

Eignatengsl í íslensku viðskiptalífi

Ræða Páls Gunnars Pálssonar á morgunfundi Verslunarráðs Íslands 12. nóvember 2004

Ágætu fundargestir,

Ég vil í upphafi þakka Verslunarráðinu fyrir að láta sig málefni verðbréfamarkaðar varða með boðun þessa fundar og fyrir að leyfa mér að segja nokkur orð í þessu sambandi.

Af umræðum um íslenskan verðbréfamarkað verður oft dregin sú ályktun að markaður hér sé óþroskaður og langt á eftir mörkuðum í samkeppnislöndum. Reynsla Fjármálaeftirlitsins af samstarfi við verðbréfaeftirlit í Evrópu hefur hins vegar fært okkur heim sanninn um að hér á landi séu menn í meginatriðum að fást við sömu viðfangsefni og annars staðar og að ekki sé ástæða til að alhæfa um það að verðbréfamarkaður hér standi öðrum að baki. Engu að síður þarf að huga sérstaklega að ýmsum atriðum hér sem tengjast smæð markaðarins og það er mikilvægt að við getum rætt þessi atriði opinskátt og felum þau ekki. Eignatengsl á verðbréfamarkaði er eitt þessara atriða.

Í yfirskrift þessa fundar er varpað upp þremur spurningum sem varða eignatengsl í íslensku viðskiptalífi: 1) Hafa eignatengsl áhrif á samkeppni, gengi hlutabréfa og fjármálastarfsemi? 2) Eru eignatengsl í viðskiptalífinu skýr? og að síðustu: 3) Eru eignatengsl meiri hérlendis en annarsstaðar? Umfjöllun mín er byggð á þessum spurningum, sem ég ætla að leitast við að svara hér á eftir.

1) Fyrstu spurningunni; “hafa eignatengsl áhrif á samkeppni, gengi hlutabréfa og fjármálastarfsemi?”, er auðsvarað.

Að sjálfsgöðu geta eignatengsl almennt haft áhrif á samkeppni, gengi hlutabréfa og fjármálastarfsemi. Spurningin er hins vegar að hve miklu leyti áhrifin eru til staðar við tilteknar aðstæður. Eins og kunnugt er hefur Fjármálaeftirlitið ekki samkeppnismál á sinni könnu, en það hefur skoðanir á áhrifum eignatengsla á gengi hlutabréfa og fjármálastarfsemi.

Á ársfundi Fjármálaeftirlitsins í síðustu viku, og í ársskýrslu sem þá var kynnt, lýsti Fjármálaeftirlitið því sem áhyggjuefni að eignatengsl sem víða er að finna meðal félaga á íslenskum verðbréfamarkaði, kunni að ráða nokkru um gengisþróun hlutabréfa. Þannig geti gagnkvæm eignatengsl haft áhrif á gengisþróun félaga á víxl þannig að hætta sé á að í hækkun spinnist gengið upp langt umfram eðlilega verðþróun. Þessi áhrif geti líka komið til sögunnar í lækkunarferli.

Á ársfundinum var einnig vakin athygli á mikilvægi fjármálafyrirtækja í heildarmyndinni. Eignatengsl á verðbréfamarkaði eru oft með aðild fjármálafyrirtækja, vegna eignarhluta þeirra í öðrum félögum eða í gegnum eigendur virkra eignarhluta í fjármálafyrirtækjunum. Fjármálafyrirtækin sjálf hafa einnig notið

hvað mestrar gengishækkunar í þeirri uppsveiflu sem verið hefur á þessu ári. Meirihluti þeirra skráðu félagi sem hækkuðu í gengi um meira en 100% frá síðustu áramótum og fram í október voru í fjármálageiranum. Og fjármálafyrirtæki og váttryggingafélög skráð í Kauphöllinni mynda tæplega helming af markaðsvirði skráðra félaga.

Eðlilegt er að menn velti fyrir sér að hve miklu leyti eignatengsl kunni að hafa áhrif á gengi hlutabréfa hér á landi. Einn mælikvarði sem hægt er að horfa á er samanburður verðbréfamarkaðar hér miðað við verðbréfamarkaði landa í kringum okkur. Kunnara er en frá þurfi að segja að gengisþróun á markaði hér á landi hefur verið önnur og róttækari upp á við en á mörkuðum í kringum okkur.

Margar skýringar kunna að vera á þessu fleiri en bara eignatengslin. Miklum umbreytingum í íslensku atvinnulífi svipar að mörgu leyti til þróunar markaða í nýfrjálsum ríkjum. Við sjáum fækkun félaga skráðra á kauphöllinni, og flest tækifæri nýtt til hagræðingar og arðssköpunar. Ekki er óeðlilegt að slíkar breytingar leiði til hækkunar á markaðsvirði fyrirtækja. Aftur ber að undirstrika að fjármálafyrirtæki hafa á margan hátt verið í forgrunni þessarar atburðarrásar, bæði með viðskiptum fyrir eigin reikning og með því að koma á viðskiptum, oft með skuldsettum hlutabréfakaupum eða yfirtökum.

Önnur ástæða velgengni á hlutabréfamarkaði hér getur líka verið sú að íslenskir fjárfestar, eins og lífeyrissjóðirnir, velja að fjárfesta hér á íslenskum verðbréfamarkaði sem þeir þekkja, fremur en á erlendum mörkuðum sem ekki virðast skila eins mikilli ávöxtun. Eftirspurn sem af slíkri stefnu hlýst er svo aftur líkleg til að hafa áhrif á gengið á íslenskum markaði.

Það að tiltölulega þröngur hópur íslenskra fjárfesta stýrir eftirspurninni og fjárfestir fyrst og fremst hér á landi, leiðir óhjákvæmilega til eignatengsla, sem aftur getur haft áhrif á gengi hlutabréfa. Erlendir fjárfestar hafa hingað til ekki verið áberandi á íslenskum verðbréfamarkaði. Það að erlendir fjárfestar telji fjárfestingu hér ekki fýsilega kann að stafa að hluta til af verðlagningu á markaðnum.

Með öllu framangreindu má svara einni spurningunni sem varpað er upp í yfirskrift fundarins, þ.e. hvort eignatengsl séu meiri hérlandis en annars staðar. Þó óþarfi sé að alhæfa nokkuð má telja líklegt að smæð markaðarins og þau einkenni sem hér voru rakin geri það að verkum að eignatengsl séu algengari hér en víða annars staðar.

En hvað er þá til ráða, þarf að grípa til aðgerða? Alþjóðavæðing og útrás íslenskra fyrirtækja ætti að bæta hér úr í framtíðinni. Það að íslensk fyrirtæki, þar á meðal fjármálafyrirtæki, hasli sér völl á erlendum mörkuðum ætti að leiða til þess að sérstaða íslenska markaðarins minnki. Útrásinni ætti jafnframt að fylgja að eftirspurn íslenskra fjárfesta beinist í ríkara mæli að erlendum mörkuðum.

En hvað með umgjörðina um íslenskan verðbréfamarkað, þarf að laga hana? Vissulega þarf alltaf að bæta hana og laga að breyttum aðstæðum. Og ég tel raunar að óvíða búi markaðir við stjórnsýslu og löggjafarvald sem bregst með jafn virkum hætti við aðstæðum og gert er hér á landi.

Hvað Fjármálaeftirlitið varðar mótast áherslur þess mjög af aðstæðum á verðbréfamarkaði. Fjármálaeftirlitið leitast þannig við að upplýsa mál á verðbréfamarkaði, beitir stjórnvaldssektum í þeim tilvikum sem það er heimilt og greinir ríkislögreglustjóra frá málum. Í ársskýrslu Fjármálaeftirlitsins er gerð grein fyrir aðgerðum á þessu sviði.

Aðstæður á verðbréfamarkaði og mikilvægi fjármálafyrirtækja á þeim markaði leiða ennfremur til þess að Fjármálaeftirlitið beinir mjög sjónum að hugsanlegum hagsmunaárekstrum í fjölbættri starfsemi fjármálafyrirtækjanna. Dæmi um það er eftirfylgni við tilmæli Fjármálaeftirlitsins sem varða Kínamúra og eigin viðskipti fjármálafyrirtækja og starfsmanna, tilmæli um starfshætti stjórnna fjármálafyrirtækja, tilmæli um greiningardeildir og greinendur og tilmæli um aðskilnað rekstrarfélags og vörslufyrirtækis verðbréfasjóða. Nýjustu tilmælin sem Fjármálaeftirlitið er nú að fylgja eftir varða þátttöku fjármálafyrirtækja í óskyldum atvinnurekstri, en þar undir fellur svokölluð umbreytingafjárfesting eða fjárfestingabankastarfsemi, sem oft er til umræðu.

Eftirlit með eigendum virkra eignarhluta er einnig í brennidepli en starfshættir þeirra skipta miklu fyrir íslenskan verðbréfamarkað. Verulegar breytingar hafa orðið á eignarhaldi á flestum fjármálafyrirtækjum á mjög stuttum tíma, en þessi fyrirtæki verða sífellt mikilvægari í íslensku hagkerfi. Óumdeilt er að eigendur virkra eignarhluta í þessum fyrirtækjum ráða miklu um framþróun þessarar starfsemi, styrkleika fyrirtækjanna og áhættutöku. Þeir eru ennfremur í lykilstöðu til að gera sér grein fyrir því þegar undan hallar. Þá geta þeir haft afgerandi áhrif á þróun verðbréfamarkaðar.

Á ársfundi í síðustu viku velti Fjármálaeftirlitið upp þeirri spurningu hvort í núgildandi umgjörð felist nægilegt aðhald með og/eða hvati fyrir eigendur virkra eignarhluta til þess að stuðla að þeim langtímahagsmunum sem þurfa að vera í fyrirrúmi í rekstri fjármálafyrirtækja og váttryggingafélaga sem samfélagslega og efnahagslega mikilvægra fyrirtækja. Gríðarlegur vöxtur margra fjármálafyrirtækja benti kannski til hins gagnstæða.

Fjármálaeftirlitið hefur nefnt tvennt sem huga mætti að til að styrkja langtímahugsun virkra eigenda í fjármálafyrirtækjum. Annars vegar hvort styrkja þyrfti tryggingavernd viðskiptavina fjármálafyrirtækja frá því sem nú er og hins vegar hvort skilyrða mætti útgöngu virks eiganda úr fjármálafyrirtæki, en samkvæmt núgildandi lögum getur hann horfið á braut og selt eignarhlut sinn þegar hann vill og án nokkurra takmarkana, annarra en þeirra sem hugsanlega hljóta af seljanleika hlutabréfanna.

Að síðustu er rétt að undirstrika að stór hluti af starfi Fjármálaeftirlitsins snýst um eftirlit með fjárhagslegum styrkleika fjármálafyrirtækja. Á ársfundinum var ítarlega rætt um hugsanleg áhrif lækkunarferlis á verðbréfamarkaði á eiginfjárstöðu fjármálafyrirtækja. Í því efni var fjallað um álagspróf og áhættumatskerfi eftirlitsins sem taka m.a. tillit til lækkunar á gengi hlutabréfa í eigu fjármálafyrirtækja. Þá var fjallað um áhættu sem fælist í útlánum með veðum í hlutabréfum, að undanfögnu oft á tíðum í formi skuldsettrar yfirtöku. Of langt mál er að rekja þetta hér.

Í lokin ætla ég að víkja að spurningunni um það hvort eignatengsl í viðskiptalífínu hér séu skýr.

Að mati Fjármálaeftirlitsins eru þau ekki alltaf nógu skýr. Umfjöllun um verðbréfamarkaðinn gefur til kynna að menn séu vakandi fyrir hugsanlegum eignatengslum í mörgum tilvikum. Það er jákvætt. Umræðan sýnir hins vegar að oft á tíðum ríkir ekki mikið traust á því að eignarhald fyrirtækja sé sýnilegt.

Ýmislegt getur flækt mat á þessu og dregið úr skýrleika. Ekki er óalgengt að með einhvern hluta hlutafjár í skráðu fyrirtæki sé farið í gegnum safnreikninga, eða í nafni erlendra fjármálafyrirtækja. Eignarhaldsfélög og framvirkir samningar um hlutabréfakaup geta einnig flækt stöðuna.

Viðfangsefni Fjármálaeftirlitsins sem þessu tengjast eru af ýmsum toga. Í fjárhagslegu eftirliti fylgist Fjármálaeftirlitið með því hvort tengdir viðskiptamenn eða fyrirtækjahópar mynda stórar áhættur í bókum eins fjármálafyrirtækis, áhættur sem þannig geta haft víðtækari áhrif á eiginfjárstöðu viðkomandi fyrirtækis, en í fyrstu mætti ætla. Eins og fram kom á ársfundi í síðustu viku er þróun þessara mála Fjármálaeftirlitinu nokkuð áhyggjefni.

Í annan stað kemur til skoðunar hvort sameiginlegur eignarhlutur fleiri en eins aðila leiði til þess að til yfirtökuskyldu hafi stofnast.

Í þriðja lagi kemur alloft til skoðunar hvort fleiri en einn eigandi hlutafjár í fjármálafyrirtæki fari saman með virkan eignarhlut vegna innbyrðis tengsla. Það hefur þau réttaráhrif að sækja þarf um samþykki Fjármálaeftirlitsins fyrir kaupum á eignarhlutnum.

Kjarnaatriði í gegnsæi á verðbréfamarkaði er að í viðskiptum og sýnileika viðskipta á efni að ráða ofar formi (substance over form), en Stefán Svavarsson formaður stjórnar Fjármálaeftirlitsins gerði þá meginreglu í reikningsskilum raunar að umtalsefni á ársfundi eftirlitsins. Þeir sem sæta athugunum Fjármálaeftirlitsins hneigjast oft til þess að taka form framar efni.

Nú kunna margir að vera þeirrar skoðunar að eini lykillinn að úrbótum sé að Fjármálaeftirlitið skoði einstök viðskipti og tilvik og komist að niðurstöðu. Oft er spurningum um veikleika á verðbréfamarkaði svarað með því að hér sé Fjármálaeftirlit sem geti gripið inni. Auðvitað er það mikilvægt og Fjármálaeftirlitið beitir sér í þeim efnum.

En Fjármálaeftirlitið spyr á móti: Vilja aðilar á markaði hafa umhverfi þar sem opinber stofnun er ein bær til þess að gera sér grein fyrir því hvernig eignarhaldi í einstökum skráðum fyrirtækjum er háttað? Tæplega. Og markaðurinn vill ekki heldur að þar starfi aðilar sem leggja einungis upp úr því að mæla hversu löng hálsólin á eftirlitshundinum er og haga sér í samræmi við það.

Það ætti því að vera sameiginlegt verkefni Fjármálaeftirlitsins og þeirra sem starfa á verðbréfamarkaði að þrýsta á aukni gegnsæi á verðbréfamarkaði, m.a. í eignarhaldi skráðra félaga. Eitt skref í því sambandi eru hugmyndir sem Fjármálaeftirlitið hefur kynnt um aukni gegnsæi í niðurstöðum athugana þess á verðbréfamarkaði. Þær hugmyndir eru ítarlega kynntar í umræðuskjali sem Fjármálaeftirlitið hefur birt á heimasíðu sinni.

Ágætu fundargestir,
Ég ætla ekki að hafa þetta lengra að sinni og þakka fyrir gott hljóð.
