

Endurbætur á innlendum skuldabréfamarkaði

IÐNAÐAR- OG VIÐSKIPTARÁÐUNEYTI
APRÍL 1996

Steindórsprent Gutenberg
ISBN 9979-871-07-5

Reykjavík 12. apríl 1996

Iðnaðar- og viðskiptaráðherra Finnur Ingólfsson
Iðnaðar- og viðskiptaráðuneytinu
Arnarhvoli
150 Reykjavík

Starfshópur, sem þér skipuðu í október síðastliðnum til að fjalla um skuldabréfamarkaðinn hér á landi, hefur nú lokið starfi og skilar hér með skýrslu sinni. Það er ein meginniðurstaða starfshópsins að hér hafi átt sér stað jákvæð þróun á markaði fyrir skuldabréf undanfarin ár. Þótt ýmislegt megi bæta varðandi starfsemi markaðarins telur hópurinn að vextir á honum ráðist í meginatriðum af framboði og eftirspurn.

Ljóst er að fjölmargar breytingar sem eru að gerast eða eru í undirbúningi stefna einnig í rétta átt. Nægir að taka stofnun verðbréfamiðstöðvar, breytingu á rekstrarformi viðskiptabanka, nýtt viðskiptakerfi Verðbréfaþings og nýlegar breytingar varðandi viðskiptavaka fyrir spariskírteini sem dæmi. Þess var því ekki að vænta að starfshópurinn kæmi auga á neina einfalda aðgerð til viðbótar sem valdið gæti straumhvörfum á markaðnum. Engu að síður telur hann að gera megi eitt og annað til að flýta fyrir framförum og eru helstu tillögurnar taldar upp í öðrum kafla skýrslunnar.

Væntir starfshópurinn þess að skýrslan geti verið góður grundvöllur frekari umræðu og skoðanaskipta um innlendan skuldabréfamarkað.

Virðingarfyllst

Eiríkur Guðnason, formaður

Benedikt Árnason

Einar Sigurjónsson

Finnur Sveinbjörnsson

Guðmundur Hauksson

Yngvi Örn Kristinsson, ritari

Þorgeir Eyjólfsson

Efnisyfirlit

1. INNGANGUR.....	5
2. HELSTU NIÐURSTÖÐUR OG TILLÖGUR.....	7
2.1 HELSTU NIÐURSTÖÐUR.....	7
2.2 HELSTU TILLÖGUR STARFSHÓPSINS.....	8
3. ÞRÓUN INNLENDIS VERÐBRÉFAMARKAÐAR.....	12
3.1 SÖGULEGUR AÐDRAGANDI AÐ MYNDUN VERÐBRÉFAMARKAÐAR.....	12
3.2 ÞRÓUNIN FRÁ STOFNUN VERÐBRÉFAÞINGS ÍSLANDS.....	13
4. FRAMBOÐ SKULDABRÉFA Á INNLENDUM MARKAÐI.....	14
4.1 LÁNSFJÁRÖFLUN RÍKISSJÓÐS Á INNLENDUM MARKAÐI.....	14
4.2 ÚTGÁFA HÚSBRÉFA OG HÚSNÆÐISBRÉFA.....	15
4.3 VERÐBRÉFAÚTGÁFA ANNARRA AÐILA.....	16
4.4 VERÐBRÉFAÚTGÁFA OG HEFÐBUNDIN LÁNASTARFSEMI.....	18
4.5 VAXTAÁLAG ANNARRAR SKULDABRÉFAÚTGÁFU.....	18
4.6 SÖLUAÐFERÐIR.....	19
4.7 ALMENN ÚTBOÐ EÐA LOKUÐ.....	19
5. EFTIRSPURN Á INNLENDUM SKULDABRÉFAMARKAÐI.....	20
5.1 HELSTU KAUPENDUR Á MARKAÐNUM.....	20
5.2 OPNUN FJÁRMAGNSMARKAÐAR OG ERLEND SAMKEPPNI.....	21
5.3 EFTIRLIT OG LÖGGJÖF MEÐ AÐILUM Á FJÁRMAGNSMARKAÐI.....	22
5.4 BÓKUNARREGLUR LÍFEYRISSJÓÐA.....	23
5.5 AÐRIR KAUPENDUR MARKAÐSVERÐBRÉFA.....	24
5.6 ÁHÆTTUMAT.....	25
6. VAXTAMYNDUN.....	26
6.1 VAXTAMYNDUN LANGTÍMABRÉFA Á VERÐBRÉFAMARKAÐI.....	26
6.2 VAXTAMYNDUN SKAMMTÍMABRÉFA Á VERÐBRÉFAMARKAÐI.....	27
6.3 SAMSPIL LANGTÍMA- OG SKAMMTÍMAVAXTA.....	28
6.4 VAXTAÞRÓUNIN FRÁ 1986.....	28
6.5 VERÐTRYGGÐ INNLÁN OG SPARISKÍRTEINI.....	29
6.6 VAXTAMYNDUN Í LÁNAKERFINU.....	30
6.7 VEXTIR HÉR OG ERLENDIS.....	32
7. VERÐBRÉFAMIÐLUN OG ÖNNUR ATRÍÐI.....	35
7.1 INNGANGUR.....	35
7.2 VERÐBRÉFAÞING ÍSLANDS.....	35
7.3 OPNI TILBOÐSMARKAÐURINN.....	37
7.4 SKILVIRKNI MARKAÐARINS.....	37
7.5 VIÐSKIPTAKERFI OG GJALDSKRÁ VERÐBRÉFAÞINGS.....	38
7.6 UPPLÝSINGAR TIL ANNARRA EN ÞINGAÐILA.....	38
7.7 MIÐLUN HÚSBRÉFA.....	38
7.8 SIÐFERÐISLEGAR SPURNINGAR.....	39
7.9 VIÐSKIPTAVAKAR.....	39
7.10 VERÐBRÉFAMIÐSTÖÐ.....	40
7.11 LAGALEGAR HINDRANIR.....	41
7.12 NÝMÆLI, UMPÖKKUN, AFSPRENGI OG FLEIRA.....	41

1. Inngangur

Viðskiptaráðherra skipaði starfshóp þann 26. október 1995 til þess að kanna hvort viðskiptahættir helstu aðila sem koma við sögu á skuldabréfamarkaði, þ.e. útgefenda, fjárfesta, verðbréfamiðlara og viðskiptavaka væru eins og best yrði á kosið. Í erindisbréfi starfshópsins kemur fram að hópurinn skuli draga fram í dagsljósið þær hindranir sem kunna að vera í vegi eðlilegrar þróunar á markaðnum svo sem varðandi vexti, sýnileika viðskipta, auðseljanleika og áhættumat skuldabréfa. Starfshópnum var falið að gera tillögur til úrbóta ef honum sýndust ástæður til.

Bakgrunnur þessa verkefnis er annars vegar sú mikla breyting sem átt hefur sér stað á íslenskum fjármagnsmarkaði undanfarinn áratug í kjölfar aukins frjálsræðis og hins vegar sú skoðun sem margir hafa haldið á lofti, að þrátt fyrir frelsi til samninga um vexti séu hindranir í vegi fyrir frjálsri vaxtamyndun og því hafi vextir hér á landi haldist óeðlilega háir, auk þess sem misræmi sé milli vaxta á einstökum hlutum fjármagnsmarkaðarins. Vandinn sé meðal annars í því fölginn að sett hafi verið löggjöf sem byggir á sjónarmiðum frjálsrar samkeppni án þess að grundvallarforsendur fyrir frjálsri samkeppni séu til staðar.

Ástæður þess að samkeppni skortir eða að vextir eru tregbreytanlegir gætu verið margvíslegar og má nefna að markaðsstaða lánastofnana og fjármálafyrirtækja kann að vera of sterk og valda því að þær geti haft ráðandi áhrif á vaxtaþróun og vaxtastig án tillits til stöðunnar á markaðnum. Önnur ástæða gæti verið að verðbréfamarkaðurinn vinni ekki með nægjanlega skilvirkum hætti og gæti það stafað af því að sú umgjörð, sem þar hefur verið sköpuð, sé ekki gegnsæ eða að mat á skuldbréfum útgefenda sé ekki í samræmi við þá áhættu sem þeim fylgir.

Ljóst er að margvíslegir hagsmunir eru bundnir því að þessir þættir séu í lagi. Skilvirk vaxtamyndun, sem tryggir að vextir séu í samræmi við framboð og eftirspurn, er lykilatriði varðandi ráðstöfun fjármagns til neyslu og fjárfestinga. Jafnframt er hún grundvöllur þess að innlent fjármálakerfi geti staðist samkeppni á opnum fjármagnsmarkaði. Frá sjónarmiði efnahagsstjórnar er einnig mikilvægt að stjórn peningamála sem að miklu leyti byggir á stýringu skammtíma vaxta á peningamarkaði, hafi skjót áhrif á vexti í öllu lánakerfinu og þar með áhrif á eftirspurn og framboð lánsfjár. Rétt áhættumat á skuldbindingum einstakra lántaka er einnig mikilvægt til að tryggja rekstrargrundvöll lánastofnana og fjármálafyrirtækja. Jafnframt er mikilvægt að lagaleg umgjörð um starfsemi fyrirtækja á fjármagnsmarkaðnum sé sambærileg þannig að ekki skapist misræmi í vaxtakjörum af þeim sökum. Hér er átt við ýmis atriði svo sem starfsheimild fyrirtækja, takmarkanir á fjárfestingarstefnu, félagsform og skattareglur sem geta skekkt samkeppnisstöðu aðila fjármagnsmarkaðarins. Frá sjónarmiði fjárfesta og lántaka er einnig mikilvægt að fjármagnsmarkaðurinn tryggi sem réttasta niðurstöðu og að vaxtamyndunin sé sýnileg og skiljanleg.

Ýmis þau atriði, sem skoðuð voru í starfshópnum, voru einnig til skoðunar í svokallaðri Vaxtamyndunarnefnd sem skilaði álitinu sínu til viðskiptaráðherra haustið 1993. Mörg af þeim atriðum, sem sú nefnd gerði tillögur um eða taldi að væru til vansa hafa færst til betri vegar en ýmis atriði virðast enn vera óleyst. Meðal þeirra atriða, sem komist hafa í framkvæmd, eru tillögur nefndarinnar um framkvæmd opinberrar fjáröflunar sem nú fer fram að mestu um verðbréfamarkaðinn, aukið framboð óverðtryggðra ríkisskuldabréfa, afnám gjaldeyrishafta og markviss stefna að því að draga úr vægi verðtryggingar á lánamarkaðnum. Jafnframt hafa innlánsstofnanir dregið úr verðtryggingarhalla sínum þannig að hann er ekki lengur ráðandi um þróun óverðtryggðra vaxta banka og sparisjóða. Ýmis atriði þyrftu þó að færast í betra horf. Nefna má skipulag útboða á verðbréfamarkaði, hlutverk viðskiptavaka á verðbréfamarkaði og sýnileika verðmyndunar, tengingu skammtímavaxta banka og sparisjóða við peningamarkaðsvexti, endurskoðun vaxtalaga og jöfnun samkeppnisskilyrða fjármálastofnana ríkis og annarra fjármálafyrirtækja. Að ýmsum þessara atriða er þó unnið um þessar mundir og má þar nefna drög að nýjum vaxtalögum og breytingum á félagsformi ríkisviðskiptabankanna. Nánar verður fjallað um þessi atriði í skýrslunni hér á eftir.

Skipulag skýrslu þessarar er með þeim hætti að niðurstöður og helstu tillögur eru dregnar saman í öðrum kafla skýrslunnar. Í þriðja kafla er fjallað þróun verðbréfamarkaðarins á undanförunum árum en síðan vikið að framboði verðbréfa á verðbréfamarkaðnum og starfsemi lánastofnana í fjórða kafla. Dregið verður fram hvaða útgefendur eða stofnanir eru mikilvægastar og hvernig starfsemi þeirra er háttáð. Reynt verður að kanna hvort þessir aðilar geti með einhverjum hætti breytt starfsaðferðum sínum til þess að bæta vaxtamyndun. Í fimmta kafla verður fjallað um helstu fjárfesta á markaðnum og einkenni þeirra og sjónum beint að því hvort hegðan þeirra sé með einhverjum hætti þannig að þeir hafi ráðandi áhrif á vaxtamyndun umfram það sem framboð og eftirspurn gefa tilefni til. Í sjötta kafla verður fjallað um vaxtaþróun og vaxtamyndun á verðbréfamarkaði undanfarin ár og reynt að leggja mat á hvort hún hafi verið í samræmi við framboð og eftirspurn. Í sjöunda kafla verður fjallað um miðlun á verðbréfamarkaðnum og þá kannað hvort hún sé nægilega skilvirk og hvort hagsmunum útgefenda og fjárfesta sé sinnt með fullnægjandi hætti. Þar verður einnig fjallað um umgjörð markaðarins, þ.e. Verðbréfaþingið og ýmis lagaleg atriði sem skipta máli varðandi verðbréfamarkaðinn.

2. Helstu niðurstöður og tillögur

2.1 Helstu niðurstöður

Þótt ýmislegt megi bæta varðandi starfsemi fjármagnsmarkaðar hér á landi, telur starfshópurinn að vextir á verðbréfamarkaði ráðist í meginatriðum af framboði og eftirspurn. Ástandið á fjármagnsmarkaðnum hér á landi, allt frá því að vextir voru gefnir frjálssir árið 1986, hefur hins vegar einkennst af mikilli eftirspurn eftir lánsfé, ekki síst frá heimilum, sem valdið hefur spennu á lánamarkaði. Þegar dregið hefur úr eftirspurn eins og árin 1988 og 1989 annars vegar og árið 1993 hins vegar hefur skapast þrýstingur á vexti niður á við og vextir lækkað í kjölfarið. Álitamál er hins vegar hvort aðlögun að breyttri eftirspurn er jafn skilvirk til lækkunar og hækkunar.

Af þessari niðurstöðu má draga þá ályktun að aukinn innlendur sparnaður myndi stuðla að lækkun vaxta. Sparnaður er lítill hér á landi borið saman við önnur lönd og er það brýnt viðfangsefni að dómi starfshópsins að leita leiða til að auka hann. Jafnframt myndi minni eftirspurn eftir lánsfé, ekki síst frá heimilum, leiða til lækkunar vaxta. Svo virðist sem nokkuð sé að draga úr eftirspurn heimila eftir lánsfé, sérstaklega vegna húsnæðismála og jafnframt er stefnt að því að lánsfjárförf opinberra aðila fari minnkandi. Hvort tveggja mun stuðla að lækkun vaxta.

Framangreind niðurstaða varðandi vaxtamyndun er athyglisverð í ljósi þeirrar sterku stöðu sem lífeyrissjóðir hafa sem heild á verðbréfamarkaðnum. Sú staða virðist ekki koma í veg fyrir hreyfanleika vaxta, né aftra því að þróun þeirra mótist af almennu ástandi framboðs og eftirspurnar. Til að bæta samkeppni milli lífeyrissjóðanna væri þó ástæða til að kanna nánar tvö atriði. Annars vegar hvort ekki sé rétt að banna þeim með lögum að hafa samráð um atriði sem miklu skipta um myndun vaxta á markaðnum, á líkan hátt og bönkum er bannað að hafa samráð um vaxta- og gjaldskrárákvarðanir. Hins vegar að kannað verði hvort unnt sé að finna leiðir til að heimila sjóðfélögum að velja sér lífeyrissjóð. Tillögur um það mál verða ekki settar fram nema að undangenginni ítarlegri skoðun, m.a. á áhrifum slíkra breytinga á aðra þætti í rekstri lífeyrissjóðanna.

Samkvæmt athugunum, sem gerðar hafa verið í Seðlabanka, virðast vextir banka og sparissjóða á verðtryggðum lánum mótast af þróun vaxta á verðbréfamarkaðnum og þær sýna að orsakasamhengið er frá vöxtum á verðbréfamarkaði að bankavöxtum. Svo virðist sem bankavextir lagi sig tiltölulega fljótt að breytingum á vöxtum á verðbréfamarkaði. Hins vegar sýnir sama athugun að óverðtryggðir útlánsvextir hafa til skamms tíma fylgt vöxtum verðtryggðra lána og bankar og sparissjóðir virðast ekki nota þær upplýsingar, sem fást frá peningamarkaðnum, til ákvörðunar útlánavaxta á óverðtryggðum útlánum. Jafnframt er vaxtamunur milli óverðtryggðra inn- og útlána óeðlilega mikill samanborið við vaxtamun verðtryggðra inn- og útlána og bendir það til þess að markaðsstaða banka og sparissjóða sé þar enn mjög sterk. Samkeppnin um sparifé virðist einnig gera það að verkum að verðtryggðir innlánsvextir banka eru hlutfallslega háir miðað við vexti ríkisverðbréfa þannig að vaxtamunurinn hvílir sem fyrr mest á muni útlánsvaxta og ríkisverðbréfa. Það er sama afstaða og var þegar Vaxtamyndunarnefnd skoðaði þetta haustið 1993.

Tilkoma ýmissa nýrra útgefenda á skuldabréfamarkaði undanfarin misseri mun hafa jákvæð áhrif á þróunina þar sem hún eykur samkeppni á markaðnum. Hér er átt við sveitarfélög, atvinnufyrirtæki og lánastofnanir sem aflað hafa lánsfjár á þessum markaði undanfarin misseri. Enginn vafi er á því að bankar, sparisjóðir og fjárfestingarlánasjóðir munu þurfa að bregðast við þeirri samkeppni sem þannig hefur skapast og eru vísbendingar um að þeir séu þegar farnir að gera það. Sveitarfélög, fyrirtæki og lánastofnanir bjóða út bæði verðtryggð skuldabréf og skammtímavíxla. Í þessu sambandi er mikilvægt að formlegt áhættumat á fjárskuldbindingum þessara aðila verði þróað til þess að stuðla að því að draga úr útlánaáhættu og tryggja að flokkun lánþega eftir vöxtum sé í samræmi við áhættu. Jafnframt er ástæða til þess að stuðla að því að meiri upplýsingum sé miðlað um verðbréfaútgáfur framangreindra útgefenda til þess að vaxtamyndun í þessum viðskiptum sé sýnilegri. Einnig er eðlilegt að setja í lög lágmarksskilyrði um fjárfestingar lífeyrissjóða til þess að tryggja hag sjóðfélaga og stuðla að samræmi í starfskjörum sjóðanna og annarra stofnana á fjármagnsmarkaðnum.

Á Verðbréfaþingi er unnið að ýmsum endurbótum sem starfshópurinn telur brýnt að hraðað verði svo sem kostur er. Þar er meðal annars unnið að því að viðskipti á þinginu og viðskipti utan þings með bréf skráð á þinginu verði sýnilegri en verið hefur. Er þá ekki aðeins átt við að þingaðilum verði gert auðveldara að fylgjast með viðskiptum, heldur einnig aðilum utan þingsins. Þá fer fram umræða meðal þingaðila um það hvernig efla megi hlutverk viðskiptavaka. Telur starfshópurinn brýnt að þeim verðbréfaflokkum fjölgi sem hafa viðskiptavaka og viðskiptavakar taki á sig ríkari skyldur en þeir hafa gert hingað til. Spurning er hvort bankar og aðrar lánastofnanir gætu ekki komið við sögu í þeim efnum.

Mikilvægur þáttur í þessari viðleitni eru nýgerðir fjárvörslusamningar sem Seðlabanki hefur gert við nokkur verðbréfafyrirtæki en með þeim hefur Seðlabanki falið þremur verðbréfafyrirtækjanna hluta eignasafns síns til vörslu með þeim skilyrðum að þau stundi virka viðskiptavakt með viðkomandi flokka á Verðbréfaþinginu. Vonast er til að þessir flokkar verði viðmiðunarflokkar á þinginu. Samhliða þessu hefur Seðlabankinn hætt viðskiptavakt með langtímabréf á Verðbréfaþinginu.

Loks má nefna að æskilegt væri að meira af viðskiptum með bréf, skráð á Verðbréfaþingi, færi fram í viðskiptakerfi þingsins. Jafnvel kemur til greina að stuðla að því að í viðskiptakerfinu eigi sér stað frumsala verðbréfa, en ekki aðeins endursala. Slíkt myndi gera markaðinn sýnilegri en verið hefur.

Mikilvægur þáttur í því að draga úr einangrun innlends verðbréfamarkaðar og bæta vaxtamyndun er að draga úr notkun verðtryggingar á innlendum markaði. Stjórnvöld hafa þegar markað slíka stefnu til ársins 2000 og er samhliða unnið að því að ryðja braut fyrir óverðtryggð skuldabréf með útgáfu óverðtryggðra ríkisbréfa með 3 og 5 ára binditíma.

2.2 Helstu tillögur starfshópsins

Hér á eftir fara samandregnar helstu tillögur starfshópsins um þau atriði sem hann telur að megi verða til að stuðla að bættri vaxtamyndun og starfsháttum á innlendum skuldabréfamarkaði. Nánari grein er gerð fyrir einstökum tillögum í skýrslunni hér á eftir.

Sýnileiki viðskipta með skuldabréf

- Stuðlað verði að því að útboð fari í meira mæli fram sem almenn útboð. Í því skyni verði reglum um almenn útboð breytt þannig að reglurnar nái til fleiri útboða en nú er. Í því sambandi verði skoðað hvort útboð yfir tiltekinni stærð ættu að falla undir ákvæði laga og reglna um almenn útboð.
- Stefnt verði að því að á Verðbréfaþingi verði jafnan sjáanleg bestu tilboð á markaðnum hverju sinni.

- Gerðar verði breytingar á þjónustugjöldum þingsins sem stuðli að því að viðskipti fari fram á Verðbréfaþinginu í meiri mæli.
- Aðilar að Verðbréfaþingi taki gjald bæði af kaupendum og seljendum eða hætti töku þóknunar og láti viðskiptin fara fram á kaup- og sölugengi.
- Aðilum að Verðbréfaþingi verði gert skylt að tilkynna án tafar um viðskipti sem þeir eiga utan þings með bréf skráð á þinginu. Verðbréfaþing fái heimild til þess að beita sektum ef þingaðilar virða ekki þessa skyldu.
- Upplýsingar um magn og kjör í tilboðum og viðskiptum á Verðbréfaþingi séu aðgengilegar markaðsaðilum og fjárfestum.

Auðseljanleiki skuldabréfa

- Endurbæta þarf fyrirkomulag viðskiptavaktar á Verðbréfaþingi Íslands. Sérstaklega þarf að huga að viðskiptavakt á stórum leiðandi skuldabréfaflokkum svo sem húsbrefum, húsnaðisbrefum og skuldabréfaflokkum stærstu sveitarfélaganna. Tryggja þarf að sett séu fram tvíhliða tilboð, eftir því sem kostur er, og að þau séu endurnýjuð reglulega innan dagsins. Fjárhæð tilboða þarf að ná tilteknu lágmarki miðað við þarfir fjárfesta.
- Bankar og aðrar lánastofnanir þurfa að vera virkari í verðbréfaviðskiptum. Til greina kemur að bankar gerist viðskiptavakar bæði með sín eigin bréf og ríkisvixla. Til þessa hafa aðeins verðbréfafyrirtæki og Seðlabanki gegnt hlutverki viðskiptavaka, en eðlilegt er að bankar og lánastofnanir gerist virkari á verðbréfamarkaðnum eftir því sem verðbréfaviðskipti þeirra aukast. Eðlilegt væri að bankar og sparisjóðir, sem eiga mikil viðskipti með ríkisvixla gerist viðskiptavakar með þá.
- Unnið verði áfram að því að fækka og stækka skuldabréfaflokka ríkissjóðs, Húsnaðisstofnunar, stærri lánastofnana og stærstu sveitarfélaganna í því skyni að auðvelda verðmyndun á þessum bréfum á eftirmarkaði.
- Samið verði við lánastofnanir og verðbréfafyrirtæki um að annast afhendingu húsbrefa til seljenda íbúðarhúsnaðis.

Vaxtamyndun lánastofnana

- Bankar og sparisjóðir þurfa að tengja bankavexti á óverðtryggðum liðum betur vöxtum á peningamarkaði en verið hefur. Bankar og sparisjóðir leggi áherslu á að þróa nýjar tegundir óverðtryggðra innlána og útlána.
- Vaxtalög verði endurskoðuð sbr. fyrirleggjandi frumvarpsdrög, þannig að ákvörðun dráttarvaxta verði gefin frjáls.
- Seðlabanki stuðli að myndun virks millibankamarkaðar með því að draga úr aðgangi að lausafé í Seðlabanka.
- Dregið verði úr vaxtamun hjá innlendum lánastofnunum með aukinni hagkvæmni og endurskipulagningu í rekstri. Í því skyni er m.a. mikilvægt að breyta rekstrarformi ríkisviðskiptabanka og annarra lánastofnana í eigu ríkisins.
- Lánastofnanir dragi úr breytileika vaxta á skuldabrefum, þannig að vextir séu óbreyttir milli gjalddaga. Jafnframt komi fram á greiðsluseðli ársvextir til næsta gjalddaga.
- Æskilegt er að kjörvaxtakerfi séu með því sniði að álag lántaka ofan á kjörvexti sé óbreytanlegt á lánstímanum sé lánið í skilum.

Sölufyrirkomulag ríkisverðbréfa.

- Beinni sölu spariskírteina í tengslum við innlaun þeirra verði hætt en þess í stað verði innlaun mætt með fyrirframinnlaun og sérstökum uppboðum.
- Kannað verði hvort ekki sé hagkvæmt og tímabært að taka upp „aðalmiðlarakerfi“ (“primary dealer”) fyrir ríkisverðbréf þ.e.a.s. að verðbréfamiðlarar taki að sér ákveðnar skyldur varðandi frumsölu ríkisskuldabréfa á uppboðum og verðmyndun og viðskipti á eftirmarkaði, með hliðstæðum hætti og tíðkast víða í nágrannaríkjum.
- Sala spariskírteina í áskrift verði tekin til endurskoðunar. Verði hún ekki aflögð verði tryggt að kostnaður við áskriftina komi að fullu fram í kjörum hennar. Ennfremur að áskrifendur njóti því aðeins áskriftarkjaranna að þeir standi fyllilega við samning um reglulegan sparnað.

Áhættumat á skuldabréfaflokkum

- Þörf er á formlegu áhættumati gagnvart verðbréfum á markaðnum. Komi slíkt mat ekki fram innan skamms verði gert átak í þeim efnunum. Til greina kemur að stjórnvöld skipi sérstakan hóp í samráði við aðila að verðbréfamarkaðnum og útgefendur verðbréfa til að kanna hvernig megi standa að því að koma slíku mati á fót hér á landi.

Samkeppni á markaði

- Með lögum verði settur rammi um fjárfestingar lífeyrissjóða. Slíkar reglur kveði á um hámark áhættu gagnvart einstökum skuldurum og meginreglur varðandi samsetningu eignasafns lífeyrissjóða, þ.á.m. um hlutdeild skráðra verðbréfa á opinberum markaði í eignasafninu, sbr. reglur um verðbréfasjóði.
- Sett verði í lög ákvæði sem banni lífeyrissjóðum að hafa samráð um verðbréfavíðskipti sín á markaði, sbr. samsvarandi ákvæði í lögum um lánastofnanir.
- Samkeppnisskilyrði á lánamarkaði verði samræmd. Í því sambandi þarf að huga að afnámi sérlaga um einstaka fjárfestingarlánasjóði hins opinbera og breytingu félagsforms þeirra í hlutfélagafarm. Sú stefna að breyta ríkisbönkum í hlutfélög er einnig skref í þá átt að samræma samkeppnisskilyrði á lánamarkaði.
- Hugsa þarf að reglum um fjárfestingar verðbréfasjóða, sérstaklega því ákvæði að þeim beri að binda 90% af eignum sínum í skráðum bréfum. Athuga þarf hvort þær mismuna innlendum verðbréfasjóðum miðað við aðra verðbréfasjóði á evrópska efnahagssvæðinu.
- Birtar verði fleiri kennitölur úr rekstri og efnahag fjármálafyrirtækja en gert hefur verið. Skýrslur bankaeftirlits Seðlabankans um lífeyrissjóði sýna ýmsar gagnlegar kennitölur úr reikningum þeirra, sem stuðla að samkeppni milli sjóðanna. Hliðstæðar tölur mætti t.d. birta um verðbréfasjóði og tryggingarfélög.
- Kanna þarf áhrif þess og möguleika á að afnema skylduáðild að tilteknum lífeyrissjóðum með tilliti til hvaða áhrif það hefði á samkeppni á fjármagnsmarkaðnum. Leggja þarf mat á áhrif slíkrar breytingar á aðra þætti í starfsemi lífeyrissjóða.

Önnur atriði

- Fyrirkomulag stimpilgjalda verði endurskoðað þannig að þau hindri hvorki viðskipti með skammtímaverðbréf né skekki samkeppnisstöðu innlendra lánastofnana gagnvart erlendum fjármálafyrirtækjum.
- Mikilvægt er að ný löggjöf, sem unnið er að á vegum fjármálaráðuneytis um skattlagningu eignatekna og eigna, mismuni sem minnst sparnaðarformum.
- Á vettvangi Verðbréfaþings eða samtaka verðbréfafyrirtækja verði komið á fót síðanefnd.
- Komið verði á fót verðbréfamiðstöð til þess að draga úr kostnaði við útgáfu og umsýslu verðbréfa og greiða fyrir viðskiptum með þau.
- Unnið verði að því á næstunni að skilgreina og fastmóta klárunarreglur vegna verðbréfaviðskipta (“clearing and settlement”).
- Lánastofnanir hugi að því að efla og koma á fót verðbréfavörslu (“custodian services”) í því skyni að auðvelda innlendum og erlendum aðilum verðbréfaviðskipti sín hér á landi.
- Sparnaður þjóðarinnar þarf að aukast. Með öflugri kynningu verði þess freistað að fá heimilin til að auka sparnað sinn. Að öðrum kosti þarf hið opinbera að spara því meir sem á vantar að heimilin geri það. Hugað verði að fræðslu í skólakerfinu um fjármál og sparnað. Jafnframt verði kannað hvort nægjanlegur hvati sé í vaxtabótakerfinu til þess að stuðla að hóflegum lántökum heimila vegna íbúðarfjármögnunar.
- Auka þarf upplýsingagjöf til almennings um mikilvægi viðbótarsparnaðar, en algengt er í nágrennalöndum að hærri hluti launa renni til lífeyrissparnaðar en hér gerist. Athugað verði hvort hægt er bjóða skattalegt hagræði sem hvata að frjálsum sparnaði af ýmsu tagi, svo sem húsnæðissparnaði, lífeyrissparnaði og líftryggingum.

3. Þróun innlends verðbréfamarkaðar

3.1 Sögulegur aðdragandi að myndun verðbréfamarkaðar.

Skipulegur verðbréfamarkaður hér á landi er ungur að árum og má rekja uppruna hans til stofnsetningar Verðbréfafings Íslands 1985. Fram til þess tíma áttu sér ekki stað skipuleg verðbréfvíðskipti enda var framboð skuldabréfa í frumsölu fremur lítið og fábrotið og víðskipti á eftirmarkaði voru nánast engin. Lítils háttar víðskipti áttu sér þó stað með spariskírteini ríkissjóðs en enginn skipulegur markaður var fyrir þau víðskipti.

Meginfarvegur miðlunar fjármagns hér á landi hefur því lengst af verið starfsemi lánastofnana. Stærstu aðilarnir á þeim markaði hafa verið bankar og sparisjóðir og fjárfestingarlánasjóðir hins opinbera. Bankar og sparisjóðir hafa aflað fjár til útlána með innlánnum fyrst og fremst þótt verðbréfaútgáfa hafi rutt sér til rúms á vegum þeirra undanfarin ár. Jafnframt hafa bankar verið umsvifamiklir í endurlánnum erlends lánsfjár til innlendra aðila. Fjárfestingarlánasjóðirnir hafa hins vegar fjármagnað sig með lántökum og má segja að þær hafi í grófum dráttum skipst þannig að húsnæðislánasjóðirnir hafi aflað lánsfjár á innlendum markaði en atvinnuvegasjóðirnir að miklu leyti með erlendum lántökum. Að auki hefur ríkissjóður lagt fjárfestingarlánasjóðunum til verulegt eigið fé með beinum framlögum eða mörkuðum tekjustofnum. Langstærsti hluti lánsfjármíðlunarinnar var á vegum opinberra aðila.

Þessi staða markaðist annars vegar af því að verulegar takmarkanir voru á frjálsri vaxtamyndun en allt fram til 1986 hafði Seðlabankinn heimild til ákvörðunar hámarksvaxta og „Okurlögin“ frá árinu 1961 voru enn í gildi. Því var frjáls lánastarfsemi erfiðleikum háð og frjáls verðbréfvíðskipti í raun og veru á gráu svæði þar sem óvíst var hvort víðskipti með verðbréf á markaði samrýmdust þáverandi löggjöf. Hins vegar höfðu verðbólga og neikvæðir raunvextir allt frá 1970 rýrt álit almennings á fjárskuldbindingum og þótt lög um stjórn efnahagsmála ofl., nr. 13/1979, svokölluð Ólafslög, hefðu veitt almennt frelsi til verðtryggingar fjárskuldbindinga tók nokkurn tíma að yfirvinna þá neikvæðu ímynd sem þær höfðu öðlast.

Fyrstu verðbréfafyrirtækin komu fram á sjónarsviðið um 1980 og rekstur verðbréfasjóða hófst árið 1985. Fyrsta eignarleigufyrirtækið hóf starfsemi árið 1986. Þessum fyrirtækjum hefur vaxið fiskur um hrygg eftir því sem verðbréfamarkaðurinn hefur eflst enda þróun þeirra samofin uppbyggingu markaðarins. Í upphafi var starfsvettvangur þessara fyrirtækja þröngur þar sem miðlun lánsfjár var í föstum skorðum en þau hösluðu sér völl í eftirmarkaðsvíðskiptum, meðal annars með fasteignaveðtryggð skuldabréf einstaklinga og fyrirtækja. Veruleg víðskipti urðu með slík skuldabréf á þessum árum og áttu þau fyrst og fremst rætur í þeim takmarkaða aðgangi sem heimili höfðu að lánsfé. Þessi verðbréf voru nokkurs konar undanfari húsbrefakerfisins enda þornaði framboð þeirra upp þegar því var komið á fót. Rekstur verðbréfasjóða skapaði verðbréfafyrirtækjunum aukinn starfsvettvang og aukið frelsi í verðbréfvíðskiptum frá 1986 jók smátt og smátt framboð annarra verðbréfa á markaðnum.

Á þessu tímabili voru spariskírteini ríkissjóðs nánast einu markaðsskuldabréfin sem í boði voru. Þau voru seld á tilteknum vöxtum sem ríkissjóður ákvað fyrirfram með mismunandi miklu tilliti til markaðsaðstæðna. Tilraun var þó gerð til sölu ríkisvixla árið 1984 með uppboðum en henni var hætt þegar fjárfestar gerðu hækkandi vaxtakröfu sem ríkissjóður var ekki tilbúinn til að sætta sig við, í takt við aukna verðbólgu undir lok þess árs.

3.2 Þróunin frá stofnun Verðbréfaþings Íslands

Seðlabankinn beitti sér fyrir stofnun Verðbréfaþings Íslands 1985 í samstarfi við helstu markaðsaðila og var það gert á grundvelli sérstakrar heimildar í lögnum um Seðlabanka Íslands. Lítil viðskipti urðu á þinginu til að byrja með en straumhvörf urðu á árinu 1986 þegar Seðlabankinn gerðist viðskiptavaki með verðtryggð spariskírteini ríkissjóðs á Verðbréfaþinginu. Það leiddi smám saman til aukinna eftirmarkaðsviðskipta með spariskírteini og þess að verð myndaðist á flestum flokkum þeirra. Árið 1987 hóf ríkissjóður aftur sölu á ríkisvæxlum en allt fram til ársins 1992 voru þeir þó seldir á fyrirfram ákveðnum vöxtum. Stórt skref var svo stigið með húsbréfaferfinu 1989 er sett voru á markaðinn í miklum mæli ný skuldabréf, húsbréf, en eðli þeirra hlaut að leiða til viðskipta með þau á eftirmarkaði og þar með myndunar markaðsvaxta á þeim. Jafnframt var dregið úr samningsbundnum verðbréfakaupum lífeyrissjóðanna á skuldabréfum Húsnæðisstofnunar ríkisins. Við það skapaðist aukið fjálsræði til viðskipta á verðbréfamarkaðnum auk þess sem stærri hluti framboðs sparnaðar fór um hinn skipulega verðbréfamarkað. Undanfarin ár hefur vægi húsbréfa á markaðnum vaxið smám saman og nú er svo komið að ávöxtun þeirra er ekki síður viðmiðun fyrir verðbréfamarkaðinn en ávöxtun spariskírteina ríkissjóðs.

Mikilvægt skref var stigið 1992 þegar samkomulag náðist milli fjármálaráðuneytis og Seðlabanka um endurskipulagningu viðskipta ríkissjóðs og bankans, sem fól það meðal annars í sér að ríkissjóður breytti um aðferðir við sölu ríkisverðbréfa og tók að selja þau á uppboðum. Enginn vafi er á því að þessi breyting hefur valdið straumhvörfum í þróun markaðarins, ekki síst þess hluta hans þar sem verslað er með óverðtryggðar skuldbindingar, en fram til þessa tíma var nánast engin markaðslæg viðmiðun til fyrir ákvörðun vaxta á óverðtryggðum verðbréfum til skamms tíma.

Íslenski verðbréfamarkaðurinn er því ungur að árum og að ýmsu leyti talsvert langt á eftir þróuninni í nágrannalöndum og á OECD svæðinu auk þess sem smæð hans skapar nokkra sérstöðu. Þannig hefur virkur peningamarkaður aðeins verið starfandi í þrjú ár og talsvert skortir enn á þátttöku lánastofnana og verðbréfafyrirtækja í viðskiptavakt með verðbréf á Verðbréfaþinginu.

4. Framboð skuldabréfa á innlendum markaði

4.1 Lánsfjáröflun ríkissjóðs á innlendum markaði

Samningur ríkissjóðs og Seðlabanka sumarið 1992 markaði tímamót varðandi lánsfjáröflun ríkissjóðs og stjórn peningamála. Samningurinn fól í sér að ríkissjóður hætti að afla lánsfjár með yfirdrætti í Seðlabankanum en hóf þess í stað sölu á ríkisverðbréfum með uppboðsfyrirkomulagi á innlendum markaði. Með þessu sköpuðust nýjar markaðslægar viðmiðanir um vexti á ríkisverðbréfum. Mestu skipti í þessu sambandi útgáfa ríkisvixla sem hefur leitt til myndunar peningamarkaðsvaxta en ríkissjóður býður nú út reglulega 3ja, 6 og 12 mánaða ríkisvixla. Jafnframt hefur sala spariskírteina á reglulegum uppboðum skapað meiri festu við sölu þeirra og er ótvíræð framför frá þeirri aðferð sem tíðkuð var áður, þ.e. að selja bréfin með fyrirframgefinni ávöxtun. Á síðasta ári hóf ríkissjóður uppboð á 3ja og 5 ára óverðtryggðum ríkisbréfum og er það liður í þeirri stefnu stjórnvalda að draga úr notkun verðtryggingar. Samhliða því var sölu 5 ára verðtryggðra spariskírteina á reglulegum uppboðum hætt. Jafnframt hefur smásölu ríkisverðbréfa verið hætt að mestu. Eftir stendur sala á spariskírteinum til áskrifenda og skiptisala til eigenda spariskírteina í tengslum við innlausn spariskírteina. Innlánsstofnanir hafa gagnrýnt þá starfsemi og telja að hún þvingi upp vexti á bundnum innlánsreikningum.

Til skamms tíma var innlausn stórra spariskírteinaflokka einnig mætt með beinni sölu verðbréfa, en við innlausn nú í febrúar var tekinn upp nýr háttur þar sem eigendum innlausnarflokksins var gefinn kostur á að taka þátt í sérstöku uppboði spariskírteina til endurfjármögnunar. Þessi tilraun tókst vel og kom stærstur hluti innlausnarfjárhæðarinnar inn í uppboðinu. Þessi reynsla bendir til þess að hugsanlegt sé að draga úr eða hætta alfarið beinni sölu spariskírteina í tengslum við innlausnir spariskírteina.

Tvær aðferðir hafa verið viðhafðar við uppboð ríkisverðbréfa á þessu tímabili. Lengi vel var aðgangur takmarkaður við aðila að Verðbréfaþingi Íslands en síðastliðið haust var aðgangur opnaður að uppboðum fyrir alla þá aðila sem bjóða yfir tiltekinni lágmarksfjárhæð.

Eitt af einkennum núverandi kerfis við frumsölu ríkisverðbréfa er að verðbréfamiðlarar hafa ekki tekið á sig neinar skyldur varðandi frumsölu ríkisverðbréfa enda hefur ekki þróast svonefnt aðalmiðlarakerfi (“primary dealer”) eins og tíðkast víða í nágrannalöndum. Slík kerfi byggjast á því að tilteknir aðilar hafa einir aðgang að frumsölu ríkisverðbréfa en á móti tryggja þeir sölu á tilteknum hluta hvers útboðs, auk þess sem þeir eru viðskiptavakar fyrir bréfin á eftirmarkaði. Þessu fyrirkomulagi hefur verið komið á fót annars staðar á Norðurlöndum undanfarin ár og hefur það reynst vel. Athugandi er hvort ekki sé hagkvæmt og tímabært að taka upp slíkt kerfi hér á landi. Kostur þess væri að þannig gæti tekist betra samkomulag milli ríkissjóðs, lánastofnana og verðbréfafyrirtækja um innlenda fjáröflun ríkissjóðs og meiri festa gæti skapast um tímasetningar lánsfjáröflunar ríkissjóðs á innlendum markaði innan ársins, þar sem þátttaka markaðsaðila eða aðalmiðlara í uppboðum væri tryggð. Samningar af þessum toga kalla á samráð milli ríkissjóðs og aðalmiðlara um heildarfjárhæð sem sett er á innlendan markað og dreifingu hennar á árið.

Seðlabankinn hefur nýlega gert fjárvörslusamninga við þrjú verðbréfafyrirtæki og er tilgangur þeirra að virkja verðbréfamiðlara til virkrar viðskiptavaktar á eftirmarkaði fyrir ríkisverðbréf. Samningar þessir fela það í sér að Seðlabankinn leggur verðbréfafyrirtækjunum til hluta af eignasafni sínu í ríkisverðbréfum til ávöxtunar með skilyrðum um að þau noti safnið til þess að fjármagna og stunda eftirmarkaðsviðskipti með langtímabréf ríkissjóðs á Verðbréfaþingi Íslands. Samhliða því hefur Seðlabankinn hætt viðskiptavakt á langtímabréfum ríkissjóðs og Húsnæðisstofnunar.

Eitt af því sem hefur hamlað myndun virks eftirmarkaðar fyrir ríkisverðbréf er hversu margir flokkar ríkisverðbréfa eru og hversu litlir þeir eru. Viðskiptin dreifast á marga flokka og því verður verðmyndun óvissari. Enginn vafi er á því að fækkun og stækkun verðbréfaflokka myndi auðvelda verðbréfamiðlurum viðskiptavaktina og bæta bæði seljanleika á markaði og verðmyndun. Þetta er ekki síst mikilvægt í ljósi þess hve grunnur markaðurinn er hér á landi. Ríkissjóður steig skref í þessa átt í tengslum við innlausn spariskírteina í febrúar sl. með því að opna á ný eldri spariskírteinaflokk til að mæta innlausninni. Var það gert á grundvelli sérstakrar lagaheimildar sem samþykkt var á Alþingi. Eðlilegt væri að stefna að því að fækka flokkum verðtryggðra langtímabréfa ríkissjóðs t.d. niður í 3 - 4 á næstu árum og flokkum óverðtryggðra ríkisverðbréfa niður í 2 - 3.

Fækkun og stækkun verðbréfaflokka mun bæði treysta markaðinn fyrir innlenda og erlenda aðila og stuðla að því að erlendir aðilar sýni verðbréfakaupum hér á landi meiri áhuga en verið hefur. Virk viðskiptavakt er eitt af þeim skilyrðum sem þarf að uppfylla til þess að samkeppni erlendis frá bæti jafnvægi og samkeppni á fjármagnsmarkaði hér á landi.

4.2 Útgáfa húsbréfa og húsnæðisbréfa.

Húsbréfakerfinu var hleypt af stokkunum árið 1989. Með því var dregið úr þvingaðri ráðstöfun fjármagns lífeyrissjóðanna jafnframt því sem niðurgreiðsla á vöxtum almennra húsnæðislána var lækkuð. Húsbréfaútgáfan hefur að jafnaði verið um 12 ma.kr. á ári frá árinu 1990 og eru útstandandi húsbréf nú um 77 ma.kr. sem er ívið hærri fjárhæð en heildarstofn spariskírteina. Að jafnaði hafa verið gefnir út þrjú flokkar húsbréfa á ári en síðasta ár voru gefnir út tveir flokkar. Ástæða er til þess að stefna að því að fækka húsbréfaflokkunum og stækka þá á næstu árum og nota hvern flokk í tvö til þrjú ár.

Samningsbundnum skuldabréfakaupum lífeyrissjóðanna var haldið áfram allt fram til ársins 1993, bæði vegna þarfa húsnæðislánakerfisins frá 1986 og félagslega kerfisins. Árið 1992 var þó hafin útgáfa svokallaðra húsnæðisbréfa með uppboðum og var mörkuð sú stefna að þau skyldu alfarið taka við sem fjármögnunarleið húsnæðislánakerfisins. Þá var fyrst og fremst um að ræða fjárförf vegna félagslega kerfisins og endurfjármögnunar á fyrri lántökum Byggingarsjóðs ríkisins þar sem lánveitingum úr þeim síðarnefnda var þá að mestu hætt.

Afnám samningsbundinna skuldabréfakaupa lífeyrissjóða af Húsnæðisstofnun var án efa eitt mikilvægasta skrefið sem tekið hefur verið í frjálsræðisátt á fjármagnsmarkaðnum, þar sem þau beindu einum meginstraumnum í lánastarfseminni framhjá verðbréfamarkaðnum.

Sala húsnæðisbréfa lenti í sjálfheldu á miðju ári 1994 þegar ávöxtunarkrafa húsbréfa hækkaði og misgengi myndaðist milli ávöxtunar þeirra og spariskírteina. Stjórnvöld vildu ekki selja húsnæðisbréf með hærri ávöxtun en 5%. Ríkissjóður tók þá við fjáröflun fyrir húsnæðislánakerfið og annaðist hana árin 1994 og 1995.

Sala húsnæðisbréfa var endurvakin í byrjun þessa árs og þá í því formi að Húsnæðisstofnun bauð út sölu húsnæðisbréfa til verðbréfafyrirtækjanna. Áformað er að selja bréfin í ársfjórðungslegum áföngum að undangengu útboði til verðbréfafyrirtækja þar sem leitað er eftir sölutryggingu. Hefur það nú verið gert tvívegis og tekist vel og seldust húsnæðisbréfin á stuttum tíma. Hér virðist því hafa verið stigið eitt framfaraskrefið til viðbótar.

4.3 Verðbréfaútgáfa annarra aðila

Allt fram til ársins 1994 voru verðbréf opinberra aðila nánast allsráðandi á verðbréfamarkaðnum en markaðsskuldabréfaútgáfa annarra aðila mjög lítil. Atvinnufyrirtæki höfðu þó gert tilraunir til sölu á skuldabréfum á árunum 1986 - 1988 en reynsla þeirra af því var slæm þar sem ávöxtun bréfanna reyndist í mörgum tilfellum hærri en bankalána. Á þessum tíma var aðgangur að lánsfé enn takmarkaður, en það átti eftir að breytast. Ýmsar samverkandi ástæður virðast hafa stuðlað að vaxandi áhuga sveitarfélaga og atvinnufyrirtækja á innlendum skuldabréfamarkaði árið 1994. Þar má í fyrsta lagi nefna þá lækkun vaxta sem varð á verðbréfamarkaðnum síðla árs 1993 sem virðist hafa gert það að verkum að innlendi markaðurinn var talinn hagstæðari en áður, auk þess sem alþjóðlegar vaxtahækkningar fyrri hluta ársins 1994 höfðu áhrif í sömu átt. Í öðru lagi dró úr innlendum lántökum ríkissjóðs árið 1994 meðal annars vegna þess að ríkissjóður jók erlendar lántökur til þess að festa í sessi þá vaxtalækkun sem orðið hafði síðari hluta ársins 1993. Þannig skapaðist aukið svigrúm á markaðnum fyrir lántökur annarra aðila. Í þriðja lagi má nefna að munur verðtryggðra bankavaxta og vaxta á verðtryggðum ríkisskuldabréfum fór vaxandi árin 1993 og 1994 og á sú þróun meðal annars rætur að rekja til erfiðleika í rekstri bankanna vegna útlánatapa. Af þessum sökum varð verðbréfaútgáfa á markaði fýsilegri kostur en bankalán. Í fjórða lagi má nefna að margir aðilar, sem höfðu á árum áður neyðst til að taka erlend lán vegna skorts á lánsfjármagni innanlands, sáu nú tækifæri til þess að endurfjármagna skuldir sínar á innlendum kjörum. Hér var ekki síst um að ræða aðila sem hafa tekjur í innlendum gjaldmiðli en erlend skuldsetning fyrir slíka aðila felur í sér gengisáhættu. Tryggjara er að hafa samræmi milli gjaldmiðlasamsetningar tekna og gjalda.

Verðbréfafyrirtækin áttu verulegan þátt í því að greiða fyrir þessari þróun og má segja að tilvist þeirra og þroski hafi verið nauðsynlegt skilyrði fyrir því að þessir aðilar hæfu markaðsútgáfu verðbréfa með svo skjóttum hætti.

Í meðfylgjandi töflu er gefið yfirlit um útgáfu markaðsskuldabréfa á verðbréfamarkaðnum á árunum 1989 til 1995. Með skuldabréfum er hér átt við bréf með meira en eins árs lánstíma og því ekki taldir með ríkisvixlar eða önnur skammtímabréf. Athyglisverð er hin mikla sókn sveitarfélaga, lánasjóða og atvinnufyrirtækja inn á verðbréfamarkaðinn. Flest þessi útboð eru lokuð. Slíkt er nokkurt áhyggjuefni þar sem það dregur úr sýnileika markaðarins en kann að vera bernskueinkenni sem slípast af þegar fram líða stundir. Eftirmarkaðviðskipti með bréf seld í lokuðum útboðum eru lítil enda bréfin yfirleitt ekki skráð á Verðbréfaþingi. Svo virðist sem kaupendur þessara bréfa meti enn sem komið er ekki mikils það gagn sem er fólgið í þeim upplýsingum sem almennum útboðum eru samfara. Að einhverju leyti kann smæð markaðarins að stuðla að því að þekking á útgefendum er almennari en gerist á stærra mörkuðum og því minni þörf fyrir umræddar upplýsingar.

Framboð skuldabréfa 1989-1995 í m.kr.

Skuldabréf seld í almennum og lokuðum útboðum

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Verðtryggð skuldabréf	5.061	12.841	20.202	23.410	33.785	38.810	33.339
Spariskírteini ríkissjóðs	5.049	7.332	5.378	3.661	8.200	8.363	6.948
Húsbréf (skuldabréfaskipti)	12	5.509	14.824	12.303	11.735	14.767	11.097
Húsnæðisbréf	..	..	..	1.150	4.408	2.379	..
Banka- og sparisjóðabréf	1)	1)	1)	3.141	3.265	2.346	5.346
Bréf annarra lánastofnana	1)	1)	1)	1.855	3.077	2.894	3.458
Skuldabréf sveitarfélaga 2)	1)	1)	1)	1.300	3.000	5.909	3.661
Bréf atvinnufyrirtækja og félaga 3)	..	..	..	..	100	2.818	2.371
Erlendir útgefendur	..	..	..	..	..	..	457
Gengistryggð skuldabréf						1.448	2.840
Spariskírteini ríkissjóðs	..	..	..	..	..	1.106	2.315
Bankabréf	..	..	..	..	..	92	87
Bréf atvinnufyrirtækja og félaga	..	..	..	..	..	250	438
Óverðtryggð bréf					2.038	3.454	2.225
Ríkisbréf	..	..	..	..	2.038	3.437	2.204
Atvinnufyrirtæki	..	..	..	..	..	17	21
Heildarsala:	5.061	12.841	20.202	23.410	35.823	43.713	38.404
Almenn útb.	5.061	12.841	20.202	22.110	32.823	33.515	25.967
Lokuð útboð				1.300	3.000	10.197	12.436
1) Upplýsingar liggja ekki fyrir.							
2) Salan 1992 og 1993 er áætluð.							
3) Salan 1993 er áætluð.							

Það að kaupendur þessara bréfa gera ekki kröfu um endurseljanleika og skráningu á Verðbréfaþingi endurspeglar meðal annars þá staðreynd að lífeyrissjóðir eru stærstu kaupendur þessara bréfa og enn sem komið er virðast þessi atriði skipta þá litlu máli meðal annars vegna mikils árlegs ráðstöfunarfjár þeirra. Þegar fram líða stundir hlýtur slíkt þó að breytast eftir því sem eignasafn lífeyrissjóða verður fjölbreyttara.

Enda þótt lokuðum útboði fylgi sá galli að markaðurinn verði síður sýnilegur er enginn vafi á því að þessi þróun er að mörgu leyti jákvæð og hefur örvað samkeppni á markaðnum og dregið úr þeirri hólfun sem þar hefur verið. Þannig stuðlar verðbréfaútgáfa framangreindra aðila að aukinni samkeppni við banka og fjárfestingarlánasjóði og slíkt mun þegar fram í sækir bæta vaxtamyndun. Jafnframt nýta lántakendur í vaxandi mæli alla þá kosti sem bjóðast í lánamálum og bera saman lánskjör í bönkum hér á landi og erlendis og kjör á verðbréfamarkaði innanlands.

Rétt er þó að hafa í huga að fyrir utan sveitarfélög og lánastofnanir, sem sótt hafa út á verðbréfamarkaðinn, eru það fyrst og fremst stærri og fjárhagslega traustari aðilar sem möguleika hafa á því að gefa út verðbréf á markaðnum. Enginn vafi er á því að þessir aðilar beita reynslu sinni af verðbréfaútgáfum í samningum sínum við lánastofnanir. Önnur fyrirtæki verða áfram að búa við þá fyrirgreiðslu sem innlendar lánastofnanir veita. Þau hafa jafnframt litla aðstöðu til þess að afla lánsfjár beint á erlendum mörkuðum. Þessi staða er þó ekkert séríslenskt fyrirbæri þar sem mörg nágrannalönd glíma við sama vanda. Margvíslegar aðferðir hafa verið reyndar til þess að auðvelda smáum og meðalstórum fyrirtækjum aðgang að starfs- og áhættufé. Nefna má stofnun sérstakra áhættusjóða, sjóða sem veita ríkisábyrgð á áhættulánum vegna nýsköpunar, sérstaka lánafyrirgreiðslu vegna smárra og meðalstórra fyrirtækja og aðgerðir til að bæta aðgang slíkra fyrirtækja að hlutabréfamörkuðum.

4.4 Verðbréfaútgáfa og hefðbundin lánastarfsemi

Þótt útgáfa markaðsverðbréfa hafi farið vaxandi á undanförunum árum er hefðbundin lánastarfsemi um bankastofnanir, fjárfestingarlánasjóði og húsnæðislánakerfið enn stærsti farvegur lánsfjármíðlunarinnar. Í eftirfarandi töflu er gerður samanburður á útistandandi stofni markaðsverðbréfa og útlánnum lánastofnana og húsnæðislánakerfisins. Fram kemur að útlán lánastofnana eru mun meiri en verðbréfaútgáfa þótt hún hafi vaxið hratt á undanförunum árum.

Útlán lánastofnana og verðbréfaútgáfa á markaði

Stöðutölur í ma.kr. í lok árs 1995

	Innlánsstofnanir	Fjárfest.lánasjóðir	Útlán alls	Verðbréfaútgáfa
Ríki	14,6	1,3	15,9	84,5
Sveitarfélög	7,6	9,6	17,2	1,6
Fyrirtæki	124,5	73,0	197,5	3,3
Heimili	60,2	175,3	235,5	-
Lánastofnanir	10,5	0,6	11,1	126,5
Samtals	217,4	259,8	477,2	215,9

Enn sem komið er verðbréfaútgáfa á vegum sveitarfélaga og fyrirtækja lítil og meginhluti lána þessara aðila kemur frá lánastofnunum. Þróunin undanfarin tvö ár bendir hins vegar ótvírætt til þess að verðbréfaútgáfan muni fara vaxandi. Hafa ber þó í huga að stærsti hluti verðbréfaútgáfunnar tengist fjáröflun lánastofnana og húsnæðislánakerfisins og bein verðbréfaútgáfa á vegum endanlegra lántaka er enn lítil. Taflan hér að ofan tekur þó einungis til almennra útboða þar sem upplýsingar um stöðu annarra verðbréfaflokka liggja ekki fyrir og því má búast við að útgáfa þessara aðila sé eitthvað meiri en fram kemur í töflunni.

4.5 Vaxtaálag annarrar skuldabréfaútgáfu

Athygli hefur vakið undanfarin misseri hversu ávöxtunarmunur milli útboða mismunandi útgefenda er lítill og jafnframt hversu miklu minni hann er á verðbréfamarkaðnum hér á landi en erlendis. Jafnframt er ávöxtunarmunur á markaðnum hér mun minni en í kjörvaxtaflokkun bankanna. Þannig var ávöxtun í lokuðum útboðum sveitarfélaga á verðtryggðum skuldabréfum aðeins um 0,5% hærri árið 1995 en ávöxtun húsbrefa og ávöxtun í lokuðum útboðum fyrirtækja var aðeins um 0,9% hærri en ávöxtun húsbrefa. Til samanburðar má nefna að kjörvextir banka hafa á árinu verið um 5,9% og var meðaltal ávöxtunar verðbréfaútgáfu sveitarfélaga árið 1995 um hálfu prósentu herra en kjörvextir bankanna en 2,2% undir meðaltalsvöxtun banka og sparisjóða á verðtryggðum útlánnum.

Ávöxtun verðbréfaútgáfu á vegum fyrirtækja var árið 1995 um 0,8% hærri en kjörvextir banka og sparisjóða en 1,8% lægri en meðaltalsvextir banka og sparisjóða.

4.6 Söluaðferðir

Ríkissjóður er um þessar mundir eini aðilinn sem selur víxla og skuldabréf á innlendum markaði með uppboðsfyrirkomulagi. Útboð annarra, hvort sem þau eru lokuð eða almennt, eru á því formi að verðbréfin eru seld með hliðsjón af ávöxtun leiðandi flokka á markaðnum. Á verðtryggðum langtímabréfum eru húsbref eða spariskírteini ríkissjóðs viðmiðunin, en á óverðtryggða sviðinu eru ríkisvixlar algengasta viðmiðunin.

Húsbref hafa nokkra sérstöðu þar sem frumsala þeirra fer fram til hliðar við verðbréfamarkaðinn þar sem þau eru látin í skiptum fyrir fasteignaveðbréf húsbrefadeildar Byggingarsjóðs ríkisins og verð myndast á eftirmarkaði þegar viðtakendur bréfanna, sem eru seljendur og byggingarverktakar íbúðarhúsnæðis, selja þau. Kostur þessa kerfis er sá að seljendur eru margir og flestir smáir og nánast samfelld eiga sér stað viðskipti með bréfin. Slíkt stuðlar að því að verðmyndun þeirra verður traustari en ella.

Engin ástæða er til þess að allir verðbréfaflokkar séu seldir með uppboðsfyrirkomulagi. Það fyrirkomulag sem hér er tíðkað, tryggir líklega fullnægjandi verðmyndun á markaðnum að minnsta kosti hvað langtímalán snertir. Uppboð spariskírteina, þar sem í boði eru skuldabréf með 5 - 20 ára meðallíftíma, gefa góða vísbendingu um ávöxtunarferil langtímabréfa. Jafnframt gefur ávöxtunarkrafa húsbrefa trausta viðmiðun fyrir verðtryggð skuldabréf með meðallánstíma á bilinu 8 - 10 ár. Á óverðtryggða sviðinu eru ríkisvixlar leiðandi fyrir ávöxtun stuttra óverðtryggðra skammtíma skuldbindinga og hafa mótandi áhrif á kjör víxla banka, sveitarfélaga og fyrirtækja þó svo virðist sem vaxtamunur milli víxla þessara aðila og ríkissjóðs sé með minnsta móti með tilliti til áhættu. Á síðasta ári setti ríkissjóður á markað 3ja og 5 ára óverðtryggð ríkisbréf. Enn sem komið er hafa þau ekki rutt braut fyrir útgáfu langra óverðtryggða verðbréfa annarra aðila.

4.7 Almenn útboð eða lokuð

Eitt af því sem einkennt hefur verðbréfaútgáfu sveitarfélaga og fyrirtækja að undanfögnu er að gefin eru út verðbréf í lokuðum útboðum. Gjarnan er um að ræða litla verðbréfaflokka (nokkur hundruð milljóna), t.d. frá sveitarfélögum, sem seldir eru fáeinum kaupendum, t.d. lífeyrissjóðum. Útgefendum kann að þykja þetta þægilegt, því að þeir þurfa ekki að eyða tíma og fjármunum í að semja útboðslýsingu. Ennfremur kann að vera að þeir vilji ógjarnan kynna fjárförf sína með því að koma fram á markaðnum á opinskáan hátt. En þessi aðferð hefur tvo ókosti. Hún stuðlar ekki að uppbyggingu skipulegra og sýnilegra verðbréfavíðskipta og hún er illa til þess fallinn að leiða til hagstæðustu kjara frá sjónarhóli útgefanda, þar sem aðeins er leitað til þröngs hóps fjárfesta. Að vísu er líklegt að seinni ókosturinn hafi lítt gert vart við sig hér á landi enn sem komið er. Eins og áður er getið hefur ávöxtun í lokuðum útboðum ýmissa útgefanda aðeins verið lítið eitt hærri en ávöxtun húsbrefa. Líklega er þó hér um að ræða byrjunareinkenni og búast má við að markaðurinn geri meiri greinarmun á lokuðum og almennum útboðum þegar fram líða stundir.

Kaupendur ættu að gera þá kröfu að útgefendur verðbréfaflokka leggi fram greinargóðar upplýsingar í formi útboðslýsingar. Verðbréfamiðlarar ættu einnig að stuðla að þessu með ráðgjöf til fjárfesta um gildi útboðslýsinga, og ennfremur að hvetja til þess að slíkir flokkar séu skráðir á skipulegum markaði (Verðbréfaþingi). Jafnframt má búast að lánsfjárflyun í lokuðu útboði ætti að kosta útgefanda eitthvað hærri vexti en ella. Þannig er þetta á erlendum verðbréfamörkuðum og engin ástæða til að ætla að annað eigi við hér á landi.

5. Eftirspurn á innlendum skuldabréfamarkaði

5.1 Helstu kaupendur á markaðnum

Undanfarinn áratug hafa lífeyrissjóðir verið langstærstu kaupendur verðbréfa á markaðnum og hefur eftirspurn þeirra aðallega beinst að langtímaskuldabréfum. Útlit er fyrir að svo verði áfram þótt þeir muni kaupa hlutabréf og erlend verðbréf í vaxandi mæli á næstu árum. Árlegt ráðstöfunarfé lífeyrissjóða er nú á bilinu 40 - 50 ma.kr. og eru þá meðtaldar innkomnar afborganir af verðbréfaeigninni. Nýr fjársparnaður í lífeyrissjóðum hefur hins vegar verið á bilinu 20 - 25 ma.kr. á ári undanfarin ár. Eftirfarandi tafla, sem gefur yfirlit yfir fjársparnað á innlendum markaði á undanförunum árum, sýnir glögglega stóra og vaxandi hlutdeild lífeyrissjóða í sparnaðinum. Hins vegar hefur dregið mjög úr fjársparnaði í formi innlána. Verðbréfa kaup einkaaðila hafa verið mjög sveiflukennnd og sama er að segja um annan fjársparnað sem einkum á sér stað hjá tryggingarfélögum og lánastofnunum.

Fjársparnaður 1986 - 1995

á meðalverðlagi hvers árs

Ma.kr.	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Áætl.
Fjársparnaður alls	15,4	19,2	17,7	15,7	32,4	38,2	30,7	20,3	42,5	31,4	
Innlán og seðlar				0,1	6,7	7,0	1,2	2,7	2,4	2,6	
Verðbréf einkaaðila				3,7	8,6	9,3	2,1	2,8	7,6	5,8	
Eignir lífeyrissjóða				0,8	1,4	18,4	21,1	18,4	24,0	22,1	
Annað				11,0	15,8	3,5	6,3	-3,5	8,5	0,9	
Fjársparnaður sem % af VLF	9,6	9,2	6,9	5,1	8,9	9,6	7,7	4,9	9,8	6,9	

Aukið frelsi lífeyrissjóða og annarra fjárfesta varðandi fjárfestingar hefur smám saman fest í sessi. Mikilvægustu áfangarnir á þeirri braut eru afnám þvingana á skuldabréfaviðskiptum lífeyrissjóða og opinberra lánasjóða og afnám hafta á fjármagnshreyfingum. Það fyrra hefur dregið úr þeirri hólfun sem var á fjármagnsmarkaðnum og leitt til þess að stærri hluti fjármagnsins rennur um sameiginlegan farveg, þ.e. verðbréfamarkaðinn. Opnun fjármagnsmarkaða mun stuðla að hagkvæmari nýtingu innlands fjármagns og skapa innlendum fjármálastofnunum samkeppni og þannig stuðla að betra samræmi í vaxtakjörum hér og erlendis.

Þess má geta að skýrslur bankaeftirlits Seðlabankans um reikninga lífeyrissjóða hafa tvímælalaust aukið samkeppni milli sjóðanna, ekki síst vegna þess að ýmsar kennitölur, sem þar eru dregnar fram, auðvelda samanburð. Þetta er dæmi um mikilvægi upplýsinga um efnahag og rekstur fjármálastofnana og enginn vafi er á því að birting sambærilegra upplýsinga fyrir önnur fjármálafyrirtæki myndi hafa svipuð áhrif.

Mikilvægi lífeyrissjóðanna á fjármagnsmarkaðnum mun að líkindum vara um langt skeið. Lífeyrissjóðakerfið er í hraðri uppbyggingu og mun á næstu árum og áratugum halda áfram að vera meginuppspretta nýs sparnaðar. Af þeim sökum er afar mikilvægt fyrir vaxtamyndunina að samkeppni sé milli sjóðanna og tryggt sé að þeir hafi ekki samráð sín á milli í vaxtamálum. Á undanförunum árum hefur orðið hröð þróun hjá lífeyrissjóðum í átt til fækkunar og stækkunar. Þessi þróun er jákvæð þar sem hún hefur leitt til myndunar sterkari eininga sem hæfari eru til þess að starfa á fjármagnsmarkaðnum. Þótt fækkun og stækkun sjóða gæti virst draga úr samkeppni er ekki víst að svo verði. Litlir og veikburða sjóðir hafa minni möguleika til að taka sjálfstæðar ákvarðanir í fjárfestingarmálum, einfaldlega vegna þess að nauðsynleg þekking er þar tæpast fyrir hendi í smáum sjóðum.

Eigi að síður er mikilvægt að löggjöf um lífeyrissjóði kveði skýrt á um bann við samráði í vaxtamálum, þannig að enginn vafi leiki á því að slíkt sé óheimilt. Önnur leið sem kynni að auka samkeppni milli lífeyrissjóða væri að gefa launþegum valfrelsi um til hvaða lífeyrisjóðs þeir greiða. Slíkt kynni að auka samkeppni milli sjóðanna frá því sem nú er auk þess sem fleiri aðilar gætu komið að rekstri lífeyristrygginga. Rétt er þó að hafa í huga að aukin upplýsingagjöf um rekstur og efnahag sjóðanna á undanförunum árum hefur stuðlað að því að lífeyrissjóðir leggja aukna áherslu á að ná sem bestri ávöxtun eigin fjár. Sameiningar sjóða á undanförunum árum eru jafnframt vísbending um aukna samkeppni milli sjóða þar sem litlir og óhagkvæmir sjóðir hafa fundið sig knúna til að sameinast öðrum sjóðum og mynda stærri heildir. Áhrif valfrelsis sjóðafélaga á rekstrargrundvöll lífeyrissjóðanna er hins vegar mál sem lítið hefur verið skoðað og þarfnast því rækilegrar athugunar. Hugsanlegt er að valfrelsi stangist á við samtryggingarþátt og eðli lífeyrissjóða-kerfisins þannig að hér þarf að fara að öllu með gát. Rétt er að minna á að nú er starfandi á vegum fjármálaráðuneytisins nefnd um málefni lífeyrissjóðanna og eðlilegt að beina þessum þáttum til hennar til frekari skoðunar.

5.2 Opnun fjármagnsmarkaðar og erlend samkeppni

Í ársbyrjun 1995 voru afnumin síðustu höft á gjaldeyrisviðskiptum milli Íslands og umheimsins ef frá eru taldar takmarkanir á fjárfestingu erlendra aðila í tilteknum atvinnugreinum, þ.e. sjávarútvegi og orkugreinum. Ljóst er að afnám gjaldeyrishafta mun hafa veruleg áhrif hér á landi og fyrstu áhrifin enn sem komið er hafa verið þau að innlendir aðilar hafa ráðstafað talsverðum fjármunum til verðbréfakaupa erlendis. Búast má við að svo verði áfram þar sem hagkvæmt er frá sjónarmiði ávöxtunar og áhættudreifingar að fjárfesta hluta eignasafna, t.d. lífeyrissjóða, í erlendum verðbréfum. Afnám gjaldeyrishafta gerir það einnig að verkum að innlendir aðilar fá aukið frelsi til þess að velja lántökum sínum stað auk þess sem búast má við auknu erlendu áhættufé, að minnsta kosti í þær atvinnugreinar þar sem erlend fjárfesting er heimil.

Frá því að gjaldeyrishöftin voru að fullu afnumin hafa fjármagnsstraumar milli Íslands og umheimsins verið á þann veg að fé hefur leitað út úr landinu þar sem innlendir aðilar hafa keypt erlend verðbréf í nokkrum mæli en lítið hefur verið um verðbréfakaup erlendra aðila hér á landi. Jafnframt hafa innlendir aðilar í verulegum mæli greitt niður erlend lán en sú tilhneiging er þó óháð gjaldeyrisfrelsinu og tengist frekar aðstæðum á innlendum markaði og afstöðu innlendra og erlendra vaxta. Þrátt fyrir að vextir á ríkisverðbréfum og skuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs hafi verið tiltölulega hagstæðir undanfarin misseri virðast erlendir aðilar ekki hafa haft áhuga á því að kaupa innlend verðbréf. Ljóst er að þetta misvægi í gjaldeyrisstraumum mun skapa nokkurn vanda. Aðstæður á innlendum lánamarkaði hafa einkennst af umframeftirspurn eftir lánsfé og mun hreint útstreymi fjármagns úr landi stuðla að því að auka þá spennu.

Starfshópur á vegum viðskiptaráðuneytisins hefur nýverið fjallað um þetta mál og skilaði skýrslu til viðskiptaráðherra um niðurstöður sínar í febrúar 1996. Meginniðurstaða hópsins er að sérkenni íslenskra verðbréfa, smæð markaðarins og ófullkominn seljanleiki á eftirmarkaði séu ástæður þess að erfiðlega gengur að selja erlendum aðilum innlend verðbréf. Auk þess skortir nokkuð á að innviðir íslensks fjármálamarkaðar séu með þeim hætti sem erlendir aðilar eru vanir og skiptir þar mestu skortur á upplýsingum um innlend verðbréf í alþjóðlegum upplýsingakerfum og fyrirkomulag vörslu á verðbréfum, þar á meðal það að hér á landi er ekki búið að koma á fót pappírslausum viðskiptum með verðbréf. Flest þessara atriða eru umfjöllunarefni í þessari skýrslu og eru niðurstöður mjög á sama veg og í skýrslu ofangreinds starfshóps.

5.3 Eftirlit og löggjöf með aðilum á fjármagnsmarkaði

Á undanförunum árum hafa verið lögfest hér á landi ákvæði Evrópuréttar um fjármálastofnanir í tengslum við EES samninginn. Þessi löggjöf hefur leitt til samræmingar innlendrar og erlendar löggjafar jafnframt því sem hún hefur stuðlað að jöfnun samkeppnisskilyrða milli innlendra fjármálastofnana. Þannig stuðla löggin um aðrar lánastofnanir að samræmingu starfsskilyrða innlánsstofnana og annarra lánastofnana.

Þessi jöfnun samkeppnisskilyrða mun stuðla að virkari samkeppni og aukinni skilvirkni. Eftir stendur þó sá vandi að enn gilda um flesta atvinnuvegasjóðina sérlög sem bæði takmarka starfsheimildir þeirra og veita þeim sérstöðu. Þau draga úr áhrifum laganna um aðrar lánastofnanir sem sett voru árið 1993. Mikilvægt er að sérlögin verði endurskoðuð eða afnumin til þess að opna þennan hluta fjármagnsmarkaðarins og eyða þeirri hólfun sem nú er til staðar. Í mars 1996 var gerð breyting á lögum um aðrar lánastofnanir þar sem kveðið var á um að starfsheimildir í þeim lögum kæmu til viðbótar þeim starfsheimildum sem nú eru í sérlögum um þessar stofnanir.

Lögin, sem sett voru um verðbréfasjóði árið 1993 setja þeim þröngar skorður varðandi verðbréfakaup, því að 90% af verðbréfasafni þeirra þurfa að vera verðbréf skráð á verðbréfaþingi. Þetta stranga ákvæði var sett vegna tilskipunar sem gildir á Evrópska efnahagssvæðinu fyrir verðbréfasjóði² sem ætlað er að geti boðið þjónustu sína á svæðinu öllu. Spurning er hvort nauðsynlegt sé að þetta ákvæði gildi fyrir alla íslenska verðbréfasjóði. Ástæður á innlendum markaði torvela þeim að framfylgja ákvæðinu. Auk þess er óvíst og raunar ólíklegt að innlendum verðbréfasjóðum sé ætlað að höfða til erlendra fjárfesta. Að vísu er rétt að benda á að unnt er að starfrækja hér hlutafélög sem hefðu það markmið að fjárfesta í verðbréfum. Þau gætu aflað ráðstöfunarfjár með útgáfu hlutabréfa í stað þeirra hlutdeildarskírteina sem verðbréfasjóðir gefa út. Hérlendir hlutabréfasjóðir eru með þessu sniði og eru þeir óháðir framangreindri 90% reglu verðbréfasjóðanna.

Á þessu sviði ríkir því óvissa um hver Evrópurétturinn er og hugsanlegt að gildandi innlend löggjöf gangi lengra en reglur á Evrópska efnahagssvæðinu. Verðbréfafyrirtækin hafi þegar beint þessum athugasemdum til viðskiptaráðuneytisins og þar er þetta mál í skoðun. Mikilvægt er að úr þessu verið skorið sem fyrst.

Jafnframt hefur verið á það bent að þar sem hliðstæð ákvæði gilda ekki um lífeyrissjóði leiði það til þess að ýmsir útgefendur sjái lítinn hag af skráningu verðbréfa á Verðbréfaþingi og því sé framboð skráðra skuldabréfa að mestu leyti bundið við bréf aðila með ríkisábyrgð. Ennfremur hefur verið á það bent að frá sjónarmiði neytendaverndar sé eðlilegt að sambærileg ákvæði gildi um lífeyrissjóði. Lögjafinn hafi þá skyldu að setja lágmarksákvæði um fjárfestingar lífeyrissjóðanna þar sem skylduaðild er að sjóðunum. Slík ákvæði, þó að þau væru ekki eins og ákvæði laganna um viðskiptabanka og verðbréfasjóði, myndu stuðla að jafnari samkeppnisstöðu á markaðnum. Einnig er ástæða til þess að gera þá kröfu að lífeyrissjóðir kaupi aðallega markaðsbréf þar sem fyrir liggur útboðslýsing hliðstæð því sem gerð er krafa um vegna almennra útboða. Slík mun þegar til lengdar lætur bæta verðbréfsöfn lífeyrissjóða og stuðla að því að útgefendur leggi slíkar upplýsingar fram.

Lágmarksákvæði um fjárfestingar lífeyrissjóða þyrftu að varða eftirfarandi þætti:

- Hámark útlána og annarra skuldbindinga gagnvart einstökum útgefendum þar sem ríkisábyrgð er ekki fyrir hendi.
- Hámark hlutabréfaeignar
- Hlutdeild skráðra verðbréfa á Verðbréfaþingi í eignasafni sjóðanna
- Hámarksveðsetningarhlutfall af fasteignum
- Meðferð fullnustueigna
- Kröfur um útboðslýsingu vegna verðbréfa sem keypt eru á markaði

Eins og kunnugt er starfar nú nefnd á vegum fjármálaráðuneytis um málefni lífeyrissjóðanna og búast má við að tekið verði á þessum atriðum í tillögum þeirrar nefndar.

Varðandi hlutabréfasjóði sem bjóða hlutabréf sín á almennum markaði er rétt að benda á að þeir ættu að falla undir hliðstætt eftirlit og aðrir aðilar á fjármagnsmarkaði.

5.4 Bókunarreglur lífeyrissjóða

Lítill viðskipti á eftirmarkaði eru eitt af því sem einkennir íslenskan fjármagnsmarkað og veikir það verðmyndun á markaðnum. Ýmsir telja að núverandi bókunarreglur lífeyrissjóðanna letji þá þess að eiga viðskipti með verðbréf sín á eftirmarkaði. Ástæðan sé sú að algengast sé að verðbréf séu færð á kaupverði en afföll eða yfirgengi færð til tekna eða gjalda, eftir því sem við á, á lánstímanum.

Núverandi reglur um ársreikninga lífeyrissjóða eru settar af bankaeftirliti Seðlabankans og samkvæmt þeim skal ofangreind aðferð vera meginregla, en jafnframt er heimilt að nota hina aðferðina, þ.e. að bóka verðbréfaeignina á markaðsverði hverju sinni.

Engar reglur liggja fyrir frá Evrópusambandinu um ársreikninga lífeyrissjóða. Hins vegar kveða nýlegar reglur um ársreikninga og eigið fé lánastofnana á um að verðbréfaeign lánastofnana skuli skipt í tvennt. Annars vegar fjárfestingarverðbréf sem lánastofnunin hyggst eiga til langs tíma, sem skal bókfæra á kaupverði, og hins vegar veltubréf, sem keypt eru til viðskipta á markaði en þau skal færa á markaðsvirði. Þótt þessar reglur taki ekki til lífeyrissjóða myndu þær efnislega fela í sér að stærstan hluta eignasafns lífeyrissjóðanna skyldi bókfæra sem fjárfestingarverðbréf, vegna eðlis lífeyrissjóða sem langtímafjárfesta. Slíkt myndi samrýmast þeirri meginreglu sem beitt er hér á landi.

Ekki er heldur ljóst hvort það eru bókunareglurnar sem draga úr virkni lífeyrissjóða á eftirmarkaði. Alveg eins má færa rök fyrir því að hátt árlegt ráðstöfunarfé sjóðanna annars vegar og einhæft framboð verðbréfa sem lífeyrissjóðir hafa til skamms tíma, haft aðgang að hafi þessi áhrif. Hið mikla árlega ráðstöfunarfé sjóðanna gerir þeim kleift að breyta hratt samsetningu eigna sinna með fjárfestingum á hverju ári. Einhæft framboð bréfa fram til ársins 1994 gerði það að verkum að skipti frá einni tegund verðbréfa yfir í aðra hefur tiltölulega lítið gildi fyrir sjóðina. Lítinn tilgang hefði til dæmis haft, á því tímabili, að skipta á húsbréfum og spariskírteinum þar sem ávöxtun þessara tveggja kosta var samstíga. Hagnaðarmöguleiki í kjölfar eignasafnbreytingar eykst hins vegar með vaxandi fjölbreytni þeirra verðbréfa sem bjóðast. Fjölbreytnin á innlendum markaði hefur vaxið að undanfögnu auk þess sem nú er frjáls aðgangur að erlendum verðbréfum. Líklegt má því telja að á næstu árum muni eignasafnsbreytingar smám saman færast í vöxt.

Álitamál er hins vegar hvort ekki ætti að láta lífeyrissjóði, auk þess að bókfæra verðbréf samkvæmt ofangreindri meginreglu, uppfæra verðbréfasafn sitt miðað við markaðsverð að minnsta kosti árlega. Slíkt uppgjör gætu sjóðir birt í árskýrslum sínum til upplýsingar enda þótt annarri uppgjörsaðferð væri beitt í bókhaldi.

5.5 Aðrir kaupendur markaðsverðbréfa

Eignir verðbréfasjóða námu um síðustu áramót um 14,8 ma.kr. en þær hafa sveiflast undanfarin ár í kringum 15 ma.kr. Þótt hér sé um að ræða mun minni fjárstofn en eignir lífeyrissjóða leika verðbréfsjóðirnir mikilvægt hlutverk á markaðnum. Annars vegar mynda þeir samkeppni við banka og sparissjóði um sparnað þó að eðlismunur sé á hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóða og innlánnum. Hins vegar eru þeir mjög virkir á eftirmarkaði fyrir skuldabréf þar sem sjóðirnir leggja áherslu á hagkvæma eignastýringu. Stærstur hluti eigna verðbréfasjóða er bundinn í skuldabréfum með ábyrgð opinberra aðila en sjóðirnir hafa einnig keypt verðbréf innlendra og erlendra lánastofnana og innlendra fyrirtækja í nokkrum mæli.

Starfsemi tryggingarfélaganna á lánamarkaðnum hefur einnig farið vaxandi á undanfögnu árum enda hefur tryggingarsjóður þeirra farið vaxandi. Undanfarin misseri virðist það fé hafa í vaxandi mæli leitað í lánveitingar til einkaaðila, m.a. til bifreiðaviðskipta, en hlutur kaupa á markaðsskuldabréfum hefur dregist saman. Þessi lánastarfsemi tryggingarfélaganna hefur skapað aukna samkeppni við innlánsstofnanir sem áður voru helstu lánveitendur á þessu sviði og svo virðist sem tryggingarfélögin séu á góðri leið með að yfirtaka þessa lánastarfsemi.

Auk ofangreindra fjármálastofnana eru einstaklingar og fyrirtæki önnur en fjármálastofnanir stærstu kaupendur markaðsverðbréfa. Samkvæmt áætlun Seðlabankans virðist eign einstaklinga (heimila) og fyrirtækja á markaðsverðbréfum hafa numið um 60 ma.kr. í lok ársins 1994, eða um 47% af útistandandi markaðsskuldabréfum og víxlum. Stærsti hluti þess var bundinn í spariskírteinum eða tæpir 28 ma.kr. en húsbréfaeign þessara aðila var um 13 ma.kr. á sama tíma.

Mikilvægt er því að glæða áhuga einstaklinga á verðbréfavíðskiptum og öðrum sparnaði í ljósi þess hve sparnaður er lítill hér á landi. Athuga má hvort beita megi skattalegum hvata ef einhverju tagi í þessu skyni. Minna má á að fjárfestingar í hlutabréfum njóta nú skattalegs stuðnings og húsnæðissparnaður er enn studdur af skattalegum hvata. Það eru einkum þrjú svið sem þessi stuðningur ætti að miða að. Í fyrsta lagi húsnæðissparnaður, í öðru lagi viðbótarlífeyrissparnaður og í þriðja lagi fjárfestingar í atvinnulífinu. Í þessu sambandi þyrfti að gæta að því að skattlagning tekna og eigna sé að öðru leyti í samræmi við þessi markmið þannig að einstök skattaform stangist ekki á. Núverandi fyrirkomulag stuðnings við hlutabréfakaup má gagnrýna frá því sjónarmiði að hann er ómarkviss frá sjónarmiði fyrirtækjanna ef markmiðið með honum er öðrum þræði að skapa nýtt áhættufé fyrir atvinnulífið.

5.6 Áhættumat

Eins og vikið er að hér að framan er nauðsynlegt að hér á landi verði til skipulegt áhættumat vegna verðbréfaútgáfu fyrirtækja, sveitarfélaga og lánastofnana. Þessi þörf mun fara vaxandi á næstu árum þar sem vænta má þess að áframhald verði á verðbréfaútgáfu þessara aðila. Á þróuðum fjármagnsmörkuðum erlendis er það skilyrði fyrir árangursríkri sölu skuldabréfa og skammtíma víxla á verðbréfamarkaðnum að viðkomandi útgefandi hafi aflað sér lánshæfismats frá viðurkenndu matsfyrirtæki. Matið er gert af sérstökum fyrirtækjum sem annast ekki lánstarfsemi eða verðbréfamiðlun. Þannig er tryggt að matsaðilinn hafi ekki aðra hagsmuni en þá að leggja til hlutlaust mat á greiðsluhæfi útgefandans.

Álitaefnið er hvernig best megi koma á fót lánshæfismati. Til þess að það sé söluvara þarf matsaðilinn að njóta trausts og erfitt kann að vera fyrir nýjan aðila að hefja starfsemi. Jafnframt þarf að liggja fyrir áhugi fjárfesta á lánshæfismati. Hingað til hafa stórir fjárfestar hér á landi ekki gert ekki kröfu um formlegt eða samræmt lánshæfismat. Í stað þess að byggja á slíku mati treysta þeir eigin mati eða þeim upplýsingum sem verðbréfamiðlarinn, sem annast útgáfuna, leggur fram. Meðan svo er skortir útgefendur tilefni til þess að sækjast eftir lánshæfismati. Málið er því erfitt viðfangs.

Vera kann þó að áhugi sé að glæðast hjá fjárfestum á því að lánshæfismat liggi fyrir eða muni gera það fljótlega. Ein leið til þess að ýta þessu máli úr vör væri að stjórnvöld í samráði við helstu fjárfesta létu fram fara athugun á með hvaða hætti mætti stofna til lánshæfismats hér á landi.

6. Vaxtamyndun

6.1 Vaxtamyndun langtímabréfa á verðbréfamarkaði

Undanfarin misseri hafa húsbrefin orðið leiðandi varðandi vaxtaþróun á verðbréfamarkaðnum á verðtryggðum skuldabréfum en spariskírteini ríkissjóðs, sem áður höfðu sterkari stöðu, hafa fengið minna vægi. Enginn vafi er á því að stefna stjórnvalda í vaxtamálum árið 1994 og fyrrihluta ársins 1995 hefur átt sinn þátt í þessari þróun, en þá tregðaðist ríkissjóður við að setta sig við þá hækkun sem orðið hafði á ávöxtun á verðbréfamarkaðnum og hélt 5% vaxtamarkmiði sínu til streitu. Leiðandi staða húsbrefa lýsir sér best í því að flestar verðbréfaútgáfur á markaðnum eru nú verðlagðar með hliðsjón af ávöxtun þeirra. Af ýmsum ástæðum er þessi þróun skiljanleg. Reglulegt framboð er á húsbrefum út á markaðinn og seljendur þeirra eru dreifður hópur og því liggur jafnan fyrir verð á þeim sem mótað er af aðstæðum á markaði hverju sinni. Jafnframt eru mörg verðbréfafyrirtækjanna viðskiptavakar fyrir húsbref og mikil samkeppni milli þeirra sem stuðlar einnig að traustri verðmyndun. Ókostur húsbrefanna sem viðmiðunar er fyrst og fremst sá að bréfin eru endurgreidd með útdrætti og því fylgir óvissa sem ekki er til staðar á skuldabréfum með fyrirfram skilgreindum endurgreiðslum. Jafnframt hefur útgefandi heimild til innköllunar bréfanna. Þessir þættir ættu að valda því að ávöxtun húsbrefa væri hærri en annarra skuldabréfa með ríkisábyrgð með föstum endurgreiðslum. Álitamál er hvort markaðurinn hefur forsendur til að meta þessa óvissu til ávöxtunar. Allt fram til ársins 1993 var ávöxtunamunur húsbrefa og spariskírteina með svipaðan lánstíma á bilinu 0,2% - 0,3%. Þessi munur jókst meðan fylgt var 5% vaxtaþakinu á spariskírteinum en minnkaði þegar vikið var frá því vorið 1995 og hefur síðan verið mjög lítil, eða innan við 0,1% og má líklegt telja að erfiðleikar í viðskiptum með spariskírteini á eftirmarkaði á ofangreindu tímabili, meðan fylgt var vaxtaþakinu, hafi stuðlað að því að þessi munur minnkaði.

Seljendur húsbrefa eru fyrst og fremst þeir sem tengjast fasteignaviðskiptum og verðbréfafyrirtæki, en lánastofnanir, lífeyrissjóðir, verðbréfasjóðir og önnur fjármálafyrirtæki eru ekki mjög virk á eftirmarkaði í viðskiptum með húsbref. Kaupendur húsbrefa eru fyrst og fremst lífeyrissjóðir en hlutdeild heimila og fyrirtækja sem endanlegs eiganda húsbrefa hefur farið minnkandi. Um síðustu áramót áttu innlánsstofnanir um 3 ma.kr. af húsbrefum, verðbréfasjóðir um 1,6 ma.kr. og heimili og fyrirtæki 13 - 15 ma.kr. en heildarstofn útistandandi húsbrefa er nú um 77 ma.kr. og meirihluti þeirra er því í eigu lífeyrissjóða.

Húsnæðisstofnun hefur frá upphafi haft samning við eitt verðbréfafyrirtækjanna um að gegna hlutverki viðskiptavaka með húsbref en önnur verðbréfafyrirtæki hafa einnig tekið að sér slíkt hlutverk með yfirlýsingu til Verðbréfaþingsins og eru nú tvö önnur verðbréfafyrirtæki viðskiptavakar fyrir alla flokka húsbrefa. Fjölgun viðskiptavaka hefur ótvírætt stuðlað að áreiðanlegri verðmyndun á húsbrefum undanfarin misseri þar sem nokkuð sterk samkeppni er milli þeirra.

Seðlabankinn hefur verið viðskiptavaki fyrir flesta flokka spariskírteina allt frá 1986 en á síðasta ári fækkaði bankinn þeim flokkum sem hann er viðskiptavaki fyrir í þeim tilgangi að stuðla að því að ákveðnir flokkar spariskírteina yrðu viðmiðunarflokkar varðandi verðmyndun á markaðnum. Seðlabankinn hefur að undanfögnu leitað leiða til þess að draga úr hlutverki sínu á þessum markaði þar sem hann telur að aðrir aðilar séu færir um að taka við. Jafnframt má segja að afskipti hans á langtímamarkaðnum geti stefnt öðrum markmiðum hans í hættu. Seðlabankinn hefur nú nýverið gert samninga við þrjú verðbréfafyrirtæki, eins og áður er rakið, um að þau annist viðskiptavakt á öllum flokkum spariskírteina og ríkisbréfa auk eldri húsnæðisbréfa sem bankinn hefur verið viðskiptavaki fyrir. Með þessari skipan hefur bankinn alfarið dregið sig út af langtímamarkaðnum sem viðskiptavaki þótt hann geti átt afskipti þar þegar svo ber undir.

Enginn vafi er á því að regluleg uppboð spariskírteina hafa stuðlað að betri vaxtamyndun á markaðnum og niðurstaða þeirra gefur reglulega vísbendingu um þróun markaðsvaxta. Ljóst er þó að framkoma ríkissjóðs og Seðlabanka á frum- og eftirmarkaðnum fyrir spariskírteini haustið 1994 og fram til vors 1995 hafði skaðleg áhrif á ímynd spariskírteina.

Verðbréfaútgáfa annarra aðila, svo sem sveitarfélaga, lánastofnana og fyrirtækja, er eins og áður, segir aðallega verðlögð með viðmiðun við ávöxtun húsbrefta og er þá álagi bætt við ávöxtun húsbrefta eftir mati á útgefanda og stöðu á markaðnum á hverjum tíma. Þessi skipan hefur gefist nokkuð vel að öðru leyti en því að álitamál er hvort vaxtaálagið, sem beitt er, sé eðlilegt miðað við þá áhættu sem einstökum útgefendum fylgir. Að þeim þætti er vikið í kafla 5 hér að framan. Jafnframt skortir nokkuð á að upplýsingar um útboð og ávöxtun þeirra liggi fyrir með opinberum hætti þar sem algengast er að útboð þessara aðila séu lokuð. Seðlabankinn hefur unnið að því í samstarfi við verðbréfafyrirtækin að bæta upplýsingagjöf um lokuð útboð.

6.2 Vaxtamyndun skammtímabréfa á verðbréfamarkaði

Á skammtíma markaðnum hafa ríkisvixlar rutt sér til rúms sem leiðandi viðmiðun og virðist sem ávöxtun þeirra hafi mótandi áhrif á ávöxtun vixla banka, sveitarfélaga og fyrirtækja. Hér er um mjög mikilvægan hlekk að ræða við uppbyggingu fjármagnsmarkaðar hér á landi þar sem þessi ávöxtun skapar viðmiðun sem áður var ekki fyrir hendi varðandi vexti á óverðtryggðum skuldbindingum á lánamarkaðnum. Seðlabankinn hefur verið viðskiptavaki fyrir ríkisvixla á Verðbréfaþinginu allt frá 1992 og eru mikil viðskipti með þá á þinginu. Helstu viðskiptaðilarirnir eru, auk Seðlabanka, viðskiptabankarnir en ríkisvixlar eru mikilvægt tæki í lausafjárstýringu þeirra. Enn sem komið er hefur millibankamarkaður ekki eflst hér á landi með svipuðum hætti og í nágrannalöndum og er skýring þess að líkindum sú að bankarnir hafa undanfarin ár búið við rúma lausafjárstöðu auk þess sem fyrirgreiðslukerfi Seðlabankans við banka og sparisjóði kann að letja þá til að stunda millibankaviðskipti.

Ríkissjóður hefur nú stundað regluleg uppboð á 3ja mánaða ríkisvixlum allt frá 1992 og á 6 og 12 mánaða ríkisvixlum síðan haustið 1993 og virðist sem það fyrirkomulag sé orðið nokkuð fast í sessi enda hefur það gefist vel.

Skammtímabréf annarra aðila virðast vera verðlögð með hliðsjón af ávöxtun ríkisvixla. Þar er einkum um að ræða bankavixla og vixla sveitarfélaga og fyrirtækja. Reyndar eru útgáfur sveitarfélaga og fyrirtækja nýjung á markaðnum eins og rakið er í 3. kafla skýrslunnar.

Seðlabankinn hefur, með viðskiptum sínum á eftirmarkaði með ríkisvixla, veruleg áhrif á þróun ávöxtunar þeirra og beitir áhrifum sínum á þeim markaði í samræmi við markmið sín í peningamálum. Við þau skilyrði sem nú ríkja, þ.e. fastgengisstefnu og frjálsar fjármagnshreyfingar, eru skammtímavextir í vaxandi mæli notaðir til þess að hafa áhrif á skammtímahreyfingar fjármagns til og frá landinu í þeim tilgangi að stuðla að jafnvægi í gjaldeyrishreyfingum. Mikilvægt er að samspil sé milli ávöxtunar á peningamarkaði og annarra skammtímavaxta, svo sem vaxta lánastofnana á skammtímalánum, til þess að áhrif vaxtaáðgerða Seðlabankans skili sér með skilvirkum hætti. Víða erlendis hafa vaxtabreytingar seðlabanka fyrst áhrif á millibankavexti en síðar einnig á aðra skammtímavexti eða fjárskuldbindingar með breytilegum vöxtum en sums staðar hafa breytingar seðlabankavaxta nánast bein áhrif á kjör skammtímabréfa og skuldbindinga með breytilegum vöxtum. Hér á landi hefur ávöxtun ríkisvixla nokkuð bein áhrif á kjör bankavixla sem innlánsstofnanir gefa út til fjáröflunar til skamms tíma. Bankavixlarnir hafa vaxandi þýðingu í rekstri innlánsstofnana og því er nauðynlegt að önnur vaxtakjör óverðtryggðra inn- og útlána breytist einnig í takt við breytingar vaxta á peningamarkaði.

6.3 Samspil langtíma- og skammtímavaxta

Samspil langtímavaxta og skammtímavaxta er afar flókið og getur verið breytilegt frá einum tíma til annars. Að öðru jöfnu ætti hækkun skammtímavaxta að hafa áhrif til hækkunar á langtímavöxtum þar sem hér er um að ræða samkeppnisform og hækkun á öðrum markaðnum ætti að þrýsta upp vöxtum á hinum og öfugt. Háir skammtímavextir geta hins vegar verið merki um aðhald í peningamálum og leitt til lækkunar verðbólgu þegar fram í sækir. Af þeim sökum kann hækkun skammtímavaxta að hafa engin og jafnvel öfug áhrif á langtíma vexti. Þetta gildir ekki síst þegar fjárskuldbindingar til langs og skamms tíms eru almennt óverðtryggðar. Eins geta lágir eða lækkandi skammtímavextir skapað væntingar um aukna verðbólgu eða óstöðugleika í framtíðinni og leitt til vaxtahækkana á langtímamarkaðnum. Miklu skiptir hér mat á vaxtastiginu og þær væntingar sem stig og breyting vaxtanna skapar. Hér á landi er sú sérstaða að langtímaskuldabréf eru almennt verðtryggð en skammtímabréf óverðtryggð og því er þetta samhengi flóknara hér en víða annars staðar. Enginn vafi er á því að þetta tvöfalda kerfi vaxta á verðtryggðum og óverðtryggðum skuldabréfum veldur ýmis konar vanda í vaxtamynduninni og torveldar mat á vaxtarófinu. Jafnframt er samanburður vaxta hér á landi og erlendis torveldari.

6.4 Vaxtaþróunin frá 1986

Þegar vextir voru gefnir frjálssir hér á landi á árinu 1986 var mikið misvægi á lánsfjárfjármarkaði. Veruleg umframeftirspurn var eftir lánsfé og leiddi hún til þess að vextir á verðbréfamarkaði hækkuðu á skömmum tíma og fóru vextir á verðtryggðum spariskírteinum ríkissjóðs í 9% en þeir voru á þeim tíma helsta viðmiðun varðandi markaðsvexti. Ástæður þessa voru margvíslegar. Nefna má í fyrsta lagi lítið framboð á sparifé eftir langvarandi rýrnun innlands sparnaðar á áttunda áratugnum. Í öðru lagi var skuldastaða heimila lág vegna rýrnunar skulda þeirra á verðbólguárunum. Hin lága skuldsetning gerði heimilin að hagstæðum lántaka fyrir lánastofnanir. Í þriðja lagi má nefna að heimilin höfðu búið við skömmun á lánsfé þar sem hið opinbera lánakerfi tryggði fyrirtækjum forgang að lánsfé og því hlaut að brjótast fram mikil eftirspurn eftir lánsfé þegar hömlur voru afnumdar. Í fjórða lagi voru í uppbyggingu fjárfrek opinber lánakerfi sem beindu lánsfé til heimila svo sem húsnæðislánakerfið og námslánakerfið á stórlega niðurgreiddum vöxtum. Við eftirspurn heimila eftir lánsfé bættist síðan mikil opinber lánsfjárförf og fjárförf hjá fyrirtækjum vegna efnahagsuppsveiflunnar á þessum árum, auk rekstrarvanda í ýmsum greinum.

Vextir á langtímamarkaði hafa haldist háir allar götur frá 1986 en hafa lækkað í tveimur áföngum. Annars vegar 1988 - 1989 þegar dró úr lánsfjárefeftirspurn fyrirtækja og aftur 1993 þegar saman fór samdráttur í eftirspurn heimila og fyrirtækja eftir lánsfé. Lánsfjárefeftirspurn þessara geira hefur verið ráðandi um vaxtamyndun á þessu tímabili en lánsfjárefeftirspurn ríkissjóðs virðist ekki hafa verið nægilegur stór eða breytilegur þáttur til þess að hafa afgerandi áhrif á vaxtaþróunina á þessu tímabili. Hugsanlegt er þó að væntingar um lánsfjárförf ríkissjóðs hafi haft óbein áhrif á vaxtaþróun á þessu tímabili.

Engin ástæða er þó til þess að draga úr mikilvægi samræmdra aðgerða stjórnvalda haustið 1993 sem miðuðu að því að lækka vexti, þar sem markaðurinn virtist tregðast við að lækka vexti þrátt fyrir að skilyrði væru til þess.

Svo virðist því sem vextir á langtímamarkaði ráðist í meginatriðum af framboði og eftirspurn á markaðnum. Meðfylgjandi tafla sýnir útlánaaukningu lánakerfisins til einstakra geira í hlutfalli við verga landsframleiðslu og heildarskiptingu útlána milli erlendra og innlendra lána. Greinilegur samdráttur er í eftirspurn á innlenda markaðnum árin 1988 til 1989 og aftur árið 1993. Nokkur aukning virðist aftur hafa orðið árið 1994 enda leituðu langtímavextir aftur upp þó að ekki næðu þeir sama stigi og þeir voru á fyrir vaxtalækkunina haustið 1993. Á síðasta ári virðist aftur hafa dregið úr lánsfjáreftirspurn heimila og sveitarfélaga en aukning er á lánsfjáreftirspurn ríkissjóðs og ríkisstofnana. Í heild minnkaði lánsfjáreftirspurn á síðasta ári enda gætti tilhneigingar til vaxtalækkana á síðari hluta ársins. Vaxtalækkunin gekk þó tímabundið til baka að hluta á tveimur síðustu mánuðum en það sem af er þessu ári hafa vextir langtímabréfa áfram farið lækkandi. Svo virðist sem áfram dragi úr lánsfjáreftirspurn heimila og gæti það ásamt minnkandi lánsfjáreftirspurn hins opinbera stuðlað að vaxtalækkunum á langtímamarkaði.

Aukning útlána lánakerfis sem % af VLF

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ríkissjóður og ríkisstofn.	3,7	1,6	1,7	2,5	0,9	2,7	1,9	5,1	1,4	2,8
Bæjar- og sveitarfélög	-0,4	0,4	0,7	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,8	0,7	0,4
Atvinnuvegir	-2,2	0,7	7,3	3,4	-0,9	0,3	6,1	1,3	-1,3	-1,5
Heimili	5,2	3,3	3,2	2,6	6,8	6,8	6,1	3,2	6,1	4,4
Samtals aukning útlána	6,4	6,0	12,8	8,9	6,7	10,1	14,8	10,4	7,0	6,1
Erlent lánsfé, nettó	-3,2	-3,2	5,9	3,8	-2,6	0,5	7,1	5,5	-2,6	-0,8
Innlent lánsfé, nettó	9,6	9,2	6,9	5,1	9,3	9,6	7,7	4,9	9,7	6,9

Til samanburðar: Ávöxtun
spariskírteina ársmeðaltöl

- 8,7 8,7 7,4 7,0 8,1 7,4 6,75,1 / 5,3/ 5,6

Hærri ávöxtunartalan 1994 sýnir ávöxtun húsbreifa á verðbréfamarkaði.

6.5 Verðtryggð innlán og spariskírteini

Sparifjäreigandi, sem velja þarf leið til að ávaxta fé sitt, þarf m.a. að gera sér grein fyrir muninum á eðli innlána annars vegar og spariskírteina hins vegar. Hér skulu nefnd nokkur atriði. Innlán bera breytilega vexti. Innstæða, sem liggur óhreyfð, er sífellt að ávinna sér vexti (og vaxtavexti). Hægt er að leggja inn hvenær sem er, hvaða fjárhæð sem er. Úttekt er líka að miklu leyti háð ákvörðun eigandans. Bankainnstæðu fylgir viðskiptasamband við banka. Spariskírteini bera aftur á móti fasta vexti sem hlaðast upp daglega frá útgáfudegi til gjalddaga. Vilji eigandinn selja slíkt bréf áður en komið er að lokagjalddaga, þarf hann að leggja út fyrir umsýslukostnaði og, það sem líklega skiptir meira máli, getur þurft að setta sig við afföll, sem stafa af því að markaðsvextir hafa hækkað frá því hann keypti bréfið. Hafi orðið vaxtalækkun fær hann aftur á móti yfirverð fyrir bréfið. Í þessu er fólgin vaxtaáhætta, en henni er ekki til að dreifa varðandi innlánin. Sveigjanleikinn gagnvart fjárhæðum og dagsetningum er ekki hinn sami við spariskírteini eins og innlán. Og spariskírteinum fylgir ekki viðskiptasamband sem hægt er að hafa gagn af. Að öllu samanlögðu er líklegt að sparifjäreigandi geri hærri ávöxtunarkröfu til spariskírteinis en innlána, einkum til að mæta vaxtaáhættunni, en einnig af öðrum ástæðum sem nefndar eru í þessum samanburði. Þess ber þó að geta að sparifjäreigandi, sem telur engar líkur á að hann þurfi að selja spariskírteini fyrir gjalddaga, reiknar ekki með framangreindri vaxtaáhættu.

Milli ríkissjóðs og banka ríkir samkeppni um sparifé. Bankar og sparisjóðir gagnrýna ríkissjóð fyrir að auglýsa með miklum ákafa og bjóða tiltölulega há skiptikjör í tengslum við innlausn spariskírteina. Innlausnin 1. febrúar sl. hafi af þessum ástæðum ýtt upp vöxtum verðtryggðra innlána svo dæmi sé tekið. Því hefur einnig verið haldið fram, m.a. í skýrslu Vaxtamyndunarnefndar 1993, að greiður aðgangur almennings að spariskírteinum í smáum einingum myndi gólf fyrir innlánsvexti verðtryggðra reikninga. Ríkissjóður lét af smásölu spariskírteina haustið 1993, með tveimur undantekningum, þ.e. í sambandi við skiptitilboð við innlausn spariskírteina svo og í áskrift. Því er hins vegar haldið fram að auðvelt sé að fara í kringum reglurnar og því séu spariskírteini í raun enn boðin í smásölu.

Á hinn bóginn hafa stjórnvöld gagnrýnt banka og sparisjóði fyrir að bjóða óþarflega háa vexti á verðtryggðra innlánsreikninga. Eins og að framan er rakið er það eðlilegt að vextir ríkisverðbréfa liggja ofar hæstu innlánsvöxtum. Bankar og sparisjóðir virðast hins vegar telja óhjákvæmilegt að bjóða innlánskjör sem jafnast á við kjör ríkisverðbréfa. Þannig urðu t.d. hæstu vextir verðtryggðra innlánsreikninga hærri en skiptikjör spariskírteina í byrjun febrúar sl.

Framangreind hegðan ríkissjóðs og innlánsstofnana kann að fela í sér að vextir skrúfist upp að óþörfu. Því er lagt til að upp verði tekin samskipti milli þessara aðila sem hefðu það að markmiði að skýra þessi mál og leita heppilegri leiða. Það er hagsmunamál beggja að stuðla að hóflegum vöxtum. Til mikils getur verið að vinna, jafnvel þótt ekki væri um að ræða meira en brot úr prósentu.

Rétt er að undirstrika að lánsfjáröflun ríkissjóðs innanlands hefur á margan hátt tekið framförum undanfarin ár. Útboðsfyrirkomulag hefur verið að festast í sessi, en það stuðlar mjög að því að vextir myndist af aðstæðum á markaði hverju sinni, svo sem vera ber. Útboðunum fylgir einnig sá kostur að vaxtamyndunin er sýnileg. Hinn 1. febrúar sl. kom til innlausnar allstór flokkur spariskírteina. Til að mæta innlausninni hélt ríkissjóður nú í fyrsta sinn sérstakt skiptiútboð, þ.e.a.s. bauð ný skírteini í sölu í útboði í skiptum fyrir þau bréf sem komin voru til innlausnar. Þetta reyndist vel og er full ástæða fyrir ríkissjóð að þróa áfram slíkar söluáðferðir.

Ástæða er til að gaumgæfa hvort tímabært sé að breyta einhverju í sambandi við áskrift spariskírteina. Hér skal bent á tvö atriði. Hið fyrra varðar kjörin (ávöxtunina) sem boðin eru. Taka þarf fullt tillit til þess kostnaðar sem fólgin er í smásölu. Það gæti e.t.v. stuðlað að almennri lækkun vaxta ef gerður væri meiri munur áávöxtun sem boðin er á spariskírteinum í áskrift annars vegar og í útboðum (heildsölu) hins vegar. Síðara atriðið varðar samningana sem gerðir eru við áskrifendur. Til greina kemur að meiri festa verði höfð á þessum samningum, þannig að áskrifandi taki á sig ákveðnari skuldbindingu en verið hefur. Til dæmis mætti semja um mánaðarleg verðbréfa kaup í tiltekinn tíma, t.d. eitt ár. Standi áskrifandi ekki við samninginn verði hann sviptur einhverjum hluta þess ávinnings sem þeir njóta sem standa við samningana.

6.6 Vaxtamyndun í lánakerfinu

Þegar vextir voru gefnir frjálssir var fátt um markaðslegar viðmiðanir fyrir banka og sparisjóði þegar þeir skyldu ákvarða vexti sína. Í raun var það eingönguávöxtun spariskírteina á eftirmarkaði sem nálgadist það að vera markaðsákvörðuð. Bankar og sparisjóðir tóku mið af þeirriávöxtun við ákvörðun verðtryggðra útlánsvaxta sinna þrátt fyrir að þar væri aðallega um að ræða lán með breytilegum vöxtum en spariskírteininu eru með föstum vöxtum. Bankarnir bættu álagi ofan á vexti spariskírteina til að mæta skuldaraáhættu í útlánum sínum. Í upphafi var þetta álag það sama fyrir alla lánþega en smám saman þróaðist það kjörvaxtakervi sem bankarnir nota í meginatriðum enn í dag. Þar mynda kjörvextir lægsta þrep útlánsvaxta og var hugmyndin að þeir miðuðst viðávöxtun ríkisverðbréfa á markaðnum. Lántakendum er síðan raðað í vaxtaálagflokka ofan á kjörvextina með tilliti til áhættu og trygginga.

Óverðtryggðir útlánsvextir virðast hafa verið ákveðnir með hliðsjón af raunvöxtum verðtryggðra lána að viðbætti áætlun um verðbólgu og áhættuálagi vegna óvissu um verðbólguþá.

Innlánsvextir voru síðan ákveðnir með hliðsjón af nauðsynlegum vaxtamun og samkeppni á markaðnum. Þar sem bankarnir mættu lítilli samkeppni hvað varðar óverðtryggð innlán varð vaxtamunur á óverðtryggðum eigna- og skuldaliðum mun meiri en á verðtryggðum liðum þar sem bankar og sparisjóðir voru og eru í samkeppni við verðtryggðar verðbréfaútgáfur annarra aðila, svo sem ríkissjóðs.

Tölfræðirannsóknir, sem gerðar hafa verið í Seðlabanka, styðja þessar tilgátur um vaxtamyndun banka og sparisjóða. Þær sýna að vextir verðtryggðra bankalána fylgja ávöxtun ríkisverðbréfa á bankamarkaði með stuttri töf og að óverðtryggðir útlánsvextir gera það einnig eða hafa að minnsta kosti gert það til skamms tíma.

Athyglisvert er að óverðtryggðir bankavextir hafa ekki tekið neina viðmiðun af vöxtum á peningamarkaði þrátt fyrir að góð viðmiðun hafi skapast þar á undanförunum árum. Þó virðast bankar og sparisjóðir í auknum mæli líta til vaxtaþróunar á peningamarkaði við ákvörðun óverðtryggðra lánskjara og eru vaxtabreytingar þeirra nú í febrúar ef til vill fyrsti vísir um slíkt. Óeðlilega löng töf virðist þó vera milli vaxtabreytinga banka og sparisjóða og peningamarkaðsvaxta og veldur ósamræmi það sem erfitt er að skýra.

Sterk staða banka og sparisjóða á þessum markaði, a.m.k. til skamms tíma kann að skýra þessa stöðu mála. Ljóst er þó að vaxandi óverðtryggð verðbréfaútgáfa auk óverðtryggðrar lánastarfsemi á vegum tryggingarféлага og eignarleigna, m.a. vegna bifreiðaviðskipta, er þegar farin að stuðla að vaxandi samkeppi á þessu sviði. Í mörgum tilfellum virðast bankar og sparisjóðir hafa þurft að endurmeta einstök fyrirtæki og raða þeim í lægri kjörvaxtaflokk þar sem þeim stóðu til boða hagstæðari kjör á verðbréfamarkaðnum.

Sterk markaðsstaða banka og sparisjóða á óverðtryggðum sviðinu birtist einnig í því að vaxtamunur óverðtryggðra út- og innlánsliða hefur verið mun meiri en verðtryggðra liða. Þannig hefur vaxtamunur óverðtryggðra liða verið á bilinu 10%-11% á undanförunum árum en vaxtamunur verðtryggðra liða um 4% -5%. Erfitt er að skýra þennan mun með öðru en ráðandi markaðsstöðu banka og sparisjóða í óverðtryggðum inn- og útlánaviðskiptum. Ljóst er því að aukin samkeppni á þessu sviði, sem að ofan er getið, mun þrengja vaxtamun innlánsstofnana og stuðla að betra samræmi vaxtamunar á verðtryggðum og óverðtryggðum liðum.

Eitt af því sem verið hefur í skoðun að undanförunu er hvort ekki sé ástæða til þess að taka til endurskoðunar fyrirkomulag dráttarvaxta Rökin bak þessu eru þau eðlilegt sé að heimilað sé að semja um dráttarvexti eins og aðra vexti. Sérstök nefnd á vegum viðskiptaráðuneytisins hefur skoðað þetta mál og er niðurstaða hennar á þá leið að ástæða sé til að heimila samningsfrelsi um dráttarvexti, en sé ekki um dráttarvexti samið gildi vextir sem Seðlabanki auglýsir. Lagt er til að tillögum nefndarinnar verði hrint í framkvæmd.

Annað atriði í vaxtamynduninni hér á landi sem verið hefur til umræðu er fyrirkomulag lánastofnana og fleiri fjármálastofnana á breytilegum vöxtum á útlánum. Hér gildir almennt sú regla að kröfuhafi getur breytt vöxtum fyrirvaralaust hafi verið samið um breytilega vexti í lánsamningum. Bent hefur verið á að eðlilegra sé að vaxtabreytingar taki almennt ekki gildi nema á gjalddögum lána þar sem þá hefur skuldari aðstöðu til umþóttunar og möguleika til að greiða upp lánið sætti hann sig ekki við vaxtabreytinguna. Með þessu móti væri jafnframt hægt að upplýsa skuldara fyrirfram um ársvexti fram til næsta gjalddaga, t.d. á greiðsluseðli lánsins. Enginn vafi er á að hér er um eðlilegri skipan að ræða og í betra samræmi við það sem tíðkast víða á erlendum fjármagnsmörkuðum.

Jafnframt er það mat starfshópins að kjörvaxtaálög sem samíð er um við veitingu láns eigi að vera óbreytanleg á lánstímanum komi ekki til vanefnda af hálfu skuldara. Óeðlilegt er að breyta álaginu enda ætti breytileiki kjörvaxtanna sjálfra að vera næg trygging fyrir kröfuhafa.

6.7 Vextir hér og erlendis

Samanburður á vaxtakjörum milli landa er ýmsum erfiðleikum háður, ekki síst á vaxtakjörum lánastofnana. Því valda, svo dæmi sé tekið, mismunandi lánaform, mismunandi lántökugjöld og kjörvaxtakerfi á útlánunum og mismunandi verkaskipting lánastofnana.

Auðveldast er að bera saman kjör ríkisverðbréfa sem seld eru á markaði, þar sem um getur verið að ræða bréf sem hafa sambærilegan lánstíma og að ýmsu öðru leyti sameiginlega skilmála auk þess sem flóra þóknunar til viðbótar vöxtum er yfirleitt ekki margbrotin.

Um þessar mundir eru vextir ríkisvixla mun hærri hér en í viðskiptalöndunum. Sé opinber gengisskráningarvog notuð til að finna vegið meðaltal vaxta ríkisvixla erlendis, er munurinn nú nærri 3% (þ.e. nafnvaxtamunur), en var um 2% í ársbyrjun 1996. Svipaða sögu er að segja um óverðtryggð 3ja og 5 ára ríkisbréf, en háir vextir þeirra hér kunna að markast af því að þessi bréf eru nýjung. Við markaðssetningu nýrra verðbréfa virðist þurfa að vera visst „kynningarálag“ í vöxtunum auk þess sem óstöðugleiki í verðlagsmálum hér á landi á fyrri árum skapar sérstaka óvissu varðandi þessi bréf. Þegar komið er að verðtryggðum ríkisbréfum vandast samanburðurinn, því að slík bréf eru aðeins á boðstólum í fáeinum löndum, eftir því sem best er vitað, og þau eru alls ekki áberandi á eftirmarkaði. Upplýsingar frá Bretlandi, Svíþjóð, Ástralíu og Kanada benda til að vextirnir þar liggi 0,7%-1,5% fyrir neðan vextina hér á landi. Lægstir eru vextir á verðtryggðum ríkisskuldabréfum í Bretlandi, 3,3% - 3,6% en í Svíþjóð eru vextir á bilinu 4,7% - 5%. Hafa ber í huga að markaðurinn í Bretlandi er sá langsamlega stærsti fyrir verðtryggð bréf í heiminum en verðtryggð bréf eru þar um 10% af útistandandi ríkisskuldabréfum.

Á meðfylgjandi mynd eru raunvextir ríkisskuldabréfa hér á landi og í stærstu iðnríkjunum bornir saman við raunvexti á verðtryggðum ríkisskuldabréfum hér á landi. Raunvextir iðnríkjanna eru metnir með því að veita saman nafnvexti og verðbólgu með landsframleiðslu landanna og draga verðbólgu frá nafnvöxtum og er hér byggt á upplýsingum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Hafa ber í huga við samanburð af þessu tagi að raunvextir verðtryggðra skuldbindinga ættu að öðru jöfnu að vera eitthvað lægri en raunvextir óverðtryggðra skuldbindinga þar sem einhvers konar álag er innbyggt í óverðtryggða vexti vegna óvissu um verðbólgu. Eins og sjá má hafa raunvextir verið verulega hærri hér á landi á árin 1985 til 1993 en eftir vaxtalækkanir hér á landi á árunum 1992 og 1993 annars vegar og vaxtahækkanir erlendis árið 1994 virðist munur vaxta hafa minnkað verulega. Þannig virðist vaxtamunurinn hafa orðið minnstur, um 0,5% árið 1994 en vaxið í 1% á árinu 1995.

Í heild virðist munur vaxta á ríkisverðbréfum hér á landi og erlendis vera á bilinu 1%-3% og er munur mestur á bréfum til skamms tíma en minnstur á langtímabréfum.

Eins og áður segir er samanburður á lánskjörum lánastofnana mun torveldari. Séu vextir lána til fyrirtækja hærri hér en í öðru landi, getur það stafað af því að vaxtastig sé hér hærra eða að fyrirtæki hér á landi séu metin í hærri áhættuflokki en þau erlendu. Því miður liggja ekki fyrir upplýsingar um lántökukostnað sambærilegra fyrirtækja í mismunandi löndum.

Dæmi um nafnvexti inn- og útlána á Íslandi, í Danmörku og Bretlandi

ÍSLAND		DANMÖRK	BRETLAND
<u>Verðtryggð útlán:</u>	<u>Óverðtryggð útlán:</u>		24,0% Óumsam. yfdr. 24%
			22,0% Greiðslukortarlán
20,0%			20,0%
19,0%		Yfirdrlán, hæst 18,75%	19,0%
18,0%			18,0%
17,0%			17,0%
16,0%	Greiðslukortarlán 15,2-16%		16,0%
15,0%	Yfirdrlán 14,2-14,4%	Víxlar einst, hæst 15%	15,0%
	Viðskbr og víxl 14%		
14,0%	Alm. víxillán 13,8%	Yfirdrlán, lægst 14%	14,0%
	Skbr. meðalv 13,3%	Fyrirt.lán 10,75-14%	
13,0%	Skbr. meðalv 12,9%		13,0%
	Alm. víxillán 12,8%	Bílalán, hæst 12,6%	Lítil fyrirt. 12-13%
12,0%	Afurdalán 11,8%	Víxlar einst, lægst 12%	Fyrirt.lán 11,8%
		Húslán, hæst 11,7%	Samnb. yfirdr. 9,4-11,4%
11,0%	Bílalán Glitnis 10,9%		11,0%
Viðskskbr 10,4%			Húsn.lán 9,7-11,8%
	10,0%		10,0%
	Skbr, kjörv 9,5%		
Skbr meðalv 9%	9,0%	Byggglán, hæst 9%	9,0%
		Húslán, lægst 8,5%	
Bílalán Glitnis 7,8%	8,0%	Bílalán, lægst 7,7%	8,0%
	<u>Óverðtryggð innlán:</u>		
Skbr kjörv 6,2%	7,0%	Útfl.lán ft. 6,25-7,5%	7,0%
<u>Verðtryggð innlán:</u>	Óbundnir sparireikn.:	Byggglán, lægst 6,4%	Kjörvextir 6,25%
5 ár 5,9%	6,0%	2-5 ára lífsparn 5,5-6,5%	6,0%
4 ár 5,6-5,85%			
3 ár 5,25%	5,0%		5,0%
2 ár 4,8%		Ób lífsparn 4-5%	Ób. sparireikn. 4,1- 5,1%
1 ár 3,3%	4,0%	2-4 ár 2,75-3,75%	Varasj.reikn ft 3,8-4%
		Ób. sparireikn 2-3,75%	
	3,0%		3,0%
Tékk m sérkj 2,9%		Ungdómsreikn 2,25%	Hlaupar. ft. 2,5-3,7
	2,0%	6 m reikn 2,0%	2,0%
Alm spbækur og sértekkar. 0,9%	1,0%		1,0%
Alm tékkar 0,5%		Alm. tékkareikn.	Hlaupar. einst. 1-4,3%
	0,0%	0,1-0,7%	Alm. tékkareikn. 0,25%
			0,0%

Heimild: Ísland, vaxtatafla nr. 397 / Danmörk: Jyske Bank og Bikuben sept/okt 1995
Bretland: Lloyds Bank jan. 1996.

Munur hæstu og lægstu útlánsvaxta virðist vera talsvert meiri í viðskiptalöndum Íslendinga en hér. Dæmi eru um vexti neyslulána erlendis sem eru mun hærri en hérlendis vextir. Í meðfylgjandi töflu er gerður samanburður á vöxtum hér á landi og erlendis og tekið dæmi af vöxtum í dönskum og enskum banka. Ef lítið er á innlásvexti á óverðtryggðum liðum virðast þeir vera sambærilegir og vextir hér á landi og ef eitthvað er þá eru vextir hér á landi ívið hærri en í þessum tveimur löndum. Sama gildir um útlásvexti en þeir virðast nokkuð hærri hér á landi. Við þennan samanburð verður hins vegar að hafa í huga að vextir á peningamarkaði hér á landi voru um 1,3% - 1,5% hærri en í Danmörku og Bretlandi þegar samanburðurinn var gerður en þeir vextir hljóta að mynda grundvöll fyrir bankavexti. Að teknu tilliti til þessa virðast bankavextir hér á landi og erlendis vera nokkuð sambærilegir.

Ástæður þess að vextir eru hærri hér á landi en erlendis eru margvíslegar. Meginskýringarnar eru tvær. Annars vegar það ójafnvægi sem verið hefur á lánamarkaðnum sem birtist í umframeftirspurn eftir lánsfé og hins vegar smæð og ófullkomleiki markaðarins hér á landi.

Umframeftirspurn eftir lánsfé má rekja til þess að þjóðhagslegur sparnaður hefur verið lítill hér á landi undanfarinn áratug. Stundum hefur lánsfjárförf ríkissjóðs og sveitarfélaga verið mikil og í mörg undanfarin ár hafa heimilin haldið uppi mikilli lánsfjárefitirspurn. Verði ekki breyting á hegðun heimilanna þyrfti hið opinbera að spara því meira sem á vantar að heimilin geri það. Ein leið til þess að bæta jafnvægi á lánamarkaði er að auka áhuga erlendra fjárfesta á íslenskum verðbréfum En erlendir fjárfestar telja líklega nokkra áhættu fólgni í því að íslenska hagkerfið er lítið og framleiðslan tiltölulega einhæf. Í þessu sambandi er fróðlegt að bera saman vexti í Danmörku og Þýskalandi. Enda þótt Danir hafi lengi búið við stöðugleika og að ýmsu leyti ágætán árangur í efnahagsmálum, eru danskir vextir jafnan 0,5-2% hærri en vextir í Þýskalandi.

Spyrja má hvort Íslendingar geti breytt þessum aðstæðum með því að gerast aðilar að stóru myntbandalagi, þ.e.a.s. leggja niður sjálfstæðan íslenskan gjaldmiðil. Eðlilegt er að sú spurning verði tekin til gaumgæfilegrar athugunar á næstu árum í ljósi þess að stefnt er að því að taka upp sameiginlegan gjaldmiðil meðal þeirra landa Evrópusambandsins sem uppfylla tiltekin skilyrði³. Væru Íslendingar aðilar að sambandinu gætu þeir komist í þennan hóp. Með þessu færðist vaxtastig vissulega nær því sem gildi á því svæði sem hinn sameigilegi gjaldmiðill væri notaður á. En vextir eru ekki það eina sem taka þarf tillit til. Hafa má hag af því að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil, meðal annars vegna þeirra sveiflna sem stundum verða í ytri aðstæðum þjóðarbúsins. Væri tekinn upp gjaldmiðill annars lands eða myntsvæðis hér á landi myndi mikilvægasti þáttur íslenskra peningamála, þ.e. þróun gengis krónunnar, ráðast annars staðar en hér. Ekki er líklegt að aðstæður íslensks þjóðarbúskapar réðu miklu um þá þróun. Rétt er að geta þess að gerð hefur verið fræðileg úttekt á því hvort Íslendingum henti að gerast aðilar að stóru myntbandalagi⁴. Niðurstaðan er tekin saman í lokamálgrein hennar sem er á þessa leið:

„Frumniðurstaðan er því á þann veg að fyrir því eru ekki sannfærandi efnahagsleg rök að Íslendingar stefni að myntbandalagi með öðrum Evrópuþjóðum. Séu sannfærandi rök til eru þau fyrst og fremst af pólitískum toga.“

Ýmsir aðrir þættir stuðla einnig að því að vextir eru hærri hér á landi en í nágrannalöndum. Enginn vafi er á því að verðbólga og tíðar gengislækkanir íslensku krónunnar, sem voru ríkjandi vandamál fyrir nokkrum árum, valda því að vextir á óverðtryggðum skuldbindingum eru hærri en ella og leiðir til þess að óvissuálag sem falið er í vöxtum þeirra er tiltölulega hátt. Þannig hafa raunvextir á óverðtryggðum skuldabréfum banka og sparisjóða verið um 1% - 2% hærri en raunvextir á verðtryggðum skuldabréfum sömu aðila. Þegar stöðugleikinn festist í sessi og trú manna eykst á því að svo verði til frambúðar, má búast við að þetta álag lækki og vaxtamunur milli Íslands og annarra landa minnki.

Enginn vafi er á því að vaxtaþróunin er að hluta til mótuð af ákveðnu tregðulögmáli, þar sem fjárfestar byggja væntingar sínar um raunávöxtun að hluta á því hverjir raunvextir hafa verið á undanförunum árum. Vextir verðtryggðra skuldbindinga voru mun hærri hér um árabil en þeir eru nú og svo virðist sem fjárfestar eigi erfitt með að setta sig við lægri vexti en nú gilda, þar eð þeir muna vel „betri tíð“. Slík tregða kann að réttlæta að hluta þá viðspyrnu sem ríkissjóður veitti tilhneigingum til vaxtahækkana á árinu 1994 í kjölfar vaxtalækkunarinnar á langtímamarkaðnum haustið 1993. Nauðsynlegt kann að hafa verið að styðja þá lækkun með því að halda fast við tiltekið vaxtamarkmið um skeið og beina þess í stað lántökum ríkissjóðs á erlendan markað.

Hár rekstrarkostnaður lánakerfisins hér á landi ræður nokkru um það að munur milli vaxta inn- og útlána er meiri hér en ella væri. Fækkun útibúa bankastofnana og aðrar leiðir til hagræðingar er dæmi um viðfangsefni sem gefa þarf gaum í þessu sambandi. Líklegt er að samræmd starfsskilyrði myndu auka samkeppni og hvetja til slíkrar hagræðingar. Því er æskilegt að breyta rekstrarformi ríkisviðskiptabankanna og helstu fjárfestingarlánasjóða atvinnuveganna.

Að lokum skal nefnd sú skýring hærrí vaxta hér á landi en í nágrannalöndunum að enn gilda nokkrar hömlur á fjárfestingu erlenda aðila hér á landi. Vissar hömlur eru ákveðnar með lögum, sbr. bann við fjárfestingum erlendra aðila í sjávarútvegi og orkuvinnslu. Aðrar eru óbeinar, svo sem sú mikla eignaraðild ríkisins að fjármálageiranum sem er hér á landi. Verði þessar hömlur áfram í gildi hljóta þær að draga úr mögulegu fjárstreymi erlendis frá til landsins, sem leiðir til herra vaxtastigs en ella.

7. Verðbréfamiðlun og önnur atriði

7.1 Inngangur

Í þessum kafla er vikið að nokkrum atriðum sem betur mættu fara hjá verðbréfamiðlarum⁵, þ.e. þeim aðilum sem stunda verðbréfamiðlun. Með verðbréfamiðlun er átt við milligöngu og ráðgjöf um verðbréfavíðskipti sem veitt er gegn endurgjaldi. Hér er um mikilvægan þátt í starfsemi fjármagnsmarkaðar að ræða þar sem nauðsynlegt er að kaupendur og seljendur verðbréfa fái sem besta aðstoð við verðbréfavíðskipti sín. Enginn vafi er á því að verðbréfamiðlun hefur tekið stórstígum framförum á þeim stutta tíma sem þessi starfsgrein hefur verið stunduð hér á landi en ýmis vandamál eru þó enn til staðar.

7.2 Verðbréfaþing Íslands

Verðbréfaþing Íslands er vettvangur víðskipta með þau verðbréf sem þar eru skráð. Það sem einkum greinir þennan vettvang frá öðrum er að útgefendur skráðra bréfa taka á sig ákveðna upplýsingaskyldu um eigin hag og aðstæður. Eftirtaldir verðbréfamiðlarar eiga nú aðild að þinginu:

<i>Bankar og sparisjóðir:</i>	<i>Verðbréfafyrirtæki:</i>
Seðlabanki Íslands	Fjárfestingarfélagið Skandia hf.
Landsbanki Íslands	Handsal hf.
Búnaðarbanki Íslands	Kaupþing hf.
Íslandsbanki hf.	Kaupþing Norðurlands hf.
Sparisjóðabanki Íslands hf.	Landsbréf hf.
Sparisjóður Reykjavíkur og nágr.	Verðbréfamarkaður Íslandsbanka hf.
Sparisjóður Hafnarfjarðar	<i>Aðrir:</i>
Sparisjóður vélstjóra	Lánasýsla ríkisins

Í lok árs 1995 voru skráðir verðbréfaflokkar á Verðbréfaþingi hátt í þrjú hundruð talsins. Fjölgaði skráðum flokkum mikið árin 1992 til 1994 svo sem fram kemur í meðfylgjandi töflu. Markaðsverðmæti skráðra bréfa hefur einnig hækkað umtalsvert. Í lok árs 1995 nam það um 256 ma.kr. sem jafngildir tæpum 53% af vergri landsframleiðslu. Þar af voru hlutabréf um 47 ma.kr. eða tæp 10% af landsframleiðslu. Um er að ræða margvísleg bréf, þar sem þingið er í senn vettvangur fyrir þrjá markaði, þ.e. hlutabréfamarkað, skuldabréfamarkað og peningamarkað.

Verðbréfaþing Íslands: Skráðir verðbréfaflokkar í lok árs**Markaðs-**

	Fjöldi:						virði í lok	
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1995, ma.kr.
Spariskírteini	47	45	44	46	47	46	50	76,5
Hús- og húsnæðisbréf	1	3	6	11	24	22	24	79,5
Ríkisbréf				4	10	4	5	6,1
Ríkisvixlar				4	10	14	14	16,5
Önnur skuldabréf	13	8	2	59	85	139	144	18,6
Hlutdeildarskírteini			5	5	3	6	15	12,1
Hlutabréf		2	2	11	17	24	27	50,0
Samtals	61	58	59	140	196	255	279	256,3

Heimild: Verðbréfaþing Íslands

Þingaðilar hafa einir aðgang að viðskiptakerfi þingsins. Tilboð, sem þeir setja þar fram, eru bindandi. Æskilegt er að allir, sem það vilja, geti haft greiðan aðgang að upplýsingum um verðmyndunina og veltuna sem hverju sinni verður á þinginu.

Mikil framför hefur átt sér stað varðandi verðbréfaviðskipti hér á landi, ekki síst þegar litið er til þróunarinnar á Verðbréfaþingi. Fleiri flokkar hafa verið skráðir jafnt og þétt og viðskipti hafa farið vaxandi. Engu að síður er ástæða til gera betur t.d. hvað varðar sýnileika viðskipta. Samkvæmt reglum Verðbréfaþings ber þingaðilum að skila daglega upplýsingum um viðskipti sem þeir eiga utan þings með bréf skráð á þinginu. Þessum reglum hefur ekki verið fylgt fast eftir því að talið er að tæknileg hlið málsins sé ófullkomin. Búist er við að nýtt viðskiptakerfi þingsins skapi möguleika á endurbótum, en mikilvægt er að þingaðilar nýti þann möguleika strax. Samkvæmt reglum sem gildi taka á Evrópska efnahagssvæðinu innan skamms verður skylt að miðla umræddum upplýsingum nánast jafnóðum og viðskipti verða. Þingið ætti líka að athuga hvort ekki má beita gjaldskrá þess á þann hátt að hún leiði til þess að viðskiptakerfi þingsins verði meira notað en nú svo að sýnileikinn aukist.

Segja má að í því felist tvenns konar ávinningur að verðbréf eru tekin á skrá á skipulegum markaði eins og Verðbréfaþing er. Í fyrsta lagi fá aðilar á markaðnum aðgang að upplýsingum um aðstæður útgefandans. Í öðru lagi er líklegt að það myndist markaðsverð fyrir bréfin. Markaðsverð nýtist ýmsum, t.d. verðbréfasjóðum og lífeyrissjóðum, við mat á verðbréfasafni sínu. Þó eru nokkur dæmi um það að lítil eða engin viðskipti hafi átt sér stað með suma verðbréfaflokka sem skráðir eru á þinginu. Því er rétt að hafa í huga að skráning á Verðbréfaþingi veitir ekki vissu fyrir því að jafnan liggi fyrir ákveðið markaðsverð. Og hitt er líka nauðsynlegt að benda á að skráning á Verðbréfaþingi felur ekki í sér neina yfirlýsingu eða tryggingu fyrir öryggi viðkomandi bréfa. Skráningin felur fyrst og fremst í sér að útgefendur skráðra bréfa skuldbinda sig til að veita tilteknar upplýsingar um eigin hag og aðstæður með reglubundnum hætti.

Til skamms tíma hefur það verið svo að þeir sem aðgang hafa að viðskiptakerfi þingsins hafa getað séð hverjir hafa sett fram tiltekin tilboð og hverjir hafi átt tiltekin viðskipti sem fram hafa farið. Á síðasta ári ákvað stjórn þingsins að gera þá breytingu hér á að tilboð beri ekki með sér hverjir hafa sett þau fram og upplýsingar um viðskipti sýni heldur ekki hverjir eigi aðild að þeim. Aðeins viðskiptaaðilarnir sjálfir vita hvor af öðrum. Þessi breyting er talin hafa reynst vel, því að nú beinist athyglin einungis að því sem mestu máli skiptir, þ.e. magni og verði.

7.3 Opni tilboðsmarkaðurinn

Verðbréfavíðskipti eiga sér að sjálfsögðu víðar stað en á vettvangi Verðbréfaþings, eins og opni tilboðsmarkaðurinn (OTM) er dæmi um. Þetta heiti er notað yfir þann markað sem verðbréfafyrirtæki hafa komið á fót. Nýta þau kerfi Verðbréfaþings til að koma á framfæri tilboðum í ýmis hlutabréf, sem ekki eru skráð á þinginu. Útgefendur taka ekki á sig neina skuldbindingu varðandi þessi bréf og koma reyndar sjaldan við sögu þegar bréf eru tekin inn á OTM. Mörg félög, sem eru á þessum lista, birta þó gjarnan ársreikninga sína og aðrar upplýsingar.

Um þessar mundir fer fram nokkur umræða um stöðu OTM, m.a. með hliðsjón af ákvæði laga um einkaleyfi Verðbréfaþings til að stunda verðbréfaþingsstarfsemi. Sé lagaleg staða í þessum efnum óskýr er ástæða til að lagfæra það á þann veg að engum vafa sé undirorpið að starfsemi OTM sé heimil. Það verður nefnilega ætíð þörf fyrir það að miðlarar geti komið á framfæri tilboðum um ýmis verðbréf sem ekki hafa verið tekin á skrá á Verðbréfaþingi. Hins vegar er einnig mikilvægt að jafnan sé gerður skýr greinarmunur á skráðum bréfum og óskráðum.

7.4 Skilvirkni markaðarins

Afar mikilvægt er að verðbréfamiðlarar veiti viðskiptamönnum sína þá þjónustu að upplýsa þá um hagstæðasta verð sem í boði er á markaðnum hverju sinni og geri sér far um að leita að besta verði fyrir viðskiptavin sinn. Stirt viðskiptakerfi Verðbréfaþings kann að gera það að verkum að ekki er alltaf leitað bestu kjara fyrir smákaupendur. Þá má benda á að verðmyndun á verðbréfamarkaði er ekki nægilega sýnileg, jafnvel ekki varðandi bréf sem skráð eru á Verðbréfaþingi Íslands. Því veldur annars vegar það að miðlarar eru fremur tregir til að setja fram tilboð á þinginu af ýmsum ástæðum og svo hitt að upplýsingar um viðskipti utan þings með bréf skráð á þinginu koma seint og illa fram. Nánar er vikið að þessum atriðum hér á eftir.

Þóknun fyrir verðbréfamiðlun varðar hagsmuni miðlarans. Hér á landi tíðkast að þóknun sé aðeins tekin af seljendum verðbréfa, en ekki kaupendum. Skýringin er sögð vera samkeppni og sú venja í öðrum viðskiptum, svo sem með fasteignir og bíla, að seljandinn greiði þóknunina. Þetta atriði veldur því að miðlarar eru ófúsir að leggja í mikla vinnu fyrir þann sem óskar að kaupa lítið magn tiltekinna bréfa. Slík viðskipti kunna að taka lengri tíma. Hafi miðlarinn til sölu þau bréf sem smákaupandinn óskar eftir er hann að sjálfsögðu reiðubúinn að selja þau, en þess eru dæmi að hann setji upp verð sem þá stundina er óhagstæðara kaupandanum en verð sams konar bréfa sem eru til sölu á þinginu. Ástæðan er sú að sé sölubóði á þinginu tekið fær annar miðlari sölubóknunina. Auk þess að vera andstætt hagsmunum viðskiptavina miðlaranna er ljóst að þetta atriði veldur því að markaðurinn er ekki eins sýnilegur og æskilegt væri, þar eð tilboð eru ekki sett þar fram.

Það verður að telja óeðlilegt að kaupendur borgi ekki fyrir þá þjónustu sem þeir fá, enda mun hitt vera alþekkt erlendis að þóknun sé tekin bæði af kaupendum og seljendum. Æskilegt væri að verðbréfamiðlarar taki gjald bæði af kaupendum og seljendum. Önnur leið til þess að ná sama marki væri að þingaðilar hættu töku þóknunar en versluðu þess í stað alfarið með verðbréf á kaup- og sölugengi sem gæti þá verið mismunandi eftir stærð viðskipta svipað og gert er í gjaldeyrisviðskiptum.

Viðskiptavinir miðlaranna þurfa að veita þeim aðhald með því að ganga fast eftir því að þeim sé boðið besta fáanlega verð hverju sinni. Sé um að ræða bréf skráð á skipulegum markaði, þarf sá markaður að vera mjög vel sýnilegur, eins og nánar er vikið að hér á eftir.

Líklegt má telja að aukin viðskipti á Verðbréfaþinginu, sem af þessu geta leitt, muni auka hreyfanleika vaxta og tryggja réttari vaxtamyndun, þar sem núverandi fyrirkomulag einangrar að nokkru leyti aðilana á verðbréfamarkaðnum hvern frá öðrum. Sú einangrun leiðir meðal annars til þess að vextir eru sveigjanlegri upp á við en niður. Ástæða þessa er sú að miðlarar fara fyrst og fremst þá leið að kaupa og selja verðbréf utan þingsins. Það gerir það að verkum að miðlari sem býr við offramboð á bréfum, þ.e. birgðasöfnun, lækkar verð þegar honum finnst áhætta vegna birgða vera orðin þess eðlis að ástæða sé til þess að bregðast við henni. Sama gildir ekki þegar birgðir fara lækkandi eða hverfa þá er minni eða engin þrýstingur vegna áhættusjónarmiða að lækka ávöxtun. Væri Verðbréfaþingið virkari markaður myndi verðbréfamiðlari, sem skortir verðbréf, setja fram kauptilboð í viðskiptakerfi þingsins og leita sig fram til verðs sem leiddi til viðskipta. Jafnframt myndu aukin eða greiðari viðskipti á Verðbréfaþinginu hafa það í för með sér að birgðasöfnun hjá einum miðlara leiddi ekki til þess að vextir hækkuðu væri sú birgðasöfnun bundin við hann einan þar sem hann gæti afsett bréf á þinginu til annarra þingaðila.

7.5 Viðskiptakerfi og gjaldskrá Verðbréfaþings

Aðilar að Verðbréfaþingi munu vera sammála um að viðskiptakerfi þess sé gamaldags og óþjálmt. Þar sem ráðgert er að taka upp nýtt kerfi á næstunni þykir ekki ástæða til að tíunda galla núverandi kerfis hér, né fjalla um nauðsynlegar tæknilegar úrbætur. Þess er vænst að nýja kerfið leiði til mikilla framfara varðandi upplýsingamiðlun, enda muni þingaðilar nota kerfið óspart til að leita að besta verði hverju sinni og til að upplýsa markaðinn um viðskipti jafnóðum og þau eiga sér stað.

Vegna álags hefur Verðbréfaþing sett upp gjaldskrá sem í raun letur þingaðila til að hafa marga starfsmenn í beinum tengslum við viðskiptakerfi þingsins. Þessu þyrfti að breyta. Sömuleiðis mætti athuga hvort gjaldskrá þingsins gæti e.t.v. hvatt þingaðila til að setja fram tilboð í viðskiptakerfinu. Má t.d. hugsa sér að sá sem sett hefur fram tilboð sem leiðir til viðskipta greiði minna veltugjald til þingsins en hinn sem tekur fyrirbyggjandi tilboði. Þetta gæti gert markaðarinn sýnilegri.

7.6 Upplýsingar til annarra en þingaðila

Aðilar utan þings hafa enn sem komið er aðeins fengið takmarkaðan aðgang að upplýsingum um verð og magn viðskipta á þinginu. Dagblöð og textavarp birta daglegar upplýsingar en þær eru ekki eins ítarlegar (og nýjar) og vera þyrfti. Upplýsingum er einnig dreift um tölvur, en þær eru rýrar vegna skorts á utanþingsviðskiptum, auk þess sem þær endurnýjast ekki jafnóðum og viðskipti verða. Talið er að nýja viðskiptakerfið bæti hér úr.

7.7 Miðlun húsbréfa

Fyrstu viðtakendur húsbréfa á höfuðborgarsvæðinu fá bréfin gjarnan afhent í Húsnæðisstofnun (Veðdeild Landsbankans), sem er til húsa í sömu byggingu og eitt verðbréfafyrirtæki. Þessar aðstæður kunna að draga úr eðlilegri samkeppni meðal verðbréfamiðlara.

Senda ætti húsbréfin til viðskiptabanka viðtakanda jafnt á höfuðborgarsvæðinu sem úti á landi, eða til þess er veitt hefur honum greiðslumat. Gangi það ekki eftir kæmi til greina að koma upp gengistöflu húsbréfa í Húsnæðisstofnun og víðar, sem sýndi gengi bréfanna jafnharðan og viðskipti verða svo og bestu kaup- og sölutilboð sem frammi liggja á Verðbréfaþingi.

Húsbréf eru mikilvæg á verðbréfamarkaði hér á landi, hvort sem litið er til magns og verðmyndunar eða fjölda þeirra aðila sem við sögu koma varðandi notkun þeirra. Því er afar mikilvægt að umgjörðin um viðskipti með húsbréf sé eins og best verður á kosið, þ.á.m. að verðmyndunin sé greinileg. Í því sambandi er vert að gefa því gaum að tiltölulega lítill hluti viðskiptanna fer fram á þeim markaði sem er best sýnilegur, þ.e. viðskiptakerfi Verðbréfaþings, og upplýsingar um viðskipti utan þings eru rýrar enn sem komið er. Þetta er slæmt, t.d. í ljósi þess lagaákvæðis⁷ að ekki megi eiga viðskipti með húsbréf á verði sem er utan við bilið milli hæsta og lægsta verðs í tilboðum á Verðbréfaþingi hverju sinni. Raunar er auðvelt fyrir þingaðila að fara í kringum þetta lagaákvæði með því að setja fram fráhrindandi tilboðsverð á þinginu (afar hátt söluverð og lágt kaupverð) og skapa þannig stórt bil milli þess hæsta og þess lægsta. Því er rétt að gaumgæfa hvort ekki beri að gera strangari kröfur til þingaðila, eða a.m.k. viðskiptavaka, hvað varðar framsetningu tilboða á þinginu en nú eru gerðar. Til dæmis þannig að viðskiptavaki með tiltekin verðbréf, sem skráð eru á Verðbréfaþingi Íslands, setji ekki fram hagstæðara tilboð í þau bréf á öðrum vettvangi. M.ö.o. að viðskiptavaki setji ekki fram herra kauptilboð eða lægra sölutilboð í tiltekin skráð verðbréf en hann hefur þá stundina liggjandi frammi á Verðbréfaþingi Íslands.

7.8 Siðferðislegar spurningar

Stundum merkja verðbréfamiðlarar gagnrýniverða hegðun annarra miðlara á markaðnum. Spurning er hvort þeir ættu ekki að hafa vettvang til að gagnrýna hver annan og endurbæta viðskiptavenjur. Stjórn Verðbréfaþings mun að vissu leyti hafa verið slíkur vettvangur fyrir nokkrum árum, eða þar til samsetningu hennar var breytt á þann hátt að í stað þess að vera einungis skipuð fulltrúum þingaðila eru þar nú einnig fulltrúar hlutafélaga og kaupenda.

Hjá verðbréfafyrirtækjum koma oft upp siðferðislegar spurningar. Sem dæmi má spyrja hverjum eigi að selja eftirsóknarvert verðbréf þegar valið kann að standa milli margra aðila sem falið hafa fyrirtækinu fé til fjárvörslu og verðbréfasjóða sem fyrirtækið stendur að. Annað dæmi er að miðlarar fái upplýsingar sem gera þá að hugsanlegum innherjum.

Verðbréfaþing ætti að hafa frumkvæði að uppbyggilegri umræðu meðal þingaðila um svona mál og jafnvel að koma á fót siðanefnd.

Verðbréfamiðlarar ættu að setja sér siðareglur og hafa þá langtímahagsmuni í huga. Þeir ættu að minna starfsmenn sína á þessar reglur með jöfnu millibili. Einnig ættu samtök miðlara að standa fyrir ráðstefnum öðru hverju þar sem siðareglur eru ræddar.

Það dregur úr framangreindum vanda þegar stöðluðum verðbréfum á skipulegum og sýnilegum markaði fjölgar, því að þá eiga margir kaupendur kost á sams konar bréfum á sams konar kjörum.

7.9 Viðskiptavakar

Í lögum um verðbréfavíðskipti er sett fram sú skilgreining að viðskiptavaki sé „verðbréfafyrirtæki eða annar aðili sem hefur skuldbundið sig formlega til að kaupa og selja fyrir eigin reikning tiltekin verðbréf, í því skyni að greiða fyrir því að markaðsverð skapist á verðbréfunum, og tilkynnt það opinberlega“. Verðbréfaþing hefur með reglum sínum lagt tiltekna kvöð á þá sem lýsa sig viðskiptavaka á þinginu. Skulu þeir jafnan gera kauptilboð í þau verðbréf sem þeir vilja vekja viðskipti með og vera reiðubúnir að kaupa bréf fyrir um 700 þús.kr. Þessi kvöð tryggir það að á hverjum degi komi fram eitthvert verð á hlutaðeigandi bréfum. En þar sem fjárhæðin, sem tilgreind er í reglum Verðbréfaþings, er lág tryggir kvöðin ekki að umrædd bréf séu alltaf auðseljanleg.

Á tímabili frá því síðla árs 1993 fram á vor 1995 fékkst nokkuð sérstök reynsla af viðskiptum á Verðbréfaþingi með spariskírteini. Á þessum tíma reyndu ríkisstjórn og Seðlabanki að halda vöxtum spariskírteina sem næst 5%. Þetta markmið reyndist aðeins raunhæft í fyrstu, en þegar líða tók á tímabilið varð ljóst að markaðsvextir voru hærri en þetta. Kom sú breyting greinilega fram í ávöxtun húsbrefa, en Seðlabankinn hélt áfram að setja fram tilboð miðað við 5% eða því sem næst. Seðlabankinn hefur síðan árið 1986 verið viðskiptavaki fyrir flesta flokka spariskírteina. Aðrir þingaðilar hafa einnig lýst sig viðskiptavaka með tiltekna flokka spariskírteina, en hafa ekki gegnt veigamiklu hlutverki sem slíkir. Þessar aðstæður leiddu til þess að Seðlabankinn keypti sinn skammt um leið og viðskiptakerfi Verðbréfaþings opnaði að morgni, en síðan urðu engin frekari viðskipti með slík bréf. Eign Seðlabanka af langtímabréfum jókst úr hófi fram.

Af framangreindri reynslu má draga tvær ályktanir. Hjá Seðlabanka fóru illa saman þau tvö hlutverk að vera viðskiptavaki fyrir langtímabréf ríkissjóðs og hins vegar að reyna að hafa bein áhrif á langtímavexti. Hin ályktunin er sú að aðrir þingaðilar gegndu ekki vel því hlutverki að reyna að finna markaðsvexti sem leiddu til viðskipta meðal annars vegna þeirrar áhættu sem því fylgdi. Að öllu samanlögðu má segja að það fari illa á því að Seðlabanki sé viðskiptavaki með langtímabréf, enda þótt hann hafi líklega gert vel í því að gegna því hlutverki á upphafsárum Verðbréfaþings. Nú eru aðstæður gerólíkar því sem þá var. Verðbréfasjóðir voru þá vart komnir til sögunnar og lífeyrissjóðir ekki farnir að stunda verðbréfavíðskipti á markaði í þeim mæli sem þeir gera nú, svo að dæmi séu tekin um breytingar sem orðið hafa.

Meðal aðila að Verðbréfaþingi hefur að undanförunni verið unnið að tillögum um breytingu ákvæða um viðskiptavaka í því skyni að liðka fyrir viðskiptum. Þær tillögur eru ekki fullbúnar, en meðal þess sem verið hefur verið skoðað er að gera auknar kröfur til viðskiptavaka stórra verðbréfaflokka. Þær auknu kröfur gætu falist í því að gera kröfu um tvíhliða tilboð, hærri lágmarksfjárhæðir í tilboðum og endurnýjun tilboða innan dagsins.

7.10 Verðbréfamíðstöð

Viðskiptaráðuneytið hefur látið gera hagkvæmnisathugun á rekstri verðbréfamíðstöðvar, þ.e. stofnunar sem annast tölvuskráningu verðbréfa (gerir þau „pappírslaus“) og greiðslumiðlun í sambandi við viðskipti, afborganir, vaxtagreiðslur, arð o.þ.h. Nýlega var sett á laggirnar nefnd til að undirbúa stofnsetningu slíkrar miðstöðvar. Allt bendir til að slík stofnun sé hagkvæm og víst má telja að hún muni auðvelda og þar með efla markaðsvíðskipti með verðbréf, ef vel tekst til. Æskilegt er að víðtæk samstaða náist um þau atriði sem máli skipta varðandi þessa miðstöð, svo sem um rekstrarform, eignaraðild, stjórn, aðsetur, gjaldskrá o.fl.

Frágangur viðskiptað verður þægilegri þegar komin er verðbréfamíðstöð. Varðandi viðskipti á Verðbréfaþingi er við það miðað að gengið sé frá viðskiptunum innan eins sólarhrings frá því að til þeirra er stofnað í viðskiptakerfinu nema viðskiptaáðilar komi sér saman um annað. Erlendis hefur víða liðið mun lengri tími frá því að viðskipti eru ákveðin þar til gengið er frá þeim með afhendingu bréfa og greiðslu. Þar er nú gjarnan stefnt að því að stytta þennan tíma niður í þrjá eða í besta falli tvo daga. Rétt er að benda á að það er alls óvíst að tilkoma verðbréfamíðstöðvar stytta frágangstímann hér á landi. Tíminn milli ákvörðunar um viðskipti og frágangs fer í að yfirfara ýmis mál, svo sem það hvort kaupandi á nægilegt fé til kaupanna og hvort seljandi á og getur selt hlutaðeigandi bréf.

Mikilvægt er að á næstu misserum verði unnið að því að setja reglur um klárungu verðbréfavíðskipta þar sem núverandi fyrirkomulag skapar óvissu. Eðlilegt er að það verkefni verði unnið á vegum Verðbréfaþings eða þingaðila.

7.11 Lagalegar hindranir

Ýmis atriði í lögum hafa áhrif á ákvarðanir um sparnaðarleidir eða leiðir til að afla fjár á markaði. Stimpilgjöld eru kostnaður við innlenda útgáfu verðbréfa sem ekki er til að dreifa í mörgum nágrannalanda. Gagnvart eignarskatti er gerður greinarmunur á því hvort fjársparnaður er í spariskírteinum ríkissjóðs, bankainnstæðu eða öðru formi. Þá leggst tekjuskattur á fjármagnstekjur með mismunandi hætti svo sem kunnugt er.

Stimpilgjöld skekkja samanburð á ávöxtun ýmissa verðbréfa- og fjárfestingarkosta þar sem tiltekin form eru nú undanþegin stimpilgjaldi. Mesti vandinn hefur snúið að verðbréfafyrirtækjunum sem hafa til skamms tíma þurft að greiða stimpilgjald af því fjármagni sem þau öfluðu á markaði, en nýlega hafa þau verið undanþegin stimpilgjaldi með sama hætti og lánastofnanir. Sérstaklega gildir þetta gagnvart skammtímabréfum þar sem stimpilgjöldin vega þungt og rýra ávöxtun þeirra hlutfallslega mikið. Til skamms tíma komu stimpilgjöld nánast í veg fyrir að myndast gæti hér á landi grundvöllur fyrir skammtímasjóði sem ávaxtaðir væru í skammtímabréfum, svokallaða peningamarkaðssjóði (“money market funds”). Það mál er nú leyst. Jafnframt veikja stimpilgjöld samkeppnisstöðu innlendra fjármálafyrirtækja gagnvart erlendum fyrirtækjum þar sem erlendar lántökur eru í mörgum tilvikum stimpilgjaldsfrjálsar. Nauðsynlegt er að móta þá stefnu að leggja af stimpilgjöld á næstu árum og finna þeirri skattlagningu annan farveg sem skekkir ekki starfsemi á fjármagnsmarkaðnum.

Á öðrum vettvangi hefur verið unnið að tillögum um breytingar í þessum efnunum, þannig liggja nú til dæmis fyrir tillögur um samræmda skattlagningu fjármagnstekna. Því er ekki ástæða til að fjalla nánar um það atriði hér, heldur skal aðeins ítrekað að skattar og gjöld sem leggjast með mismunandi þunga á mismunandi sparnaðar- eða fjáröflunarform trufla verðmyndun og geta valdið því að á markaðnum verði ekki alltaf sú leið valin sem væri þjóðhagslega hagkvæmust.

7.12 Nýmæli, umpökkun, afsprengi og fleira

Ýmsar nýjungar á erlendum fjármagnsmörkuðum berast seint til Íslands og er skýringin líklega sú að markaðurinn hér hefur ekki fundið þörf fyrir eitt og annað sem erlendis er notað. Dæmi um þetta er það sem á ensku nefnist “securitisation”⁹ og þýða má með pökkun eða umpökkun skuldabréfa.

Með þessu er átt við að skuldabréfum, sem ekki eru gjaldgeng söluvara á markaði hvert um sig, er safnað saman í einn pakka og hann seldur á markaði á þann hátt að seld eru hlutdeildarbréf í pakkanum. Safnið skilar tilteknum greiðslum vaxta og afborgana sem renna til eigenda hlutdeildarbréfanna. Safnið fjarar út þegar upphaflegu skuldabréfin eru að fullu greidd. Þá hafa eigendur hlutdeildarbréfanna fengið sitt og hlutdeildarbréfin orðið verðlaus. Svona pakkasala kann til dæmis að henta lánastofnun sem telur sig þurfa að minnka umsvif sín til að hækka eiginfjárlutfall.

Aðrir hafa beitt þessari aðferð til þess að auka seljanleika og treysta eftirmarkað fyrir smáa en þó einsleita verðbréfaflokka. Þannig hefur tekist að víkka markaðinn fyrir bréfin og lækka ávöxtun þeirra. Dæmi um þetta eru þýsk húsnæðisbréf sem umpakkað hefur verið í stærri flokka til að ná lægri ávöxtun.

Á verðbréfamörkuðum erlendis er verslað með ýmsar gerðir afsprengja eða afleiða, þ.e. samninga sem leiddir eru af verði annarra verðmæta. Hér þekkjast orðið vel afleiður af gjaldeyri, bæði framvirkir samningar og vilnanir. En ekki er vitað til að enn sé boðið upp á afsprengi af hlutabréfum eða skuldabréfum. Ætti þó að vera hægt að gera slíka samninga, og byggja t.d. á verði á stórum flokki spariskírteina. Lánastofnun sem skuldar fastvaxtalán en á útlán með breytilegum vöxtum gæti nýtt sér svona möguleika væru þeir fyrir hendi. Annað sem gæti auðveldað verðbréfmíðlurum að gegna hlutverki viðskiptavaka er að komið verði á fót skiplögðum markaði fyrir verðbréfalán (“bond lending”) þar sem slík mun auðvelda viðskiptavökum að hafa ávallt verðbréf til sölu.