



Rannsóknir á íslenskum hlutabréfamarkaði

Fyrirlestur fyrir Landssamtök lífeyrissjóða
28. nóvember 2006

Gylfi Magnússon



Viðskipta- og hagfræðideild
Háskóli Íslands



Íslenskur hlutabréfamarkaður

Rannsóknin snýr einkum að því að:

- a) Taka saman helstu rannsóknir á íslenskum hlutabréfamarkaði.
- b) Greina, flokka og tengja rannsóknirnar saman.
- c) Bera innlendar rannsóknir og innlendan markað og stöðu þekkingar á innlendum markaði saman við stöðuna á stærri og eldri mörkuðum.



Íslenskur hlutabréfamarkaður

- Fyrst og fremst er horft til rannsókna frá sjónarhóli hagfræði og/eða fjármála.
- Ekki er lögð áhersla á rannsóknir frá öðrum sjónarhólum (t.d. sagnfræði, lögfræði, stjórnun).
- Margar rannsóknanna hafa ekki verið aðgengilegar hingað til, t.d. lokaritgerðir, eða einungis verið birtar í ritum með litla útbreiðslu.
- Hluti ávinnings verkefnisins mun því felast í því að gera helstu niðurstöður slíkra rannsókna og umfjöllun um aðferðir aðgengilegar þótt ekki sé birtur nema stuttur texti um hverja og eina.



Íslenskur hlutabréfamarkaður

- Áherslan er á háskólarannsóknir en þó er horft mun víðar.
- Einkum eru skoðaðar greinar í ritrýndum eða a.m.k. ritstýrðum tímaritum, lokaritgerðir, bækur og bókarkaflar.
- Einnig eru þó skoðaðir ýmsir vinnupésar (working paper), skýrslur og efni sem unnið hefur verið á vegum Kauphallarinnar sjálfrar (yfirleitt birt í Kauphallartíðindum eða árbók) og margvíslegt talnaefni einkum frá Kauphöll, Seðlabanka, Hagstofu/Þjóðhagsstofnun og Fjármálaeftirliti.
- Nær ekkert eru skoðaðar spár greiningardeilda eða umfjöllun fjármálafyrirtækja um einstök fyrirtæki og markaði.

Flokkun

1. Saga og lýsing íslenska hlutabréfamarkaðarins
2. Skilvirkni markaðarins
3. Lífeyrissjóðir og hlutabréfamarkaður
4. Eignastýring og árangursmælingar
5. Verðmat, yfirtökur og fleira
6. Sálfræði fjármálamarkaðarins
7. Aðrar rannsóknir

Langmest hefur verið skrifað um fyrstu tvo flokkana en mjög mismikið um hina.



Flokkun

- Íslenski markaðurinn hefur almennt verið mun minna rannsakaður en erlendir markaðir. Sá bandaríski er reyndar í algjörum sérflokki.
- Skýringarnar á fáum innlendum rannsóknum eru nokkuð augljósar - smæð og stutt saga.
- Margar íslensku rannsóknanna hafa verið endurgerð erlendra rannsókna með íslenskum gögnum.



Flokkun

- Myndin af íslenska markaðinum er smám saman að skýrast og það sem þegar hefur komið fram er um margt svipað því sem komið hefur í ljós á stærri og eldri mörkuðum. Í öllum meginatriðum virðast sömu lögmál vera að verki.
- Mjög margt á íslenska markaðinum hefur þó lítið sem ekkert verið rannsakað.
- Einn helsti kostur fjármálamarkaða fyrir rannsakendur er að þeir búa til ógrynni gagna til að skoða!



Ör vöxtur



Feikigóð ávöxtun

Ár	Nafnvöxtun
1987	91,3%
1988	64,3%
1989	26,8%
1990	78,0%
1991	7,1%
1992	-10,4%
1993	-12,0%
1994	24,9%
1995	34,1%
1996	59,3%
1997	14,7%
1998	9,8%
1999	47,4%
2000	-19,3%
2001	-11,2%
2002	16,7%
2003	56,4%
2004	58,9%
2005	64,7%
2006	13,4%

Samtals hefur nafnverð hlutabréfa um 115 faldast frá árslokum 1986. Það jafngildir rétt um 27% nafnvöxtun (án arðs) á ári. Á sama tíma hefur verðlag 3,6 faldast. Raunárvöxtun á ári er því 19%.

Ath. Miðað er við HMARK vísitöluna fram til 1993, Úrvalsvisitölu eftir það.

Samdráttartímabilin eru einkum tvö, þ.e. 1992-3 og 2000-1.

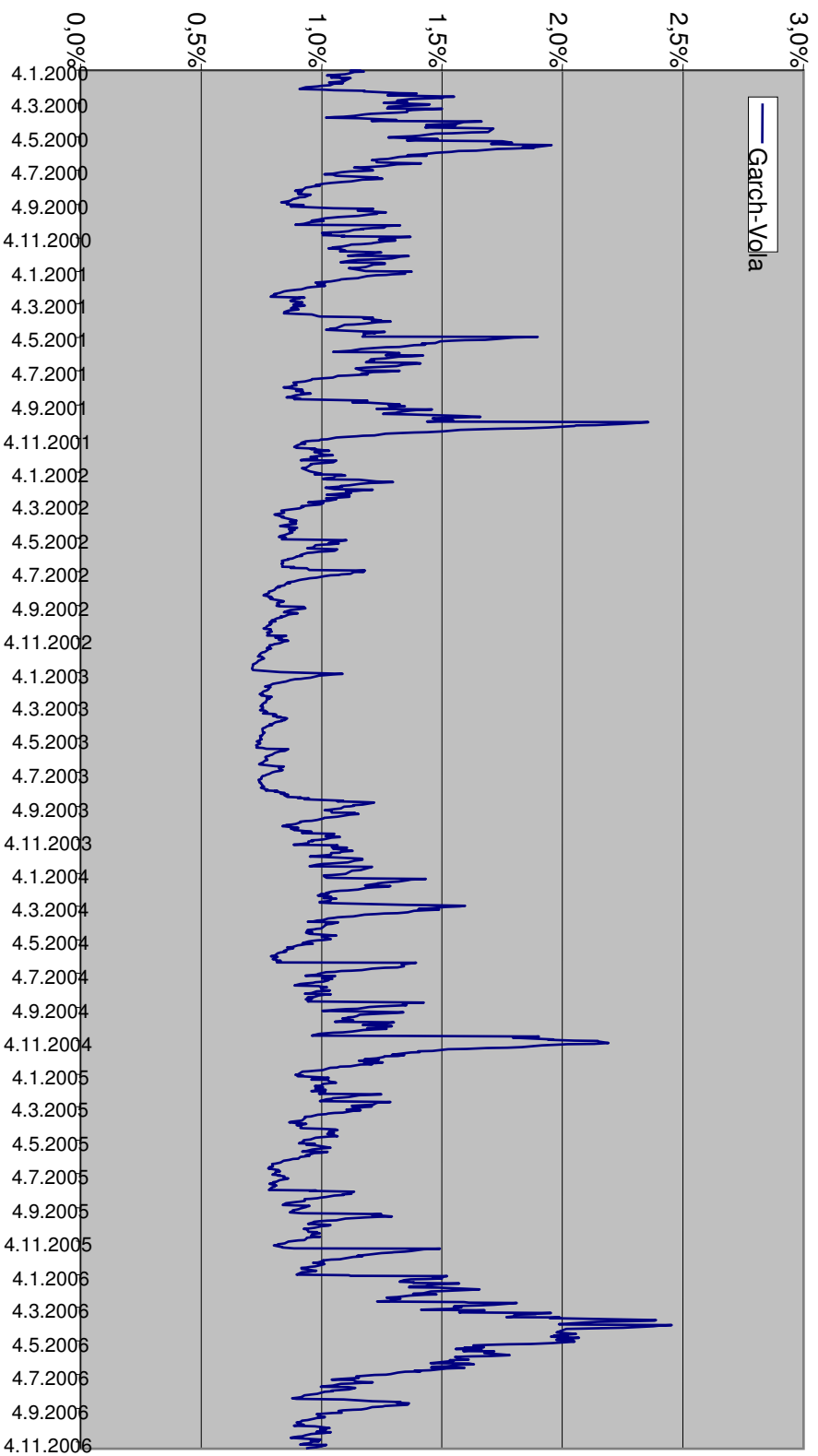
Feikigóð ávöxtun

Upphafsár markaðarins voru einstaklega gjöful. Meðalávöxtun á *mánuði* 1987 til 1992 var 2,8% (án arðs). Frá 2000 hefur ávöxtunin verið að meðaltali um 1,95% á mánuði með arði eða 1,80% án arðs. Árið 2005 var þó eitt það allra besta frá upphafi.

Markaðurinn hefur jafnframt orðið aðeins óstöðugari með tímanum. Daglegt flökt ávöxtunar var um 0,72% 1993 til 1999 en hefur verið um 0,94% frá árinu 2000.



Flökt ávöxtunar frá ársbyrjun 2000



Feikigóð ávöxtun

Jafnvel þótt hrun yrði á hlutabréfamarkaðinum í dag og öll verð lækkuðu um 75% í einu vetfangi þá væri meðalraunávöxtun (án arðs) hlutabréfa undanfarin 20 ár 11% á ári.

Við tölurnar að framan má svo **bæta** ávöxtun vegna arðs sem var að meðaltali 2,1% á ári á tímabilinu frá upphafi árs 1993 til september í ár.

Til samanburðar má geta þess að meðalraunávöxtun *bandarískra* hlutabréfa var um 9% frá 1870 til 1999.



Feikigóð ávöxtun

- Vegna þess hve markaðsverðmæti skráðra hlutafélaga var lítið framan af á þessu tímabili þá nam þessi ávöxtun ekki háum fjárhæðum, a.m.k. ekki sem hlutfall af vergri landsframleiðslu.
- Samanlagt markaðsverðmætið náði fyrst einu prósentu af landsframleiðslu árið 1992.



Feikigóð ávöxtun

- Undanfarin fjögur ár hefur ávöxtun hlutabréfa í Kauphöll Íslands samanlagt numið sem samsvarar landsframleiðslu í eitt og hálft ár.
- Árið 2005 hækkaði verð hlutabréfa í skráðum félögum í Kauphöll Íslands um nánast sömu upphæð og nam öllum launum og launatengdum gjöldum á landinu það ár.
- Fjármagnstekjur skiptast miklu ójafnar en launatekjur og því hefur tekjudreifing landsmanna breyst mikið, m.a. vegna þróunar hlutabréfamarkaðarins. Sérstaklega eiga þeir allra ríkustu miklu meira en áður og tekjur þeirra eru að sama skapi miklu hærri.
- Það vantar nær alveg rannsóknir á samfélagslegum áhrifum þessa.



1: Saga og lýsing

- Innréttingarnar, fyrsta íslenska hlutafélagið, var stofnað á alþingi 17. júlí 1751, með þrettán hluthöfum og um 1550 ríkisdali í hlutafé.
- Ýmis hlutafélög og félög með öðru formi, svo sem samvinnufélög, stofnuð á 19. öld og byggt á söfnun fjár frá mörgum aðilum.
- Nokkrar tilraunir voru gerðar á 20. öld til að koma á skipulegum markaði með hlutabréf.
- Árið 1934 var stofnað fyrirtæki í Reykjavík sem sem m.a. fékkst við verðbréfavíðskipti og í nokkur ár voru talsverð víðskipti með bréf Eimskipa fyrir milligöngu þess.
- Árin 1942 til 1944 rak síðan Landsbankinn kauphöll, sem var að mestu sniðin eftir kauphöllinni í Kaupmannahöfn.



Saga og lýsing

- Eftir að kauphöll Landsbankans hætti starfsemi var af og til rætt um að koma upp kauphöll hérlandis. Seðlabankinn fékk heimild til þess með lögum árið 1961 að stofna kauphöll. Ekkert varð þó úr því en á sjöunda áratuginum voru hins vegar stofnuð nokkur hlutafélög með dreifðri eignaraðild.
- Á síðari hluta níunda áratugarins og fyrstu árum þess tíunda varð smám saman til nokkuð skipulagður tilboðsmarkaður fyrir íslensk hlutabréf. Verðbréfafyrirtæki tóku að birta opinberlega, m.a. í Morgunblaðinu, kaup- og sölutilboð í hlutabréf nokkurra fyrirtækja.



Saga og lýsing

- Fyrsta íslenska hlutafélagið, Olís, var hins vegar ekki skráð í kauphöll fyrr en árið 1990, nær tveimur og hálfri öld eftir stofnun fyrsta hlutafélagsins.
- Á öllum hinum Norðurlöndunum var þegar kominn á skipulegur markaður fyrir hlutabréf á 19. öld eða snemma á þeirri 20.
- Til eru ýmis skrif um tilurð kauphallarviðskipta á Íslandi og ástæður þess hve seint þau hófust og ætlunin er að gera þeim skil í þessari rannsókn.



2: Skilvirkni markaðarins

Allmargar rannsóknir hafa verið gerðar sem skoða skilvirkni íslenska hlutabréfamarkaðarins.

Flestar hafa þær byggst á því að kanna hvort tímaraðir með verð á íslenskum hlutabréfum sýna einhver frávik frá því sem vænta mætti ef markaðir væru skilvirkir. Að mestu byggt á erlendum fyrirmyndum.

Skilvirkni hefur í þessum rannsóknum yfirleitt verið skilgreind þannig að markaðir endurspegli allar opinberar upplýsingar, þ.e. átt er við miðlungs (e. semi-strong) skilvirkni skv. flokkun Fama (1970).



Skilvirkni markaðarins

Meðal þess sem hefur verið kannað eru tengsl ávöxtunar og eftirfarandi þátta:

- V/H hlutföll
- Arðshlutföll
- q-hlutföll
- Stærð fyrirtækja
- Dagsetningar
- Afkomutilkynningar, samrunatilkynningar og aðrar fréttir
- Seljanleiki

Einnig hafa áhrif ýmissra þátta á flökt eða viðskiptamagn verið könnuð og tilraunir gerðar með tæknigreiningu.



3: Lífeyrissjóðir

Fjölmargir fletir á starfsemi lífeyrissjóða hafa verið kannaðir og margar þessara rannsókna varpa töluverðu ljósi á hlutabréfamarkaðinn.

Umsvif og uppbygging lífeyrissjóða hafa haft veruleg áhrif á hlutabréfamarkaðinn.



4: Eignastýring og árangursmælingar

Ritað hefur verið um eignastýringu bæði frá sjónarhóli einstaklinga og sjóða.

Sérstaklega hefur verið gerður samanburður á virkri og hlutlausri eignastýringu.

Þá eru til ýmis skrif um mat á árangri við sjóðstjórnun.

Loks er til efni um áhættumælingar, m.a. um notkun *fjár í húfi*.



5: Verðmat, yfirtökur og fleira

Til eru nokkrar greinar eða ritgerðir um eftirfarandi:

- Samrunar og yfirtökur.
- Verðmat greiningardeilda og annarra aðila og ávöxtunarkrafa til hlutabréfa.



6: Sálfræði fjármálamarkaðarins

Ekki hefur verið mikið skrifað um atferlisfjármál (behavioral finance) og íslenska markaðinn en þó eru til bæði greinar og meistararitgerðir.

Óhætt virðist að fullyrða að margt er hér órannsakað en það sem fyrir liggur varpar áhugaverðu ljósi á markaðinn.

Sérstaklega hefur verið skoðað:

- a) hvort fjárfestar hafa tilhneigingu til að halda of lengi í bréf sem þeir hafa tapað á og innleysa hagnað af öðrum of snemma (*disposition effect*)
- b) Of öryggi fjárfesta (*overconfidence*), þ.e. ofmat á hæfni við að velja verðbréf.



7: Aðrar rannsóknir

Meðal þess sem hefur verið skrifað um er:

- Áhrif þess hve strjál viðskipti eru
- Eftirlit með viðskiptum á verðbréfamarkaði og inngríp í markaði
- Lagaumhverfi og regluverk
- Óefnislegar eignir skráðra félaga
- Fjárfestingar erlendra aðila hérlandis og íslenskra erlendis,
- Áhrif lánskjara á hlutabréfamarkaði

