

# Bankar og fjármálamarkaðir

Guðrún Johnsen<sup>1</sup>

## Ágrip

Eftir íslenska bankahrunið þykir ljóst að meginstoðir fjármála- og efnahagskerfisins voru á veikum grunni reistar. Stofnanir jafnt sem einstaklingar brugðust og kerfið í heild stóðst ekki þær kröfur sem gerðar voru til þess. Hér verður farið yfir hverjir eru haghafar bankakerfisins sem knúðir eru áfram af ólíkum hagsmunum og hvötum. Þá er spurt hvaða veikleika megi finna meðal þeirra meginhvata sem eru byggingarefni hins íslenska efnahags- og fjármálakerfis. Niðurstaðan er sú að brotalamir má finna á öllum helstu stoðum kerfisins sem fjárfestar reiða sig á, svo sem í dómskerfi, skilvirkni markaða, hvatakerfum bankastofnana, og stjórnarháttum fyrirtækja. Valdhafar landsins verða að lagfæra þessar brotalamir hið fyrsta svo að íslenskt efnahagslíf og íslenskur fjármálamarkaður geti talist frjór jarðvegur fyrir fjárfesta að yrkja.

## Abstract

In the aftermath of the failure of the Icelandic financial sector, embedded flaws of all the main pillars of the Icelandic economic system became evident. Individuals and institutions alike failed so that the system itself did not deliver the outcome it was set to do. This article presents a survey of the main stakeholders of the financial system and maps out the incentive structure which defines the system and its outcome. The main conclusion is that the institutional structure of Iceland needs significant repairs so that Iceland can be considered favourable place for investments. The main weaknesses identified by this paper lie in the judicial system, given the lack of specialization among judges, as well as class-action suits being illegal; the low turnover and small size of the stock market; and a weak governance structure of firms. Incentive schemes of the fallen Icelandic banks proved also to be highly flawed in terms of protecting the interests of the minority shareholder.

*JEL flokkun: L51*

*Lykilhugtök: Hvatakerfi, stofnannauppbygging, fjármálastofnanir, fjármálastöðugleiki.*

---

<sup>1</sup> Þátttakendur á ráðstefnunni *Atvinnulíf við nýjar aðstæður* í júní 2010 eiga þakkir skyldar fyrir góðar spurningar. Áslaug Björgvinsdóttir, Gylfi Zoega, Jón Þór Sturluson, Kristín Haraldsdóttir og Þórarinn R. Einarsson eiga sömuleiðis þakkir mínar skyldar fyrir gagnlegar ábendingar, innblástur og yfirlestur, sem og nafnlaus ritrýnir Tímarits um viðskipti og efnahagsmál. Rangfærslur, ef einhverjar eru, eru alfarið á mína ábyrgð.

## 1 Inngangur

Eftir uppgjör rannsóknarnefndar Alþingis þykir mörgum sýnt að helstu leiðtogar viðskiptalífsins, og sérstaklega bankakerfisins, hafi í besta falli brugðist og kunni í versta falli að vera sekir um lögbrot. Fyrir utan brot á bókhaldslögum og umboðssvik, sem til umfjöllunar voru í Hafsskipsmálinu svokallaða og Baugsmálinu, eru Íslendingar fyrst núna í návígi við hneykslismál viðskiptalífsins (e. business scandals)<sup>2</sup> sem þróaðri markaðir hafa fjallað um í áratugi, jafnvel hundruð ára þegar litið er aftur til bandarísku auðjöfranna (e. robber-barons) sem komu sér fyrir á öndverðri 20. öld.

Hönnun á kerfi er slök hér; stofnanaumhverfi, lagaramminn, eftirfylgni með lögum og reglum, sem einkum leiðir til þess að einstaklingar, *bona fide*, valda öðrum tjóni þegar þeir leitast við að hámarka eigin hag eða vinnuveitenda sinna. Það er því brýnt að Íslendingar leggi áherslu á að bæta sem fyrst það kerfi sem brást svo koma megi í veg fyrir að atburðir af þeirri stærðargráðu sem íslenska efnahagshrunið árið 2008 var, hendi aftur. Búa þarf til kerfi sem stuðlar að skilvirkni og hagsæld, þar sem hvatar og styrkingarskilmálar kerfisins fá hagræna leikendur til að leita góðrar útkomu fyrir sjálfa sig sem og kerfið í heild sinni.

Hönnun bankakerfa er vandasöm vegna hás flækjustígs starfseminnar. Hún á rætur sínar að rekja til þess að haghafar sem koma að rekstri banka eiga afar ólíkra hagsmuna að gæta. Hluti af hinu vandasama verki er að halda úti öfluglu eftirliti og gæta þess að andi laganna og vilji löggjafans nái fram að ganga í þeim efnunum sem verða illa greipt í stein lagaákvæðanna.

Hér verður tekin til umfjöllunar starfsemi banka og fjármálamarkaða og hvernig við skipuleggjum hana þannig að hún veiti rekstraraðilum og fjárfestum í íslensku atvinnulífi rétta hvata til að auka atvinnu, skatttekjur, gjaldeyrstekjur og almenna hagsæld í landinu.

Þegar skoðað er hvernig bankakerfi skuli uppbyggð þarf fyrst að huga að hagsmunum ólíkra haghafa, hvaða áhrif fyrirliggjandi hvatakerfi (e. incentive structure) hefur á þá og hvað þeir ætla með hlutdeild sína í bankakerfinu. Hér verður lögð fram kortlagning á þeim hvötum sem drífa helstu haghafa bankakerfisins áfram. Bent er á helstu brotalamir á skilvirkni þess hvatakerfis sem er til staðar í íslensku viðskiptalífi en einnig lagðar fram tillögur til að hefja umræðu sem leiðir til lausna á þeim vandamálum.

Fjallað verður um það hvernig á að binda ólíka hagsmuni saman – og hvernig ólík uppbygging bankastofnana á við til að öllu áhætturófinu sé sinnt, þ.e. að áhættusækni fjárfestar geti komið fjármunum sínum í vinnu. Þá verður fjallað um hvernig stemma má stígu við því að áhættufælnum fjárfestum, svo sem innstæðueigendum, sé misboðið með áhættusækni hluthafa bankastofnana sem fá peninga þeirra að láni.

Sökum fámennis er aðsteðjandi hætta af samþjöppun eignarhalds fyrirtækja á Íslandi og neikvæðum áhrifum hennar á samkeppni. Þá stafar ekki síður kerfislæg ógn af samþjöppun skulda. Í ljósi þeirrar sérstöðu er hér byrjað á að leggja fram tillögu um að farið verði að hætti t.d. Spánverja og komið upp skuldaskráningu, rétt eins og fyrirtækjaskráningu eða verðbréfaskráningu. Þetta myndi gera hagstjórn og ákvarðanatöku lánastofnana upplýstari og þar með skilvirkari, með miðlægri söfnun upplýsinga um skuldastöðu einstaklinga og lögaðila. Vísir að þessu hefur þegar verið innleiddur í lög með 10. gr. laga nr. 75/2010 sem

---

<sup>2</sup> Hér er vísað til þýðingar á enska orðinu *scandal*, þ.e. þegar einstaklingar hafa farið gegn siðferðisgildum samfélagsins sem leiðir til þess að orðstýr þeirra skaðast eða tapast (e. *loss of or damage to reputation caused by actual or apparent violation of morality or propriety*).

kveður á um mánaðarlega uppfærslu og afhendingu gagnaskrár fjármálafyrirtækja til Fjármálaeftirlitsins yfir skuldara sem skulda viðkomandi fjármálafyrirtæki yfir 300 milljónir ISK.

Þá er lagt til að skattur verði lagður á fyrirtækjasamsteypur svo koma megi í veg fyrir viðskiptablokkamyndun og falið eignarhald.

Einnig verður fjallað um æskilega launauppbyggingu bankamanna og forstjóra fjármálafyrirtækja sem leið til að stemma stigu við eða draga úr áhættufælni þeirra, eftir því sem við á. Hlutverk og efling stjórna hlutfélaga verður til umfjöllunar sem og gagnsemi hóplögsókna. Þá er bent á brotalamir á hinu íslenska dómsskerfi sem og mikilvægi þess að endurreisa hér hlutabréfa- og skuldabréfamarkað.

## 2 Hagsmunir haghafa bankakerfisins – ólík áhættusækni

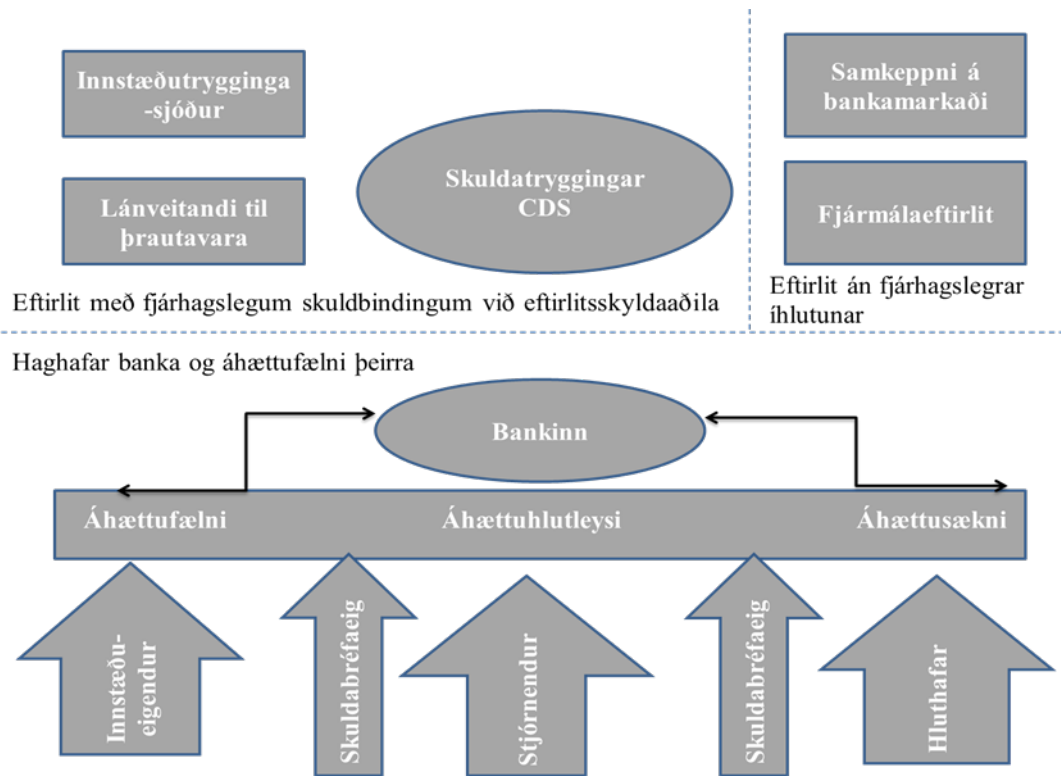
Ólík áhættusækni haghafa bankakerfisins er meginorsök þess flækjustigs sem einkennir uppbyggingu bankakerfa. Sé um kerfismikilvægan banka að ræða eru haghafar bankans mun fleiri, þ.e. hagkerfið í heild sinni.<sup>3</sup> Áhættusæknastir eru hluthafar bankans og er ávöxtunarkrafa þeirra því hæst og takmarkast aðeins við auknar líkur á að illa fari í rekstrinum. Hluthafar hafa ríka ástæðu til að ýta við áhættufælnum stjórnendum<sup>4</sup> og fá þá til að taka þá áhættu sem þarf til að uppfylla ávöxtunarkröfuna. Eftirlit hluthafanna á sér fyrst og fremst stað í gegnum hluthafafund, stjórn félagsins, innri og ytri endurskoðun og eftirfylgni með þeim skilyrðum sem sett eru fyrir hvatalaunum.

Áhættusækni fjárfesta í skuldabréfum bankans er misjafnt farið. Þeir koma að rekstri félagsins á ólíkum tímum, í ólíku efnahagsástandi og þar með er samsetning fjárfesta sem kemur að rekstrinum breytileg. Eftirlit skuldabréfaeigenda með bankanum fer fyrst og fremst fram í gegnum lánasamninga eða eftirfylgni með sérstökum skilyrðum skuldabréfaútgáfunnar (e. covenants) sem og í gegnum verðlagningu skuldabréfamarkaðarins, sé hann fyrir hendi.

Innstæðueigendur og hluthafar eru hvorir sínum megin á áhættuskalanum. Innstæður ættu alla jafna að vera ódýrasta fjármögnun sem bönkum stendur til boða. Innstæðueigendur eru afar ósamstæður hópur og samtakamáttur þeirra í eftirliti er enginn. Innstæðutryggingarsjóður er sá aðili sem með réttu ætti að halda úti eftirliti fyrir hönd innstæðueigenda enda hefur hann einna ríkastan (fjárhagslegan) hvata til eftirlits með rekstri banka, ásamt lánveitanda til þrautarvara og þeim tryggingarfélögum öðrum sem selja skuldabréggengar. Í aðdraganda hruns íslensku bankanna mátti sjá að skuldabréggengaraðilar spáðu hvað gleggst fyrir um þrot þeirra. Þá bera endurskoðendur vissulega ábyrgð á því að hafa staðfest að ársreikningar sýni glögga mynd af rekstri bankanna – en hér verður látið hjá

<sup>3</sup> Skilgreining á kerfislegu mikilvægi bankastofnana felst í aðstöðu þeirra og víðtækum tengslum þeirra við hagkerfið í heild. Ef þær falla eru allmiklar líkur til þess að þær taki margar aðrar fjármálastofnanir með sér í fallinu – við mat á þessu er horft til smitáhrifa, samþjöppunar, samfylgni eignasafna, samtíðina (e. condition) ásamt stærð stofnunarinnar. Sjá m.a. Thomson, (2009).

<sup>4</sup> Jensen & Meckling (1976), bls. 353. Þeir telja áhættufælni stjórnenda leiða til tjóns hluthafa. Til að draga úr því sé rétt að byggja upp sömu áhættusækni hjá stjórnendum með því að hluti launa þeirra felist í hlutabréfaeign í fyrirtækinu sem þeir vinna hjá eða afleiðum þeirra. Jensen & Murphy (1990) lýsa áhættufælni stjórnenda frekar. Önnur líkön gera ráð fyrir áhættuhlutleysi stjórnenda, svo sem Williamsson (1988) og Hart (1988).



Mynd 1. Haghafar og eftirlitsaðilar bankakerfisins

líða að leggja mat á hversu skilvirkt það eftirlit var fyrir fall íslensku bankanna. Öðrum eftirlitsþáttum bankanna verður þó gefinn frekari gaumur.

### 3 Styrkingarskilmálar – hvað hefur áhrif á hegðun stjórnenda?

Hefðbundnar kenningar hagfræðinnar um vandamál eigandans og erindreka hans (e. principal-agent problem)<sup>5</sup> gera ráð fyrir að erindrekinn sé með öllu ónæmur gagnvart áhættu þar sem hann tekur að sér umboðsmennsku og ávaxtar fé annarra en ekki sitt eigið. Erindrekinn, eða stjórnandinn, er launamaður og hann er bundinn af tilteknum hliðarskilyrðum þegar hann tekur ákvörðun um hvort hann telur sig geta tekið að sér viðkomandi starf og hvernig (e. participation constraint).<sup>6</sup>

Áhættufælni stjórnandans veldur því að eigandi fyrirtækisins verður, eftir því sem tilefni og hugur hluthafanna stendur til, að setja honum skorður eða hvetja hann áfram með fyrirmælum og starfsskilyrðum, hvatagreiðslum eða fríðindum einhvers konar sem stjórnandinn ávinnur sér þegar fyrirframskilgreindu markmiði er náð. Aðrir styrkingarskilmálar (e. incentive structure, re-enforces) sem stjórnandinn gengst undir þegar hann tekur við starfi felast í þeirri samkeppni sem ríkir milli fyrirtækja á markaði hans, hættu á lögsóknum vegna meintra brota á lögum eða tjóni sem hluthafar kunna að verða fyrir vegna

<sup>5</sup> Sjá m.a. *Handbook of New Institutional Economics*, 2005, Springer Hollandi.

<sup>6</sup> Þá er kenningagrunnur um vandamál eigandans og erindrekans víður og ber að nefna að kannað hefur verið hvaða áhrif ólík áhættufælni erindrekans og eigandans hefur á ákvarðanatöku. Þó að áhættuhlutleysi stjórnandans megi teljast grunnforsenda þá eykst þörf fyrir árangurstengingu launa eftir því sem áhættufælni stjórnandans er meiri, sjá m.a. Grossman og Hart (1983), Laffont og Matrimont (2001).

starfa hans. Þá er mikilvægt það eftirlit sem eigandinn eða stjórnir fyrirtækjanna halda úti gagnvart stjórnandanum og almennum stjórnarháttum fyrirtækisins (e. corporate governance), einnig annars konar eftirlit sem bankastjórnendur gangast undir, svo sem opinbert fjármálaeftirlit. Sjá myndræna framsetningu á þessum þáttum á mynd 2.

Séu þessir helstu styrkingarskilmálar hafðir í huga sitja íslenskir fjárfestar ekki við sama borð og fjárfestar á alþjóðamörkuðum og ber þar að nefna eftirfarandi þætti sérstaklega.

## 4 Starfshættir – Eftirlit (e. Governance)

### 4.1 Hlutverk og skilvirkni stjórnna

Þrátt fyrir að rannsóknir hafi ekki verið gerðar á Íslandi um starfsemi stjórnna íslenskra hlutafélaga, fyrir utan umfjöllun Rannsóknarnefndar Alþingis (RNA) og viðauka skýrslu RNA um siðferði, bendir margt til þess að starfsemi stjórnna sé ekki fullmótuð að efni og innihaldi þó að formi sé fylgt.

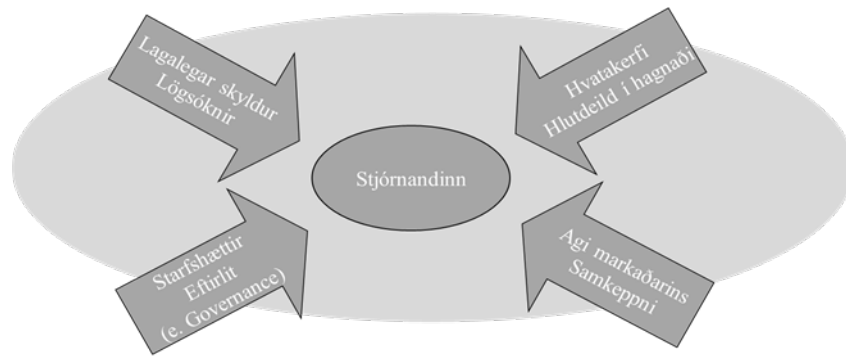
Umfjöllun RNA um starfsemi íslensku bankanna fyrir hrun er samfelldur áfellingdómur yfir stjórnnum bankanna – þó að skýrslunni láist að fjalla um það sérstaklega ef undanskilin er umfjöllun siðfræðihópsins í viðauka skýrslunnar. Af þeirri umfjöllun að dæma einkenndust störf íslensku bankastjórnanna af undirgefni við stjórnendur og skorti á eftirfylgni með gerðum samningum.<sup>7</sup> Stjórnirnar létu óátalda augljósa sjálfstöku, svo sem í tilfelli reksturs útibús Kaupþings í Bretlandi, óhóflegra bónusgreiðslna sem ákveðnar voru út frá geðþóttað og útgáfu falsks hlutafjár sem fjármagnað var af bönkunum sjálfum í gegnum skúffufyrirtæki (e. Special Purpose Vehicle).<sup>9</sup> Almennt þekkingarleysi einkenndi störf stjórnanna eins og lýst er í skýrslunni. Til vitnis um það ber hæst tilhæfulausar varnir útgefinna kaupréttarsamninga hjá Landsbankanum með kaupum á eigin bréfum á markaði í gegnum aflandsfélög og áhrif slíkra kaupa á markaðsverð bréfa félagsins; lánveiting til starfsmanna vegna hlutafjárkaupa í tilfelli Glitnis og Kaupþings (samanlagður eignarhlutur starfsmanna skyldi vera 9% af útistandandi bréfum Kaupþings) á fáheyrðum lánskjörum sem á stundum voru betri en bankans sjálfs; samningsbrot gagnvart starfsmönnum Glitnis þegar þeim var neitað eða ekki hirt um að sinna veðköllum til að mæta skuldbindingum skv. lánasamningunum; áhrif þess tómlætis á hlutabréfaverð félaganna; og að lokum hið falska eigið fé sem búið var til í öllum bönkunum – en þar brást eftirlitskylda fyrrum stjórnna bankanna algerlega.

Mannauður stjórnarmanna í fjármálafyrirtækjum þarf að vera ríkur í ljósi flækjustígs bankastarfsemi í nútímahagkerfum. Slíkur mannauður er því dýr. Minni hluthafar verða að passa upp á að óháðum mönnum sé komið fyrir í endurskoðunarnefndum og stjórnnum til að auka líkur á góðum stjórnarháttum. Þeir þurfa einnig að krefjast þess að nægum fjármunum sé varið í starfsemi stjórnanna svo að til stjórnarstarfa veljist hæft fólk. Hár væntur kostnaður fylgir hættunni á lögsóknum á hendur hlutafélögum ef stjórn eða stjórnendur valda stórum eða smáum hluthöfum tjóni. Því er forsvaranlegt að verja umtalsverðum fjármunum til að styrkja stjórnir og standa straum af þeim kostnaði.

<sup>7</sup> Sjá m.a. umfjöllun RNA um samningagerð stjórnar Íslandsbanka, síðar Glitnis, við forstjóra félagsins bls. 37-42 í 3. bindi skýrslu RNA.

<sup>8</sup> RNA sýnir fram á að engin tengsl voru milli árangurs einstakra rekstrardeilda og bónusgreiðslna til starfsmanna, bindi 3, kafli 10, bls. 102-103.

<sup>9</sup> Sjá umfjöllun 10. kafla skýrslunnar um Hvatakerfi bankanna, bindi 3, en skv. henni samþykkti m.a. stjórn Landsbankans útgáfu nýs hlutafjár til að mæta skuldbindingum bankans vegna útgáfu kaupréttarsamninga sem voru keyptir af aflandsfélagi með fjármögnun frá þriðja aðila og sjálfskuldarábyrgð Landsbankans.



Mynd 2. Styrkingarskilmálar og þættir hvatakerfis til að aga stjórnandann

#### 4.2 Seðlabankinn – eftirlitsaðili kerfismikilvægra fjármálastofnana

Í ljósi stöðu Seðlabankans sem lánveitanda til þrautarvara þarf að skerpa á hinu lögboðna hlutverki hans sem eftirlitsaðila með fjármálastöðugleika. Í því felst að hann á að hafa valdheimildir til að skikka kerfismikilvægar stofnanir til að auka lausafé sitt og draga úr skuldsetningu, m.ö.o. að auka eiginfjárkröfur, selja eignir, auka veðkröfur útlána, breyta afskriftarframlagi, stýra lánaflokkun, setja skorður á samþjöppun útlána til einstakra atvinnugreina, herða kröfur um gjaldeyrisjöfnuð, setja fram kröfur um skorður á mismuni milli líftíma eigna og skulda (e. maturity mismatch) og breyta launauppbyggingu og hvatakerfi fjármálastofnunar, svo eitthvað sé nefnt, til að draga úr líkum á falli slíkrar stofnunar. Allt þetta fellur þó, að mati höfundar, undir þau nauðsynlegu tæki sem Seðlabankinn hefur til umráða nú þegar í því skyni að uppfylla lagalega skyldu sína um að tryggja fjármálastöðugleika. Þeim hefur hins vegar ekki verið beitt fram að þessu. Sé lagaleg óvissa um hvort þessi úrræði séu til staðar þarf að eyða henni sem fyrst. Þá kunna að vera uppi sjónarmið um hvort eftirlitsaðilinn skuli yfir höfuð hafa slíkar valdheimildir þó að því álitu sé haldið á lofti hér að vegna hins mikla og víðtæka kostnaðar sem óstöðugleika eða fjármálakerfisaföllum fylgja ættu öll tæki að vera tiltæk þeim stofnunum sem hafa á ábyrgð sinni að tryggja fjármálastöðugleika.

#### 4.3 Innstæðutryggingarsjóður

Einn af þeim eftirlitsþáttum sem brugðust í hruninu var ábyrgur tryggingaraðili, þ.e. innstæðutryggingarsjóður. Því máli til stuðnings nægir að benda á það hversu illa sjóðurinn var fjármagnaður og hversu litla tiltrú hann hafði hjá innstæðueigendum þegar heilbrigði bankastofnanna var dregið í efa. Þá má einnig benda á að innstæðutryggingarsjóður brást ekki við áhættusamri söfnun innlána íslenskra bankaútibúa í erlendri mynt á árunum 2006-2008. Sjá nánar umfjöllun um þetta í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, kafla 17.

Það er í raun erfitt að trúa að hér hafi verið rekinn tryggingarsjóður allt frá árinu 1999 sem innheimti hlutfallslega sama verð fyrir allar tryggingar, hvort sem það var gagnvart Sparisjóði Þingeyinga eða fjölþjóða risafyrirtækjum, svo sem Glitni, Kaupþingi og Landsbanka (0.15% af meðalinnstæðum innlánsstofnunar fyrra árs uns 1% af meðalinnstæðum væri uppsafnað í sjóði), en tók t.d. ekki tillit til vaxtar þessara innlána og skiptir þar engu hvaðan sú regla átti uppruna sinn.<sup>10</sup> Þá er fáheyrt að tryggingartaki geti

<sup>10</sup>Lög um innstæðutryggingar og tryggingakerfi fyrir fjárfesta nr. 98/1999.

frestað iðgjöldum og samt notið tryggingaverndar eins og tilfellið var með íslensku bankana. Augljóst er að banki sem farinn er á höfuðið greiðir illa iðgjöldin inni tryggingarsjóð eftir gjaldþrot!<sup>11</sup> Slíkt fyrirkomulag hefur vitaskuld engin varnaðaráhrif. Innstæðutryggingarsjóður þarf að sinna verðlagningar- og eftirlitshlutverki sínu einsog önnur tryggingarfélög.

## 5 Agi markaðarins

Þar sem íslensku bankarnir eru óskráð hlutafélög nýtur aga hlutabréfamarkaðarins ekki við sem stendur. Þó að eining sé meðal fræðimanna um jákvæð áhrif virks fjármálamarkaðar á hagsæld hafa menn ekki getað sýnt fram á það að markaðsdrifið hagkerfi (e. market based economy) vaxi hraðar en banka- og lánadrifið hagkerfi (e. bank based). Þó er sýnt að til að stuðla að heilbrigðum hagvexti verður annað hvort, ef ekki hvort tveggja, að vera til staðar; virkur hlutabréfamarkaður og sterkir bankar.<sup>12</sup> Þar sem bankakerfið á undir högg að sækja hvað varðar fjármögnun er því enn brýnna að hlutabréfa- og skuldabréfamarkaður nái að byggjast upp og eflast að nýju á Íslandi. Margt bendir til þess að skráning félaga á hlutabréfamarkað stuðli betur að efnahagslegum framförum en ef hagkerfið er drifið áfram af útlánum banka eingöngu, einkum vegna umboðsvanda sem felst í bönkunum sjálfum sem annars sæju um það hlutverk að miðla fé milli fjármagnseigenda og rekstraraðila.<sup>13</sup>

Samhliða uppbyggingu hlutabréfamarkaðar þurfa stjórnvöld að herða eftirlit með útlánum kerfismikilvægra banka og því hlutfalli útlána bankanna sem tryggt er með veðum í hlutabréfum. Slíkt eftirlit getur komið í veg fyrir óskilvirka verðlagningu hlutabréfa, eða hlutabréfabólur, en við enduruppbyggingu markaðarins er nokkur hættu á slíku. Hvatakerfi skráðra fyrirtækja verða að hvetja til langtímahugsunar stjórnenda en ekki einungis til þess að menn einblíni á útkomu fjórðungsuppgjöra enda eru fjárfestar á hlutabréfamarkaði langtímafjárfestar.

Opinberir aðilar geta einnig í auknum mæli beitt sér fyrir stofnanalegri umgjörð utan um áhættufjárfestingar í kringum nýsköpun og skattaafslátt til að auka hvata til slíkra fjárfestinga. Aukið framlag í Nýsköpunarsjóð, Tækniþróunarsjóð og aðra slíka eru mjög til framdráttar fyrirtækjum á allra fyrstu stigum líftímakúrfunnar.

<sup>11</sup> Í því samhengi má benda á starfsemi og ítarlega löggjöf um Alríkistryggingarfélag innstæðueigenda í Bandaríkjunum (FDIC- Federal Depository Insurance Corporation) sem fyrirmynd að öflugum tryggingaraðila og annað fyrirkomulag, svo sem viðhaft er í Bretlandi, þar sem ekki er greitt í sérstakan tryggingarsjóð – en slíkt byggir vitanlega á annarri hugmyndafræði en þeirri að verðleggja áhættu á söfnun innstæðna sem hugsanlega ógn við fjármálastöðugleika og viðurlög við henni.

<sup>12</sup> Levine (2004).

<sup>13</sup> Sjá m.a. Levine(1991), Levine(2005), Morck og Nakamura (1999) sem sýna fram á að bankalánadrifin hagkerfi kunna að draga úr nýsköpun og hagvexti þar sem bankar hafa sterkan hvata til að lána varlegar en fjárfestar á hlutabréfamarkaði. Weinstein og Yafeh (1998) fundu þessari kenningu stuðning í Japan þar sem fyrirtæki sem hafa mjög nán tengsl við „sterka bankann“ búa við betra aðgengi fjármagni og eru þar af leiðandi ekki eins lausafjárþurfi og þau fyrirtæki sem ekki njóta sama aðgengis að sterkum banka. Þau sem hafa tengsl við sterka banka 1) halda úti íhaldsamri stefnu um hægan vöxt og vaxa ekki hraðar en þau fyrirtæki sem ekki hafa sterk tengsl við banka, 2) notast frekar við fjármagnsfréka ferla í framleiðslu sinni en tengslarýrari fyrirtækin og 3) sýna fram á minni hagnað, þar sem hinir sterku bankar eru í betri stöðu til að draga til sín hluta af arðseminni vegna hins nána samstarfs þeirra við fyrirtækin.

### 5.1 Skattaafsláttur til minni hluthafa – skattur á fyrirtækjasamsteypur

Skattaafsláttur fyrri ríkisstjórna af hlutafjárkaupum almennings gaf góða raun í uppbyggingu hlutabréfamarkaðar hér á landi á tíunda áratugnum. Til að stuðla að slíkri þróun ættu stjórnvöld að íhuga þann kost alvarlega.

Samhliða slíkum skattaafslætti ætti að leggja sérstakan skatt á hagnað fyrirtækjasamsteypa, eða arðgreiðslur hlutdeildarféлага, til að koma í veg fyrir hringamyndanir og ógagnsætt eignarhald á skráðum hlutafélögum. Það er sú viðleitni sem löggjafinn á að sýna til að bregðast við viðvarandi hættu og hinu alþjóðlega vandamáli að hluthafar sem fara með virka eignarhluti í hlutafélögum (oft voldugar fjölskyldur sem hafa safnað auði sínum kynslóð fram af kynslóð) nota bolabrögð sem felast í flóknu krosseignarhaldi og kröfum um ríkari meirihluta (e. super voting rights) til að auka völd sín í fyrirtækjum og bönkum. RNA sýnir fram á að slíkt hafi gerst hér á landi á árunum 2000-2008 og um það er fjallað í Levine (2005), La Porta et al. (1999), Morck, Strangeland og Yeung (2000), Cleassens et al. (2002), Caprio, Laeven og Levine (2003) og á fleiri stöðum.

Morck, Wolfenzon og Yeung (2005) sýna með ýmsum hætti fram á að 1) hinar voldugu fjölskyldur færi vald sitt í viðskiptalífinu gjarnan yfir í pólitískan búning og 2) beiti áhrifum sínum á hinum pólitíska vettvangi til að móta löggjöf og stefnumörkun hins opinbera til að vernda fyrirtæki sín gegn áhrifum samkeppninnar og jafnvel til að styrkja (e. subsidize) starfsemi fyrirtækja sinna með fyrirgreiðslum; beinum eða óbeinum styrkjum. Samþjöppun eignarhalds bjargar ákvarðanatöku innan fyrirtækjanna sjálfra sem og stefnumörkun í heimalandi þeirra. Hún dregur úr nýsköpun, eykur rentusókn en heldur aftur af hagvexti og hagsæld.<sup>14</sup>

## 6 Lagalegar skyldur - Lögsóknir

### 6.1 Hóplögsóknir<sup>15</sup>

Litlir og dreifðir hagsmunir minni hluthafa draga úr líkum á því að þeir höfði mál gegn stjórn og stjórnendum hlutafélags þótt á þeim hafi verið brotið og þótt sameiginlega eigi minni hluthafar stærstan hlut félagsins. Skortur á lagaheimildum í íslenskum rétti fyrir fleiri en einn aðila til að höfða sameiginlega mál gegn félagi eða stjórnendum þess leiðir til þess að stjórnarhættir íslenskra fyrirtækja verða fyrir vikið bágbornari en í sambærilegu félagaförmi og fjárfestingartækifærum erlendis, svo sem í engilsaxneskum rétti. Stjórnandinn telur sig þar af leiðandi aðeins skuldbundinn til þess að gæta hagsmuna stærri hluthafa eða sinna eigin ef félagið er í mjög dreifðri eignaraðild. Lítil sem engin hætta er á lögsókn

---

<sup>14</sup> Levine (2005). Einnig má sjá umfjöllun um galla bankadrifinna hagkerfa hjá Rajan og Zingales (2003); Wenger og Kaserer (1998) sem sýna fram á hversu voldugir bankamenn í raun eru þar sem þeir fara í reynd með stóran hluta atkvæða í ljósi fjármögnunar sinnar til starfseminnar; Black og Moersch (1998) sem sýna fram á að þar sem bankamenn hámarka aðeins eigin hag kunni þeir að ganga gegn hag annarra fjármögnunaraðila en þeir hafa á stundum hvata til samráðs við fyrirtæki gegn öðrum bönkum (útiloka lántökur fyrirtækja frá öðrum fjármálastofnunum); þá sýna Morck, Stangeland og Yeung fram á að bankadrifin hagkerfi kunni að draga úr flæði upplýsinga um fyrirtækin og viðbrögð hagkerfisins við reykmærkjum markaðarins verða ekki eins skilvirk (e. market signals), sbr. Hoshim, Kashyap og Sharfstein (1991).

<sup>15</sup> Eftir flutning þess erindis, sem þessi grein byggir á, samþykkti Alþingi lög nr. 117/2010 sem heimila fleirum en einum einstaklingi að vera aðili að einkamáli. Röksemdafærslurnar sem hér eru lagðar fram um gagnsemi hóplögsókna eru þó látnar standa.



minnihlutaeigenda íslenskra hlutafélaga og því er fátt sem stöðvar stjórnandann í að ganga jafnvel á rétt þeirra ef vilji er fyrir hendi.<sup>16</sup> Þá má einnig endurskoða dómaframkvæmd skaða- og miskabóta þannig að varnaðaráhrif dóma náist fram og að sá sem veldur tjóni verði ekki jafnvel settur á eftir heldur verr.

## 6.2 Aðstaða dómskerfisins til að takast á við málefni fjármálamarkaðar og hlutafélaga

Spyrja má hvort íslenskir fjárfestar njóti tilhlýðilegrar réttarverndar og geti búist við sambærilegri meðhöndlun íslenskra dómsstóla á málefnum þeirra og þeir hefðu notið í fjölmennari samfélögum þar sem dómara og dómstólar eru sérhæfðir. Íslenskir dómstólar hafa ekki, svo eftir verði tekið, lagt sig eftir því að sérhæfa dómara. Áhöld er uppi um það hvort dómara hafi þekkingu og þjálfun til að geta tekist á við lagalegar deilur sem spretta upp á vettvangi fjármálamarkaðar og hlutafélaga. Þjálfun þeirra lögfræðinga sem eru atkvæðamestir í íslenski lögfræðistétt nú á tímum virðist fyrst og fremst felast í pósitífri lögfræði sem leggur áherslu á lögskýringar lagatextans sjálfs og að hann beri uppi rétt þegnanna á meðan helstu hneykslismál í viðskiptalífi Bandaríkjanna hafa verið til lykta leidd á grundvelli meginreglna laga,<sup>17</sup> svo sem um heilbrigða og sanngjarna viðskiptahætti og að ekki megi afvegaleiða viðskiptavini. Það er því einkar mikilvægt að dómara og lögmenn séu einnig þjálfaðir í viðfangsefni fjármálafræða en ekki bara formi og því þrönga og takmarkaða sviði sem lagaákvæðin sjálf eða löggjafinn geta spáð fyrir um að upp kunni að koma í síkvikum heimi fjármálamarkaða. Þeir þurfa að vera í stakk búnir til að geta metið hvað er eðlileg viðskiptavenja, heilbrigðir og sanngjarnir viðskiptahættir. Til þess þarf sérfræðiþekkingu á því sviði.

Nýlegir dómara um ólögmati gengistryggingar lána í íslenskum krónum og í reynd lög um vexti og verðtryggingu nr. 38/2001 bera þessum þekkingarskort á hagrænu efni nokkurt vitni en slíkt er ekki til þess fallið að auka tiltrú fjárfesta á íslensku dómskerfi og þar með efnahagskerfi. Komist Hæstiréttur að sömu niðurstöðu og þeirri sem höfð hefur verið eftir fyrirverandi dómara réttarins, Magnúsi Thoroddsen,<sup>18</sup> þar sem hann gengur út frá því að samningsvextir, japanskir, svissneskir eða evrópskir vextir, skuli gilda til grundvallar lánum í íslenskum krónum ef gengistrygging yrði dæmd ólögleg, er ljóst að hvorki innlendir né erlendir fjárfestar eiga von á góðu kjósi þeir að taka áhættu í íslensku efnahagsumhverfi og

<sup>16</sup> Athyglisverð og ólík túlkun Héraðsdóms og Hæstaréttar í máli Vilhjálms Bjarnasonar gegn stjórn Glitnis banka er íhugunarefni hvað þetta varðar.

<sup>17</sup> Til að nefna dæmi um þetta má benda á að ákærur SEC á hendur Madoff voru háðar m.a. á grundvelli greinar 206(1) og 206(2) svokallaðra Advisors Act frá 1940 þar sem segir: „It shall be unlawful for any investment adviser, by use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly– (1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud any client or prospective client; (2) to engage in any transaction, practice, or course of business which operates as a fraud or deceit upon any client or prospective client.“ (Breyting á leturgerð er höfundar). Þá var mál á hendur stjórnendum Worldcom byggt á lögum um verðbréfavíðskipti, Securities Exchange Act 1934, svohljóðandi grein 13(a): SEC. 13. (a): „Every issuer of a security registered pursuant to section 12 of this title shall file with the Commission, in accordance with such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate for the proper protection of investors and to insure fair dealing in the security.“ Sjá nánar ákæru SEC gagnvart Madoff <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2008/comp-madoff121108.pdf>, og gagnvart Worldcom <http://www.sec.gov/litigation/complaints/compl17588.htm>

<sup>18</sup> Magnús Thoroddsen: „Nokkur orð um dóma Hæstaréttar Íslands um hin gengistryggðu lán,“ Morgunblaðið 8. Júlí 2010.

lána hér fé með einum eða öðrum hætti. Þó að lagabókstafurinn, sem verður að lagfæra sbr. röksemdir sem hér fara á eftir, lýsi því yfir að gengistrygging sem lánsform sé ólöglegt kemur það í hlut dómarans að skera úr um það hvernig samningnum skal breytt til löglegs forms. Gengistryggt lán í íslenski mynt og erlent lán sem veitt er í erlendum gjaldmiðlum eru efnislega samskonar lán. Við upprunalega samningsgerð lánsins lýsa báðir aðilar vilja til að lúta erlendum vöxtum en ekki íslenskum. Samningsaðilar gera sér því grein fyrir að vilji þeir njóta vaxtakjara í erlendri mynt fylgir áhættan af hinni erlendu mynt óhjákvæmilega með í samningnum og lántakandinn gengst í kjölfarið undir að taka á sig sveiflur hinnar erlendu myntar gagnvart íslensku krónunni hafi hann ekki yfir að ráða eignum eða tekjustreymi í þeirri mynt sem hann tekur lánið í. Lántakandinn skrifar í mörgum tilvikum undir yfirlýsingu þess efnis.

Gjaldmiðillinn og vextirnir sem honum fylgja eru órofa heild enda ákvarða vextirnir gengi gjaldmiðilsins að öðru óbreyttu. Afgreiðslumátinn er svo háður forminu eftir því sem lántakinn kýs, þ.e. hvort afhentar eru íslenskrar krónur eða erlend mynt. Það kemur erlendum fjárfestum spáskt fyrir sjónir að viðskiptavenja, sem myndast hefur á ríflega áratug eða meira, skuli nú vera talin ólögleg. Dómstólar hafa ítrekað lýst aðila gjaldþrota á grundvelli greiðslufalls á gengistryggðum lánnum en taka nú ekki afstöðu til þess ásetnings sem lá að baki upprunalegri samningsgerð þegar formið er dæmt ólöglegt og ákvarðað er hvað skuli koma í staðinn. Vitanlega voru lánin veitt og tekin á grundvelli þess að samningsaðilar vildu hvorki lúta verðtryggingu íslenskra krónulána né því háa vaxtastigi sem hér hefur verið viðvarandi undanfarinn áratug eða svo.

Þá hafa verið nokkrar vangaveltur uppi um hver vilji löggjafans hafi verið í því efni að banna gengistryggingu lánanna. Bent hefur verið á að löggjafinn hafi þar með viljað tryggja aukin viðskipti með íslensku krónuna og knýja fram afhendingu gjaldeyris fremur en íslenskrar krónu, svo sem ef gjaldeyrihöft ríki í landinu, að bankastofnanir taki það ekki upp að lána íslenskar krónur í dulargervi haftagjaldeyris í gegnum gengistryggingu. Því er til að svara að þó að ásetningur löggjafans hafi verið á þann veginn dugar bann við gengistryggingu ekki til að ná honum fram. Bankastofnanir sem ekki eiga gjaldeyri, þ.e. hvorki erlendar eignir né erlendar skuldir, hafa hvorki hvata né svigrúm til að skekkja gjaldeyrisjöfnuð sinn með þessu móti og myndu ekki veita lán í erlendri mynt, hvorki í hreinu formi né í gegnum gengistryggingu eins og íslenskir fjárfestar finna vel fyrir um þessar mundir.

Það er brýnt að löggjafinn fari yfir lög um vexti og verðtryggingu frá árinu 2001 og leiðrétti þann efnislega misskilning sem felst í lögnum. Þá skal bent á það frelsi sem lögin veita til að verðtryggja eða binda íslenska lánasamninga við sveiflur erlendra hlutabréfavísitalna skv. 14. gr. laganna en það gengur gegn hinni meintu meginreglu um að lánasamningar í íslenskum krónum skuli einvörðungu vera bundnir vísitölu neysluverðs. Það kunna að vera uppi sjónarmið um það að lögin eigi ekki að stuðla að þeirri neytendavernd sem felst í því að meina aðilum sem hvorki eiga eignir né hafa tekjur í erlendri mynt að taka lán í erlendri mynt þó að höfundur þessarar greinar hafi efasemdir um slíkt. Það hefði betur verið sett fram skýrar í lögnum til að ganga gegn meginreglu um frelsi í samningum.

Hitt er svo annað mál hvað stjórnvöld hefðu átt að gera til að mæta þeirri gífurlegu áhættu sem raungerðist í kerfinu vegna lánanna þegar bankakerfið féll í október 2008. Mörg rök hníga að því að þau hefði átt að færa með neyðarlögum yfir í verðtryggð íslensk lán við kerfisfallið. Margt bendir til þess að hagstjórninni hefði þar með verið velt yfir á dómstóla

vegna hinnar miklu pólitísku áhættu sem felst í því að umbreyta skuldum á neyðartímum með þessum hætti. Það er þó efni í aðra grein.

Fyrir þann sem horfir á dómaframkvæmd með auga gestsins verður einnig að segjast að það kemur spáskt fyrir sjónir að Hæstiréttur landsins þurfi að úrskurða um mál einstaklinga, svo sem þeirra sem hafa verið dæmdir gjaldþrota af Héraðsdómi. Það er jafnvel óhugsandi að Hæstiréttur þurfi að sinna því að vísa slíkum málum frá. Hið mikla álag á dómskerfið sem nú er óumflýjanlegt kallar á að dómstigin verði fleiri, verkefni Hæstaréttar afmörkuð og meiri sérhæfing tekin upp meðal dómara á Íslandi til að tryggja skilvirka úrlausn réttarágreinings á afar sérhæfðum sviðum. Þá er umhugsunarefni hvort ekki þurfi að koma upp sérstökum viðskiptadómstól, svo eitthvert nafn sé sett fram yfir það fyrirbæri, sem tæki fyrir lagalegan ágreining á sviði fjármála, samkeppnismála og annarra viðskiptamála.

Til að efla þennan þátt styrkingarskilmála íslenskra stjórnenda eða umboðsmanna, sem hér eru til umfjöllunar, þarf löggjafinn einnig að huga að orðfæri laganna svo að þau gefi rými fyrir dómgreind dómarsins við mat á viðskiptavenju, til að tryggja heilbrigða viðskiptahætti. Þá þurfa háskólar jafnhliða að huga að og endurskipuleggja innihald náms íslenskra lögfræðinga og fjármögnunaraðilar námsins að gera umbætur mögulegar.

## 7 Hvatakerfi – hlutdeild í hagnaði

Sé hinn ólíki smekkur haghafa banka fyrir áhættutöku hafður í huga, þá sérstaklega áhættusækni hluthafa og áhættufælni innstæðueigenda, er sýnt að hvatakerfi bankanna verður að taka mið af því. Lág eiginfjárhlutföll bankastofnana setja hvatagreiðslum líka skorður, sér í lagi ef eftirlit er veikt.<sup>19</sup> Það eru þó ekki allir bankamenn seldir undir sama kerfi. Sumir bankamenn taka nær enga áhættu fyrir hönd bankans með eigið fé hans, svo sem miðlarar og þeir sem starfa við eignastýringu fyrir hönd þriðja aðila. Þau varnaðarorð sem hér eru höfð uppi eiga ekki við um þessa starfsmenn.

Á meðan bankarnir eru nær einvörðungu fjármagnaðir með innstæðum verður ekki séð að æskilegt sé að hvetja bankastarfsmenn áfram til áhættusækni. Slíkt er þó nauðsynlegt í því efnahagssumhverfi sem ríkir í landinu tveimur árum eftir kerfishrun. Til að draga úr áhættufælni, sem kerfið þarfnast, er sýnt að skilja þarf að viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingabankastarfsemi, a.m.k. út frá stjórnunarlegri uppbyggingu, og mynda sérstök félög utan um hvora starfsemi fyrir sig. Um leið þyrfti að herða reglur og eftirlit með lántökum milli dóttur- og móðurfélags. Slíkt kann að valda óhagræði upp að einhverju marki þar sem lóðrétt samþætting viðskiptabanka og fjárfestingarbanka hefur augljós hagræðingarhrif í starfsemi samsteypunnar í eðlilegu árferði. Það er því ljóst að áhættusækni bankastjórnenda getur ekki orðið sú sem íslenskt efnahagslíf þarf á að halda vegna þeirra hliðarskilyrða sem innstæður setja þeim. Vænt ávöxtun samanlagðrar starfsemi bankanna er þess vegna dæmd til að vera lægri en ella. Einsog sakir standa er samsetning viðskiptabankastarfsemi og fjárfestingarstarfsemi því gagnkvæmur dragbítur.

Atriði sem þarf þó að hafa í huga þegar hvatakerfin eru hönnuð:<sup>20</sup>

- Þær fjármálastofnanir sem teygja sig út á áhættuskalann og setja inn hvatakerfi í því skyni mega ekki verða kerfismikilvægar.

<sup>19</sup> John, Kose (2003).

<sup>20</sup> Sjá einnig Jensen, M.; K. Murphy og D. Wruck (2004).

- Árangursmæling í formi hlutfalla, svo sem arðsemi eigin fjár, er varasöm og meiri líkur á því að hún sé misnotuð en hreinar krónutölur, svo sem áætlaður hagnaður eða hagsauki (e. Economic Value Added) á næsta rekstrarári.
- Hvatakerfi þurfa að vera byggð á árangursmælingu, sem aftur er byggð á áreiðanlegum upplýsingum. Slíkt kallar á betri upplýsingatækni sem stuðlar að upplýstum ákvarðanatökum og er því líklegra til árangurs.
- Mikilvægt er að hluti bónusgreiðslna komi til útgreiðslu á nokkrum árum og sé afturkræfur ef árangur næst ekki eða reynist vera annar en metið var í upphafi (e. clawback clauses).
- Þak á bónusgreiðslur er æskilegt og dregur úr hvata til sviksamlegrar skýrslugjafar um rekstrarárangur. Bónusgreiðslur sem eru þriðjungur heildarlauna koma til álita sem viðmið. Fari bónusgreiðslur yfir 50% af heildarlaunum kann það að leiða til þess að umboðsmaðurinn hætti að taka mið af grunnaunum sínum í neyslu og hvetji til umboðssvika ef árangur er undir viðmiðum og væntingum.
- Línuleg árangursmæling er árangursríkust, þ.e. tiltekinn bónus er greiddur frá fyrstu krónu. Varast skal tröppugang í bónusviðmiðum, svo sem enginn bónus ef 10% arðsemi eigin fjár næst ekki. Undir þeim kringumstæðum myndi enginn banki skila af sér 9,9% arðsemi.
- Eigendur banka, sér í lagi þar sem viðskiptabankastarfsemi er meðal rekstrareininga, þurfa að gefa sér hóflega ávöxtunarkröfu.<sup>21</sup> Eðlilegur vöxtur kerfismikilvægs banka getur varla orðið mikið meiri en hagkerfisins í heild.

## 8 Lokaorð

Ári eftir fall bankanna voru formlega reistir nýir bankar á rústum hinna föllnu. Íslensk stjórnvöld, sem höfðu tekið bankana yfir að öllu leyti í hruninu, lögðu fram efnahagsreikninga nýrra banka sem byggðu að mestu á innlendum eignum hinna föllnu banka. Skilanefndir sem fulltrúar þrotabúanna, í samráði við fulltrúa kröfuhafa, yfirtóku stóran eignarhluta tveggja stærstu bankanna og ríkið, sökum krafna sinna í gegnum innstæðutryggingarsjóð, tók yfir Landsbankann að stærstum hluta. Þannig létu stjórnvöld í raun hjá líða að standa fyrir nauðsynlegri breytingu á stofnanauppbyggingu íslenska fjármálakerfisins sem hafði vaxið landi og þjóð yfir höfuð.

Byggðir á hinum gamla grunni eru hinir nýju bankar, Arion banki, Íslandsbanki og Landsbanki, það sem kalla má allsherjarbankar (e. universal banks). Þeir sinna hvoru tveggja; viðskiptabankastarfsemi sem og fjárfestingarstarfsemi. Með tilvísun í umræðu um áhætturóf viðskiptavina og hluthafa banka er ljóst að allsherjarbankar þjóna og njóta þjónustu fjárfesta á öllu áhætturófinu sem takast á við úrlausnarverkefni sem þeir erfðu frá gömlu bönkunum en jafnframt ný verkefni. Slík tilhögun stendur efnahagsuppbyggingu landsins nokkuð fyrir þrifum þar sem kraftar bankamanna fara öðru fremur í að leiðrétta gömul mistök annarra en að skapa ný tækifæri. Þeim er aukinheldur þröngur stakkur skorinn hvað varðar áhættutöku í tengslum við ný verkefni í ljósi þeirrar miklu áhættu sem tengist umbreytingarverkefnunum og einsleitni fjármögnunar.

Það kemur að mestu í hlut einkaaðila, fjárfesta og eigenda nýju bankanna að endurbyggja fjármálamarkaðinn á Íslandi. Stjórnámálamenn og embættismenn geta þó ekki staðið á hliðarlínunni og látið hjá líða að laða fram umhverfi sem styður við efnahagsupp-

---

<sup>21</sup> Til viðmiðunar tuttugufölduðust gömlu bankarnir þrír, samanlagt, á sjö árum.

bygginguna en lykilatriði er að halda í þá fjárfesta sem fyrirfinnast í landinu og helst að laða að erlenda svo að uppbyggingin hér geti verið sem hröðust og öruggust – og byggð á eigin fé að stærri hluta en áður. Á þeirri vegferð er mikilvægt að huga að þeim styrkingarskilmálum og hvötum sem drífa áfram leiðtoga viðskiptalífsins og hér hefur verið fjallað um. Einnig þarf að sníða þá þannig að hag heildarinnar verði borgið. Þar verður sérstaklega að huga að uppbyggingu dómskerfisins, hlutverki Seðlabankans sem verndara fjármálastöðugleika og búa til hvata til uppbyggingar heilbrigðrar fjárfestingarstarfsemi.

## Heimildir

- Black, S.W. og Moersch, M. (1998). *Financial structure, investment and economic growth in OECD countries*. Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models, North-Holland, New York, 157-174.
- Caprio, L. og Levine (2003). *Governance and Bank Valuation*. NBER Working Papers No.10158, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. og Lang, L. (2002). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.
- Xavier og Vives. (2000). *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press.
- Grossman og Hart, O. (1983). Implicit Contracts under Asymmetric Information, *The Quarterly Journal of Economics*, 98, 123-156.
- Hart, O. (1988). Incomplete Contracts and the Theory of the Firm. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 4(1), 119-139.
- Hoshi, T., Kashyap, A. og Sharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese panel data. *Quarterly Journal of Economics* 27, 33-60.
- Jensen, M., Murphy, K. og D. Wruck. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them. *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, 44.
- Jensen og Murphy. (1990). Pay Performance & Top Management Compensation. *The Journal of Political Economy*, 98( 2), 225-264.
- Kose, J. (2003). Incentive Features in CEO compensation in the Banking Industry. *Economic Policy Review*, 9,(1).
- Laffont og Matrimont (2001). *Theory of Incentives: The Principal Agent Model*. Princeton University Press (December 26, 2001).
- Levine, R. (1991). Stock Markets, Growth, and Tax Policy. *The Journal of Finance*, 46(4)
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. Í P. Aghion, og S.N. Durlauf (Ritstj.), *Handbook of Economic Growth*, 1A, 865-934. Amsterdam: Elsevier.
- La Porta et al. (1999). Corporate ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54, 471-518.
- Magnús Thoroddsen. (2010, júlí) Nokkur orð um dóma Hæstaréttar Íslands um hin gengistryggðu lán. Morgunblaðið.
- Morck, R., Strangeland og Yeung, B. (2000). Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease. Concentrated Corporate Ownership. *National Bureau of Economics Research*.
- Morck, R., Wolfenzon D, Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature* 43(3), 655–720.

- Prescott, E. (2002). Can Risk Based Insurance Premium control moral hazard? *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Rajan, R., Zingales, L., (2003). The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics* 69(1), 5-50.
- Rannsóknarnefnd Alþingis. (2010). Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir. Reykjavík. 3. bindi.
- Thomson. (2009). On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation. *Policy Discussion Paper, 27*, Federal Reserve of Cleveland.
- Wenger og Kaserer (1998). The German System of Corporate Governance - A Model Which Should Not Be Imitated. Í S.W. Black og M. Moersch (Ritstj.), *Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models*. Elsevier, North Holland, 41-79.
- Williamson, O. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, 43(3), 567-591.