

Að þjóna sömu herrum en keppa þó: Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði

Ásta Dís Óladóttir, lektor, Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands,
Friðrik Árni Friðriksson, sérfræðingur, Seðlabanka Íslands,
Gylfi Magnússon, dósent, Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands,
Valur Þráinsson, sérfræðingur, Samkeppniseftirlitinu

Útdráttur

Tilgangur þessarar greinar er að fjalla um og varpa ljósi á sameiginlegt eignarhald fyrirtækja á skráðum hlutabréfamarkaði á Íslandi og er það borið saman við umfang slíks eignarhalds í Bandaríkjunum. Nokkur umræða hefur verið um hversu fáir aðilar eiga stóra hluti í íslenskum fyrirtækjum sem eru í samkeppni við hvert annað og því er umfang þessa og þróun á íslenskum hlutabréfamarkaði greind. Sjónum er beint að þremur mörkuðum hér á landi þar sem tveir eða þrjú keppinautar eru skráðir í Kauphöll Íslands. Það eru trygginga-, fjarskipta, og fasteignamarkaðir. Þá er umfang fjárfestinga lífeyrissjóða á íslenskum hlutabréfamarkaði greint á fjórum mismunandi tímupunktum; árin 2003, 2007, 2014 og 2016.

Þótt erfitt sé að bera saman hlutabréfaeign milli tímabila sést að sameiginlegt eignarhald var mun minna fyrir efnahagshrunið árið 2008 en á árunum eftir hrun, bæði hjá öllum stærstu hluthöfum skráðra fyrirtækja og þá einkum lífeyrissjóðum. Um mitt ár 2016 var eign lífeyrissjóða í skráðum hlutafélögum í Kauphöll Íslands orðin umtalsverð eða um 50% af markaðsvirði allra skráðra félaga. Stærstu lífeyrissjóðirnir áttu hlut í nánast öllum hlutafélögum í kauphöllinni. Á



Icelandic Review of Politics and Administration Vol 13, Issue 1 (27-52)

© 2017 Contact: Ásta Dís Óladóttir, astadis@hi.is

Article first published online June 16th 2017 on <http://www.irpa.is>

Publisher: Institute of Public Administration and Politics, Gimli, Sæmundargötu 1, 101 Reykjavík, Iceland

Stjórn mála & stjórnsýsla 1. töl. 13. árg. 2017 (27-52) Fræðigreinar

© 2017 Tengiliður: Ásta Dís Óladóttir, astadis@hi.is

Vefbirting 16. júní 2017 - Birtist á vefnum <http://www.irpa.is>

Útgefandi: Stofnun stjórnsýslufræða og stjórn mála, Gimli, Sæmundargötu 1, 101 Reykjavík

DOI: <https://doi.org/10.13177/irpa.a.2017.13.1.2>

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 License.

þeim mörkuðum sem hér er fjallað um fara lífeyrissjóðirnir með yfir 45% eign í öllum skráðum fasteignafélögum, yfir 35% í öllum skráðum tryggingafélögum og yfir 50% í fjarskiptafyrirtækjum á markaði.

Ekki liggur fyrir hvaða afleiðingar þetta sameiginlega eignarhald á íslenskum fyrirtækjum hefur á samkeppni og verð. Engar rannsóknir hafa enn verið gerðar á því. Bandarískar rannsóknir benda þó til þess að slíkt eignarhald hafi skaðleg áhrif á samkeppni. Í ljósi umfangs þess á Íslandi er ástæða til þess að greina áhrif þess hér og mun greinin því varpa betra ljósi á hvernig þróunin hefur verið á Íslandi síðustu tæpu tvo áratugi.

Efnisorð: Sameiginlegt eignarhald; Kauphöllin; lífeyrissjóðir; tryggingafélög; fasteignir; fjarskiptafyrirtæki.

Serving the same masters while competing: Common ownership of listed companies in Iceland

Abstract

The article analyses common or horizontal ownership of shares on the Icelandic Stock Exchange. We compare this to common ownership of listed shares in the U.S. The situation in Iceland has not been subject to much formal research despite clear signs of concentrated ownership. We look at three Icelandic markets where two or three competing firms all have their shares listed on the stock exchange. The markets are for insurance, telecommunications and real estate. We also look at the holdings of shares by Icelandic pension funds at four points in time, the years 2003, 2007, 2014 and 2016.

Although the stock market has changed considerably in many respects within that timeframe, making direct comparison difficult, we conclude that common ownership was far less prevalent before the crash, both among pension funds and all shareholders. At mid-year 2016, the pension funds dominated holdings of shares in most listed companies in Iceland. The largest pension funds each held shares in almost all listed companies. In the three markets that we analyse the pension funds held over 45% of the shares in real estate companies, 35% in insurance and 50% in telecommunications.

We do not analyse the consequences of this concentrated and common ownership on competition and prices. That remains a subject for further study. Based on the results from research into the effects of common ownership in the U.S. this development should though clearly be a cause for concern.

Keywords: Common ownership; stock exchange; pension funds; insurance; real estate; telecommunications.

Inngangur

Eignarhald á skráðum fyrirtækjum víða um heim hefur um langt skeið færst í æ ríkari mæli í hendur stofnanafjárfesta, einkum verðbréfasjóða.¹ Í Bandaríkjunum hefur verið áætlað að 80% hlutafjár félaga sem stuðst er við þegar hin vel þekkt S&P-500 vísitala

er reiknuð út séu í höndum slíkra fjárfesta. Beint eignarhald einstaklinga á hlutabréfum er því mjög á undanhaldi. Vitaskuld eiga einstaklingar áfram hlutabréf en þeir gera það núorðið fyrst og fremst í gegnum slíka sjóði, m.a. vegna lágs viðskiptakostnaðar og áhættudreifingar.

Fyrir efnahagshrunið árið 2008 varð um margt svipuð þróun hérlendis. Mjög algengt var að einstaklingar keyptu hlutabréf millilíðalaust í hlutafjárútboðum á tíunda áratugnum og í upphafi nýrrar aldar, m.a. við einkavæðingu bankanna. Hin svokallaða kennitölusöfnun bjó til tugþúsundir hluthafa um skeið. Síðan snarfækkaði hluthöfum, bæði með afskráningu hlutafélaga og vegna þess að bréfin voru smám saman keypt upp af ýmiss konar sjóðum (verðbréfasjóðum, fjárfestingarsjóðum, fagfjárfestingasjóðum og lífeyrissjóðum) eða af skuldsettum eignarhaldsfélögum. Þótt innlendi hlutabréfamárkadurinn hafi að nokkru marki náð sér aftur á strik eftir hrun hefur bein þátttaka almennings verið lítil. Lífeyrissjóðir eiga yfirleitt stærstan hlut í skráðum fyrirtækjum og aðrir fagfjárfestar einnig stóra hluti.

Þróunin í Bandaríkjunum hefur orðið mörgum umhugsunarefni. Meginástæða þess er að fagfjárfestar, sérstaklega stórir sjóðir með dreifð eignasöfn, eiga í sívaxandi mæli stóran hlut í mörgum fyrirtækjum sem keppa á sama markaði. Það ýkir enn áhrif þessa að stærstu sjóðirnir og sjóðastjórnunarfyrirtækin hafa vaxið mjög hratt og eru fyrirtækin í nokkrum tilfellum komin með eignasöfn sem metin eru á mörg þúsund milljarða dollara. Þeir stjórnna fyrir vikið stórum hlutum í fjölmörgum af stærstu fyrirtækjum Bandaríkjanna og eiga í mörgum tilfellum umtalsverða hluti í tveimur eða fleiri fyrirtækjum sem starfa á sama markaði.

Raunar er það svo að þeir sem reka stóra vísitölusjóði lenda nánast sjálfkrafa í þessari stöðu en jafnvel þeir sem reka sjóði í virkri stýringu geta lent í henni. Afleiðingin er m.a. sú að ef fimm stærstu hluthafar í fimm stærstu bönkum Bandaríkjanna eru skoðaðir þá sjást sömu fjögur nöfnin á öllum listunum fimm; Blackrock, Vanguard, State Street og Fidelity. Á þremur listanna er fimmta nafnið Berkshire Hathaway. Því eru í þremur af fimm stærstu bönkum Bandaríkjanna fimm stærstu hluthafarnir þeir sömu. Þetta sameiginlega eignarhald (e. Common Ownership eða Horizontal Ownership) virðist hafa áhrif á samkeppni á milli fyrirtækja í Bandaríkjunum.

Áþekk staða virðist vera uppi á Íslandi í dag, með fjárfestingum lífeyrissjóðanna í félögum í Kauphöll Íslands. Hér er sjónum fyrst og fremst beint að þremur mörkuðum; váttryggingum, fasteignum og fjarskiptum. Árið 2010 áttu lífeyrissjóðirnir 10 prósent allra skráðra hlutabréfa á Íslandi, árið 2013 var talan komin upp í 43 prósent og í mars 2016 var hún komin upp í 50 prósent. Stærstu íslensku lífeyrissjóðirnir leika því að sumu leyti sama hlutverk hér og Blackrock og félagar gera í Bandaríkjunum. Vegna þessa er sameiginlegt eignarhald mjög algengt, raunar reglan, í þeim hlutafélögum sem eru skráð í Kauphöll Íslands (Gylfi Magnússon 2016).

Hér er sameiginlegt eignarhald skilgreint á þann veg að sami aðilinn sé eigandi að hlut í fleiri en einu fyrirtæki. Með eiganda er hér átt við þann aðila sem tekur ákvörðun um kaup og sölu bréfanna og fer með atkvæðisrétt á hluthafafundum. Endanlegur eigandi er í mörgum tilfellum annar, bæði hjá lífeyrissjóðum og verðbréfa- eða fjárfestingasjóðum.

Séu fyrirtækin keppinautar vekur þetta spurningar um það hvort eignarhaldið hafi áhrif á samkeppni á milli þeirra. Spurningarnar eru sérstaklega áleitnar ef stór hluti hlutafjár keppinauta er í eigu sömu aðila.

Í þessari grein er leitast við að svara eftirfarandi rannsóknarspurningum:

- Hver hefur þróun sameiginlegs eignarhalds á Íslandi verið frá árinu 2003 og hverjir hafa orsakavaldar þeirrar þróunar verið?
- Er ástæða til þess að hafa áhyggjur af sameiginlegu eignarhaldi á Íslandi?

Fyrsti kafli greinarinnar gerir grein fyrir þróun beinnar hlutafjäreignar einstaklinga í Bandaríkjunum og á Íslandi. Í öðrum kafla er gerð grein fyrir fræðilegri umræðu um sameiginlegt eignarhald. Í þriðja kafla er fjallað um þróun eignarhalds á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum og almenna þróun á íslenskum hlutabréfamarkaði sl. 20 ár. Þá er gerð grein fyrir því hvernig sameiginlegt eignarhald hefur þróast á Íslandi á árunum 2003-2016 og hlutdeild lífeyrissjóða á þeim þremur mörkuðum sem hér eru til skoðunar. Þá taka við niðurstöður og umræður.

1. Bein hlutafjäreign einstaklinga

Eignarhald á skráðum fyrirtækjum víða um heim hefur um langt skeið færst í æ ríkari mæli í hendur stofnanafjáfesta, einkum verðbréfasjóða. Á tímabilinu 1980 til 2014 jókst til að mynda stærð verðbréfasjóða (e. Mutual Funds) í Bandaríkjunum, sem hlutfall af vergri landsframleiðslu, úr 5,1% í 91,0%. Í lok árs 2015 er jafnframt áætlað að 80% hlutafjár þeirra félaga sem mynda Standard & Poor's 500 vísitöluna sé í höndum stofnanafjáfesta. Í Bretlandi er sagan svipuð. Þar voru 54,0% af markaðsvirði hlutafjár í eigu einstaklinga árið 1963 en hlutfallið hafði lækkað í 11,9% árið 2014 (The Office of National Statistics 2016). Í Ástralíu er enn mjög algengt að einstaklingar eigi einhver hlutabréf beint en þeim fer einnig fækkandi. Árið 2004 áttu 44% Ástrala hlutabréf í einu eða fleiri fyrirtækjum en árið 2014 hafði hlutfallið lækkað í 33% (The Australian Share Ownership Study 2014, 10). Beint eignarhald einstaklinga á hlutabréfum er því mjög á undanhaldi víða um heim þótt vissulega séu til einstaklingar sem eiga bréf en þá eru þau oftast en ekki keypt í gegnum slíka sjóði.

Vægi vísitölusjóða, þ.e. sjóða sem herma eftir tiltekinni hlutabréfavísitölu frekar en að veðja á tiltekin hlutabréf, hefur jafnframt farið vaxandi. Í rannsókn Cremers o.fl. frá árinu 2016 á alþjóðlegum mörkuðum kemur fram að hlutdeild slíkra sjóða af heildarfjármagni allra hlutabréfasjóða var um 22% að jafnaði í desember 2010. Til viðbótar voru um 20% í sjóðum sem fylgdu í raun vísitölu mjög náíð þótt þeir væru ekki skilgreindir sem vísitölusjóðir (e. Closet Indexing). Það liggur í eðli vísitölusjóða að þeir kaupa í mjög mörgum fyrirtækjum á sama markaði og eignast þannig sjálfkrafa í mörgum tilfellum hlut í keppinautum.

Fyrir efnahagshrunið sem varð á Íslandi árið 2008, varð um margt svipuð þróun hérlendis. Eftir mikla fjölgun hluthafa á 9. og 10. áratugnum tók þeim að fækka aftur. Mjög algengt var að einstaklingar keyptu beint hlutabréf í hlutafjárútboðum á tíunda

áratugnum og í upphafi nýrrar aldar, m.a. við einkavæðingu bankanna á Íslandi. Hin svokallaða kennitölusöfnun leiddi til tugþúsunda hluthafa um skeið.

Í árslok 1999 voru flestir hluthafar í Búnaðarbankanum, eða 37.860 hluthafar, næstflestir í Landsbankanum, 26.702, og svo 15.172 hluthafar í Eimskip.²

Eimskip var fyrsta íslenska almenningshlutafélagið og lengi vel það eina sem stóð undir því nafni. Fékk raunar sæmdarheitið óskabarn þjóðarinnar. Um 14.000 fjárfesta keyptu hlut í félaginu við stofnun þess fyrir rúmri öld eða sem samsvarar um 15% Íslendinga á þeim tímapunkti. Félag sem væri í eigu jafnstórs hluta þjóðarinnar nú hefði tæplega 50 þúsund hluthafa (útreikningar höfunda).

Eftir umrótið í kringum aldamótin snarfækkaði hluthöfum, bæði með afskráningu hlutafélaga og vegna þess að bréfin voru smám saman keypt upp af ýmiss konar sjóðum (verðbréfasjóðum, fjárfestingarsjóðum, fagfjárfestastjóðum og lífeyrissjóðum) eða af skuldsettum eignarhaldsfélögum. Hluthöfum Landsbankans fækkaði þannig t.d. um ríflega helming frá árslokum 1999 til ársloka 2004, úr 26.702, eins og áður sagði, í 12.699. Þeim fjölgaði reyndar aftur árið eftir, í 26.975, þegar Eimskip, sem þá hét orðið Burðarás, rann inn í bankann og fyrrum hluthafar í Eimskipum urðu hluthafar í Landsbankanum (og Straumi).

Það sama gerðist í Búnaðarbankanum. Þar fækkaði hluthöfum um meira en 13 þúsund á þremur árum, úr 37.860 í árslok 1999 í 24.754 í árslok 2002. Árið eftir sameinaðist hann Kaupþingi. Þátttakendur í hlutfjárútboði Búnaðarbankans árið 1998 voru raunar miklu fleiri en þetta eða um 92.900. Meirihluti þeirra hafði hins vegar aldrei áhuga á að eignast bréfin og framseldi kauprétt sinn til annarra gegn smávægilegri þóknun.

Þróunina má einnig sjá á því að í árslok 2002 voru 17% hlutfjár fyrirtækja í Kauphöll Íslands skráð í eigu einstaklinga eða heimila en tveimur árum síðar var hlutfallið komið niður í 13%. Frá árslokum 1999 til ársloka 2004 fækkaði hluthöfum í skráðum fyrirtækjum úr 182.393 í 109.206 og skráðum félögum úr 72 í 34 (Kauphöll Íslands 2000-2006; 2016 og útreikningar höfunda).

Þótt innlendi hlutabréfamarkaðurinn hafi að nokkru marki náð sér aftur á strik eftir hrun hefur bein þátttaka almennings verið lítil. Flest skráð íslensk hlutafélög eru með á milli 1 og 2 þúsund hluthafa. Hluthafahópurinn er fjölmennastur í Össuri, 4.033 í árslok 2015. Össur er eitt af örfáum félögum sem voru skráð í kauphöll fyrir hrun og komu lítt sködduð út úr hruninu. Marel er annað, með tæplega 2 þúsund hluthafa. Í nokkrum tilfellum ná hluthafarnir ekki einu þúsundi. Núverandi Eimskipafélag, sem deilir nafni en ekki kennitölu með forvera sínum, var með innan við eitt þúsund hluthafa í árslok 2015. Þeir þyrftu að vera 50 sinnum fleiri til að ná sama hlutfalli þjóðarinnar og við stofnun. Hugmyndin um almenningshlutafélag á Íslandi, með þúsundir smárra hluthafa, sýnir því lítið lífsmark.

Hlutafélögin í Kauphöllinni eru þó auðvitað almenningshlutafélög sé tekið tillit til þess að helstu eigendur þeirra, lífeyrissjóðirnir, eru sjálfir í afar dreifðri eigu. Langflestir fullorðnir Íslendingar eiga einhver réttindi í lífeyriskerfinu. Eignarhaldið er hins vegar óbeint. Því fylgir enginn atkvæðaréttur á hluthafafundum og engin leið til að hafa áhrif á

hvaða bréf eru keypt eða seld. Í flestum tilfellum hafa sjóðfélagar ekki mikið, ef nokkuð, um það að segja hverjir stjórna þeim sjóði sem þeir greiða til. Flestir Íslendingar hafa líklega mjög takmarkaða, jafnvel enga, hugmynd um það hvaða eignir, þ.m.t. hlutabréf, standa á bak við lífeyrisréttindi þeirra. Fjarlægðin á milli fyrirtækjanna og endanlegra eigenda þeirra er því orðin mjög mikil og tiltölulega fámennur hópur stjórnenda í lífeyriskerfinu og hjá öðrum fagfjárfestum fer með stóran hlut í öllum skráðum íslenskum fyrirtækjum.

Einn af þeim þáttum sem mjög líklega draga úr hlutabréfakaupum almennings og raunar sparnaði almennt er að sterkt lífeyriskerfi ryður að einhverju marki burt öðrum sparnaði þótt það auki jafnframt heildarsparnað (Bailliu og Reisen, 1998; Blau, 2016). Það er einfaldlega mun minni ástæða fyrir launþega að leggja til hliðar frjálsan sparnað þegar þeir leggja nú þegar til hliðar hátt hlutfall launa sinna (og fá mótframlag launagreiðanda) í gegnum skyldusparnað lífeyriskerfisins, 12-15,5% og skattalega hagstæðan viðbótarlífeyrissparnað, eða 2-6%.

Umsvifamikið lífeyriskerfi sem tryggir tiltölulega góð lífeyrisréttindi ætti því að öðru jöfnu að ýta undir samþjöppun eignarhalds á peningalegum eignum, þ.á.m. hlutabréfum. Sérstaklega er við því að búast að þetta sé skýrt þegar lífeyriskerfið byggir á því að einstaklingar greiða í óskiptan sjóð sem er ávaxtaður sameiginlega en síður ef hver og einn leggur til hliðar fyrir sjálfan sig án samtryggingar. Í lífeyriskerfum af síðari tegundinni, sem eru m.a. algeng í Bandaríkjunum, getur þó orðið svipuð samþjöppun ef rík tilhneiging er til þess að einstaklingar kaupi frekar bréf í sjóðum en einstökum fyrirtækjum fyrir það fé sem þeir leggja til hliðar.³

2. Fræðileg umfjöllun

Reynslurannsóknir og eftirlit samkeppnisyfirvalda á eignarhaldi fyrirtækja hafa að mestu leyti beinst að samrunum og yfirtökum. Því er hins vegar að mestu ósvarað hvort sameiginlegt eignarhald af hálfu stórra eignastýringarféлага geti dregið úr samkeppni og þá hve afdrifaríkt það sé (Azar, Schmalz & Tecu 2016). Slíkar fjárfestingar hafa hingað til ekki þurft samþykki eftirlitsaðila og hafa raunar sætt mjög takmörkuðu eftirliti. Af fræðilegri umfjöllun innan atvinnuvegahagfræði má þó ráða að hlutafjäreign sömu fjárfesta í keppinautum takmarki hvata fyrirtækjanna til þess að keppa. Meginástæða þess er að aukin markaðshlutdeild eins fyrirtækis, í kjölfar verðlækkunar þess á afurðum sínum, leiðir til þess að þeir hluthafar sem eiga eignarhluti í keppinautum hagnast minna en ella, þar sem markaðshlutdeild og álagning þeirra fyrirtækja minnkar í kjölfarið (Rotemberg 1984; Gordon 1990; Gilo 2000; O'Brien & Salop 2000; Gilo, Moshe & Spiegel 2006).

Reynolds og Snapp (1986) víkka út Cournot-líkanið⁴ á þann hátt að fyrirtæki geti átt hlutafé í keppinautum sínum. Greina þeir áhrif aukinnar hagkvæmni annars vegar og minni samkeppni hins vegar. Þeir sýna fram á að á mörkuðum þar sem aðgangshindranir eru til staðar þá geti hlutafjäreign í keppinautum leitt til herra verðs og minna framleidds magns, þrátt fyrir að eignarhlutirnir séu litlir. Sama ár kynna Bresnahan og Salop (1986) MHHI (e. Modified Herfindahl-Hirschman Index) sem leið til að leggja tölulegt mat á samkeppnisleg áhrif samrekssturs keppinauta.⁵ O'Brien og Salop (2000) þróa almennari

útgáfu af MHHI sem á við um samkeppnisleg áhrif minnihlutaeignar fyrirtækja í keppinautum og samrekstur keppinauta. Gera þeir einnig greinarmun á því hvort hlutunum fylgi stjórnunaráhrif eða ekki. Mælikvarðann er hægt að útvíkka til þess að greina áhrif þess að hluthafar eigi eignarhlut í fleiri en einum keppinaut (Azar, Schmalz & Tecu 2015).

Þó nokkrir höfundar hafa rannsakað sameiginlegt eignarhald stofnanafjórfa⁶ en fáir hafa beint sjónum sínum að áhrifum þess á einstaka vörumarkaði. Cramton, Mehran og Tracy (2010) komast að þeirri niðurstöðu að eignarhald geti haft mikil áhrif á samkeppni á vörumörkuðum og geti haft mikil áhrif ætli aðilar sér að ná góðum niðurstöðum í samningaviðræðum, meðal annars um verð. He og Huang (2014) kanna sambandið á milli sameiginlegs eignarhalds og markaðshlutdeildar og annarra breyta af fjármálalegum toga. Niðurstöður þeirra benda til aukinnar hagkvæmni vegna sameiginlegs eignarhalds en ekki voru könnuð áhrif á vöruverð vegna takmarkaðra gagna. Azar (2012) rannsakar m.a. tengslin á milli sameiginlegs eignarhalds og hversu líklegt er að sömu stjórnarmenn sitji í stjórnun fyrirtækjanna. Niðurstaðan er sú að sambandið þar á milli sé jákvætt. Jafnframt kemst hann að þeirri niðurstöðu að aukinn þéttleiki (e. Density)⁷ hluthafa í atvinnugreinum hafi forspárgildi um herra framlegðarhlutfall.

Tvær greinar hafa þó verið birtar á síðastliðnum tveimur árum sem hafa vakið athygli af þeirri ástæðu að þar hefur samband verðs og sameiginlegs eignarhalds verið rannsakað. Niðurstöður þeirra benda til þess að sameiginlegt eignarhald leiði til verðhækkana. Azar, Schmalz og Tecu (2016) sýna fram á að samþjöppun í farþegaflugi í Bandaríkjunum er mun meiri en ella, þegar tekið hefur verið tillit til sameiginlegs eignarhalds fjórfa⁸ í flugfélögunum.⁸ Þá sýna þeir fram á að sameiginlegt eignarhald hefur marktæk áhrif á verð og meta þeir það svo að flugfargjöld í Bandaríkjunum séu 3-11% hærri en ella vegna þess sameiginlega eignarhalds sem er til staðar á þeim markaði. Í grein Azar, Raina og Schmalz (2016) rannsaka höfundar áhrif sameiginlegs eignarhalds á viðskiptabankamarkað í Bandaríkjunum og komast að þeirri niðurstöðu að sameiginlegt eignarhald leiði til herra verðs fyrir viðskiptabankþjónustu í Bandaríkjunum.

Afleiðingar takmarkaðrar samkeppni geta verið aðrar og meiri en eingöngu herra verð. Nickel (1996) kemst t.a.m. að því að aukin samkeppni leiði til aukins vaxtar heildarþáttaframleiðni (e. total factor productivity) og að 25% aukning markaðshlutdeildar leiði til 1% lækkunar heildarþáttaframleiðni. Urzúa (2013) kemst að þeirri niðurstöðu að velferðartap tekjulægstu tíundarinnar í dreifbýli í Mexíkó sé 150% meira en velferðartap tekjuhæstu tíundarinnar í þéttbýli vegna sölu á vörum einokunarfyrirtækja.

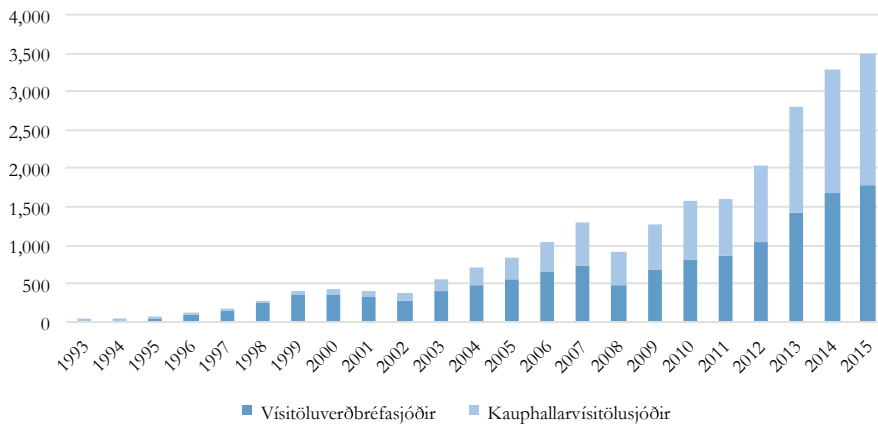
Baker og Salop (2015) halda því fram að minni samkeppni geti t.a.m. hjálpað til við að skýra aukin ójöfnuð. Áhrifin á tekjuskiptingu eru þá einkum talin koma fram þannig að hagnaður vegna aukinnar samþjöppunar (minni samkeppni) skiptist ójafnt á milli hluthafa og stjórnenda fyrirtækjanna annars vegar og svo almennra launþega hins vegar. Margt bendir til þess að tekjuskipting hafi orðið sífellt ójafnari í Bandaríkjunum undanfarna áratugi, tekjur þeirra allra tekjuhæstu hafa vaxið mikið, en annarra lítið eða jafnvel staðið í stað (Alvaredo, Atkinson, Piketty & Saez 2013). Minni samkeppni gæti skýrt það að einhverju leyti.

3. Sameiginlegt eignarhald

3.1 Almenn þróun á hlutabréfamörkuðum í Bandaríkjunum

Lífeyrissjóðir, sameignarsjóðir og aðrir stofnanafjárfestar með mjög dreifð eignasöfn, eiga nú um 70%-80% hlutabréfa skráðra fyrirtækja á hlutabréfamarkaði í Bandaríkjunum (McCahery, Starks & Sautner 2014; Rydqvist, Spizman & Strebulaev 2014). Sú þróun er í samræmi við ýmsar kenningar og líkön í fjármálum, þ.á m. hið vel þekktu CAPM líkan, sem kemst að þeirri niðurstöðu að einstakir fjárfestar eigi litla von um að slá markaðinum við með fjárfestingum sínum. Því sé hagkvæmara fyrir þá að fela fé sitt stórum sjóðum sem geta nýtt hagkvæmni stórrekstrar í fjárfestingum sínum og reyna í mörgum tilfellum einfaldlega að herma eftir markaðnum. Þar sem mörg eignastýringafyrirtæki eru einnig gríðarlega stór, er oft sama eignastýringarfélagið stærsti hluthafinn í mörgum fyrirtækjum innan sömu atvinnugreinar (Azar, Schmalz & Tecu 2016). Eins og sjá má á mynd 1, þá jókst stærð vísitölusjóða í Bandaríkjunum úr tæplega 23 milljörðum dollara árið 1993 í um 3.500 milljarða dollara árið 2015 (Investment Company Institute 2016).

Mynd 1. Stærð vísitölusjóða í Bandaríkjunum 1993-2015 (milljarðar Bandaríkjadollara)



Heimild: Investment Company Institute (2016)

Í Bandaríkjunum eiga fagfjárfestar, sérstaklega stórir sjóðir með dreifð eignasöfn, í sívaxandi mæli stóran hlut í mörgum keppinautum. Það ýkir enn áhrif þessa að stærstu sjóðirnir og sjóðastjórnunarfyrirtækin hafa vaxið mjög hratt og eru í nokkrum tilfellum komin með eignasöfn sem metin eru á mörg þúsund milljarða dollara. Blackrock er stærst þeirra fyrirtækja með mjög stórt eignasöfn, eins og sjá má í töflu 1. Nokkrir aðrir aðilar eru litlu minni. Fyrir vikið stjórnar fyrirtækið stórum hlut í fjölmörgum af stærstu fyrirtækjum Bandaríkjanna og á í mörgum tilfellum umtalsverðan hlut í tveimur eða fleiri keppinautum. Það gerir málið enn verra að mörg önnur sjóðastjórnunarfyrirtæki eru í nákvæmlega sömu stöðu. Raunar er það svo að þeir sem reka stóra vísitölusjóði lenda nánast sjálfkrafa í þessari stöðu.

Tafla 1. 15 stærstu eignastýringasjóðir (m.v. hlutfjáreign eingöngu) í Bandaríkjunum, júní 2016

Nafn	Samtals eignir í stýringu	Eignir í stýringu í vísitölusjóðum	Hlutfall eigna í vísitölusjóðum
BlackRock	2.644	2.166	81,3%
Vanguard	2.270	1.839	81,1%
State Street	1.377	1.275	96,9%
Fidelity	1.004	170	16,9%
Invesco	377	85	22,5%
T. Rowe Price	337	30	8,9%
BNY Mellon	247	14	6,9%
Capital Group	838	0	0%
Wellington Mgmt.	476	0	0%
JP Morgan Chase	342	0	0%
Affiliated Managers	336	0	0%
Franklin Templeton	297	0	0%
Goldman Sachs	254	0	0%
Dimensional F. Adv.	245	0	0%
Legg Mason	204	0	0%

Heimild: Fichtner, Heemskerk, Garcia-Bernardo (2016)

Afleiðingin er m.a. sú, sem fyrr segir, að ef fimm stærstu hluthafar í fimm stærstu bönkum Bandaríkjanna eru skoðaðir þá sjást sömu fjögur nöfnin á öllum listunum fimm (Fichtner, Heemskerk, Garcia-Bernardo, 2016). Auk Blackrock eru það Vanguard, State Street og Fidelity. Á þremur listanna er fimmta nafnið síðan Berkshire Hathaway. Þannig að í þremur af fimm stærstu bönkum Bandaríkjanna eru fimm stærstu hluthafarnir þeir sömu.

Niðurstaðan er svipuð þegar aðrar atvinnugreinar eru skoðaðar, þótt ekki liggi fyrir gott mat á áhrifum eignarhaldsins á samkeppni og verðlag. Þannig eru stóru sjóðastjórnunarfyrtækin fjögur sem fyrr voru nefnd, fjórir stærstu hluthafar í Apple og á sama tíma öll meðal sex stærstu hluthafa Microsoft. Einnig eru fyrrgreind fjögur sjóðastjórnunarfyrtæki fjórir stærstu hluthafarnir í tveimur stærstu apótekakeðjunum í Bandaríkjunum, CVS Pharmacy og Walgreens.

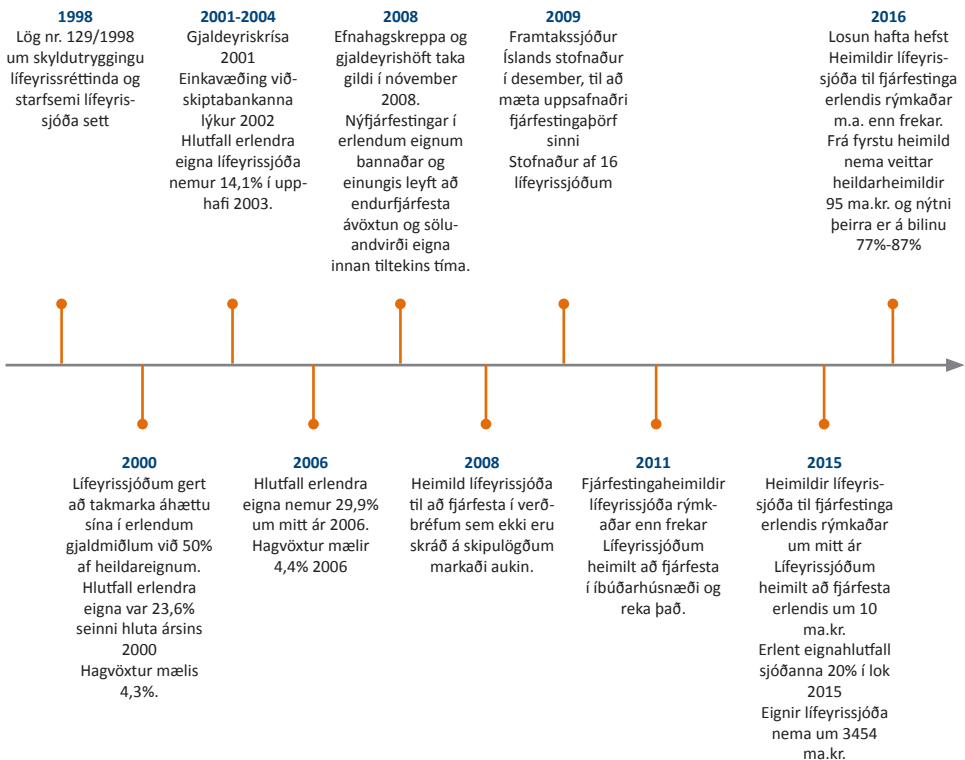
3.2 Almenn þróun á íslenskum hlutabréfamarkaði

Helstu hlutverk hlutabréfamarkaða hafa m.a. verið skilgreind með eftirfarandi hætti: að stuðla að heppilegri eignadreifingu og um leið valddreifingu í helstu greinum atvinnureksturs. Þá á virkur markaður að greiða fyrir því að almenningur geti ávaxtað sparifé sitt í fyrirtækjum og að sama skapi lífeyrissjóðir fyrir hönd sjóðfélaga sinna. Hlutabréfa-

markaður á að greiða fyrir eigendaskiptum í atvinnurekstri, t.d. vegna kynslóðaskipta, samruna og eða yfirtöku í hagræðingarskyni, vegna tækniframfara eða til að efla rekstrar-einingar í atvinnulífinu og gera þeim kleift að ráðast í enn stærri verkefni og að greiða leiðina fyrir fyrirtæki til að sækja áhættufé svo þau eigi möguleika að ráðast í ný verkefni eða til að hagræða í rekstri sínum (Sigurður B. Stefánsson 2003, 20).

Það er áhugavert að skoða íslenskan hlutabréfamarkað og þær breytingar og þá þróun sem átt hefur sér stað í umhverfi íslenskra fjárfesta síðastliðin 20 ár. Árið 1998 voru sett lög um skyldutryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða og tveim árum seinna var þeim gert að takmarka áhættu í erlendum gjaldmiðlum við 50% af heildareignum. Árið 2001 féll gengi íslensku krónunnar og ári seinna var einkavæðingu íslensku viðskiptabankanna lokið. Á árinu 2008 féllu íslensku bankarnir og gengi íslensku krónunnar sem hafði umtalsverð áhrif á íslenskt efnahagslíf. Í kjölfarið voru sett gjaldeyrishöft sem leiddu til þess að almennir íslenskir fjárfestar höfðu ekki kost á því að fjárfesta erlendis um árabil, allt til ársins 2017. Heimildir lífeyrissjóða til þess að fjárfesta erlendis voru þó rýmkaðar örlítið fyrr, á árunum 2015 og 2016. Á mynd 2 má finna enn fleiri atburði sem höfðu áhrif á markaðinn á þessu tímabili.

Mynd 2. Yfirlit yfir helstu atburði í efnahagslífi og umhverfi lífeyrissjóða frá árinu 2000



Eins og fyrr segir varð íslenskur hlutabréfamarkaður fyrir miklu áfalli við efnahagshrunið árið 2008 og við hrun viðskiptabankanna þriggja, enda voru þeir umsvifamiklir á árunum fyrir efnahagshrunið (Ásta Dís Óladóttir 2009). Markaðsverðmæti fjármála-fyrirtækja fyrir þann tíma nam rúmlega 80% af samanlögðu markaðsverðmæti skráðra félaga í Kauphöllinni. Flest urðu félögin 75 talsins árin 1999 – 2001, en síðan hefur þeim farið stöðugt fækkandi. Frá árinu 2002 til 2003 fækkaði fyrirtækjum um 16 og frá 2003 til 2005 hurfu 22 fyrirtæki úr Kauphöllinni. Árið 2007 voru þau 26 og fækkaði í 20 árið 2008. Fyrir bankahrunið var samanlagt markaðsvirði skráðra félaga í Kauphöllinni um 1.500 milljarðar króna eða sem svarar um 120% af landsframleiðslu. Var þetta svipað hlutfall og algengt er í þeim löndum sem fremst standa í efnahagsmálum.⁹ Í desember 2016 eru 17 félög skráð í Kauphöll Íslands og ljóst að sömu hluthafar leika stórt hlutverk í mörgum félögum.

Sjóðastjórnunarfyrirtæki eins og Blackrock og Vanguard hafa ekki sýnt Íslandi mikinn áhuga og innlendi sjóðageirinn er frekar lítill. Stefnir er stærstur á þeim markaði. Hins vegar er íslenska lífeyrissjóðakerfið afar stórt, telur 26 lífeyrissjóði sem í voru um 247 þúsund greiðandi sjóðfélagar í lok árs 2015. Lífeyrissjóðirnir áttu 3.270 milljarða við áramótin 2015/2016, eða um 10 milljónir á hvern Íslending. Lífeyrissjóðir eru eðli sínu samkvæmt langtímafjárfestar sem fjárfesta í þeim tilgangi að hámarka arðsemi sína, með það að markmiði að mæta lífeyrisskuldbindingum sínum næstu áratugin. Þeir eiga í eðli sínu að vera áhættufelnir þar sem hlutverk þeirra er að taka við iðgjöldum frá sjóðsfélögum og ávaxta iðgjöldin til greiðslu framtíðarskuldbindinga. Því er markmið þeirra að ávaxta ráðstöfunarfé sitt á sem ábyrgastan hátt.

3.3 Þróun sameiginlegs eignarhalds á Íslandi frá 2003 til 2016

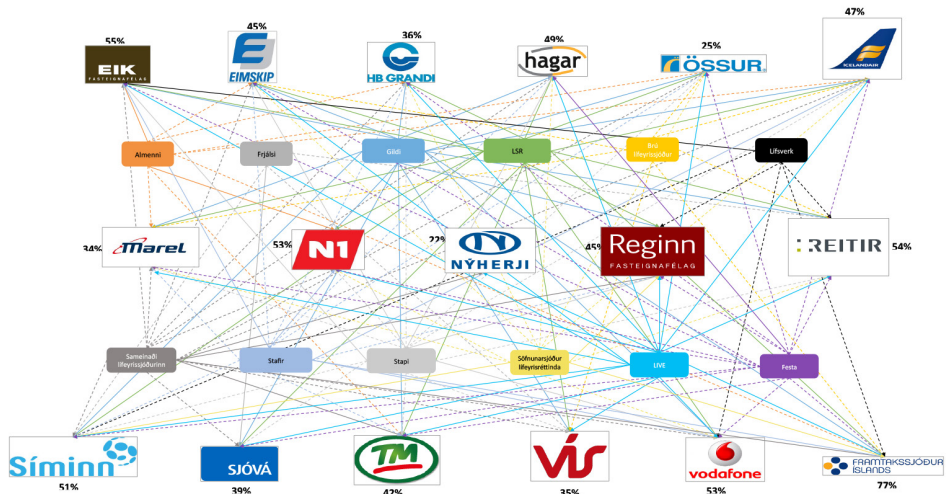
Við skoðum hér hvernig fjárfestingar hafa þróast og beinum sérstaklega sjónum okkar að þremur mörkuðum þar sem tveir eða þrír keppinautar eru skráðir í Kauphöll Íslands, það er tryggingar, fasteignir og fjarskipti. Í öllum tilfellum er miðað við lista yfir 20 stærstu hluthafa en félögin birta hann öll á heimasíðum sínum. Í nokkrum tilfellum kemur sami aðilinn fram tvisvar eða oftár á einum lista, t.d. bæði LSR-A og LSR-B og ýmsir sjóðir Stefnis. Þeir eru hér talinn sem einn aðili og fyrir vikið er í þeim tilfellum miðað við aðeins færri en 20 hluthafa.

Eignarhald þessara sömu fyrirtækja er skoðað á fjórum tímapunktum: Í lok árs 2003, í lok árs 2007, í lok árs 2014 og 30. júní 2016. Staðan í lok árs 2003 og 2007 sýnir vel hvernig þróunin á eignarhaldi allra hluthafa og lífeyrissjóðanna var á hagvaxtarskeiðinu fyrir efnahagshrunið árið 2008. Staðan í lok árs 2014 sýnir hvernig þróunin varð eftir árið 2008 þar sem valkostir lífeyrissjóða og almennings voru takmarkaðir og óheimilt var að fjárfesta í erlendum verðbréfum. Um mitt ár 2016 var liðið tæpt ár síðan lífeyrissjóðum var á ný leyft að fjárfesta erlendis, í fyrsta sinn eftir hrun (Seðlabanki Íslands, 2015). Voru heimildir lífeyrissjóðanna til fjárfestinga erlendis þá orðnar nokkuð rúmar og því möguleg breyting orðin á innlendra hlutabréfaeign lífeyrissjóðanna.

Tafla 2. Eignarhlutur stærstu hluthafa og lífeyrissjóða á mörkuðunum þremur miðað við 30.6.2016

	20 stærstu hluthafar eiga:	Þ.a. helstu lífeyrissj.:	Hluthafar sem eiga í öllum fyrirtækjum í flokki eiga:	Þ.a. helstu lífeyrissj.:	Þeir sem eiga í 2 fyrirtækjum (eða fl.) af 3 í hverjum flokki eiga:	Þ.a. helstu lífeyrissj.:
Fasteignir		13 Lsj.		6 Lsj.		9 Lsj.
- Reginn	76%	45%	36%	36%	61%	45%
- Reitir	76%	54%	46%	46%	58%	48%
- Eik	81%	55%	37%	37%	54%	45%
Tryggingafélög		11 Lsj.		5 Lsj.		7 Lsj.
- Sjóvá	87%	39%	34%	28%	45%	39%
- VÍS	75%	35%	39%	29%	50%	31%
- TM	76%	42%	43%	37%	54%	39%
Fjarskipti		11 Lsj.		9 Lsj.		
- Síminn	77%	51%	66%	48%		
- Vodafone	88%	53%	64%	53%		

Prósentutölur lýsa því hvað hver flokkur eigenda (allir hluthafar eða einungis lífeyrissjóðir) á í tilteknu skráðu félagi.

Mynd 3. Lífeyrissjóðirnir og hlutafélög 30.6.2016

Framsetning höfunda á eignarhaldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Prósentutölur við nafn félags tákna samtals eign lífeyrissjóða í tilteknu hlutafélagi. Brotalínur tákna eign innan við 3% í tilteknu félagi. Mismunandi litur er notaður fyrir hvern lífeyrissjóð. Prósentur tákna samanlagða hlutdeild lífeyrissjóðanna í félagi.

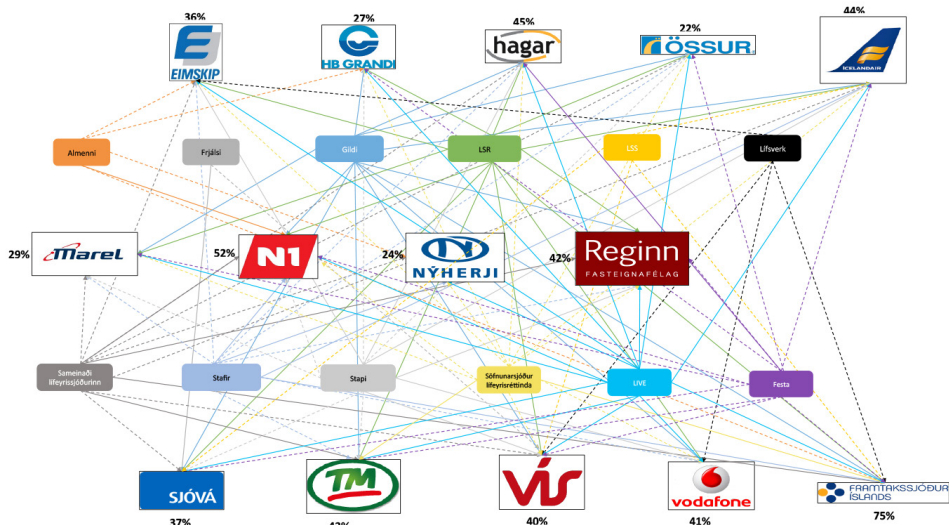
Eign lífeyrissjóða um mitt ár 2016 í skráðum hlutfélögum var umtalsverð. Stærstu lífeyrissjóðirnir átta til að mynda hlut í nánast öllum hlutfélögum ef frá er talinn Almenni lífeyrissjóðurinn. Mest átta lífeyrissjóðirnir í fasteignafélaginu Eik eða 55% en minnst í Nýherja eða um 22%. Í töflu 2 má sjá hvernig sameiginlegu eignarhaldi stærstu hluthafa var hátað um mitt ár 2016, ásamt því að hlutfjáreign lífeyrissjóða er sérstaklega skoðuð.

Sjá má að 20 stærstu hluthafar eiga 76-81% í hverju fyrirtæki á fasteignamarkaði og þar af eiga lífeyrissjóðir stærstan hluta af því, eða 45-55% í hverju félagi.

Þeir sex lífeyrissjóðir sem eiga í öllum hlutfélögum á fasteignamarkaði eiga 36% í Reginn hf., 46% í Reitum hf. og 37% í Eik hf. Ef miðað er við alla hluthafa eru hlutföllin þau sömu, svo sameiginlegt eignarhald utan lífeyrissjóða er ekkert. Þeir hluthafar sem eiga í tveimur fyrirtækjum eða fleiri, af þremur á fasteignamarkaði, eiga 61% í Reginn hf., 58% í Reitum hf., og 54% í Eik hf. Af þessum hluthöfum eru 9 lífeyrissjóðir og eiga þeir samtals 45% í Reginn hf., 48% í Reitum hf. og 45% í Eik hf.

Hluthafar sem eiga í öllum félögum í tryggingastarfsemi eiga 34% í Sjóvá hf., 39% í VÍS hf. og 43% í TM hf. Þar af eiga fimm lífeyrissjóðir í öllum félögum þremur, eða 28% í Sjóvá hf., 29% í VÍS hf. og 37% í TM hf. Fyrirtæki á fjarskiptamarkaði eru tvö og eiga stærstu hluthafar sem eiga í báðum fyrirtækjum 66% í Símanum hf. og 64% í Vodafone hf. Þar af eiga 9 lífeyrissjóðir í báðum fyrirtækjunum. Þeir eiga 48% í Símanum hf. og 53% í Vodafone hf. Sameiginlegt eignarhald á mörkuðunum þremur skýrist því að mestu leyti af eignarhaldi lífeyrissjóða í félögum.

Mynd 4. Lífeyrissjóðir og hlutfélög í árslok 2014



Framsetning höfunda á eignarhaldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Prósentutölur við nafn félags tákna samtals eign lífeyrissjóða í tilteknu hlutfélagi. Auk allra félaga sem skráð eru í Kauphöll Íslands er FSÍ slhf. Brotalínur tákna eign innan við 3% í tilteknu félagi. Mismunandi litur er notaður fyrir hvern lífeyrissjóð. Prósentur tákna samanlagða hlutdeild lífeyrissjóðanna í félagi.

Samanburður á myndum 3 og 4 sýnir að heimildir lífeyrissjóða til fjárfestinga erlendis virðast í fljótu bragði ekki hafa haft mikil áhrif á sameiginlegt eignarhald lífeyrissjóðanna en hlutfall lífeyrissjóðanna í einstökum félögum hefur þó minnkað örlítið milli árana 2014 og 2016. Á móti kemur einnig að fleiri félög höfðu bæst á aðallista kauphallarinnar árið 2016.

Sem fyrr áttu flestir stærstu lífeyrissjóðirnir í öllum skráðum hlutafélögum, mest í N1 hf., eða 52%, en minnst í Össuri hf., eða 22%. Ekki er hægt að bera saman sömu markaði í lok árs 2014 og mitt ár 2016, þar sem aðeins eitt hlutafélag var skráð á fasteignamarkaði og eitt félag skráð sem er á fjarskiptamarkaði. Í töflu 3 má sjá nánari sundurliðun á eign stærstu hluthafa og lífeyrissjóðanna í árslok 2014.

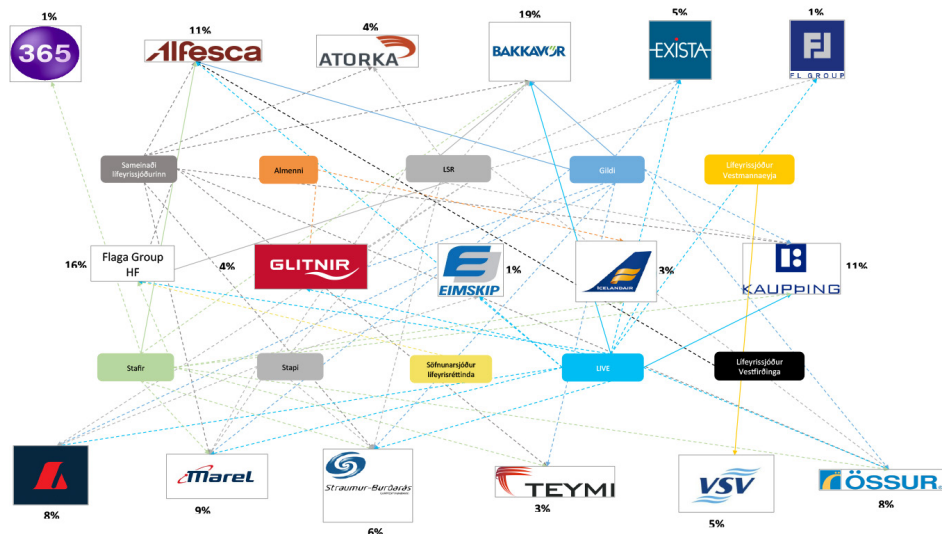
Tafla 3. Eignarhlutur stærstu hluthafa og lífeyrissjóða á mörkuðunum þrem miðað við 31.12.2014

	20 stærstu hluthafar eiga:	Þ.a. helstu lífeyrissj.:	Hluthafar sem eiga í öllum fyrirt. í flokki eiga:	Þ.a. helstu lífeyrissj.:	Þeir sem eiga í 2 fyrirtækjum (eða fl.) af 3 í hverjum flokki eiga:	Þ.a. helstu lífeyrissj.:
Fasteignir		8 lsj.				
- Reginn	78%	42%				
Tryggingafél.		11 lsj.		6 lsj.		9 lsj.
- Sjóvá	85%	37%	34%	27%	49%	37%
- VÍS	68%	40%	41%	32%	56%	38%
- TM	70%	43%	44%	35%	57%	40%
Fjarskipti		7 lsj.				
- Vodafone	83%	41%				

Prósentutölur lýsa því hvað hver flokkur eigenda (allir hluthafar eða einungis lífeyrissjóðir) á í tilteknu skráðu félagi.

Stærstu hluthafarnir sem áttu í öllum félögum í tryggingarstarfsemi, áttu 34% í Sjóvá hf., 41% í VÍS hf., og 44% í TM hf. Sex lífeyrissjóðir áttu þar af í öllum tryggingarhlutafélögum. Þeir áttu 27% í Sjóvá hf., 32% í VÍS hf. og 35% í TM hf. Eignarhald lífeyrissjóðanna í Reginn hf. var 42% og í Vodafone hf. 41%. Hlutfallið á milli sameiginlegs eignarhalds allra hluthafa og lífeyrissjóða sérstaklega hefur því haldist nokkuð óbreytt milli tímabila á tryggingarmarkaði. Staðan fyrir efnahagshrunið árið 2008 var töluvert frábrugðin því sem síðar varð árið 2014 og um mitt ár 2016, enda fjárfestingakostir orðnir ívið fleiri. Á mynd 5 má sjá hvernig hlutabréfaeign lífeyrissjóðanna var nálægt toppi hagsveiflunnar árið 2007.

Mynd 5. Lífeyrissjóðir og hlutfélög í lok árs 2007



Framsetning höfunda á eignarhaldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Prósentutölur við nafn félags tákna samtals eign lífeyrissjóða í tilteknu hlutfélagi. Brotalínur tákna eign innan við 3% í tilteknu félagi. Mismunandi litur er notaður fyrir hvern lífeyrissjóð. Prósentur tákna samanlagða hlutdeild lífeyrissjóðanna í félagi.

Tafla 4. Eignarhlutur stærstu hluthafa og lífeyrissjóða á helstu mörkuðum miðað við 31.12.2007

	20 stærstu hluthafar eiga:	Þ.a. helstu lsj.:	Hluthafar sem eiga í öllum fyrirtækjum í flokki eiga:	Þ.a. helstu lsj.:	Þeir sem eiga í 2 fyrirtækjum (eða fl.) af 3 í hverjum flokki eiga:	Þ.a. helstu lsj.:
Bankar		7 lsj.		3 lsj.		3 lsj.
- Glitnir	78%	4%	4,3%	3%	19%	3%
- Kaupþing	72%	11%	25%	9%	29%	9%
- Landsbankinn	79%	8%	10%	7%	27%	7%
Tryggingafélög		Enginn				
- TM	100%	0%				
Fjarskipti		3 lsj.				
- Teymi	92%	3%				
Fyrirtæki í sjávarútvegi		1 lsj.		Enginn		
- VSV	96%	5%	0%	0%		
- HB Grandi	98%	0%	0%	0%		

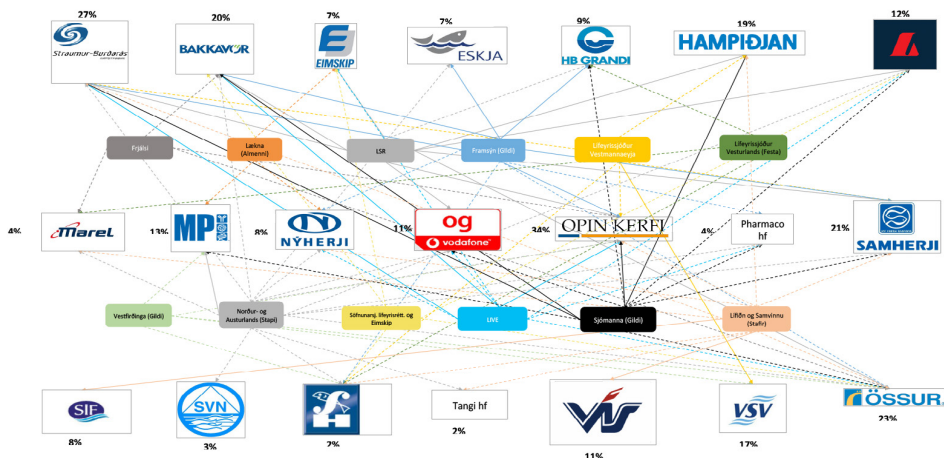
Prósentutölur lýsa því hvað hver flokkur eigenda (allir hluthafar eða einungis lífeyrissjóðir) á í tilteknu skráðu félagi.

Eign lífeyrissjóðanna í einstökum félögum var töluvert minni árið 2007 en hún hefur verið á undanförnum árum. Mest átta sjóðirnir í Bakkavör, eða 19%, en minnst í 365 hf., FL Group hf. og Eimskip hf, eða um 1%. Enginn sjóðanna átti hlut í öllum skráðum félögum.

Helsta eign lífeyrissjóðanna í árslok 2007 var í félögum í sjávarútvegi og í bankarekstri. Stærstu hluthafar sem átta hlut í öllum bönkunum þremur átta 4-25%. Þar af átta 7 lífeyrissjóðir í öllum bönkunum þremur, 3% í Glitni hf., 9% í Kaupþingi hf. og 7% í Landsbankanum hf. Enginn stór hluthafi eða lífeyrissjóður átti bréf í báðum sjávarútvegsfyrirtækjunum sem skráð voru á markaði.

Þótt erfitt sé að bera saman hlutabréfaeign milli tímabila er óhætt að fullyrða að sameiginlegt eignarhald var mun minna fyrir efnahagshrunið árið 2008 en á árunum eftir hrun, bæði hjá öllum stærstu hluthöfum og lífeyrissjóðum sérstaklega. Mynd 6 sýnir svo eign lífeyrissjóða í skráðum hlutafélögum í lok árs 2003.

Mynd 6. Lífeyrissjóðir og hlutafélög í lok árs 2003



Framsetning höfunda á eignarhaldi skráðra fyrirtækja í Kauphöll Íslands. Prósentutölur við nafn félags tákna samtals eign lífeyrissjóða í tilteknu hlutafélagi. Brotalínur tákna eign innan við 3% í tilteknu félagi. Mismunandi litur er notaður fyrir hvern lífeyrissjóð. Prósentur tákna samanlagða hlutdeild lífeyrissjóðanna í félagi.

Hlutabréfaeign lífeyrissjóða var nokkuð meiri í lok árs 2003 en í lok árs 2007, enda fleiri félög skráð á aðallista Kauphallarinnar.

Mest átta lífeyrissjóðirnir í Straumi-Burðarás hf., eða 27%, en minnst í Tanga hf., eða 2%. Eign lífeyrissjóða árið 2003 og árið 2007 í skráðum hlutafélögum var því mun minni fyrir efnahagshrunið árið 2008, eins og áður hefur verið nefnt.

Tafla 5. Eignarhlutur stærstu hluthafa og lífeyrissjóða á helstu mörkuðum miðað við 31.12.2003

	20 stærstu hluthafar eiga:	Þ.a. helstu Isj.:	Hluthafar sem eiga í öllum fyrirtækjum í flokk eiga:	Þ.a. helstu Isj.:	Þeir sem eiga í fl. en 2 fyrirtækjum í flokk eiga:	Þ.a. helstu Isj.:
Bankar		5 Isj.				
- Landsbankinn	79%	12%				
Tryggingafélög		1 Isj.		Enginn		
- Sjóvá	100%	0%	0%	0%		
- Vís	99%	11%	0%	0%		
Fjarskipti		4 Isj.				
- Og Vodafone	89%	11%				
Fyrirtæki tengd sjávarútvegi		10 Isj.				
- VSV	93%	17%			48%	17%
- Grandi	93%	9%			47%	8%
- Samherji	89%	21%			56%	21%
- Eskja	98%	7%			41%	7%
- Sölum. Hraðf.	99%	2%			71%	2%
- SVN	90%	3%			28%	3%

Prósentutölur lýsa því hvað hver flokkur eigenda (allir hluthafar eða einungis lífeyrissjóðir) á í tilteknu skráðu félagi.

Í töflu 5 má sjá að eign lífeyrissjóðanna var nokkur í fyrirtækjum tengdum sjávarútvegi árið 2003, þó átti enginn lífeyrissjóður í öllum 6 félögum sem störfuðu á þeim markaði. Eignarhlutdeild lífeyrissjóða í skráðum félögum árið 2003 var einungis brot af því sem hún var um mitt ár 2016.

3.4 Eignarhald lífeyrissjóða á Íslandi

Umfangsmikið eignarhald lífeyrissjóða á atvinnufyrirtækjum á sér augljósar skýringar. Lífeyriskerfið er langstærsta uppspretta innlends sparnaðar. Sjóðsöfnunarkerfi kallar nánast óhjákvæmilega á kaup á verðbréfum fyrir megnið af því fé sem streymir inn í sjóðina á hverjum tíma auk þess sem fjárfesta þarf vegna arðgreiðslna og vaxta sem sjóðirnir fá í reidufé og endurfjárfesta vegna fyrri fjárfestinga sem eru greiddar upp eða seldar. Fjárfestingar lífeyrissjóða í hlutabréfum eru eðlilegur liður í eignastýringu þeirra og fjárfestingargeta þeirra er mikil. Þannig hafa þrjár stærstu lífeyrissjóðirnir yfir að ráða meira fjármagni en sem nemur markaðsvirði allra skráðra fyrirtækja á hlutabréfamarkaði.

Þá er fjárfesting erlendra fagfjárfesta á Íslandi lítil og gjalddeyrishöft hafa takmarkað erlendar fjárfestingar íslenskra lífeyrissjóða. Sú staðreynd að hver lífeyrissjóður má skv. lögum eiga að hámarki 15% hlutafjár í hverju fyrirtæki getur einnig haft áhrif á dreifingu

fjárfestinganna. Afleiðingin getur því orðið sú að lífeyrissjóðirnir fjárfesta gjarnan í fleiri en einum keppinauti á sama markaði

Stærstu lífeyrissjóðir á Íslandi, ef miðað er við hlutfallslega skiptingu heildareigna eru: Lífeyrissjóður verslunarmanna, Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins og Gildi lífeyrissjóður. Þessir þrír sjóðir áttu í árslok 2015 heildareignir að andvirði 1.621 milljarðs króna sem var rétt um helmingur heildareigna lífeyriskerfisins. Átta aðrir lífeyrissjóðir áttu eignir umfram 100 milljarða hver en aðrir lífeyrissjóðir eru talsvert smærri og áttu á þessum tíma samanlagt minna en sérhver hinna þriggja stærstu.¹⁰ Séu sjóðirnir metnir út frá fjölda iðgjaldagreiðenda í lok árs 2015 er Lífeyrissjóður verslunarmanna fjölmennastur, með um 46 þúsund iðgjaldagreiðendur, Gildi lífeyrissjóður með rúmlega 43 þús. greiðendur og Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins með 29.500 iðgjaldagreiðendur.

Mikil umsvif lífeyrissjóða á litlum markaði geta dregið úr möguleikum þeirra á að ná æskilegri áhættudreifingu. Meðan gjaldeyrishöft komu í veg fyrir erlendar fjárfestingar sjóðanna bentu forsvarsmenn þeirra margsinnis á þann vanda sem það skapaði sjóðunum og ýmsir fræðimenn hafa tekið undir það, t.d. Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014) og Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn (2013) tók í sama streng. Margrét Lilja Hrafnkelsdóttir (2014) telur þó að erlendar fjárfestingar sjóðanna hafi ekki stuðlað að hærri ávöxtun þeirra eða minni sveiflum í ávöxtun.

Eins þarf að gæta að því að eftirlaunataka mannmargra kynslóða valdi ekki umtalsverðum ruðningsáhrifum í efnahagslífinu, eins og þegar uppsafnaður sparnaður er dreginn út úr hagkerfinu og greiddur út sem lífeyrir. Lífeyrisiðgjöld fela í raun í sér frestun á neyslu og skapa með því viðskiptaafgang þar sem innflutningur verður minni fyrir vikið. Þannig benda Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014) á það að lífeyrissjóðirnir skapi sitt eigið svigrúm til erlendra fjárfestinga þar sem iðgjöldin búa sjálfkrafa til viðskiptaafgang. Þá telja þeir að mistök hafi verið gerð þegar lífeyriskerfinu var komið á laggirnar að gera ekki ráð fyrir því strax að a.m.k. helmingur eigna þeirra yrði erlendum.

Lífeyrissjóðunum var hins vegar ekki heimilt að kaupa erlendar eignir fyrr en eftir afnám hafta árið 1994, í kjölfar þess að Ísland varð hluti af evrópska efnahagssvæðinu. Þegar höft voru aftur sett á síðla árs 2008 náðu þau einnig yfir lífeyrissjóðina. Því hefur hlutfall erlendra eigna af heildareignum þeirra lækkað nokkuð á undanförunum árum. Hlutfall erlendra eigna hjá lífeyrissjóðunum er nú um ¼ en ætti að vera um ½ að mati sumra fræðimanna (Ásgeir Jónsson 2016; Ásgeir Jónsson & Hersir Sigurgeirsson 2014). Munar þar 800 milljörðum sem þeir telja að samkvæmt eignastýringarsjónarmiðum ætti að fjárfesta erlendis.

Á móti þessu vegur raunar að vextir eru almennt mjög lágir víðast hvar erlendis og hafa verið allt frá því fjármálakrisan skók heiminn árið 2008. Þá er hlutabréfaverð víða erlendis mjög hátt m.v. t.d. hagnað. Talið er að raunávöxtun íslensku lífeyrissjóðanna á árinu 2015 hafi verið yfir 8% að jafnaði sem er vel yfir því 3,5% viðmiði sem þeir búa við. Sé litið til ávöxtunar lífeyrissjóða í ríkjum innan OECD má sjá að ávöxtunin hér var með besta móti. Meðalraunávöxtun sjóða innan þessara ríkja var rúm 2% á árinu 2015 og vegið meðaltal ávöxtunar 0,4%. Þetta er það vaxtaumhverfi sem íslenskum lífeyrissjóðum bauðst erlendis um mitt ár 2016, þannig að hvatinn til fjárfestinga erlendis

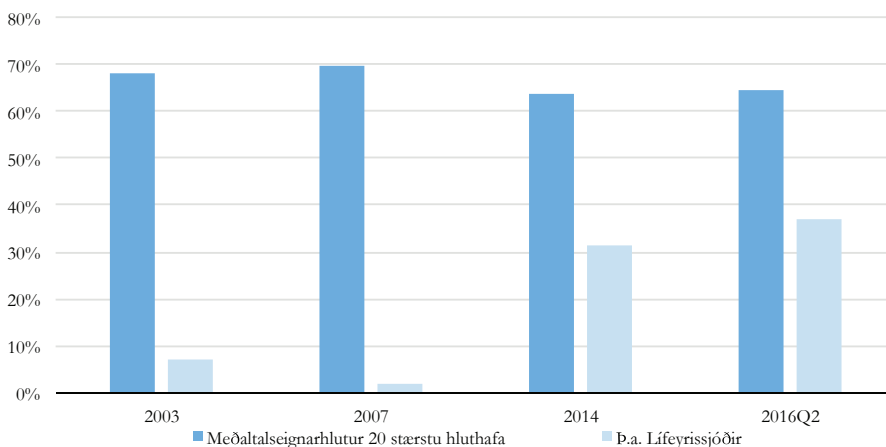
er væntanlega ekki mikill (Heimild: OECD 2016; Hagfræðideild Landsbankans 2016). Á árinu 2016 var raunávöxtun íslenskra lífeyrissjóða að jafnaði lág, vegna styrkingar krónu og misjafn gengis fyrirtækja á innlendum hlutabréfamarkaði, m.v. árin á undan. MSCI heimsvísitalan fyrir hlutabréf hækkaði um 5,3% á árinu 2016, en á sama tíma lækkaði vegið meðalgengi erlendra gjaldmiðla um tæp 16% gagnvart krónu. Ávöxtun á innlendum hlutabréfamarkaði miðað við K-90 vísitölu Greiningar Íslandsbanka var neikvæð um u.þ.b. 1% á árinu 2016. (Greiningardeild Íslandsbanka 2017)

Samantekið við önnur OECD ríki er raunávöxtunin þó töluvert yfir meðaltali fyrir árin 2014 og 2015. Meðalávöxtun sjóða innan þessara ríkja var rúm 2% á árinu 2015 og vegið meðaltal ávöxtunar 0,6% (OECD, 2016). Þessi góða ávöxtun hjá íslensku sjóðunum á árunum fyrir 2016 gerir það að verkum að raunávöxtun kerfisins undanfarin 5 ár er væntanlega enn yfir 3,5% tryggingarfræðilegu viðmiði sjóðanna (Greiningardeild Íslandsbanka 2017). Heildareignir íslenskra lífeyrissjóða hækkuðu um 230 ma.kr. og þ.a. hækkuðu erlendar eignir um 29 ma.kr., á árinu 2016 og námu 3.514 mö.kr um síðustu áramót (Seðlabanki Íslands 2017).

4. Niðurstöður

Á undanförunum árum hafa stofnanafjárfestar orðið mjög áberandi á meðal stærri eigna atvinnufyrirtækja, einkum lífeyrissjóðir. Eins og sjá má á mynd 7 þá hefur eign 20 stærstu hluthafa verið nokkuð stöðug, eða á bilinu 60% og 70% á árunum 2003 til 2016. Hins vegar hefur hlutdeild lífeyrissjóða aukist töluvert, eða úr um 8% árið 2003 og 3% árið 2007 í um 30% árið 2014 og 38% árið 2016.

Mynd 7. Próun eignarhalds á íslenskum hlutabréfamarkaði árin 2003-2016¹¹

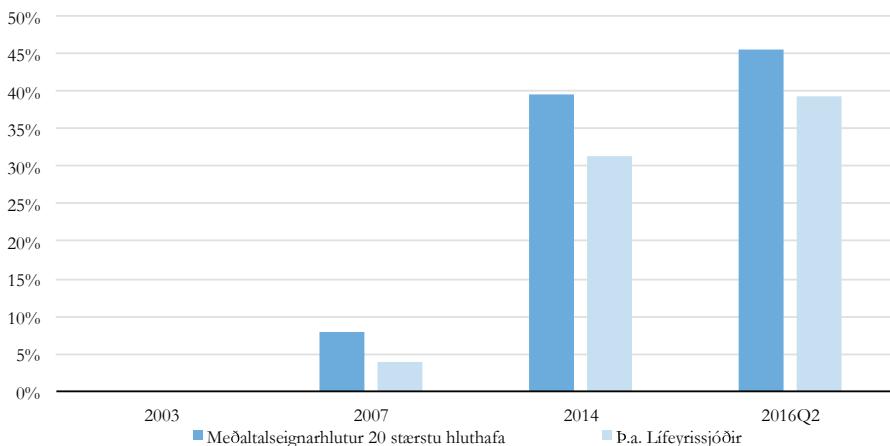


Heimild: Kauphöll Íslands

Eins og fram hefur komið hafa stofnanafjárfestar átt í vaxandi mæli eignarhluti í keppinautum, þ.e. í þeim tilfellum þar sem þeir eiga í fleiri en einu fyrirtæki á sama markaði.

Þegar horft er til þess hversu útbreitt sameiginlegt eignarhald hefur verið á íslenskum hlutabréfamarkaði má sjá á mynd 8 að árið 2003 var það ekki til staðar, en árið 2016 nam það um 45% þegar aðeins er litið til eignarhluta 20 stærstu hluthafanna og tæplega 40% ef aðeins var horft til eignar lífeyrissjóða í hópi 20 stærstu. Á árinu 2016 áttu t.a.m. sömu hluthafarnir 34% í Sjóvá hf., 39% í VÍS hf. og 43% í TM hf. Þar af áttu fimm lífeyrissjóðir í öllum félögum þremur, eða 28% í Sjóvá hf., 29% í VÍS hf. og 37% í TM hf. Tvö stærstu fyrirtækin á fjarskiptamarkaðnum eru skráð á hlutabréfamarkað og áttu sömu hluthafarnir á árinu 2016 um 66% í Símanum hf. og 64% í Vodafone hf. Þar af voru 9 lífeyrissjóðir sem áttu í báðum fyrirtækjunum, eða um 48% í Símanum hf. og 53% í Vodafone hf. Á fasteignamarkaði áttu sömu sex lífeyrissjóðir um 36% í Reginn hf., 46% í Reitum hf. og 37% í Eik hf. Ef miðað er við alla hluthafana eru hlutföllin þau sömu, svo sameiginlegt eignarhald utan lífeyrissjóða er ekkert. Af þessu má ráða að eignarhald lífeyrissjóða er meginástæða þessarar miklu aukningar sameiginlegs eignarhalds á árunum 2003 til 2016.

Mynd 8. Þróun sameiginlegs eignarhalds á íslenskum hlutabréfamarkaði árin 2003-2016¹²



Heimild: Kauphöll Íslands. Miðað er við hluthafa í þeim félögum sem eru í samkeppni við önnur skráð félög. Það átti við engan markað árið 2003.

Hér verður ekkert fullyrt um það hvaða afleiðingar þetta sameiginlega eignarhald á íslenskum fyrirtækjum hefur á samkeppni og verð. Engar rannsóknir hafa enn verið gerðar á því. Bandarísku rannsóknirnar benda þó eindregið til þess að eðlilegt sé að hafa áhyggjur en eins fram kemur í kafla 2 geta afleiðingar takmarkaðrar samkeppni átt sér fleiri birtingarmyndir en í herra verð til viðskiptavina, t.d. komið fram í minni heildarþáttaframléiðni og auknum ójöfnuði.

5. Umræða

Hafi sameiginlegt eignarhald á íslenskum fyrirtækjum sambærileg áhrif á samkeppni eins og það hefur á þeim mörkuðum sem hafa verið rannsakaðir í Bandaríkjunum má velta upp spurningunni hvað er til ráða? Íslenskt samfélag er í raun enn að vinna úr afleiðingum bankahrunsins árið 2008 og þetta er einn flötur á því. Eitt af því sem bent var á í kjölfar hrunsins var að hið opinbera, bæði löggjafinn og Fjármálaeftirlitið, þurfi að skapa skýrari umgjörð um áhættuhópa tengdra aðila en hingað til. Fjármálaeftirlitið þarf að skilgreina betur hvað séu tengdir aðilar og loka fyrir möguleika á matskenndri túlkun. Í því samhengi hlýtur sameiginlegt eignarhald að skipta máli.

Ýmsar hugmyndir hafa verið reifaðar sem lausn á neikvæðum afleiðingum sameiginlegs eignarhalds en þó hefur engri þeirra verið hrint í framkvæmd og því erfitt að fullyrða neitt um það hvort þær gætu dregið úr vandanum. Posner, Scott og Weyl (2017) leggja það til að mynda til að bandarísk samkeppnisyfirkvæðing takmarki eign fjárfesta í keppinautum við samtals 1% í viðkomandi atvinnugrein. Fari viðkomandi fjárfestir yfir þau mörk sé honum aðeins heimilt að eiga hlut í einu fyrirtæki í viðkomandi atvinnugrein. Þau taka það þó fram að viðkomandi regla ætti ekki að gilda um fjárfestingasjóði með hlutlausu stýringu sem beita ekki áhrifum sínum í viðkomandi félögum. Gæti það til að mynda átt við svokallaða vísitölusjóði. Elhaug (2016) telur að niðurstöður rannsókna í Bandaríkjunum um skaðleg áhrif sameiginlegs eignarhalds á flug- og bankamarkaði veiti nægjanlegt tilefni til rannsókna samkeppnisyfirkvæðing þar í landi á grundvelli lagabálks 7 í Clayton Act.

Þar sem lífeyrissjóðir á Íslandi eru stærsti orsakavaldur sameiginlegs eignarhalds á íslenskum hlutabréfamarkaði vaknar sú spurning hvort rétt sé að takmarka það? Sé það gert skilur það eftir þann óleysta vanda að finna þarf einhverja kaupendur og eigendur að skráðum íslenskum hlutabréfum. Síðustu árin fyrir hrun voru eigendurnir fyrst og fremst skuldsett eignarhaldsfélög í eigu hluthafa sem höfðu lagt fram lítið hlutfé. Það var afleitt fyrirkomulag sem reyndist illa. Aðrir möguleikar eru annað hvort erlendir aðilar og þá hugsanlega Blackrock og aðrir svipaðir sjóðir, eða innlendir aðilar, aðrir en lífeyrissjóðir.

Erlendir aðilar hafa sögulega aldrei sýnt skráðum íslenskum hlutabréfum mikinn áhuga en hugsanlega er hægt að breyta því með tíð og tíma. Kaup innlendra aðila takmarkast svo af því að sparnaður landsmanna fer að mestu í gegnum lífeyriskerfið og lítill hvati eða svigrúm er fyrir venjulega launþega að leggja meira til hliðar en þeir gera nú þegar og kaupa hlutabréf. Ríkið er aftur orðið stór eigandi hlutafélaga, meðal annars tveggja banka, en verður það vart til frambúðar, það verður því frekar seljandi en kaupandi næstu árin.

Þó slíkt hafi ekki verið rannsakað, enn sem komið er, þá gætu breytingar á lífeyriskerfinu hugsanlega breytt myndinni. Til dæmis er fræðilega hægt að hugsa sér að atkvæðisrétturinn sem fylgir eign lífeyrissjóðs í hlutafélagi gangi áfram til sjóðfélaga en stjórnendur sjóðsins fari ekki með hann. Þá væru skráð hlutafélög á Íslandi allt í einu öll komin með tugi þúsunda smárra hluthafa. Miðað við núverandi eignasöfn sjóðanna

myndu þessir smáu hluthafar þó jafnframt hver og einn eiga í mörgum fyrirtækjum sem eiga að keppa hvert við annað sem væri því áfram hausverkur. Þá er rétt að hafa í huga að ef venjulegur sjóðfélagi fengi að fara með atkvæðisrétt sem e.t.v. væri af stærðargráðunni einn þúsundasti úr einu prósentu allra atkvæða er allt eins víst að fáir myndu sækjast eftir því. Það mætti þó e.t.v. leysa með því að skipta öllum atkvæðum lífeyrissjóðs á milli þeirra sjóðfélaga sem sýna því áhuga. Önnur leið gæti falið í sér að sjóðfélögum verði gert auðveldara að færa sig á milli lífeyrissjóða en það gæfi þeim færi á að ávaxta sinn lífeyri hjá þeim sjóðum sem bjóða upp á álitlegustu fjárfestingarkostina að mati viðkomandi sjóðfélaga. Svipað kerfi er fyrir hendi í Svíþjóð.

Þótt þessu sé velt hér upp til umhugsunar, verður engin þessara lausna lögð til. Sameiginlegt eignarhald og áhrif þess á samkeppni er einfaldlega ekki nógu vel rannsakað til að það sé réttlætjanlegt, en greinin varpar skýrara ljósi á umfang þess og þróun á íslenskum hlutabréfamarkaði undanfarin ár. Hins vegar blasir við að ekki er ásættanlegt að horfa fram hjá þeim vanda sem of mikið sameiginlegt eignarhald býr til. Viðfangsefnið virðist raunar ef eitthvað er vera enn brýnna hérlandis en erlendis vegna smæðar hagerkerfisins og fákeppni á mörgum mörkuðum.

Þá má velta fyrir sér hvort hlutabréfamarkaður á Íslandi sé eins og best verður á kosið, þar sem helsta hlutverk hlutabréfamarkaða er meðal annars að stuðla að heppilegri eignadreifingu og um leið valddreifingu í helstu greinum atvinnureksturs og að greiða fyrir því að almenningur geti ávaxtað fé sitt í fyrirtækjum.

Þessar niðurstöður um áhrif sameiginlegs eignarhalds benda jafnframt til að þeir mælikvarðar sem samkeppnisyfirvöld hafa notað til að meta samþjöppun á markaði geti skilað verulegu vanmati. Algengast er að samkeppnisyfirvöld miði við svokallaða Herfindahl-Hirschman vísitölu (HHI) sem tekur mið af markaðshlutdeild einstakra keppinauta. Sá mælikvarði sem O'Brien og Salop settu fram árið 2000, Modified Herfindahl-Hirschman Index (MHHI), eða *breytt HH vísitala*, tekur hins vegar einnig tillit til sameiginlegs eignarhalds. Ef samkeppnisyfirvöld myndu styðjast við hann væri mæld samþjöppun á mörkuðum, þar sem sameiginlegt eignarhald er til staðar, enn hærri en ella. Það myndi væntanlega verða til þess að breyta ýmsum niðurstöðum í samkeppnis-málum, m.a. samrunamálum og við mat á markaðsráðandi stöðu.

Mikilvægt er að rannsaka enn frekar umfang sameiginlegs eignarhalds á Íslandi og hvort það hafi bein áhrif á samkeppni og verð. Einnig gætu framtíðar rannsóknir beinst að því hvernig stofnanafjárfestar velja stjórnarmenn til setu í stjórnnum félaga sem þeir fjárfesta í, tengsl á milli stjórnarmanna og hvort stofnanafjárfestarnir komi með einhverjum hætti beint að ákvarðanatöku félaga á markaði á Íslandi. Þá má velta fyrir sér hvort umboðskehjan í lífeyriskerfinu sé óþægilega löng og æskilegra væri að byggja í ríkari mæli á beinu eignarhaldi eða áhrifum sjóðfélaga. Það og umboðsvandi almennt í lífeyriskerfinu, er þó efni í sjálfstæða rannsókn.

Aftanmálgreinar

- 1 Í evrópskri löggjöf er greint á milli verðbréfasjóða, fjárfestingarsjóða og fagfjárfestisjóða. Hér verður heitið verðbréfasjóður notað yfir allar þrjár tegundirnar enda skiptir flokkunin í mismunandi tegundir sjóða ekki höfuðmáli fyrir umfjöllun greinarinnar.
- 2 Heimildir fyrir fjölda hluthafa eru Árbók Kauphallar Íslands, sem kom út á árunum 2000 til 2006 og ársskýrslur viðkomandi hlutafélaga. Smámunur er í nokkrum tilfellum á þeim tölum sem koma fram í ársskýrslum (sem byggja á hluthafaskrá) og Árbókinni (sem byggir á fjölda reikninga hjá Verðbréfaskráningu Íslands) en skekkjan er óveruleg og hefur ekki efnisleg áhrif.
- 3 Hér er ekki svigrúm til að greina áhrif þess ef fyrirtæki sækja fremur fjármagn inn í bankakerfið frekar en á verðbréfamarkaði. Það fyrirkomulag hefur sögulega verið algengara í Evrópu en í Bandaríkjunum. Á markaði eins og þeim íslenska, með einungis þremur stórum viðskiptabönkum, getur það augljóslega í mörgum tilfellum tengt keppinauta saman í gegnum sameiginlegan fjármögnunaraðila.
- 4 Cournot (1838) greindi áhrif tvíkeppni á verð og magn.
- 5 HHI (Herfindhal-Hirschman Index stuðullinn) er algengt viðmið til þess að meta samþjöppun á skilgreindum mörkuðum. Stuðullinn er reiknaður með því að leggja saman markaðshlutdeild hvers og eins fyrirtækis í öðru veldi. HHI er skilgreindur sem þar sem er markaðshlutdeild fyrirtækis i og fjöldi fyrirtækja er jafn N . Í leiðbeiningum bandarískra samkeppnisyfirlvalda um lárétta samruna (Department of Justice, 2010) kemur fram að mörkuðum er alla jafnan skipt í þrjá flokka, allt eftir því hversu mikil samþjöppun er á viðkomandi markaði. Ef stuðullinn er minni en 1.500 er markaðurinn skilgreindur sem ósamþjappaður, ef stuðullinn liggur á bilinu 1.500 til 2.500 er markaðurinn skilgreindur sem miðlungs samþjappaður og ef hann er hærri en 2.500 er hann skilgreindur sem mjög samþjappaður.
- 6 Fjölmargir höfundar hafa rannsakað sameiginlegt eignarhald stofnanafjárfesta (sjá t.d. Faccio og Lang, 2002; Davis, 2008; Vitali, Glattfelder og Battiston, 2011; Azar, 2012 og Davis, 2013).
- 7 Þéttleiki er skilgreindur sem fjöldi tengsla á milli fyrirtækja sem hlutfall af mögulegum fjölda tengsla á milli sömu fyrirtækja.
- 8 Á árunum 2013–2015 áttu sjö hluthafar sem áttu samtals 60,0% hlutafjár í United Airlines einnig stóran hlut í helstu keppinautum flugfélagsins eða 27,5% í Delta, 27,3% í JetBlue og 23,3% í Southwest.
- 9 Innan OECD var hlutfallið að meðaltali 107,6% í árslok 2015 (Heimild: World Bank, 2017).
- 10 Sjóðirnir voru átta í árslok 2015 en eru nú sjö. Birta lífeyrissjóður varð til 1. desember 2016 við samruna Sameinaða lífeyrissjóðsins og Stafa lífeyrissjóðs.
- 11 Hafa ber í huga að fjöldi fyrirtækja og markaðsverðmæti þeirra sveiflast á milli ára.
- 12 Hafa ber í huga að fjöldi fyrirtækja og markaðsverðmæti þeirra sveiflast á milli ára.

Heimildir

- Alþjóða gjaldeyrissjóðurinn (2013). „Iceland. 2013 Article IV Consultation and Third Post-Program Monitoring Discussions“, *IMF Country Report No. 13/257*. Sótt 25. janúar 2017 á <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13257.pdf>.
- Alvaredo, F., Atkinson, A.B., Piketty, T., og Saez, E. (2013). „The Top 1 Percent in International and Historical Perspective.“ *Journal of Economic Perspectives* 27(3), 3-20.
- Australian Securities Exchange Centre (2014). *The Australian Share Ownership Study*. Sótt 10. janúar 2017 af <http://www.asx.com.au/documents/resources/australian-share-ownership-study-2014.pdf>.
- Ásgeir Jónsson (2016). „Eru lífeyrissjóðirnir of stórir fyrir Ísland?“, *Fréttablaðið*, 3. mars 2016.
- Ásgeir Jónsson og Hersir Sigurgeirsson (2014). „Áhættudreifing eða einangrun?“, *Landsamtök lífeyrissjóða*. Sótt 27. mars 2017 af http://ll.is/wp-content/uploads/2014/11/LL-skyrsla_FINAL_24112014.pdf.

- Ásta Dís Óladóttir (2009). „Internationalization from a small domestic base – An empirical analysis of foreign direct investments of Icelandic firms“, *Management International Review* 49(1), 61-80.
- Azar, Raina og Schmalz (2016). „Ultimate Ownership and Bank Competition“. Sótt 4. nóvember 2016 af <http://ssrn.com/abstract=2710252>.
- Azar, Schmalz og Tecu (2016). „Anti-Competitive Effects of Common Ownership“. Sótt 3. nóvember 2016 af <http://ssrn.com/abstract=2427345>.
- Azar, J. (2012). „A new look at oligopoly: Implicit collusion through portfolio diversification“, Ph.D. ritgerð, Princeton University.
- Bailliu, J.N og Reisen, H. (1998). „Do Funded Pensions Contribute to Higher Aggregate Savings? A Cross-Country Analysis“, *Weltwirtschaftliches Archiv* 134(4), 692-711.
- Baker J.B, og Salop S.C. (2015). „Antitrust, competition policy and inequality“. Sótt 14. maí 2017 af <http://ssrn.com/abstract=2567767>.
- Blau, D.M. (2016). „Pensions, household saving, and welfare: A dynamic analysis of crowd out“, *Quantitative Economics* 7(1), 193-224.
- Bresnahan, T.F, og Salop, S.C. (1986). „Quantifying the competitive effects of production joint ventures“, *International Journal of Industrial Organization* 4(2), 155-175.
- Cournot, A. (1838). *Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth*. Þýdd af. N.T. Bacon (1929). New York: Macmillan.
- Cramton, P, Mehran, H. og Tracy, J. (2010). „Bargaining with a Shared Interest: The Impact of Employee Stock Ownership Plans on Labor Disputes“. Sótt 27. nóvember 2016 af <https://ideas.repec.org/p/pcc/pccumd/98wpesop.html>.
- Cremers, M., Ferreira, M.A., Matos, P. og Starks, L. (2016). „Indexing and active fund management: International evidence“, *Journal of Financial Economics* 120, 539-560.
- Davis, G.F. (2013). „After the corporation“, *Politics & Society* 41(2), 283-308.
- Davis, G.F. (2008). „A new finance capitalism? Mutual funds and ownership reconcentration in the United States“, *European Management Review* 5(1), 11-21.
- Department of Justice (2010). „Horizontal Merger Guidelines“. Sótt 18. október 2016 af <https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010>.
- Elhauge (2016). „Essay. Horizontal Shareholding“, *Harvard Law Review* 129, 1266-1317.
- Faccio, M., og Lang, L.H. (2002). „The ultimate ownership of Western European corporations“, *Journal of Financial Economics* 65(3), 365-395.
- Fichtner, J, Heemskerk, E.M. og Garcia-Bernardo, J. (2016). „Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk“. Sótt 4. desember 2016 á <https://ssrn.com/abstract=2798653>.
- Gilo, D., Moshe, Y. og Spiegel, Y. (2006). „Partial cross ownership and tacit collusion“, *The RAND Journal of Economics* 37(1), 81-99.
- Gilo, D. (2000). „The anticompetitive effect of passive investment“, *Michigan Law Review* 99(1), 1-47.
- Gordon, R.H. (2003). „Do publicly traded corporations act in the public interest?“, *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 3(1), 1-20.
- Greiningardeild Íslandsbanka (2017). „Lítill raunávöxtun hjá lífeyrissjóðum í fyrra“. Sótt 13.maí 2017 á <https://www.islandsbanki.is/einstaklingar/markadir/greining/frett/2017/02/23/Litil-rauna-voxtun-hja-lifeyrissjodum-i-fyrra/>.
- Gylfi Magnússon (2016). „Lárétt eignarhald“, *Vísinding*, 20(34), 1-4.
- Hagfræðideild Landsbankans (2016). „Lífeyrissjóðir við betri heilsu hér en víða erlendis“, *Hagsjá*, 23. júní 2016. Sótt 25. nóvember 2016 á <https://www.landsbankinn.is/Uploads/Documents/Hagsja/2016-06-23-Stada-lifeyrissjoda.pdf>.
- He, J., og Huang, J. (2014). „Product Market Competition in a World of Cross Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings“. Sótt 18. október 2016 á https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2380426.

- Investment Company Institute (2016). „*Investment Company Fact Book*“. Sótt 5. janúar 2016 á https://www.ici.org/pdf/2016_factbook.pdf.
- Kauphöll Íslands (2000). „Árbók 1999“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2001). „Árbók 2000“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2002). „Árbók 2001“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2003). „Árbók 2002“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2004). „Árbók 2003“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2005). „Árbók 2004“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2006). „Árbók 2005“. Reykjavík.
- Kauphöll Íslands (2016). „Upplýsingar um félög“. Sótt 16. desember 2016 á <http://www.nasdaqomx-nordic.com/hlutabref>.
- Nickell, S. (1996). „Competition and Corporate Performance“, *Journal of Political Economy* 104(4), 724-746.
- McCahery, J., Starks, L. og Sautner, Z. (2014). *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*. Sótt 18. október 2016 af https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571046&rec=1&srcabs=1585192&alg=1&pos=8.
- Margrét Lilja Hrafinkelsdóttir (2014). „Capital Controls, Pension Funds, and Foreign Assets. Evidence From Iceland“. Meistararitgerð, Stockholm School of Economics, Stokkhólmi. Sótt 25. janúar 2016 af <http://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=2167>.
- O'Brien, D.P., og Salop, S.C. (2000). „Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control“, *Antitrust Law Journal* 67, 559-614.
- OECD (2016). „Pension markets in focus.“ Sótt 13. maí 2017 á <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2016.pdf>.
- Posner, E., Scott Morton, F.M. og Weyl, E.G. (2017). „A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors“, verður birt í *Antitrust Law Journal*. Sótt 14. maí 2017 á <https://ssrn.com/abstract=2872754> eða <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2872754>.
- Reynolds, R.J., og Snapp, B.R. (1986). „The competitive effects of partial equity interests and joint ventures“, *International Journal of Industrial Organization* 4(2), 141-153.
- Rotemberg, J. (1984). „Financial transaction costs and industrial performance“. Sótt 1. desember 2016 á <https://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/47993/financialtransac00rote.pdf?sequence=1>.
- Rydqvist, K., Spizman, J. og Strebulaev, I. (2014). „Government policy and ownership of equity securities“, *Journal of Financial Economics* 111, 70-85.
- Sedlabanki Íslands (2017). „Lífeyrissjóðir – Tímaraðir úr efnahag, samtals“. Sótt 13. maí 2017 á <http://sedlabanki.datamarket.com/data/set/5z3p/#!ds=5z3p!9ynl=3.4.5.6&display=line>.
- Sedlabanki Íslands (2015). „Heimildir til fjárfestinga lífeyrissjóða erlendis“. Sótt 20. nóvember 2016 á <http://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2015/07/15/Heimildir-til-fjarfestinga-lifeyrissjoda-erlendis-a-thessu-ari/>.
- Sigurður B. Stefánsson (2003). *Hlutabréf & Eignastýring*. Reykjavík: Íslandsbanki.
- The Office of National Statistics (2016). *Share Ownership time series dataset*. Sótt 14. desember af <https://www.ons.gov.uk/>
- Urzúa, C.M. (2013). „Distributive and regional effects of monopoly power“, *Economía Mexicana NUPVA EPOCA*, 22(2), 279-295.
- Vitali, S., Glattfelder, J.B. og Battiston, S. (2011). „The network of global corporate control“, *PLoS ONE* 6(10), e25995.
- World Bank. (2017). „Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)“, *World Federation of Exchanges database*. Sótt 16. febrúar 2017 af <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAPGD.ZS>.

