur 1993 eins og áður kom fram. Vikmörkunum var einnig breytt tvívegis, víkkuð úr  $\pm 2,25\%$  í  $\pm 6\%$  árið 1995 og svo í  $\pm 9\%$  árið 2000 en að öðru leyti hélt þessi stefna allt til 27. mars 2001.

Þann dag lýsti bankinn því yfir að markmið hans væri einkum að vinna gegn verðbólgu en ekki að halda gengi krónunnar stöðugu og að hann myndi ekki reyna að halda genginu innan ákveðinna marka. Hafði gengið lækkað nokkuð áður en Seðlabankinn breytti um stefnu en það hafði þó haldist innan þeirra vikmarka sem bankinn hafði auglýst.

Í kjölfarið lækkaði gengi krónunnar verulega allt til loka nóvember það ár. Alls lækkaði gengi krónunnar um nær fimmtung frá því að Seðlabankinn hætti að reyna að halda því stöðugu í mars 2001 og þangað til gengið tók að hækka aftur átta mánuðum síðar. Þessi gengisbreyting er þó ekki flokkuð sem gengisfelling því að gengi krónunnar var ákveðið á markaði á þessum tíma en því ekki stýrt af Seðlabankanum.



### **Ríkisumsvif og skömmtun lánsfjár**

Eitt þeirra einkenna íslenska fjármálakerfisins sem ekki tók að breytast fyrr en á síðasta áratug tuttugustu aldar var hve umsvifamiklar ríkisstofnanir voru í kerfinu. Landsbankinn var ætíð stærstur með um eða yfir þriðjung viðskipta á flestum sviðum áratugum saman.<sup>28</sup> Búnaðarbankinn var ívið stærri en Útvegsbankinn en báðir talsvert minni en Landsbankinn. Samanlagt voru þessir þrjár ríkisbankar með ríflega 60% af innlánnum og enn hærri hlutdeild af útlánnum. Sparisjóðirnir voru margir og allir litlir en samanlagt með sambærilega markaðshlutdeild og Búnaðarbankinn. Einkabankarnir fjórir, Iðnaðarbanki, Verzlunarbanki, Samvinnubanki og Alþýðubanki, voru allir talsvert minni en minnsti ríkisbankinn. Einnig ráku kaupfélögin innlánsdeildir en umsvif þeirra á þessu sviði voru þó aldrei mjög mikil og sáralítill undir það síðasta.

Tengsl ríkisbankanna við stjórnmalakerfið voru nán. Bankaráð voru kosin í pólitískum kosningum á Alþingi. Hver banki var með þrjá bankastjóra sem voru iðulega fyrrverandi stjórnmalamenn eða með önnur nán tengsl við stjórnmalaflokka.

Vextir voru lengstum ákveðnir af Seðlabankanum og oftast en ekki talsvert lægri en verðbólga svo að raunvextir voru neikvæðir. Verðtrygging fjárskuldbindinga var almennt ekki heimiluð fyrr en með svokölluðum Ólafslögum árið 1979. Fram til ársins 1987 voru í gildi hin svonefndu okurlög, nr. 58/1960, sem leystu af hólmi enn eldri lög um sama efni. Samkvæmt þeim og ákvæðum laga um Seðlabanka Íslands frá 1961 var bankanum heimilt að

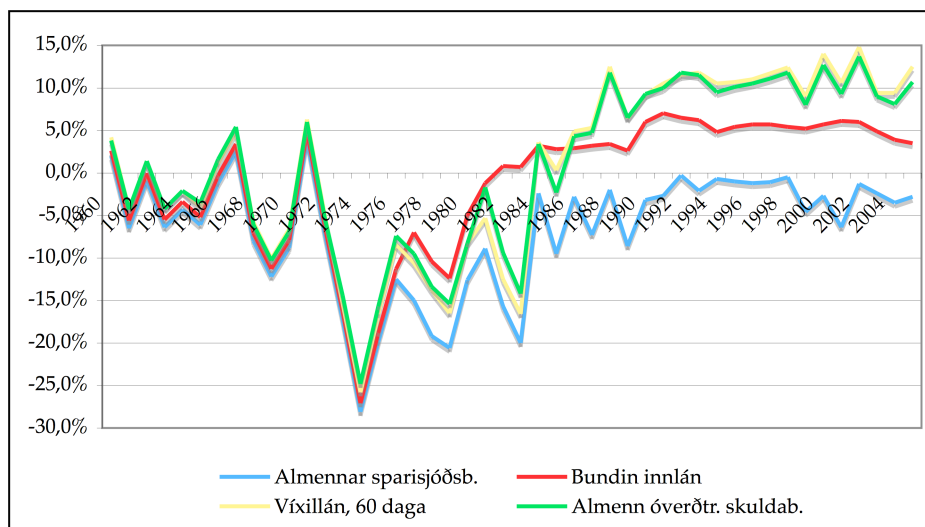
---

<sup>28</sup> Landsbankinn er elsti banki landsins og sá eini frá stofnun og til ársins 1904 er Íslandsbanki hinn fyrri tók til starfa. Auk þess að vera viðskiptabanki þá annaðist Landsbankinn einnig seðlaútgáfu framan af, ýmist einn eða með Íslandsbanka. Fyrstu íslensku seðlarnir voru þó gefnir út af landssjóði. Eftir að Íslandsbanki hætti starfsemi 1927 varð seðlabankastarfsemi Landsbanka sífellt umfangsmeiri. Árið 1957 voru fyrstu skrefin tekin til að skilja á milli viðskiptabankans og seðlabankastarfseminnar og árið 1961 loks skilið alveg á milli þegar Seðlabanki Íslands var formlega stofnaður.

ákveða lágmarksvexti innlána og hámarksvexti útlána. Vextir í almennum viðskiptum manna á meðal máttu ekki vera hærri en almennir útlánsvextir banka og sparisjóða. Seðlabankinn nýtti fyrrgreinda lagaheimild og ákvað alla almenna vexti í landinu til febrúar 1984. Þá heimilaði Seðlabankinn bönkum og sparisjóðum að ákveða vexti á innlánnum sem bundin voru til minnst sex mánaða og millibankalánnum. Í ágúst sama ár veitti Seðlabankinn sömu aðilum heimild til að ákveða alla aðra vexti en af almennum sparisjóðsbókum og endurseljanlegum afurðalánnum, dráttarvexti og vexti af skuldabréfum sem gefin höfðu verið út fyrir gildistöku þessarar ákvörðunar. Veruleg hækkun útlánsvaxta banka og sparisjóða strax á haustmánuðum 1984 varð til þess að Seðlabankinn greip aftur í taumana í ársbyrjun 1985 og lækkaði vexti útlána. Hélt þessi skipan fram á árið 1986. Í byrjun þess árs gengu í gildi ný lög um viðskiptabanka, nr. 86/1985, og lög um sparisjóði, nr. 87/1985. Hinn 1. nóvember 1986 gengu einnig í gildi ný lög um Seðlabanka Íslands, nr. 36/1986. Með þessari löggjöf færðist heimild til að ákveða vexti banka og sparisjóða til þeirra sjálfra, að því undanskildu að dráttarvexti skyldi Seðlabankinn ákveða.

Árið 1987 voru sett lög um vexti er komu í stað okurlaganna frá 1960. Með vaxtalögunum var staðfest almennt frelsi til samninga manna á milli um vexti, aðra en dráttarvexti. Vaxtafrelsi var þannig komið á í nokkrum skrefum um miðjan níunda áratug síðustu aldar. Um sama leyti voru hömlur á stofnun útibúa jafnframt afnumdar. Lögunum var breytt alloft á næstu árum en breytingarnar voru flestar minni háttar. Árið 2001 gengu svo í gildi ný lög nr. 38/2001 um vexti. Voru þá m.a. dráttarvextir gefnir frjálsir.

Inneignir og lán brunu hratt upp á lágum nafnvöxtum í hárrí verðbólgu. Þegar verst lét, frá og með árinu 1972 til 1983 voru raunvextir neikvæðir öll árin, bæði á innlánnum og útlánnum, eins og mynd 1 sýnir.



Mynd 1. Raunvextir 1960 til 2005.

Heimild: Hagstofa Íslands

Við þessar aðstæður var hvati til peningalegs sparnaðar enginn og innlán í bönkum sýndu þess glöggt merki. Undir lok áttunda áratugarins og í byrjun þess níunda samsvöruðu heildarinnlán íslenska bankakerfisins rétt um fimmtungi vergrar landsframleiðslu, sem var um helmingi lægra hlutfall en lengst af á millistríðsárunum. Hlutfallið hefur hækkað smám saman síðan og var í lok árs 2005 orðið rétt tæp 70%. Verðmæti seðla og myntar í umferð fór einnig og af sömu ástæðu ört lækkandi sem hlutfall af vergri landsframleiðslu. Árið 1983 urðu seðlar og mynt í umferð í fyrsta sinn innan við 1% af landsframleiðslu en hlutfallið hafði verið rúm 5% aldarfjórðungi fyrr.

Við aðstæður sem þessar hafði innlent bankakerfi enga burði til að standa með innlendu fé undir fjárþörf atvinnuvega eða þörf heimila vegna húsnæðisakaupa eða annars. Að nokkru marki var þó hægt að mæta þörfum atvinnuveganna, einkum útflutningsgreina, með því að endurlána erlent fé.

Einnig var hægt að mæta þörfum heimila að nokkru marki með lánveitingum lífeyrissjóða. Í upphafi níunda áratugarins var um eða yfir 40% af heildareignum lífeyrissjóða að jafnaði bundið í lánnum til sjóðfélaga.

Skipulagðar lánveitingar vegna húsnæðiskaupa hafa verið stundaðar allt frá árinu 1900.<sup>29</sup> Þá hóf Veðdeild Landsbankans slíkar lánveitingar. Lán með veði í fasteignum voru þó veitt fyrir þann tíma. Mestalla 20. öldina gegndi Veðdeildin viðamiklu hlutverki í lánveitingum til húsnæðiskaupa. Allt þangað til Húsnæðismálastofnun tók til starfa var Veðdeildin helsti lánveitandi til húsnæðiskaupa í þéttbýli. Lánveitingar til húsnæðiskaupa í dreifbýli voru hins vegar í höndum sérstakra stofnana, svo sem Bygginga- og landnámssjóðs, sem stofnaður var 1928, og Stofnlánadeildar landbúnaðarins. Sérstakar lánveitingar á vegum ríkisins til byggingar verkamannabústaða í þéttbýli hófust 1929.

Ríkið hefur sjálft veitt almenn húsnæðislán allt frá miðjum sjöunda áratuginum, fyrst með rekstri Húsnæðismálastofnunar og síðan Íbúðalánasjóðs. Veðdeild Landsbankans hætti þá sjálf veitingu húsnæðislána en sá um afgreiðslu lána Húsnæðismálastofnunar allt til ársins 1999 er Íbúðalánasjóður tók til starfa.

Fjármögnun Húsnæðismálastofnunar (síðar Húsnæðisstofnunar) og þeirra sjóða sem hún rak, Byggingarsjóð ríkisins og Byggingarsjóð verkamanna, var þó alltaf erfið. Sjóðirnir fengu framlag úr ríkissjóði og frá sveitarfélögum og tóku lán hjá lífeyrissjóðum, sem notuðu þegar mest var, árið 1989, helming ráðstöfunarfjár síns til þessara lána. Fram undir 1980 veittu opinberu íbúðalánasjóðirnir óverðtryggð lán sem brunnu upp í verðbólgu en jafnvel eftir að verðtrygging var tekin upp voru vextir niðurgreiddir.

---

<sup>29</sup> Sjá Jón Rúnar Sveinsson (2000).

Þetta íbúðalánakerfi var afar dýrt í rekstri og kostnaðurinn jókst til muna 1986 þegar gerðar voru ýmsar breytingar á því tengslum við kjarasamninga. Undir það síðasta, þegar allt stefndi í þrot, veittu byggingarsjóðirnir lán með 1 til 4,5% raunvöxtum en tóku lán hjá lífeyrissjóðum á sama tíma með 5 til 9% raunvöxtum.<sup>30</sup> Árið 1989 voru sett lög til að koma svokölluðu húsbréfakerfi á til að leysa þennan vanda. Í því fólst m.a. sú grundvallarbreyting að nú fengu seljendur húsnæðis húsbréf sem endurgjald sem þeir gátu síðan selt á markaði. Ríkið var því ekki lengur lánveitandi og niðurgreiddi ekki lengur vexti. Hins vegar ábyrgðist ríkið húsbréfin og jafnframt var komið á vaxtabótakerfi.

### *Fjármagnsflutningur á milli landa*

Eftir að þeim gjaldeyrisforða sem Íslendingar eignuðust á árum síðari heimsstyrjaldar hafði verið eytt voru sett höft á gjaldeyrisviðskipti landsmanna. Viðskipti Íslendinga með gjaldeyri voru miklum takmörkunum háð allt fram á tíunda áratug síðustu aldar. Leyfi þurfti fyrir innflutningi og var rekin sérstök gjaldeyriseftirlitsdeild á vegum Seðlabankans til að fjalla um umsóknir um gjaldeyriskaup. Útflytjendum bar að sama skapi að skipta öllum gjaldeyristekjum nánast jafnharðan í krónur. Einungis tvær fjármálastofnanir máttu kaupa og selja gjaldeyri allt frá árinu 1931, Landsbanki og Útvegsbanki. Fram til ársins 1993 skráði Seðlabankinn einn gengi krónunnar en það ár var komið á fót millibankamarkaði með gjaldeyri. Fyrstu árin var gengið ákveðið einu sinni á dag á fundi markaðsaðila í Seðlabanka en á miðju ári 1997 varð til samfelldur markaður með viðskiptavakt gagnvart kaupum og sölu á Bandaríkjadollar.

<sup>30</sup> Sjá Skýrslu Ríkisendurskoðunar um fjárhagsstöðu Byggingarsjóðs ríkisins og Byggingarsjóðs verkamanna frá september 1990.

Þótt mjög hafi verið slakað á höftum og innflutningur vöru og þjónustu hafi að mestu verið frjáls undanfarna áratugi þá gegndi öðru um fjármagnshreyfingar. Íslendingar máttu lengst af almennt ekki eiga reikninga í erlendum bönkum og fengu ekki gjaldeyri til að kaupa hlutabréf eða skuldabréf erlendis nema í undantekningatilfellum. Almenningi og lífeyrissjóðum stóð slíkt t.a.m. ekki til boða.

Með EES samningnum í upphafi tíunda áratugarins breyttist þetta. Frelsi til fjármagnsflutninga var komið á í nokkrum skrefum en frá og með 1995 hefur það verið nánast algjört. Helstu undantekningarnar eru bann við beinum fjárfestingum erlendra aðila í fiskveiðum- og vinnslu en auk þess eru ákvæði í EES samningnum um heimild til að hefta fjármagnshreyfingar við sérstakar aðstæður. Heimildin hefur þó aldrei verið nýtt.

Það frelsi til fjármagnshreyfinga sem fékkst með EES samningnum skipti sköpum þótt áhrifin hafi ekki orðið ýkja mikil í fyrstu. Innlendir aðilar, eins og lífeyrissjóðir, fóru sér hægt í fjárfestingum erlendis fyrstu árin eftir að slíkt varð heimilt. Í lok árs 1992 var bein fjárfesting Íslendinga erlendis metin á 6,3 milljarða króna eða einungis 1,6% af vergri landsframleiðslu (VLF). Eign landsmanna á erlendum markaðsverðbréfum var vart mælanleg, 0,6 milljarðar í hlutafé og helmingi minna í skuldabréfum. Erlendar eignir landsmanna fólust fyrst og fremst í gjaldeyrisforða Seðlabankans sem metinn var á 31,7 milljarða króna eða 7,9% af VLF. Umsvif erlendra aðila á Íslandi voru nánast engin önnur en að lána hingað fé. Bein fjárfesting erlendra aðila hérlandis var metin á 7,9 milljarða í lok árs 1992 eða rétt um 2% af VLF. Óbein fjárfesting erlendra aðila í innlendum hlutabréfum mældist ekki þetta ár frekar en áður. Hennar sáust raunar varla nein merki fyrr en 1998.

Staðan gerbreyttist hins vegar þegar bankarnir tóku við sér undir lok tíunda áratugarins. Þá hófu þeir rekstur útibúa erlendis, keyptu þar ýmsar fjármálastofnanir og fóru að selja skuldabréf í miklum mæli á erlendum mörkuðum. Þessi útrás bankanna byggði m.a. á ákvæðum EES samningsins sem heimila fjármálafyrirtæki sem fengið hefur starfsleyfi í einu af aðildarríkjum samningsins að opna útibú í sérhverju hinna ríkjanna án þess að þurfa til þess sérstakt leyfi þarlendra stjórnvalda. Jafnframt geta fjármálafyrirtæki í einu landanna boðið þjónustu sína í öðru án þess að opna þar útibú.

Heimildir íslenskra lífeyrissjóða til að fjárfesta í erlendum hlutabréfum eða öðrum verðbréfum voru lengst af engar eða mjög takmarkaðar.<sup>31</sup> Í janúar 1997 áttu þeir einungis erlend verðbréf að verðmæti 4,4 milljarðar króna. Það var þá um 1,4% af heildareignum þeirra. Af þessu voru um tveir þriðju í verðbréfasjóðum en afgangurinn hlutabréf. Í lok ágúst 2006 hafði erlenda verðbréfaeignin nær nítugfaldast í krónum talið, var komin í rétt um 380 milljarða króna sem voru um 27,5% heildareigna sjóðanna.

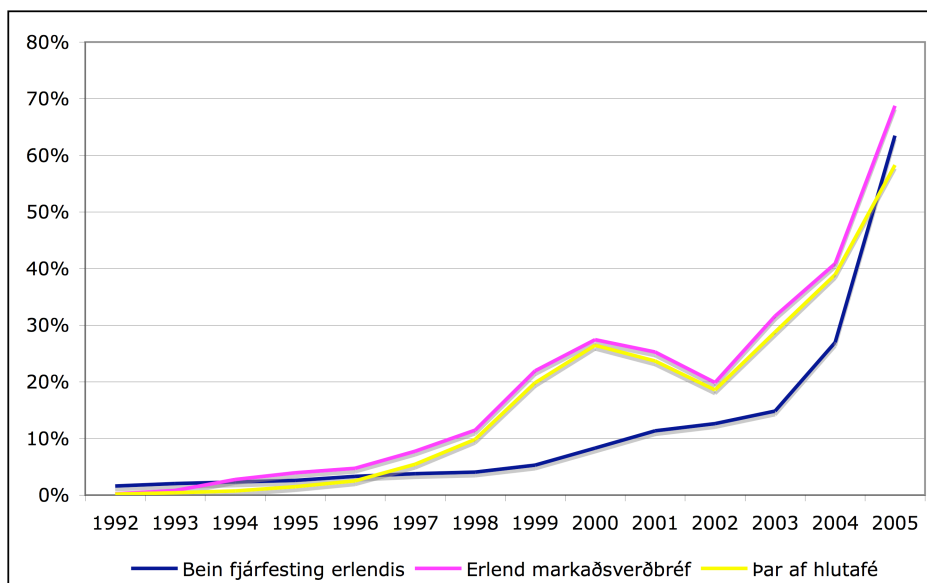
Myndir 2 og 3 sýna glöggð þá sprengingu sem hefur orðið í fjárfestingum Íslendinga erlendis og sölu á innlendum skuldabréfum til útlendinga á rétt rúmum áratug. Bein fjárfesting Íslendinga erlendis fór úr 1,6% af VLF í lok árs 1992 í 64% í lok árs 2005. Á sama tíma fór eign Íslendinga á erlendu hlutafé úr 0,1% af VLF í 58%.

Fjárfestingar erlendra aðila hérlendis hafa einnig vaxið mikið. Bein fjárfesting hérlendis tífaldaðist á fyrrnefndum árum og óbein fjárfesting þeirra í hlutafé fór úr engu í 23% af VLF. Langmestu munar þó um eign þeirra á

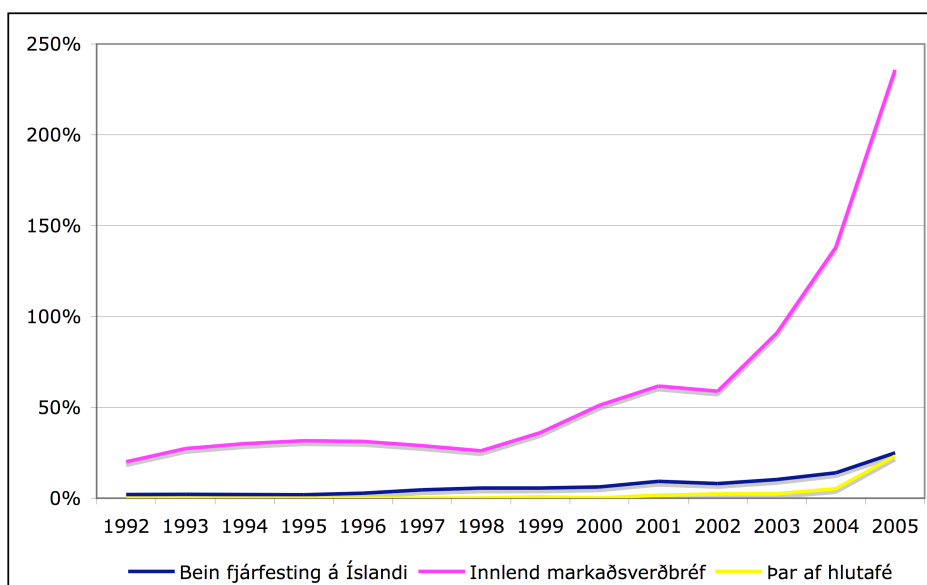
---

<sup>31</sup> Því eru enn settar skorður hve mikið lífeyrissjóðir mega fjárfesta erlendis þótt heimildir hafi mjög verið rýmkaðar. Eftir breytingu sem gerð var á lögum um lífeyrissjóði árið 2000 verða þeir að takmarka áhættu vegna eignar í erlendum gjaldmiðlum við 50% af heildareignum.

innlendum skuldaskjöllum, sem fóru úr um 20% af VLF í rétt ríflega tvöfalda verga landsframleiðslu.



Mynd 2. Eignir Íslendinga erlendis, hlutfall af VLF.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.



Mynd 3. Eignir erlendra aðila á Íslandi, hlutfall af VLF.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

**Markaður verður til**

Árið 1978 var Verðbréfamarkaður Fjárfestingarfélags Íslands stofnaður.

Það varð til þess að auðvelda viðskipti með skuldabréf á eftirmarkaði en ekki



hlutabréf, a.m.k. ekki fyrstu árin. Árið 1985 hóf fyrirtækið Hlutabréfamarkaðurinn starfsemi og sama ár var Kauphöll Íslands stofnuð, þá undir nafninu Verðbréfafélag Íslands. Fyrsti hlutabréfasjóðurinn hóf starfsemi árið á eftir.

Á síðari hluta níunda áratugarins og fyrstu árum þess tíunda varð smám saman til nokkuð skipulagður tilboðsmarkaður fyrir íslensk hlutabréf. Verðbréfafyrirtæki tóku að birta opinberlega, m.a. í Morgunblaðinu, kaup- og sölutilboð í hlutabréf nokkurra fyrirtækja. Áður var minnst á Fjárfestingarfélagið og Hlutabréfamarkaðinn en síðar bættist Kaupþing við og síðan viðskiptabankarnir eða fyrirtæki á vegum þeirra.<sup>32</sup>

Þótt sá markaður sem varð til við þetta hafi um margt líkst kauphöll þá var þó m.a. sá grundvallarmunur á að útgefendur hlutabréfa sem verslað var með höfðu engar sérstakar skyldur gagnvart markaðinum. Þau hlutafélög þurftu ekki að gefa ríkari upplýsingar um rekstur sinn en önnur og m.a. ekki birta árshlutauppgjör. Þau gátu raunar litið svo á að viðskipti með hlutabréf þeirra væru fyrirtækjunum með öllu óviðkomandi. Viðskipti innherja voru hvergi tilkynningaskyld og raunar lágu upplýsingar um helstu hluthafa alla jafna ekki einu sinni á lausu. Við þessar aðstæður var eftirlit með innherjasvikum í reynd ómögulegt.

Í hlutafélagalögum voru ákvæði um að allir hluthafar gætu kynnt sér hluthafaskrána. Í framkvæmd var iðulega ekki hlaupið að því og upplýsingarnar voru ekki birtar opinberlega. Höfundur þessa rits starfaði nokkur sumur sem blaðamaður á viðskiptablaði Morgunblaðsins og reyndi árið 1989 m.a. að fá upplýsingar um hverjir væru helstu hluthafar í þeim tveimur hlutafélagum sem voru mest áberandi á markaðinum og höfðu

---

<sup>32</sup>Verðbréfamarkaður Iðnaðarbankans, VIB, tók árið 1988 við rekstri Hlutabréfamarkaðarins. Þegar Íslandsbanki tók til starfa varð VIB að VÍB, Verðbréfamarkaði Íslandsbanka. Nú er starfsemin rekin sem svið innan Glitnis.

lengsta sögu sem almenningshlutafélög, Flugleiðir og Eimskip. Viðbrögðin voru mjög mismunandi, hjá Flugleiðum gekk greiðlega að fá lista með stærstu hluthöfum en það reyndist ekki unnt að fá sams konar upplýsingar frá Eimskip.<sup>33</sup> Árið á eftir varð hins vegar stefnubreyting og þau hlutafélög sem mest viðskipti voru með tóku öll að gefa fjölmiðlum og almenningi upplýsingar um helstu hluthafa.

Árið 1992 var þessi markaður gerður formlegri með stofnun Opna tilboðsmarkaðarins. Aðild að honum áttu sex verðbréfafyrirtæki, sem verslað höfðu með hlutabréf. Hættu þau þar með að skrá gengi hlutabréfa hvert fyrir sig, en við tók ein skráning á kaup- og sölugengi hlutabréfa, sem byggðist á bindandi tilboðum og viðskiptum með hlutabréfin. Verðbréfafyrirtækin skuldbundu sig jafnframt til að tilkynna um öll viðskipti, sem urðu utan þingsins. Verðbréfaþing Íslands heimilaði notkun viðskiptakerfis þingsins við rekstur Opna tilboðsmarkaðarins.

Fyrsta hlutafélagið var ekki skráð í Kauphöllina, sem þá hét enn Verðbréfaþing, fyrr en árið 1990. Olís reið á vaðið og fyrstu viðskiptin með hlutabréf í Kauphöllinni urðu árið eftir. Eftir það fjölgaði fyrirtækjum ár frá ári. Nokkrar skýringar virðast hafa verið á því að stjórnendur hlutafélaga sóttu ekki um skráningu í Kauphöllina þótt nokkuð lífleg viðskipti væru með bréf þeirra fyrir milligöngu verðbréfafyrirtækja. Sú ástæða sem oftast var nefnd í fjölmiðlum var skattaleg, en skv. þágildandi skattalögum bar að greiða eignarskatt af markaðsvirði hlutabréfa í félögum sem skráð voru í kauphöll en einungis af nafnvirði annarra hlutabréfa. Þessu var breytt árið 1990 þannig að einungis þurfti að greiða eignarskatt af nafnvirði, þótt hlutabréf væru skráð í kauphöll. Árni Vilhjálmsson (1990) nefnir ýmsar fleiri ástæður, sérstaklega miklar kröfur um upplýsingagjöf sem gerðar eru til

---

<sup>33</sup> Sjá Gylfi Magnússon (1989).

félaga sem skráð eru í kauphöll. Meðal þess sem Árni nefnir er að gefa þarf upplýsingar um viðskipti innherja, um tillögur um breytingar á samþykktum og um ákvarðanir eða atvik sem geta haft veruleg áhrif á aðstæður félagsins eða mat markaðarins á verðmæti þess. Árni telur hins vegar að ekki ætti að vera mjög íþyngjandi að þurfa að skila árshlutauppgjörum. Fyrir utan skattalega óhagræðið þá eru þær skýringar sem Árni nefnir á tregðu til að skrá hlutafélög í kauphöll allar þess eðlis að þær eiga almennt við á hlutabréfamörkuðum en eru ekki einstakar fyrir íslenskan markað á þessum tíma.

### *Vandræðagangur*<sup>34</sup>

Íslenskur fjármálamarkaður varð ekki fyrir neinum stóráföllum á þeim tíma sem hlutabréfamarkaður var að skjóta rötum. Þó komu ýmis vandræðamál upp en ekkert þeirra náði að skaða markaðinn til langframa. Hér verða nokkur þau helstu rakin í stuttu máli.

Árið 1988 varð verðbréfafyrirtækið Ávöxtun sf. gjaldþrota. Fyrirtækið, sem var sameignarfélag tveggja manna, hafði haft talsverð umsvif um fimm ára skeið og rak m.a. tvo verðbréfasjóði. Fjárfestingar félagsins og sjóða þess reyndust margar hverjar afar illa og lántakendur stóðu ekki í skilum. Reikningsskil félagsins voru einnig gölluð, sérstaklega síðasti ársreikningur þess, fyrir árið 1987, þar sem eignir voru ofmetnar. Eigendur fyrirtækisins voru dæmdir í fangelsi fyrir auðgunarbrot og fjársvik.

Á ýmsu gekk í rekstri Fjárfestingarfélags Íslands, sem innleiddi ýmsar nýjungar á íslenskum verðbréfamarkaði og lék þar stórt hlutverk árum saman. Í apríl árið 1992 var dótturfélagið Verðbréfamarkaður Fjárfestingarfélagsins selt til sænska fyrirtækisins Skandia. Síðar það ár kom í

---

<sup>34</sup> Þessi kafli byggir einkum á samtímafréttum sem fundnar voru í gagnasafni Morgunblaðsins.

ljós að eignir verðbréfasjóða fyrirtækisins virtust ofmetnar. Illa áraði á hlutabréfamarkaði frá miðju ári 1991 til vors 1993 og lækkaði hlutabréfavísitala HMARK um ríflega fjórðung. Margir eigendur vildu innleysa bréf sín og var brugðist við því með því að stöðva innlausn hlutdeildarskírteina í október 1992. Síðar var opnað fyrir innlausn en á mun lægra gengi en fyrir lokun. Miklar deilur urðu vegna þessa. Í kjölfarið hætti Skandia starfsemi á Íslandi en fyrirtækið hafði einnig reynt að hasla sér völl sem tryggingafélag héraendis. Fjárfestingarfélagið varð einnig fyrir ýmiss konar tjóni, m.a. vegna fjárfestinga í laxeldi, sem gengu mjög illa. Árið 1994 lauk nær aldarfjórðungs sögu fyrirtækisins með sölu til Íslandsbanka og fengu hluthafar einungis lítið brot af nafnverði fyrir hlutabréf sín.

Árið 2001 var starfsleyfi verðbréfafyrirtækisins Burnham International á Íslandi afturkallað og í kjölfarið var fyrirtækið tekið til gjaldþrotaskipta. Burnham hafði starfað um árabíl undir nafninu Handsal. Rekstur Handsals gekk illa síðustu árin og komst í þrot en nýir eigendur endurreistu fyrirtækið árið 1999 undir nýju nafni. Sá rekstur gekk engu betur og tapaðist m.a. stórfé vegna kaupa á hlutafé í bresku netfyrirtæki. Talsvert fé tapaðist í gjaldþrotinu og fékkst ekkert greitt upp í almennar kröfur. Varð m.a. Lífeyrissjóður Austurlands fyrir miklu tjóni og neyddist til að skerða lífeyrisréttindi sjóðsfélaga.

Ýmsir þættir einkavæðingar reyndust umdeildir. Hugmyndafræðilegur ágreiningur var um það hve langt skyldi ganga og tekist um það á vettvangi stjórnmalanna. Þá var harðlega gagnrýnt hvernig staðið var að sölu sumra ríkisfyrirtækjanna, sérstaklega SR-mjöls og ríkisbankanna. M.a. var tekist á um það hvort eðlilegt verði hefði fengist eða einhverjum verið hyglað. Svokölluð kennitölusöfnun í tengslum við sölu

hlutabréfa til almennings var einnig gagnrýnd. Þá var einnig tekist á um sparisjóði og sérstaklega breytingu þeirra í hlutafélög. Þar var einn helsti ásteytingarsteinninn hve mikið af hlutafénu ætti að renna til stofnfjáreigenda.

Net- eða tæknibólan svokallaða fór ekki framhjá Íslendingum á tíunda áratug síðustu aldar. Hún hafði þó lítil áhrif á skráð félög í kauphöll en þeim mun meiri hamagangur varð í viðskiptum með bréf í nokkrum óskráðum fyrirtækjum. OZ, Softís og deCode (Íslensk erfðagreining) voru þar mest áberandi. Líkt og í nágrannalöndunum rauk verð bréfa slíkra fyrirtækja upp úr öllu valdi en hrundi síðan þegar óhóflega bjartsýnar væntingar gengu ekki eftir. Hart var deilt á ýmis fjármálafyrirtæki vegna þáttar þeirra í viðskiptum með slík bréf og viðskipti einstakra starfsmanna þeirra fyrir eigin reikning. Margir fjárfestar töpuðu stórfé vegna kaupa á hlutabréfum sem urðu síðar verðlaus eða verðlítill. Ein sérkennilegasta sorgarsagan var frá Raufarhöfn. Raufarhafnarhreppur fjárfesti í gríð og erg í ýmiss konar tækni- og vaxtarsjóðum og hlutabréfum í OZ, deCode, Arthur Treacher's og fleiri fyrirtækjum. Allt reyndust þetta afleit kaup og settu fjármál sveitarfélagsins í uppnám.

Þótt net- og tæknifyrirtækin íslensku hafi ekki verið skráð í Kauphöll Íslands þá fór hrun slíkra fyrirtækja vestan hafs og austan á árunum 2000 og 2001 og mikil lækkun á verði erlendra hlutabréfa ekki alveg framhjá íslenska markaðinum. Bæði þessi ár lækkaði Úrvalsvísitalan um því sem næst fimmtung. Þegar botninum var náð, í nóvember 2001, var Úrvalsvísitalan komin í svipað gildi og vorið 1997. Meira en fjögurra ára hækkun var því gengin til baka, og raunar gott betur en það ef tekið er tillit til verðbólgu. 2002 gekk lítið af lækkuninni til baka en þá höfðu líka fjárfestar náð vopnum

sínum á ný og verð hlutabréfa snarhækkaði þrjú ár í röð, 2003-2005. Mikið af þeirri hækkun gekk þó til baka í lækkunarhrinu sem hófst um mitt ár 2007.

### *Niðurstaða*

Rétt um 20 ár eru nú liðin frá því að þessi vísir að markaði varð til. Það er ótrúlega stuttur tími í samanburði við nágrannalöndin, þótt ekki sé horft nema til hinna Norðurlandanna, en ekki þeirra landa sem fyrst komu upp þróuðum fjármálamörkuðum.

Það umhverfi sem íslenski hlutabréfamarkaðurinn spratt úr var um margt meingallað. Þótt Íslendingar hafi talist með auðugustu þjóðum heims þegar horft er til þjóðarframleiðslu öll eftirstríðsárin þá var íslenska fjármálakerfið það versta í Vestur-Evrópu, nánast sama hvaða mælikvarða er horft til. Þetta kerfi var í andarslitrunum þegar markaður fyrir hlutabréf tók að myndast hérlendis um miðjan níunda áratuginn.

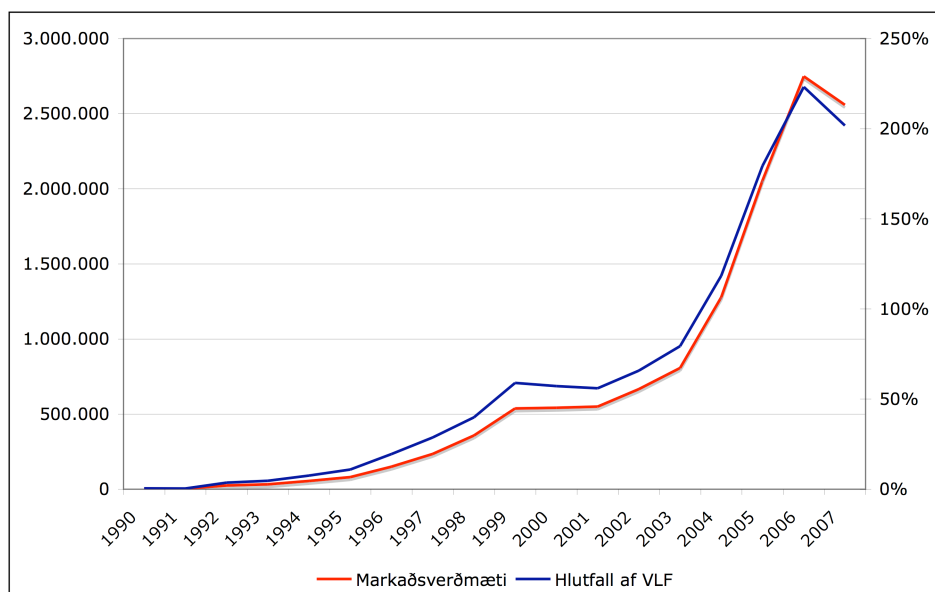
Margar hindranir voru í vegi fyrir því að hér kæmist á markaður með hlutabréf. Hlutafélagiformið var einkum notað vegna takmarkaðrar ábyrgðar eigenda á rekstrinum en ekki til að safna fé frá mörgum. Þegar fé var safnað frá mörgum þá var höfðað til borgaralegrar skyldu frekar en hagnaðarvonar tilvonandi hluthafa. Skattkerfið ýtti undir lánsfjármögnun og gjafvextir bankakerfisins höfðu sömu áhrif. Landlægur skortur á innlendu fjármagni var leystur með skömmtnun og erlendum lánnum frekar en sölu hlutafjár. Að öðru leyti var íslenski fjármálamarkaðurinn einangraður frá erlendum mörkuðum. Ýmsir landlægir ósiðir í rekstri hlutafélaga fældu frá fjárfesta, hömlur voru á framsal hluta, arðgreiðslur litlar, réttindi minnihluta lítt virt en innherjar sátu að upplýsingum um rekstur, hluthafaskrá og viðskipti með hlutabréf. Opinber fyrirtæki og ýmiss konar samvinnufélög voru mjög umsvifamikil. Loks var almennt rekstrarumhverfi fyrirtækja á margan hátt óhagstætt,

sérstaklega á áttunda áratuginum og fyrri hluta þess níunda, með mikilli verðbólgu þrátt fyrir ýmiss konar verðlagshöft og tíðum gengisfellingum.

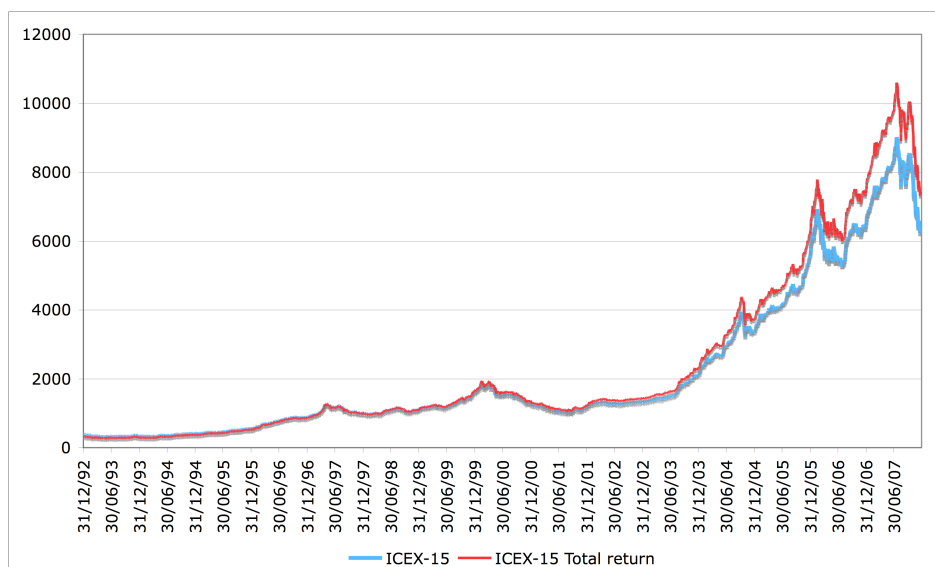
Á níunda og tíunda áratuginum voru fyrrnefndar hindranir fjarlægðar ein af annarri. Verðtrygging og vaxtafrelsi gerðu lánsfjármarkaðinn eðlilegri. Verðbólgu-reikningsskil og síðar mikil lækkun verðbólgu drógu jafnframt mjög úr skaðsemi hennar. Skattlagning fjármagnstekna komst í nokkuð eðlilegt horf og sérstök ívilnun vegna hlutabréfakaupa ýtti mjög undir þau. Vöxtur lífeyriskerfisins ýtti undir sparnað og skapaði spurn eftir hlutabréfum sem fjárfestingarkosti. Hluthöfum fjölgaði mikið við einkavæðingu ríkisfyrirtækja. Hún þýddi jafnframt að stærri hluti hagkerfisins var rekinn á hlutafélagiformi. Sömu áhrif hafði hrun samvinnuhreyfingarinnar. Einkavæðing bankakerfisins leiddi jafnframt beint eða óbeint til ýmiss konar uppstokkunar í íslensku efnahagslífi.

Þegar loks var farið af stað varð uppbyggingin afar hröð. Það kemur vel heim og saman við fræðikenningar um nethrif (e. network externalities) á mörkuðum. Markaðir virka oft illa eða alls ekki með fáum þátttakendum. Nái þeir hins vegar fótfestu gerir fjölgun þátttakenda þá sífellt meira aðlaðandi fyrir enn aðra þátttakendur og þannig koll af kolli.

**Viðauki: Vöxtur og ávöxtun**

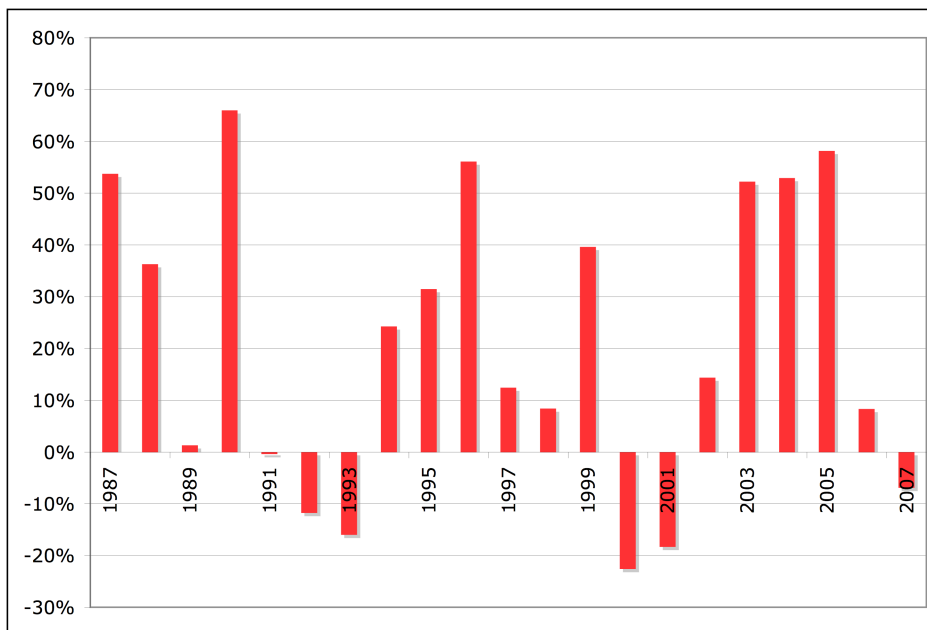


Mynd V1. Markaðsverðmæti skráðra hlutabréfa í lok hvers árs, á verðlagi árs 2007 (vinstri ás) og sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (hægri ás).

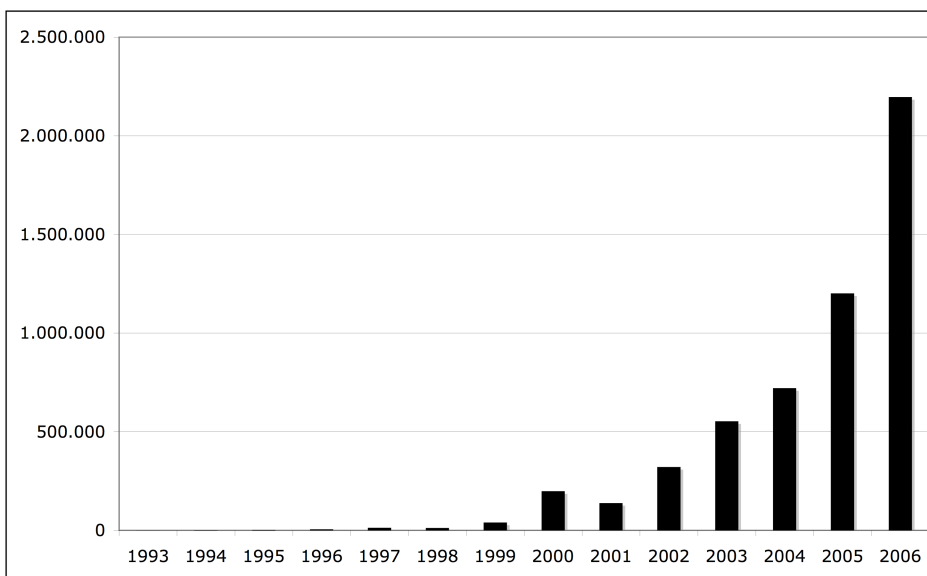


Mynd V2. Úrvalsvisitalan, með og án arðs.





Mynd V3. Raunávöxtun íslenskra hlutabréfa, án arðs.  
Frá 1987 til 1992 er miðað við vísitölu HMARK, eftir það Úrvalsvísitölu.



Mynd V4. Viðskipti með hlutabréf í Kauphöll Íslands. Milljónir króna.

**Heimildir**

Árni Vilhjálmsson. (1969). *Um aðgerðir til eflingar íslenskum hlutafélögum : breytingar á skattalögum og stofnun kaupþings*. Reykjavík: Fjölrit.

Árni Vilhjálmsson. (1991). *Mótun reglna um starfsemi hlutabréfamarkaðar. Í Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi*. Reykjavík: Verðbréfamarkaður Íslandsbanka og Framtíðarsýn.

Árni Vilhjálmsson og Eyþór Ívar Jónsson. (2003). Í ólgusjó breytinga. Viðtal Eyþórs við Árna. *Vísbanding*, 51. tbl. bls. 6-14.

Elín Guðjónsdóttir. (2000). Íslenskur hlutafjármarkaður. *Peningamál*, 4. rit, ágúst, bls. 32-41.

Eyjólfur Konráð Jónsson. (1968). *Alþýða og athafnalíf*. Reykjavík: Helgafell.

Eyjólfur Konráð Jónsson. (1982). *Út úr vítahringnum*. Reykjavík: Heimdallur.

Fjármálaráðuneytið (höfundur ótilgreindur). (1998). *Leiðir til að efla sparnað. Skýrsla nefndar um þjóðhagslegan sparnað*. Rit 1998-5.

Gunnar Karlsson. (1975). Fyrsti sparisjóður á Íslandi? *Afmælisrit Björns Sigfússonar*, bls. 82-100. Reykjavík.

Gylfi Magnússon. (1989). Hlutabréfamarkaður fer hægt af stað. *Morgunblaðið* 10. ágúst, bls. B2-3.

Gylfi Magnússon. (2007). Upphaf íslenska hlutabréfamarkaðarins. *Rannsóknir í félagsvísindum VIII*, Ingjaldur Hannibalsson (ritstj.). Bls. 193-204. Reykjavík.

*Hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi* (greinasafn, ritstjóri ótilgreindur). (1991). Verðbréfamarkaður Íslandsbanka og Framtíðarsýn. Reykjavík.

Jóhannes Nordal. (2007). Efnahagsmál í árdaga Fjármálatíðinda. *Fjármálatíðindi*, 54. árg., bls. 3-22.

Jónas H. Haralz. (2007). Hefðir og umbreyting - Landsbanki Íslands 1969-1988. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, sérútgáfa, bls. 5-57.

Jón Rúnar Sveinsson. (2000). *Húsnæðislán í hundrað ár*. <http://www.borg.hi.is/H%FAsn%E6disl%E1n%20%ED%20hundrad%20%E1r.doc>. Sótt 1. október 2007.

Magnús Sveinn Helgason. (2004). Upphaf kauphallareksturs á Íslandi. *Vísbanding* 22. árg. 16., 18. og 26. tbl.

Morgunblaðið (höfundur ótilgreindur). (1975). *Er tímabært að stofna kaupþing?* Bls. 16-17, 14. júní.

Ottó Schopka. (1963). Hvernig mætti efla verðbréfamarkaðinn á Íslandi. *Hagmál*, 3. hefti. bls. 9-48.

Ólafur Björnsson. (1952). *Þjóðarbúskapur Íslendinga*. Reykjavík: Hlaðbúð.

Skýrsla Ríkisendurskoðunar um fjárhagsstöðu Byggingarsjóðs ríkisins og Byggingarsjóðs verkamanna (höfundur ótilgreindur). (1990). Fjölrit.

Stefán Már Stefánsson. (2003). *Hlutafélög, einkahlutafélög og fjármálamarkaðir*. Reykjavík: Hið íslenska bókmenntafélag.

Sveinn Björnsson. (1957). *Endurminningar*. Sigurður Nordal sá um útgáfunna. Reykjavík: Ísafoldarprentsmiðja.

Valtýr Guðmundsson. (1964). *Doktor Valtýr segir frá : úr bréfum Valtýrs Guðmundssonar til móður sinnar og stjúpa 1878-1927*. Finnur Sigmundsson bjó til prentunar. Reykjavík: Bókfellsútgáfan.

### **Lög (í aldursröð)**

Lög um hlutafélög nr. 77/1921.

Lög um bann við okri, dráttarvexti o.fl. nr. 68/1960.

Lög um Seðlabanka Íslands, nr. 10/1961.

Lög um tekjuskatt og eignarskatt nr. 90/1965.

Lög um tekjuskatt og eignarskatt nr. 40/1978.

Lög um stjórn efnahagsmála o.fl. (Ólafslög) nr. 13/1979.

Lög um breyting á lögum nr. 40 18. maí 1978, um tekjuskatt og eignarskatt nr. 7/1980.

Lög um tekjuskatt og eignarskatt nr. 75/1981.

Lög um frádrátt frá skattskyldum tekjum vegna fjárfestingar manna í atvinnurekstri nr. 9/1984.

Lög um viðskiptabanka, nr. 86/1985.

Lög um sparisjóði, nr. 87/1985.

Lög um Seðlabanka Íslands, nr. 36/1986.

Vaxtalög nr. 25/1987.

Lög um breytingu á lögum um Húsnæðisstofnun ríkisins, nr. 86/1988, sbr. lög nr. 109/1988, nr. 79/1989.

Lög um hlutafélög nr. 2/1995.

Lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða nr. 129/1997.

Lög um vexti og verðtryggingu nr. 38/2001.

Lög um breyting á lögum nr. 75/1981, um tekjuskatt og eignarskatt, lögum nr. 83/1989, um Þjóðarbókhöfuð og endurbætur menningarbygginga, lögum nr. 113/1990, um tryggingagjald, lögum nr. 45/1987, um staðgreiðslu opinberra gjalda, lögum nr. 144/1994, um ársreikninga, og lögum nr. 145/1994, um bókhald, með síðari breytingum nr. 133/2001.