

# Leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja í fræðilegu og hagnýtu ljósi: Dæmi frá Íslandi

Runólfur Smári Steinþórsson og Þröstur Olaf Sigurjónsson<sup>1</sup>

## Ágrip

Stjórnarhættir fyrirtækja hafa fest sig í sessi sem sjálfstætt fag á síðustu áratugum. Fyrst í stað voru rannsóknir á stjórnarháttum afmarkaðar við þróun kenninga á þeim umboðs- og eftirlitsvanda sem varð til þegar eigendur fyrirtækja fóru að fá til sín atvinnustjórnendur til að veita fyrirtækjum forystu. Síðar fóru kenningar um stjórnarhætti að rýna í samskipti við fleiri hagsmunaaðila. Samhliða þróast lagaleg umgjörð stjórnarháttanna og leiðbeiningar um stjórnarhætti ekki síst vegna þess að þau vandamál og sú áhætta sem er viðfangsefni stjórnarháttanna birtist í raun og veru gegnum stórfelld tjón þegar fyrirtæki fóru að falla vegna misbrests í stjórnarháttum og umboðssvika. Þessi grein miðar að því gefa innsýn í fræðasviðið og þróun leiðbeininga um stjórnarhætti. Annars vegar er áherslan á fræðilegt yfirlit yfir rannsóknir á stjórnarháttum þar sem fjallað er um stjórnarhætti fyrirtækja út frá hluthöfum, hagsmunaaðilum, lagalegri hlið og út frá leiðbeiningum. Hins vegar er athyglinni beint að hinum hagnýta þætti stjórnarháttanna þar sem gerð er könnunarrannsókn á þróun leiðbeininga um stjórnarhætti fyrirtækja á Íslandi. Skoðað er hvað það er sem leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja fjalla almennt um og síðan er rýnt í allar útgáfur af íslensku leiðbeiningum sem birtar hafa verið á síðustu 17 árum, en þær eru sex talsins. Fyrst í stað, frá 2004, var áherslan mest á leiðbeiningar varðandi hluthafa, stjórn og stjórnarmenn. Eftir hrun 2008 var lögð meiri áhersla á leiðbeiningar varðandi stjórnarmenn og upplýsingagjöf til samfélagsins samhliða því sem kveðið er nánar á um hlutverk stjórnar. Á síðustu árum hefur athyglin verið mest á þróun leiðbeininga varðandi starf undirnefnda stjórnar og stöðu þeirra nefnda gagnvart hluthöfum, stjórn og framkvæmdastjórn.

## Abstract

Corporate governance has established itself as an independent research field in recent decades. Initially, research on governance was limited to the theoretical elaboration and development and to solve the problem of agency and control that arose when business owners began to hire professional executives to lead their companies. Later, governance theories also began to revolve around communication with other stakeholders. At the same time, stakeholders were beginning to place more emphasis on the legal framework of governance and governance guidelines, not least because the problems and risks posed by governance are in fact manifested

<sup>1</sup> Runólfur Smári Steinþórsson er prófessor við Háskóla Íslands. Netfang: rsmari@hi.is. Þröstur Olaf Sigurjónsson er prófessor við Háskóla Íslands. Netfang: olaf@hi.is.

through losses when companies fall due to misconduct. This article sheds light on the development of guidelines on governance. On the one hand, insight is provided into theoretical research on corporate governance from the perspectives of shareholders, stakeholders, legal aspects and on guidelines of corporate governance. On the other hand, attention is focused on the practical aspects of governance where a study is made of the development of guidelines on corporate governance in Iceland. First the content of the guidelines on corporate governance is reviewed, and second all versions of the Icelandic guidelines that have been published in the last 17 years are studied in more detail, six versions. Initially, since 2004, the emphasis has been on guidelines for shareholders, the board and directors. After the collapse of the financial sector in 2008, more emphasis was placed on guidelines regarding board members and the provision of information to the community, in addition to further stipulating the role of the board. In recent years, most attention has been paid to the development of guidelines regarding the work of sub-committees and the position of those committees vis - à - vis shareholders, the board and the executive board.

*JEL flokkun:* G34; M1; L1; L2

*Lykilord:* Stjórnarhættir fyrirtækja; umboðskenning; hagsmunaaðilakenning; lög og reglur; leiðbeiningar um stjórnarhætti.

*Keywords:* Corporate governance; agency theory; stakeholder theory; laws and regulation; governance codes and guidelines.

## Codes of corporate governance from a theoretical and practical perspective: An example from Iceland

### 1 Inngangur

Stjórnarhættir fyrirtækja (e. corporate governance) hafa fest sig í sessi sem sjálfstætt fag á síðustu áratugum (Tricker, 1984; Gillan, 2006; Durisin og Puzone, 2009; Pargendler, 2016). Fræðileg og hagnýt umfjöllun um stjórnarhætti hefur að miklu leyti beinst að þeim viðfangsefnum sem unnið er að á vettvangi stjórna (e. boards) í fyrirtækjum.

Þar sem fagið er yfirgripsmikið er ekki að finna neina eina skilgreiningu á stjórnarháttum fyrirtækja sem almenn samstaða er um (Mallin, 2007; Pargendler, 2016). Hér eru stjórnarhættir fyrirtækja skilgreindir sem það „hvernig fyrirtæki ... hafa umboð, fá leiðsögn, búa við aðhald og tryggja sér auðlindir með ábyrgum hætti í samfélaginu“ og jafnframt hvernig farið er með „yfirráð, samspil við umhverfið og ábyrgð á skipulegri framvindu í starfsemi fyrirtækja“ (Runólfur Smári Steinþórsson, Guðrún Erla Jónsdóttir og Bjarni Snæbjörn Jónsson, 2018, bls. 22-24). Jafnframt er gengið út frá því að sérhvert fyrirtæki sé að keppa að því að vera með sem árangursríkasta starfsemi en hvað það svo er sem telst vera góður árangur er ekki hvað síst verkefni stjórnar í viðkomandi fyrirtæki að skilgreina með hliðsjón af því umboði sem hún hefur.

Akademískt séð eru stjórnarhættir frekar ungt fag þótt þau vandamál og verkefni sem það fjallar um hafi verið samofin mannlegu samfélagi alla tíð. Saga fagsins spannar nokkra áratugi og rannsóknnum á sviðinu hefur fjölgað mikið (Durisin og Puzone, 2009) þar á meðal gegnum rannsóknir af eigindlegum toga (McNulty, Zattoni og Douglas, 2013). Til marks um þróunina þá hefur vitund um fagið á allra síðustu áratugum breyst frá því að vera viðfangsefni þröngs hóps fræðimanna yfir í það að vera á vitorði almennings sem viðurkenndar aðferðir og leiðir til að tryggja að fyrirtækjum sé stjórnað af ábyrgð (Claessens og Yurtoglu, 2012). Það hefur fyrst og fremst verið þróun á sviði efnahags- og samfélagsmála í Evrópu og í engilsaxneska heiminum sem hefur haft áhrif á það hvernig er unnið að stjórnarháttum fyrirtækja (Aoki, 2001). Milli ríkja og landssvæða er hins vegar

að finna mismunandi nálganir að stjórnarháttum (Cumming, Girardone og Sliwa, 2021; Gaganis, Papadimitri, Pasiouras og Ventouri, 2021).

Í þessari grein er horft til stjórnarháttanna á Íslandi og hér hefur áhugi á stjórnarháttum verið vaxandi eins og annars staðar í þeim löndum sem Ísland ber sig helst saman við. Á Norðurlöndum hefur þróun stjórnarháttanna verið mjög áþekkt og skýrist það einkum af því að löggjöf (svo sem skattalöggjöf, vinnumálalöggjöf, lög um hlutafélög og leiðbeiningar um góða stjórnarhætti) hefur þróast í takt við samfélagsgerð landanna sem er að mörgu leyti svipuð (Þröstur Olaf Sigurjónsson og J. Bjarni Magnússon, 2019). Þó er munur á milli Norðurlandanna m.a. hvað menningu og viðskiptasiðferði varðar sem skýrir hvernig stjórnarhættir hafa birst með ólíkum hætti. Blæbrigðamun má sjá í þeim leiðbeiningum um góða stjórnarhætti sem hvert Norðurlandanna gefur út. Í nýlegri rannsókn má líka sjá mun á milli Norðurlandanna í málaflokki sem hefur fengið vægi í leiðbeiningum um stjórnarhætti undanfarið nokkur ár, en þar er fjallað um hlutverk og skipulag tilnefningarnefnda (Hildur Magnúsdóttir, Auður Arna Arnardóttir og Þröstur Olaf Sigurjónsson, 2021).

Tilgangurinn með greininni er að vera innlegg í bæði fræðilega og hagnýta umræðu um stjórnarhætti fyrirtækja á Íslandi. Það er gert annars vegar með yfirliti yfir fræðasviðið og hins vegar með rannsókn á því hvernig leiðbeiningar um stjórnarhætti á Íslandi hafa þróast. Fræðilega yfirlitið er hugsað sem samhengi og rammi fyrir umræðu um þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi, en leiðbeiningar um stjórnarhætti má sjá sem dæmi um það hvernig þekking á stjórnarháttum er sett fram með hagnýtum hætti. Leiðbeiningar um stjórnarhætti (e. codes of conduct) má almennt skilgreina sem ábendingar um bestu vinnubrögð (e. best practices) í skipulagi og starfsháttum stjórnar og tilurð þeirra má rekja til þess að lög, reglur og kerfi, til að tryggja góða stjórnarhætti, voru jafnan með þeim annmörkum (e. deficiencies) að bæta mátti úr (Aguilera og Cuervo-Cazurra, 2004).

Stjórnarhættir fyrirtækja hvíla í grunninn á hlutafélagalögum þar sem vald og ábyrgð innan félaga skiptist í þrjá þætti. Í fyrsta lagi er það hluthafafundur, þá hlutverk stjórnar og að endingu hlutverk og ábyrgð framkvæmdastjóra. Þessir þrjú þættir eru þó samofnir með þeim hætti að hluthafar bera æðsta vald á hluthafafundi sem kýs stjórn, en hún gegnir því hlutverki að fara með umboð hluthafa milli hluthafafunda. Það er svo hlutverk stjórnar að hafa eftirlit með starfsemi fyrirtækis og sjá til þess að samþykktari stefnu sé fylgt. Það er einnig hlutverk stjórnar að ráða framkvæmdastjóra, sem ber ábyrgð á daglegum rekstri fyrirtækis. Á viðkomandi að fara eftir þeim fyrirmælum sem stjórn hefur lagt. Hlutverk leiðbeininga um stjórnarhætti er að skýra þetta þrjúþætta samband og sérstaklega hvað varðar valdmörkin á milli þessara lykilaðila, þ.e. hvar völd og ábyrgð liggja.

Rannsóknarspurningin sem unnið er með er hvað hafi helst einkennt inntak og þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi. Til að svara þessari spurningu er rýnt í þær breytingar sem hafa orðið á íslensku leiðbeiningunum sem gefnar hafa verið út í alls sex útgáfum á árunum frá 2004 til 2021.

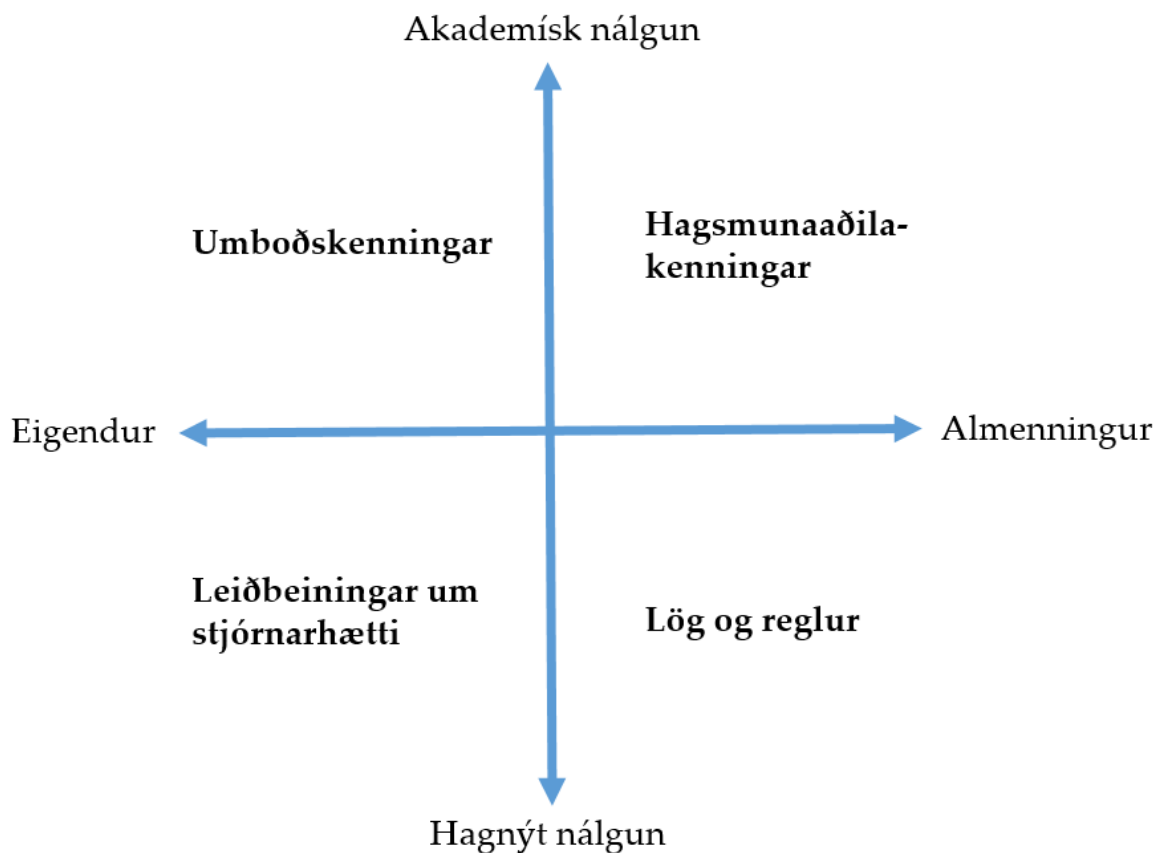
Næst er fjallað er um fræðilegt yfirlit greinarinnar í fjórum hlutum. Fyrst er vikið að stjórnarháttum fyrirtækja í ljósi umboðskenninga og svo í ljósi hagsmunaaðilakenninga. Þá er gerð grein fyrir stjórnarháttum fyrirtækja í ljósi laga og reglna. Fræðilega yfirlitið endar svo á umfjöllun um rannsóknir á leiðbeiningum um stjórnarhætti fyrirtækja. Síðan er gerð grein fyrir þeirri aðferð sem notuð var við rannsóknina á inntaki og þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi, en höfundar nýta sér þar greiningarverkfæri sem var útbúið sérstaklega fyrir rannsóknina til að varpa ljósi á breytingar á innihaldi leiðbeininganna yfir tíma. Svo er gerð grein fyrir niðurstöðum rannsóknar á þróun leiðbeininga á Íslandi út frá þeim sex útgáfum sem birtar hafa verið. Það munstur sem rannsóknin leiðir í ljós er svo rýnt og rætt með hliðsjón af fræðilega yfirlitinu í umræðukafla greinarinnar. Í lokaorðum er rætt um megin skilaboð greinarinnar og næstu skref í rannsóknum á leiðbeiningum um stjórnarhætti á Íslandi.

## 2 Stjórnarhættir í fræðilegu og hagnýtu ljósi

Uppruna stjórnarháttanna sem fags má rekja til þess tíma þegar eigendur, hluthafarnir, stóðu frammi fyrir því að ráða til sín fagstjórnendur til þess að stjórna starfsemi fyrirtækja sinna og ná árangri í rekstri þeirra. Vandinn sem tengist þessum aðskilnaði á milli eigenda fyrirtækis annars vegar og stjórnenda sem sinna rekstri þess hins vegar (Berle og Means, 1932, 1991) var skilgreindur sem umboðsvandi (Jensen og Meckling, 1976) og slíkum vanda fylgir umboðskostnaður sem lendir á hluthöfum (Aguilera, Filatotchev, Gospel og Jackson, 2008). Sambærilegt vandamál tengist líka aðstöðumun sem er á milli hóps ráðandi hluthafa og smærri hluthafa sem og lánardrottna (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer og Vishny, 2002).

Sú nálgun að stjórnarháttum þar sem einblínt er á sambandið á milli eigenda, hluthafa og stjórnenda sýndi sig að vera frekar þröngt og sem andsvar við þessari nálgun komu fram kenningar sem tóku til skoðunar hlutverk og mikilvægi hagsmunaaðila (e. stakeholders). Í þessum kenningum felst að það eru fleiri sjónarmið og ekki síst ytri þættir sem fá meira vægi þegar kemur að stjórnun og starfsemi fyrirtækja (Ayuso, Rodríguez, Garcia-Castro og Ariño, 2014; Aquilera og Jackson, 2010; Aquilera, Florackis og Kim, 2016).

Fyrst í stað virðist sem þróun fræða um stjórnarhætti hafi einna mest snúist um skilgreiningar og skilning í fræðilegu ljósi á því hvernig viðeigandi er að fara með auðlindir fyrirtækja og til hverra þeim er ráðstafað. Eins og segir í inngangi þá var fagið framan af viðfangsefni tiltölulega þröngs hóps fræðimanna og sérstakra áhugamanna um skipulagt eftirlit (e. control) með starfi fyrirtækja (Claessens og Yurtoglu, 2012) en á síðustu áratugum hafa það verið afdrifarík raunveruleg dæmi um misbrest í stjórnarháttum og siðbrest hjá stjórnun og stjórnendum (Mallin, 2010) sem hafa komið faginu rækilega á sjónarsviðið hjá bæði almenningi og stjórnvöldum (Hill, 2004, 2005).



**Mynd 1.** Fjórir flokkar fræða um stjórnarhætti fyrirtækja  
(Mynd frá höfundum)



Mallin (2010) bendir á að misferli í fyrirtækjum eins og Barings banka, Enron, Royal Ahold, Parmalat og Royal Bank of Scotland hafi ýtt verulega undir þróunina á hagnýtum aðferðum á sviði stjórnarháttanna. Fall íslensku bankanna og hrun fjármálakerfisins á Íslandi á árinu 2008 átti líka þátt í að festa stjórnarhætti sem fag meira í sessi hérlendis og birtist það m.a. í mikilli gagnrýni á siðferði og starfshætti í fjármálakerfinu í aðdraganda hrunsins (Rannsóknarnefnd Alþingis, 2010) og í stórauðinu áherslu aðila í atvinnulífinu á þróun leiðbeininga um stjórnarhætti fyrir íslensk fyrirtæki (sjá m.a. [https://leidbeiningar.is/itarefni/gerfið\\_út\\_af\\_Samtökum\\_atvinnulífsins\\_Viðskiptaráði\\_og\\_Nasdaq\\_á\\_Íslandi](https://leidbeiningar.is/itarefni/gerfið_út_af_Samtökum_atvinnulífsins_Viðskiptaráði_og_Nasdaq_á_Íslandi), febrúar 2021).

Tilgangurinn með þessari grein er ekki að gera grein fyrir öllum kenningum um stjórnarhætti fyrirtækja heldur draga fram fjóra flokka í fræðunum sem gefa mikilvæga inn-sýn í þau og gera mögulegt að ræða niðurstöður rannsóknarinnar á leiðbeiningum um stjórnarhætti á Íslandi. Flokkarnir eru í fyrsta lagi umboðskenningar sem sjá má sem dæmi um þrönga nálgun að stjórnarháttum fyrirtækja í akademísku ljósi. Svo er litið til hagsmunaaðilakenninga sem dæmi um víða nálgun frá akademísku sjónarhorni. Vissulega væri hægt að draga fram fleiri kenningar á sviði stjórnarháttanna sem falla undir akademíska nálgun en það verður ekki gert hér þar sem fókusinn í greininni er á hina hagnýtu hlið stjórnarháttanna. Rannsóknin sem gerð er í tengslum við greinina er á þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi og til að ræða niðurstöðurnar frá hinu hagnýta sjónarhorni er annars vegar horft til rannsókna með áherslu á lög og reglur og hins vegar á rannsóknir á leiðbeiningar um stjórnarhætti.

Nú verður gerð nánari grein fyrir fræðunum um stjórnarhætti fyrirtækja sem fjallað er um hér í greininni. Fyrst verður rýnt í heimildir um umboðskenningar. Næst verður fjallað um um hagsmunaaðilakenningar. Þá er rætt um stjórnarhætti út frá lögum og reglum og að endingu er gerð grein fyrir um heimildum og rannsóknum á leiðbeiningum um stjórnarhætti.

## 2.1 Stjórnarhættir í ljósi umboðskenninga

Almennt snúast stjórnarhættir um þróun þekkingar á því verklagi og þeim vinnubrögðum sem stjórn fyrirtækis beitir við að rækja skyldur sínar þar með talið að fylgjast með árangri fyrirtækisins, meta störf forstjórans og framkvæmdastjórnar og koma með tillögur um hvernig beri að umbuna þeim og tryggja að sem best samræmi sé á milli hvata, árangurs og ábyrgðar í störfum fyrirtækisins (Ayuso o.fl., 2014). Lykilatriði er hvernig aðilar meta áhættu í rekstri og hver markmið eigenda eru annars vegar og stjórnenda hins vegar.

Nálgun umboðskenninga að þessu verkefni er fyrst og fremst tvíhliða, samningar og eftirlit með sambandinu á milli umbjóðanda og umboðsmanns, þ.e. hluthafa og stjórnenda. Nálgunin er líka frekar lokuð þar sem ekki er litið að neinu marki til þátta sem varða umhverfið og þær aðstæður sem fyrirtæki starfa við (Aguilera o.fl., 2008; Filatotchev, Jackson og Nakajima, 2013).

Það er líka áhugavert hvernig áhersla á þetta samband í stjórnarháttum hefur átt þátt í að ýta undir launabil á milli forstjóra og annarra stjórnenda í fyrirtæki og jafnframt hefur þessi fókus í stjórnarháttum leitt til þess að hvarar sem eiga að tryggja hagsmuni hluthafa hafa gert það að verkum að stjórnendur eru gerðir að hluthöfum sem kann að tryggja að þeir standi uppi í enn sterkari stöðu gagnvart almennum hluthöfum en áður (Pitelis, 2013).

Aðrar akademískar kenningar sem gætu fallið í þennan flokk þar sem áherslan er á eigendur og stjórnendur byggja á sambærilegum forsendum og umboðskenningarnar, þ.e. á umboðsvandanum. Í stað áherslu á eftirlit til að fyrirbyggja vandamálið leggja ráðsmannskenningar (e. stewardship theory) áherslu á aukið umboð og svigrúm fyrir stjórn og stjórnendur til að grípa þau tækifæri sem eru til verðmætasköpunar og sem geta skilað eigendum arði (Donaldson og Davis, 1991; Mallin, 2010). Svo eru viðskiptakostnaðar kenningar (e. transaction cost economics) sem benda á hvenær og við hvaða skilyrði megi leysa umboðsvandamál með breytingu á skipulagi. Viðbrögð til að draga úr umboðsvanda og hættu á siðbrest í viðskiptum á markaði geta aukið viðskiptakostnað sem mögulegt er

að lækka með því að færa starfsemina inn í fyrirtæki og undir vald stjórnenda (Hazami-Ammar og Gafsi, 2021; Williamson, 1975, 1984).

Til viðbótar við það markmið að fyrirtæki uppfylli eðlilega arðsemiskröfu til hluthafa þá er einnig viðurkennt að aðrir hagsmunaaðilar eigi líka réttmæta og siðferðislega kröfu á það að komið sé til móts við þeirra þarfir. Með því að nálgast hagsmuni og hagsmunaaðila fyrirtækis frá víðu sjónarhorni sé lagður grunnurinn að árangursríkum rekstri (Freeman, 1984; Donaldson og Preston, 1995).

## 2.2 Stjórnarhættir í ljósi hagsmunaaðilakenninga

Í takti við þetta sjónarmið settu Hill og Jones (1992) fram hugmyndina að hagsmunaaðila-umboðskeningunni (e. stakeholder-agency theory), þar sem stjórnendur skyldu vera umboðsmenn fyrir hagsmunaaðila en ekki eingöngu hluthafa. Aðalvandinn við þessa nálgun er að hagsmunir aðila eru ólíkir og þeir togast á sem þýðir að ef þjóna á sem flestum hagsmunaaðilum þá verður niðurstaðan málamiðlun sem getur komið niður á árangri fyrirtækisins (Coelho, McClure og Spry, 2003). Afar mikilvæg spurning er hverjir það eru sem telja beri til hagsmunaaðila fyrirtækis (Smallman, 2004). Í hagsmunaaðilakenningum er jafnan taldir upp eftirfarandi hópar hagsmunaaðila: starfsmenn, birgjar, hluthafar, viðskiptavinir, samfélagið, stjórnvöld og þrýstihópar (Coelho o.fl., 2003). Hópar hagsmunaaðila geta verið fleiri en þeir sem eru tilgreindir hér að framan og því er oft greint á milli beinna hagsmunaaðila og óbeinna til að auðvelda það verkefni að sinna stjórnarháttum frá þessu víða sjónarhorni.

Megininntakið í hagsmunaaðilakenningunni (e. stakeholder theory) er að með því að taka til greina hagsmuni ólíkra hagsmunaaðila þá sé ýtt undir að fyrirtækið nái hámarksárangri (Jones, 1995; Donaldson og Preston, 1995; Jones og Wicks, 1999). Litið er á fyrirtækið sem bæði félagslega, efnahagslega og lagalega einingu sem hafi ríkar skuldbindingar gagnvart almenningi (Gamble og Kelly, 2001; Ayuso o.fl., 2014). Þetta felur í sér að fyrirtækið er að ná árangri þegar hagsmunaaðilar eru ánægðir og því er mikilvægt þegar kemur að stjórnarháttum að ná utan um það hvernig árangur sé sem best samstilltur út frá markmiðum hluthafa og ávinningi hagsmunaaðila (Pigé, 2002).

Athafnatengd hagsmunaaðilakenning (e. instrumental stakeholder theory) (Donaldson og Preston, 1995; Jones, 1995) gengur lengra en almenn leiðandi (e. normative) hagsmunaaðilakenning hvað varðar þátttöku hagsmunaaðila í ákvörðunum um rekstur og árangur fyrirtækja (Bottenberg, Tuschke og Flickinger, 2017). Hagsmunaaðilar sem eiga ríka hagsmuni af rekstri fyrirtækisins og bera áhættu ættu að eiga aðkomu að ákvörðunum fyrirtækisins til að hafa áhrif á skilvirkni og árangur þess (Blair, 1995). Það er mikilvægt að geta þess að þessi athafnatengda kenning gerir ráð fyrir að mikil skörun sé á milli hagsmuna ólíkra hagsmunaaðila og þannig fari hagsmunir að mestu leyti saman (Harrison og Wicks, 2013).

Umræða um hagsmunaaðilakenninguna sem innlegg í stjórnarhætti er á breiðu bili. Annars vegar er áhersla sett á að um frekar óræða kenningu sé að ræða með ósamstæð markmið mikils fjölda hagsmunaaðila (Friedman og Miles, 2002; Smallman 2004) og hins vegar að fókus á framlag hagsmunaaðila geri mögulegt að ná enn meiri árangri en ella gegnum uppbyggileg samskipti og tengsl (Bottenberg o.fl., 2017), ekki síst með því að sjá tenginguna við hagsmunaaðila sem leið til að gera mögulegt að ná framúrskarandi árangri (Stoney og Wistansley, 2001). Raunrannsóknir á árangri þeirra fyrirtækja og stjórnenda hafa stutt við þá tilgátu að stjórnarhættir sem eru í góðum takti við hagsmunaaðila skili fyrirtækjum betri árangri en stjórnarhættir þar sem litið er framhjá hagsmunaaðilum (Berman, Wicks, Kotha og Jones, 1999; Hillman og Keim, 2001). Mikilvægt er samt að hafa í huga að samband og tengsl við hagsmunaaðila er í stöðugri þróun (Friedman og Miles, 2002) og að kenningar og verkfæri á sviði stjórnarháttanna verður stöðugt að meta út frá aðstæðum þess fyrirtækis sem við á hverju sinni.

Stjórnarhættir sem fræðilegt fag sækir grundvöll sinn ekki einungis til fræða eins og um-

boðskenninga eða hagsmunaaðilakenninga. Fjölmargar aðrar kenningar tengjast stjórnarháttum. Mikilvægt er líka að átta sig á að stjórnarhættir taka ekki bara mið af rannsóknum og fræðilegri þekkingu heldur hefur fyrirkomulag og æskileg framvinda í stjórnarháttum verið bundin í lög og reglur.

### 2.3 Stjórnarhættir í ljósi laga og reglna

Stjórnarhættir hvíla sögulega séð talsvert á grunni laga og reglna. Þannig hefur löggjafinn hlutverk í þróun efnahagslífs og góðra stjórnarháttá (Shleifer og Vishny, 1997). Sagan sýnir að fyrirtæki laga sig að lögum og reglum, svo og að breytingum á stjórnarháttum. Einnig að samkeppni milli fyrirtækja stuðli að skilvirkni í rekstri, dragi úr fjármagnskostnaði og ýti undir góða stjórnarhætti (Stigler, 1958). Jafnframt að fyrirtæki sem sannarlega leggja sig fram um heilbrigða viðskiptahætti og uppfylli þarfir og væntingar hagsmunaaðila, muni á endanum njóta þess að geta selt vörur sínar á háum verðum, laði til sín gott starfsfólk og fjárfesta (Becht, Bolton og Röell, 2003). Hins vegar sýna rannsóknir að stjórnarhættir eru ekki alltaf stundaðir með þeim hætti sem lagt er upp með í skilningi laga og reglna. Því þurfi löggjafinn stjórnvaldstæki í formi eftirlits til að framfylgja stjórnarháttum eins og þeir eru hugsaðir út frá lögum (Chhaochharia og Grinstein, 2007).

Umboðsvandinn er því enn áskorun þegar kemur að lögum, reglum og stjórnarháttum (Bhagat og Hubbard, 2022; Hopt, 2011). Ýmislegt hefur verið gert til að lágmarka vandann, en árangurinn er oft takmarkaður. Stöðug viðleitni til breytinga á lögum og reglum, auk þrýstings um innleiðingu leiðbeinandi tilmæla um góða stjórnarhætti, varpa ljósi á það (Enriques og Volpin, 2007; Bebchuk og Hamdani, 2008). Á sama tíma hafa rannsóknir sýnt fram á mikilvægi reglna og leiðbeininga um góða stjórnarhætti og hvernig þær hafa getað stutt við heilbrigða viðskiptahætti, aukin umsvif í efnahagslífi og við hagvöxt. Tilvist þeirra hefur enn fremur varpað ljósi á að hluthafar hafa með þeim dregið úr mögulegum umboðsvanda (Grossman og Hart, 1980; Shleifer og Vishny, 1986; Becht o.fl., 2003). Það kemur enn fremur í ljós að hluthafar með minni eignarhluta virðast frekar reiða sig á lög og reglur en leiðbeiningar um góða stjórnarhætti, sem stærri hluthafar virðast beita fyrir sig (Fama og Jensen, 1983; Jensen, 1988).

Lög og reglur sem ná yfir stjórnarhætti eru oft viðfangsefni rannsókna út frá aðstæðum einstakra landa og landssvæða (Brennan og Solomon, 2008). Bent er á að nálgun að stjórnarháttum getur haft áhrif á framboð fjármagns til fyrirtækis og kostnað þess. Einnig á árangur í rekstri og ávinning hluthafa. Ein af fyrstu rannsóknunum varpaði ljósi á að reglur og leiðbeiningar um stjórnarhætti horfi til samfélagslegrar velferðar frekar en hagsmuni einstakra fjárfesta (Pigou, 1938). Reglur og leiðbeiningar um stjórnarhætti stuðla að betra aðgengi að upplýsingum um starfsemi fyrirtækis sem veitti þannig aðhald út frá samfélagslegum hagsmunum (Becht o.fl., 2003). Yfirlýsing fyrirtækis um rekstur í anda góðra stjórnarháttá er þó ekki trygging fyrir að svo verði gert (Doidge, Karolyi og Stulz, 2007). Samfélag er marglaga þegar kemur að hagsmunum og tilhneiging í rekstri er oft sú að horfa aðeins á hagsmuni sumra frekar en allra aðila (Becht o.fl., 2003).

Fræðimenn hafa kannað áhrif laga og reglna á stjórnarhætti fyrirtækja og tengsl þess við árangur í rekstri (Durnev og Kim, 2005). Í þessu samhengi halda La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer og Vishny (1998) því fram að réttarkerfið sé nauðsynleg breyta fyrir framþróun góðra stjórnarháttá. Þeir setja fram þá niðurstöðu sína að hvernig lögum og reglum sé framfylgt hafi mest um það að segja hvernig stjórnarhættir eru stundaðir. En þeir komast jafnframt að þeirri niðurstöðu að verulegur munur sé á milli landa og landssvæða þegar kemur að hvaða vernd hluthafar búi við. Þeir benda á að engil-saxneska löggjöfin veiti hluthöfum bestu verndina og frekari rannsóknir styðja þá niðurstöðu (Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes og Shleifer, 2008). Denis og McConnell (2003) draga fram að samþjappað eignarhald geti verið svar við skorti á hluthafavernd og þannig geti hluthafar saman reynt að mynda vogarafl gagnvart stjórnendum.

Allt frá því að viðurkennt hefur verið að ólík viðmið og kröfur um stjórnarhætti geti



haft áhrif á möguleika fyrirtækja til að ná árangri í rekstri, hefur verið tekist á um hvaða tegund laga og reglna sé best til þess fallin að styðja við góða stjórnarhætti (Denis og McConnell, 2003). Aðstæður og geta eftirlitsaðila til að fylgja eftir regluverki stuðlar að betri stjórnarháttum (Wearing og Wearing, 2005). Regluverk sem styður við samþjöppun eignarhalds og vernd fjárfesta virðist ýta undir heilbrigða stjórnarhætti (Shleifer og Vishny, 1997). Þetta bendir til þess að breytileiki á vernd fjárfesta í lögum geti skýrt breytileika í stjórnarháttum. Í nýlegum rannsóknum er einnig spurt hvort rétt sé að víkka sjónarhornið frá fjárfestum og eignarhaldi í engilsaxneska regluverkinu til víðtækara sjónarhorns fleiri hagaðila (Keay, 2010). Almenn er talið að stjórnarhættir fyrirtækja í engilsaxneskum löndum einkennist af mikilli vernd hluthafa og lítilli samþjöppun í eignaraðild. Á hinn bóginn einkennast flest Asíu- og Evrópulönd af hagsmunatengdu fyrirkomulagi með meiri samþjöppun eignarhalds (Renders og Gaeremynck, 2012).

Talsverð umræða er um það hvort að þeir þættir sem nefndir hafa verið hér að ofan, og fleiri, muni leiða til þess að stjórnarhættir verði líkari hvar sem þeir eru stundaðir í heiminum (Sachs, 2019). Bent er á að þessi þróun sé þegar byrjuð og það sjáist á því hvernig alþjóðaviðskipti eru stunduð (Gordon, 2017) og hver áhrifin hafi verið á þróun laga og reglna (Sachs, 2019). Þannig geti stjórnarhættir ekki annað en þróast, ekki síst fyrir tilstilli fjárfesta (Hansmann og Kraakman, 2001; Rajan og Zingales, 2003; Sachs, 2019). Vissulega eru ekki allir fræðimenn á sama máli og bent er á að stjórnarhættir þróist með ólíkum hætti eftir því hvernig viðskiptamenning er á hverjum stað (Bebchuk og Roe, 1999; Pargendler, 2020).

Rannsóknir eru því ekki allar á sömu lund. Hansmann og Kraakman (2001) halda því fram að munurinn á stjórnarháttum eftir löndum og landssvæðum sé tiltölulega lítill. Hjá Carati og Tourani (2000) og Heugens og Otten (2007) kemur fram að nokkurs konar samruni hafi þegar átt sér stað milli stjórnarháttanna á engilsaxneska svæðinu og á meginlandi Evrópu. Rannsóknir Fligstein og Freeland (1995) sýna aukna einsleitni í stjórnarháttum en Gilson (2001) bendir á að þótt lög, reglur og eftirlit hafi verið að þróast í sömu átt í mismunandi löndum þá sé enn áhersla á stjórnarhætti sem taka tillit til aðstæðna á hverjum stað (Yoshikawa og Rasheed, 2009). La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer og Vishny (2002) undirstrika að tegund stjórnarháttanna fari mjög eftir tegund eignarhalds og það skýri breytileikann.

## 2.4 Stjórnarhættir í ljósi leiðbeininga

Lög og reglur sem taka til stjórnarháttanna eru lýsandi fyrir það sem fyrirtækjum ber að fara eftir en þegar kemur að leiðbeiningum um góða stjórnarhætti þá eru þær vegvísir um heilbrigða viðskiptahætti og viðmið til að starfa eftir (Zattoni og Cuomo, 2008). Leiðbeiningar um stjórnarhætti voru settar fram til þess að gera það auðveldara fyrir stjórnendur og fyrirtæki að takast á við áskoranir sem þeir geta staðið andspænis, til að mynda hvað varðar ábyrgð og gagnsæi í rekstri (Fernandez-Rodriguez, Gomez-Anson og Cuervo-Garcia, 2004). Innan flestra réttarkerfa hafa leiðbeiningar um góða stjórnarhætti ekki lagalega merkingu né eru þær bindandi með neinum hætti (Wymeersch, 2006).

Fyrirtækjum er frjálst að fylgja leiðbeiningum um góða stjórnarhætti eða ekki (Haxhi og Aguilera, 2014). Leiðbeiningarnar eru ekki skylda en það er horft til þess að fyrirtæki „fylgi eða útskýri“ (e. comply or explain principle) að hvaða marki stuðst er við leiðbeiningar um stjórnarhætti (Aguilera og Cuervo-Cazurra, 2009; Nowland, 2008; Cuomo, Mallin og Zattoni, 2016). Rökin á bak við möguleikann á því „að fylgja eða útskýra“ er að veita fyrirtækjum sveigjanleika við að laga stjórnarhætti sína að þeim aðstæðum sem þau búa við, í atvinnugrein, eftir tegund eignarhalds, stærð og fleira (Talaular og Werder, 2008; Luo og Salterio, 2014).

„Fylgdu eða útskýrðu“ nálgunin hvílir á tveimur undirliggjandi forsendum (Krenn, 2014). Sú fyrri er að það er ekki hægt að treysta á að ein og sama nálgunin (e. one size fits all) henti öllum og sú síðari að skilvirkur fjármagnsmarkaður tryggi að farið sé eftir leið-



beiningum um góða stjórnarhætti, m.a. með hærri vöxtum (Zuckerman, 1999). Þannig er gert ráð fyrir því að markaðurinn sjái til þess að fyrirtækjum sem veita ekki fullnægjandi skýringar á fylgni við leiðbeiningar um stjórnarhætti sé refsað en hinum umbunað (Cuervo, 2002; MacNeil og Li, 2006). Þetta þýðir að frávik frá leiðbeiningum kunna að vera réttmæt og viðurkennd, svo framarlega sem slík frávik séu almennt viðurkennd (Seidl, Sanderson og Roberts, 2013). Ef um frávik er að ræða er það undir hagsmunaaðilum komið, í flestum tilvikum hluthöfum eða markaðsaðilum, hvort fyrirtækinu sé „refsað“ eða ekki (MacNeil og Li, 2006; Seidl o.fl., 2013). Viðleitni til að bregðast við umboðsvandanum er kjarninn á bak við hugmyndina um leiðbeiningar um góða stjórnarhætti (Jensen og Mecling, 1976; Fama og Jensen, 1983), sem endurspeglast í áherslum um skilvirka stjórn sem ber ábyrgð gagnvart hluthöfum fyrirtækis.

Það sem rannsóknir hafa staðfest er að innleiðing leiðbeininga um góða stjórnarhætti hefur haft jákvæð áhrif á þróun stjórnarháttanna fyrirtækja (Cuomo, Mallin og Zattoni, 2016). Einnig að fyrirtæki sem eru skráð á hlutabréfmarkað eru jafnan að fylgja slíkum leiðbeiningum (Conyon og Mallin, 1997; Renders og Gaeremynck, 2012; Luo og Salterio, 2014), m.a. vegna þrýstings á að skráð hlutfélög „geri rétt“ (Aguilera og Cuervo-Cazurra, 2004). Þetta er í takti við niðurstöður Fernandez-Rodriguez o.fl. (2004) sem segja að fjármálamarkaðir bregðist jákvætt við tilkynningu um að farið sé að leiðbeiningum um góða stjórnarhætti. Á heildina litið má segja að leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja hafi umtalsvert jákvæð áhrif á stjórnarhætti fyrirtækja, að minnsta kosti formlega séð (Werder, Talaulicar og Kolat, 2005).

Þrátt fyrir þá jákvæðu umfjöllun sem vikið hefur verið að hér að framan þá eru til fræðimenn sem eru efins um árangurinn af „fylgja eða útskýra“ nálguninni (Cuomo, Mallin og Zattoni, 2016). Rannsóknir benda á að í sumum tilvikum hjá fyrirtækjum er meira talað um leiðbeiningar um góða stjórnarhætti frekar en að þeim sé fylgt (Werder o.fl., 2005; Ananchotikul, Kouwenberg og Phunnarungsi, 2010). Leiðbeiningar geti þannig verið ágætari til að stuðla að góðum stjórnarháttum (Krenn, 2014) en þær geta aldrei tryggt góða ástundun þeirra (Haxhi og Aguilera, 2014). Þess vegna er litið á leiðbeiningar sem „mjúk lög“ og þær taldar viðbót frekar en valkostur til að leysa mögulegan umboðsvanda (Hopt, 2011). Að því sögðu þá hafa sumir fræðimenn sýnt fram á hvernig leiðbeiningar um stjórnarhætti geta aukið á samþættingu stjórnarháttanna milli landa og landssvæða (Collier og Zaman, 2005; Aguilera og Cuervo-Cazurra, 2009). Þessi samþætting sé í átt að sterkari réttindum hluthafa og tengist því stjórnarháttum í engilsaxneskum löndum (Collier og Zaman, 2005). Wymeersch (2006) ályktar að notkun leiðbeininga um góða stjórnarhætti samhliða sterkara laga- og regluverki hafi í raun reynst árangursrík til að bæta stjórnarhætti fyrirtækja.

Sú skoðun sumra að hluthafar séu í sjálfu sér sem hver annar hagaðili, er ekki það sem liggur til grundvallar lögum í flestum markaðshagkerfum þar sem hluthafar fá yfirburðastöðu sem eigendur fyrirtækis (Heath og Norman, 2004). Fyrir vikið hafa leiðbeiningar um góða stjórnarhætti þróast í þá átt að leggja ríkari áherslu á hlutverk og rétt annarra hagaðila (Ayuso o.fl., 2014) oft í tengslum við félagslega og umhverfislega ábyrgð fyrirtækja (Wieland, 2005). Þrátt fyrir þessa þróun eru enn fáar rannsóknir á því hvernig hagsmunum ólíkra hópa er svarað í ákvarðanatöku og stjórnun fyrirtækja. Fjóra straua rannsókna má nefna í þessu sambandi: 1) rannsóknir sem lýsa notkun leiðbeininga um stjórnarhætti út frá alþjóðlegu sjónarhorni (Aguilera og Cuervo-Cazurra, 2004, 2009; Haxhi og van Ees, 2010), 2) rannsóknir sem greina form og notkun leiðbeininga niður á lönd og svæði (Reid, 2003), 3) rannsóknir sem rannsaka hversu ítarlega leiðbeiningum er fylgt (Berglöf og Pajuste, 2005) og 4) rannsóknir sem kanna beitingu og virkni „fylgja eða útskýra“ reglunnar (Seidl, 2007; Andres og Theissen, 2008; Meyer, 2010).

Rannsóknir á leiðbeiningum um góða stjórnarhætti hafa þróast síðustu ár (Cuomo o.fl., 2016) og hafa víkkað út frá því að verpast aðeins um umboðskenninguna. Aðrar kenningar hafa fengið meira rými. Nú hefur liðið nokkur tími frá því að leiðbeiningar voru fyrst

settar fram og því hafa tækifæri gefist til að rannsaka þróunina (Nordberg og McNulty, 2013) og sérstaklega hvernig bæði formleg og óformleg aðkoma ýmissa stofnana að gerð leiðbeininganna hefur haft áhrif á stjórnarhætti (Haxhi og van Ees, 2010).

### 3 Aðferð

Fjöldi rannsókna sem birtar hafa verið innan fræðasviðsins stjórnarháttanna fyrirtækja hefur aukist mikið á síðastu áratugum. Það gefur til kynna vaxandi fræðilegan áhuga á faginu. Á sama tíma hefur áhugi atvinnulífs á hagnýtingu þekkingar á stjórnarháttum aukist mikið. Aukin notkun á leiðbeiningum um stjórnarhætti (e. governance guidelines) hjá fyrirtækjum sýnir það. Samhliða hefur breidd og umfang sviðsins sem stjórnarhættir fyrirtækja ná yfir aukist mikið (Mallin, 2007). Þróunin hefur verið mikil bæði hvað varðar öflun þekkingar og leiðir til að hagnýta þekkinguna. Eins og segir í inngangi er markmiðið í þessari grein að fjalla um stjórnarhætti í bæði fræðilegu og hagnýtu ljósi.

Til að setja fram fræðilega yfirlitið hér að framan var gerð rannsókn á fræðilegum heimildum sem hófst með leit í rafrænum gagnagrunnum Scopus og Business Source Premier eftir samsetningu lykillhugtaksins „stjórnarhættir fyrirtækja“ (e. corporate governance) og öðrum tengdum lykilordum við stjórnarhætti eins og „kenningar“ (e. theory), „framkvæmd“ (e. practice), „kóðar“ (e. codes), „leiðbeiningar“ (e. guidelines), „lög“ (e. law), „reglur“ (e. regulation). Til viðbótar var frekari leit gerð með krossvísunum og beinni leit í tímaritinu *Corporate Governance: An International Review* sem er viðurkennt sem leiðandi tímarit af háum gæðum á sviði stjórnarháttanna fyrirtækja. Einnig var stuðst við ritgerðir, ritstjórnargreinar og kafla í ritstýrðum bókum.

Rannsóknin á stjórnarháttum fyrirtækja í hagnýtu ljósi er afmörkuð við leiðbeiningar um stjórnarhætti. Gerð var rannsókn á hvað helst einkennir inntak leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi og hvernig íslensku leiðbeiningarnar hafa að þróast frá fyrstu útgáfu þeirra 2004 til þeirrar sjöttu sem kom út árið 2021. Um er að ræða rannsókn á fyrirliggjandi gögnum (e. secondary data analysis) sem mikilvægt er að afla og greina áður en ráðist er í frekari og meira afmarkaða gagnaöflun (Sekaran og Bougie, 2010). Rannsóknin er því skipulögð sem könnunarrannsókn (e. exploratory study) á fyrirliggjandi dæmum (Yin, 2014). Rannsóknin er í raun fyrsta skrefið í að greina hvernig leiðbeiningar um stjórnarhætti hafa þróast á Íslandi. Rýnt er í allar sex útgáfurnar af leiðbeiningunum sem komið hafa fram og er litið á hverja útgáfu sem afmarkað dæmi. Rannsóknin á leiðbeiningunum er jafnframt skilgreind sem eigindleg rannsókn (Creswell, 2013) þar sem rannsakendur setja fram túlkun sína á þeim niðurstöðum sem fjallað er um.

Til að auðvelda rannsóknina og túlkunina á þróun leiðbeininganna var stillt upp verkfæri sem gerir mögulegt að greina innihaldsþætti leiðbeininganna og gera samanburð á þróun þeirra á milli mismunandi útgáfa leiðbeininganna.

Verkfærið, sjá mynd 2, er gert og hannað af höfundum til að vinna rannsóknina sem er kynnt hér. Verkfærið er þannig aðlagð að því að útgáfur íslensku leiðbeininganna eru sex talsins og rannsóknin beinist að því hver helstu innihaldsatriði leiðbeininganna eru og hvernig þessi atriði hafa þróast frá fyrstu útgáfu til þeirrar sjöttu. Verkfærið auðveldar að greina þann breytileika sem er að finna á milli dæmanna sem skoðuð eru, þ.e. útgáfanna af leiðbeiningunum.

Verkfærið gerir mögulegt með grafískum hætti að lýsa og túlka þá dýpt og breidd sem er að finna í innihaldsatriðum leiðbeininganna. Táknin sem eru notuð fyrir áherslurnar á innihaldsatriðin eru litaðir hringfletir í fimm mismunandi stærðum, bæði í dökkum lit og ljósum lit. Minnsti hringflöturinn táknar að áherslan á innihaldsatriðið er mjög lítil en stærsti hringflöturinn táknar að áherslan er metin mjög mikil. Þar á milli eru svo hringfletir sem eru stækkandi, frá þeim minnsta að þeim stærsta, þ.e. lítil áhersla, meðal áhersla og mikil áhersla, sem gera kleift að gefa til kynna mismunandi breytileika í þeim áherslum sem greina má á innihaldsatriðum í leiðbeiningum sem hér rýnt er í. Með dökkum lit er vísað til sannanlegrar vinnu við og þróun á innihaldsatriðunum í viðkomandi útgáfu en

Innihald \ Útgáfur	1	2	3	4	5	6
A	●	○				
B		●	○			
C			●	○		
D				●	○	
E					●	○
F						

**Mynd 2.** Verkfæri til að greina innihald leiðbeininga um stjórnarhætti

(Mynd frá höfundum)

með hvítum lit er átt við að áhersla á sömu atriði sé til staðar en óbreytt frá fyrri útgáfu. Sérhver útgáfa var skoðuð og gerð var greining á innihaldi leiðbeininganna. Sérstaklega var leitað að breytingum og nýjungum. Við greininguna var einnig velt upp hvort einhver innihaldspáttur hafi fengið minna vægi en áður í leiðbeiningunum eða að hver ný útgáfa endurspegli það að leiðbeiningar um stjórnarhætti hafi orðið yfirgrípsmeiri með hverri nýrri útgáfu.

Þar sem um eigindlega rannsókn að ræða eru niðurstöðurnar túlkun höfunda á þeim breytileika sem sjá má á milli dæmanna sem skoðuð eru. Þessi breytileiki birtist sem munstur sem ofangreint verkfæri gerir mögulegt að ná fram. Í niðurstöðum er fjallað um þetta munstur sem gögnin sýna og síðan er fjallað nánar um einkennin í umræðum um niðurstöður rannsóknarinnar.

## 4 Þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi

Frá árinu 2004 hafa leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja verið gefnar út á Íslandi og var sjötta útgáfa þeirra gefin út í febrúar 2021. Þeir sem staðið hafa að baki útgáfunni eru Viðskiptaráð Íslands, Kauphöll Íslands og Samtök atvinnulífsins. Markmið með útgáfunum hefur verið tvíþætt, annars vegar að veita stjórnnum og stjórnendum leiðarljós til að fylgja góðum stjórnarháttum og hins vegar að auka almennt traust á íslensku viðskiptalífi (Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins, 2021). Notendahópur leiðbeininga um stjórnarhætti fyrirtækja takmarkast ekki við fyrirtækin sjálf heldur hafa fjárfestar og eftirlitsaðilar mikinn hag af því að leiðbeiningum sé fylgt og góðir stjórnarhættir stundaðir. Fjölmiðlar, fræðslustofnanir og rannsakendur hafa einnig tekið þátt í umræðu og þróun leiðbeininga um stjórnarhætti.

Eins og áður hefur verið getið hafa leiðbeiningarnar ekki lagalegt gildi og fyrirtækjum ber ekki skylda til að fylgja þeim. En þeim er hins vegar beint að fyrirtækjum sem teljast tengd almannahagsmunum. Hvaða fyrirtæki þetta á við um hefur breyst á síðustu árum. Með breytingum á lögum um endurskoðendur nr. 94/2019 (Alþingi, 2019) og á lögum um ársreikninga (Alþingi, 2008) náði skilgreiningin um almannahagsmuni yfir fleiri fyrirtæki. Þau fyrirtæki teljast í dag vera fyrirtæki með verðbréf sín skráð á verðbréfamarkaði,

lífeyrissjóðir, lánastofnanir, váttryggingarfélag, stærri sjávarútvegsfyrirtæki, stóriðjufyrirtæki, orkufyrirtæki, flugfélög, fjarskiptafélög og skipafélög í millilandaflutningum. Fjármálafyrirtækjum og váttryggingafélögum ber í raun skylda til að fylgja leiðbeiningum um stjórnarhætti. Opinber fyrirtæki eru enn fremur hvött til þess að fylgja leiðbeiningunum.

Markmið með útgáfu leiðbeininga um stjórnarhætti er að þær geti gagnast öllum fyrirtækjum enda er horft til þess að það sé sveigjanleiki í leiðbeiningunum sem nýta megi til að aðlaga þær að aðstæðum hverju sinni. Það er einkum „fylgið eða skýrið“ reglan sem gerir sveigjanleikann sem hér er vísað til mögulegan. Til að varpa ljósi á þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi er hér fyrst fjallað um inntak leiðbeininganna og svo er gerð grein fyrir niðurstöðum könnunarrannsóknarinnar á þróuninni.

## 4.1 Inntak leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi

Til að auðvelda rannsóknina á þróuninni á innihaldi íslensku leiðbeininganna um stjórnarhætti er gagnlegt að gefa mynd af inntaki slíkra leiðbeininga, en íslensku leiðbeiningarnar um stjórnarhætti eru mjög sambærilegar þeim sem gefnar eru út á hinum Norðurlöndunum. Jafnan er um sex megin kafla er að ræða; hluthafar, stjórn, stjórnarmenn, framkvæmdastjóri, undirnefndir stjórnar og upplýsingar um stjórnarhætti. Eftirfarandi texti byggir á íslensku leiðbeiningunum.

Hluthafar gegnum hluthafafundi hafa æðsta vald í málefnum fyrirtækja og þar hafa hluthafar tækifæri til að eiga skoðanaskipti og beita ákvörðunarvaldi. Er bæði átt við aðalfundi fyrirtækja og almenna hluthafafundi. Stjórn hefur hér hlutverki að gegna en henni ber að skipuleggja aðalfundi fyrirtækja og sjá til þess að hluthafar geti tekið þátt og verið virkir fundarmenn. Stjórn þarf enn fremur að koma á framfæri við hluthafa ýmsum upplýsingum eins og um aðila sem eru í framboði til stjórnar, hlutaskrá og tillögu tilnefningarnefndar um samsetningu næstu stjórnar. Formanni stjórnar er skylt að mæta á hluthafafundi svo og meirihluta stjórnar. Það er þó leyfilegt að taka þátt með rafrænum hætti.

Stjórnir fyrirtækja gegna veigamiklu hlutverki í starfsemi þeirra. Þær fara með æðsta vald í starfsemi fyrirtækja á milli hluthafafunda. Fyrst og fremst hefur stjórn eftirlits- og stefnumarkandi hlutverki að gegna. Hún skal sjá til þess að skipulag og starfsemi sé í réttu og góðu fyrirkomulagi, að starfað sé eftir stefnu til lengri eða skemmri tíma og stjórn skal hafa eftirlit með daglegum rekstri fyrirtækis. Stjórn ræður og rekur framkvæmdastjóra og gerir starfssamning við viðkomandi. En stjórn á ekki að hafa umsýslu með daglegum rekstri fyrirtækis, það er hlutverk framkvæmdastjóra, annarra stjórnenda og starfsfólks. Það er mikilvægt að hafa í huga að stjórnarmenn bera ávallt ábyrgð gagnvart öllum hluthöfum.

Það væri rangt að telja að stjórnarmaður geti eða eigi að bera hagsmuni einhverra hluthafa fyrir brjósti umfram annarra hluthafa. Gæta þarf að jafnræði milli allra hluthafa í starfi stjórnar. Stjórn þarf enn fremur að gæta að sjálfstæði í störfum sínum. Það er mikilvægt að stjórn sé þannig samsett að hún hafi nægjanlega breidd hvað varðar menntun, faglegan bakgrunn, hæfni, burði og getu stjórnarmanna til takast á við áður óþekktar aðstæður og leysa vandasöm mál. Stjórnarmenn þurfa að vera með þá yfirsýn og reynslu að geta varpað fram gagnrýnum spurningum og velt upp ólíkum sjónarmiðum í því skyni að auka gæði ákvarðanatöku. Stjórn getur sem lið í að endurmeta og bæta starf sitt framkvæmt sjálfsmat til þess að meta árangur af starfi stjórnarinnar og samsetningu hennar. Sé tilnefningarnefnd að störfum í fyrirtæki er hefð fyrir því að nefndin fái niðurstöður sjálfsmats stjórnar.

Lög um hlutafélög nr. 2/1995 (Alþingi, 1995) heimila setu stjórnenda í stjórn þó að þeir megi ekki mynda meirihluta stjórnar. Víkið er að því í leiðbeiningum um stjórnarhætti að fjöldi daglegra stjórnenda í stjórn sé takmarkaður, þar sem ein veigamesta skylda stjórnar felst í að hafa eftirlit með daglegum rekstri fyrirtækis og þar með stjórnendum þess. Þannig segir í íslensku leiðbeiningunum: „Meirihluti stjórnarmanna skal vera óháður félaginu og daglegum stjórnendum þess“ (grein 2.3.1 í leiðbeiningum um stjórnarhætti, Viðskipta-



rád Íslands o.fl., 2021). Talsvert hefur verið rætt um óhæði stjórnarmanna á Íslandi undanfarin ár. Varðandi óhæði er mikilvægt að gera greinarmun á óhæði gagnvart félagi og óhæði frá stórum hluthöfum. Hvoru tveggja er mikilvægt. Í íslensku leiðbeiningunum er þessu gerð nokkuð góð skil (sjá kafla 2.3.2. fyrir skýringu). Einstaklingur getur sem dæmi ekki talist vera óháður frá félagi ef viðkomandi hefur til að mynda verið starfsmaður fyrirtækis í þrjú ár áður, ef þegar hafa verið greiðslur frá fyrirtækinu (t.d. í verktöku), aftur í þrjú ár, ef viðkomandi hefur átt í umtalsverðum viðskiptum við fyrirtækið undangengið eitt ár; ef viðkomandi er náði tengdur stjórnenda fyrirtækis eða verið endurskoðandi þess. Yfirleitt er litið heildstætt til þessara þátta og annarra þegar kemur að því að meta burði einstaklings til að taka stjórnarsæti í fyrirtæki.

Varðandi undirnefndir stjórnar er í leiðbeiningum um stjórnarhætti bent á að skipan undirnefnda geti aukið skilvirkni og bætt verklag stjórnar sér í lagi hjá stærri fyrirtækjum þar sem verkvið stjórnar er umfangsmikið. Með slíku fyrirkomulagi er unnt að verja meiri tíma og kafa dýpra í þætti er varða eftirlit með fjárreiðum, áhættuþætti og starfskjör. Það er stjórn sem ber ábyrgð á því að stofna til og starfrækja undirnefndir enda starfa þær í umboði stjórnar, ef frá er talin tilnefninganefnd sem frá árinu 2015 hefur verið á forræði hluthafafundar (Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins, 2015). Tilkoma undirnefnda dregur þó ekki úr ábyrgð eða valdi stjórnar, þær eru eftir sem áður endanlega ábyrgar og öllum stjórnarmönnum er gert að hafa yfirsýn yfir starf undirnefndanna. Starfsreglur stjórnar eiga að gera grein fyrir hlutverki og starfi undirnefnda. Á móti skulu undirnefndir tryggja að stjórn fái reglulega upplýsingar um það starf sem á sér stað innan undirnefndanna og með sama hætti eiga þeir sem sitja í undirnefndum að meta störf sín þar. Öll félög sem teljast vera tengd almannahagsmunum skulu hafa endurskoðunarnefnd. Hlutverk slíkrar nefndar er meðal annars að hafa eftirlit með vinnuferli við gerð reikningsskila, virkni og skipulagi innra eftirlits og endurskoðun ársreiknings. Skal nefndin enn fremur gera tillögu um val á endurskoðendum. Í flestum sambærilegum fyrirtækjum eru að störfum starfskjaranefndir. En þær nefndir hafa að megin hlutverki að setja og endurskoða starfskjarastefnu fyrirtækis. Nýleg tegund undirnefndar er tilnefningarnefnd. Tilnefninganefnd er nú kosin af hluthöfum á hluthafafundum en stjórnarmenn mega sitja í henni en þó ekki mynda meirihluta nefndarinnar. Alla jafna er tilnefningarnefnd ekki skipuð stjórnarmönnum.

## 4.2 Þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi

Hér er greint frá niðurstöðum rannsóknarinnar sem gerð hefur verið á því hvernig leiðbeiningar um stjórnarhætti á Íslandi hafa þróast. Allar útgáfur leiðbeininganna hafa verið rannsakaðar. Eins og fram kemur í kaflanum um aðferð rannsóknarinnar er um könnunarrannsókn að ræða og greiningin er því lýsandi og túlkun á niðurstöðum tekur mið af því. Við greininguna er stuðst við verkfærið sem var útbúið (sjá umfjöllun í aðferðafræðikaflanum) til að auðvelda grafíska framsetningu á þróun leiðbeininganna. Rannsóknin er eigindleg og greiningarverkfærið gerir mögulegt að varpa ljósi á og ræða hvernig leiðbeiningar um stjórnarhætti hafa þróast hér á landi.

Á mynd 3 er lýst einkennum og breytileikanum í framvindu á þeim sex útgáfum sem gefnar hafa verið út til þessa. Munstrið sem birtist í myndinni varpar ljósi á það hvaða innihaldsatriði leiðbeininganna hafa fengið mestu áhersluna á hverjum tíma. Það er sýnt með mismunandi stærð hringja. Einnig má sjá hvernig áherslurnar hafa þróast gegnum liti á hringjunum. Dökkur litur þýðir að unnið hefur verið í viðkomandi útgáfu að þeim innihaldsþætti sem tilgreindur er. Ljós litur á hring þýðir að áherslan á viðkomandi innihaldsatriði er lítið eða ekkert breytt frá fyrri útgáfu. Sérstaklega var kannað hjá fulltrúa frá útgefanda leiðbeininganna hvort einhverju sinni hefði verið dregið úr áherslum á einhverja þætti milli útgáfa og staðfest var í tölvupósti að svo hefði ekki verið. Þess vegna sýnir myndin ýmist viðvarandi eða aukna áherslu á innihaldsþætti leiðbeininganna.

Þegar breytingar á leiðbeiningum um stjórnarhætti á Íslandi eru skoðaðar milli útgáfa

kemur í ljós skýr áherslumunur frá einum tíma til annars. Út frá þeim breytingum sem hafa orðið má álykta um hvernig umræða og áherslur í stjórnarháttum hafa verið að þróast. Fyrsta útgáfan sem var gefin út af Viðskiptaráði Íslands, Kauphöll Íslands og Samtökum atvinnulífsins (2004) gaf strax mikilvæga innsýn í starf stjórnar og hlutverk þeirra, starfsreglur og upplýsingagjöf til stjórnar, árangursmat, um hlutverk óháðra stjórnarmanna, undirnefnda og stöðu hluthafa. Mesta áherslan í fyrstu útgáfunni var á hlutverk og starf stjórnar, stjórnarmenn og hluthafa. Útgáfan var þó stutt eða taldi 10 blaðsíður.

Innihald \ Útgáfur	2004	2005	2009	2012	2015	2021
<b>Hluthafar</b>	●	●	○	○	○	○
<b>Stjórn</b>	●	●	○	●	●	○
<b>Stjórnarmenn</b>	●	○	●	○	●	○
<b>Framkv. stjórnari</b>		●	○	●	○	○
<b>Undirnefnd stj.</b>	●	●	○	○	●	●
<b>Uppl. gjöf</b>	●	●	●	○	○	●

**Mynd 3.** Greining á þróun innihalds leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi

(Mynd frá höfundum)

Leiðbeiningarnar voru uppfærðar strax ári síðar (2005) og umfang þeirra aukið talsvert (í 28 blaðsíður). Sýnir mynd 3 breytingarnar myndrænt. Í útgáfunni er hnykkð á hlutverki stjórnar og starf hennar útfært nánar, meðal annars með því að greina frá aðkomu stjórnar að stefnumótun. Stundum er sagt að hlutverk stjórnar sé tvíhliða, eins og á peningi, á annarri hliðinni er stefnumótunarhlutverkið en á hinn hliðinni er eftirlitshlutverkið. Þá er í þessari útgáfu leiðbeininganna að finna nýjan kafla um innra eftirlit og áhættustýringu stjórnar. Enn fremur er fjallað um mikilvægi samstarfs innan stjórnar. Þessi aukna áhersla á stjórn og hluthafa er sýnd á mynd 3 með meðal stórum dökkum hringum sem endurspeglar umtalsverða skerpingu á þessum innihaldsþáttum. Þá er að finna nýja kafla um hluthafafundi og samskipti stjórnar við hluthafa. Ennfremur er að finna nýjan kafla um skyldur formanns stjórnar og skyldur framkvæmdastjóra. Áfram er fjallað um undirnefndir stjórnar, en kaflinn um starfskjaranefnd er skýrður nánar og nýr kafla er skrifaður um starfskjarastefnu. Kafli um endurskoðunarnefnd er uppfærður til samræmis við nýlega lagasetningu. Tilnefningarnefndir er ný tegund af undirnefnd stjórnar sem fær nú umfjöllun í leiðbeiningunum. Þessir þættir fá aðeins meira vægi í annarri útgáfunni og er það sýnt sem frekar litlir dökkir hringir á mynd 3.

Þriðja útgáfa leiðbeininganna leit dagsins ljós árið 2009 (Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq OMX Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins, 2009). Í þeirri útgáfu er sérstaklega litið til samþærilegra leiðbeininga frá öðrum löndum og forskrift framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins og Efnahags- og framfarastofnunar Evrópu. Ísland stóð í ströngu vegna efnahagshrunsins þar sem slakir stjórnarhættir voru að hluta taldir eiga sök á því hversu illa

fór hjá fyrirtækjum. Það var því eitt af markmiðunum með nýrri útgáfu leiðbeininganna að bæta stjórnarhætti og viðskiptasiðferði. Hnykkt var á hlutverki og ábyrgð stjórnarmanna. Enn fremur var hvatt til aukinnar upplýsingagjafar til viðskiptalífsins og opnari og öflugri samskipta á milli fyrirtækis, hluthafa, viðskiptavina og annarra hagsmunaaðila. Þá var í fyrsta sinn fjallað í leiðbeiningunum um óhæði og sjálfstæði stjórnarmanna, fjölbreytileika í stjórnnum, tilnefningarnefndir og sjálfsmat stjórna. Þetta eru efnismiklir málaflokkar, enda jókst útgáfan að umfangi, úr 28 blaðsíðum í útgáfu tvö, til 43 blaðsíðna í útgáfu þrjú. Umræða var þá hafin um mögulega lagasetningu kynjakvóta í stjórnnum fyrirtækja en Noregur hafði riðið á vaðið fyrst landa með slíkan kynjakvóta árið 2005. Á Íslandi á þessum tíma var sterk umræða um hvernig mætti endurreisa glatað traust vegna 2008 efnahagshrunsins. Talið var að þessir ofantaldir þættir gætu haft áhrif á menningu íslenskt viðskiptalífs og aukið traust til þess. Þennan tón má finna í þriðju útgáfunni (sjá Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2009, bls. 7). Breytingar á þriðju útgáfunni eru sýndar á mynd 3 með meðalstórum dökkum hringjum til vitnis um áherslurnar. Aðrir kaflar útgáfunni eru því sem næst óbreyttir. Væntingar virðast hafa verið bundnar við það að virkari notkun leiðbeininga um stjórnarhætti gætu verið hluti af endurreisn trausts og gegnsæis í íslensku viðskiptalífi.

Fjórða útgáfan frá 2012 (Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq OMX Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins, 2012) leggur meiri áherslu á hlutverk og starf stjórnar. Aukið vægi er sett á upplýsingagjöf um aðila í framboði til stjórnar og lagt er til að stjórn skilgreini árlega bæði mikilvægustu verkefni sín og helstu áhættuþætti í starfsemi fyrirtækis. Enn fremur er kveðið sérstaklega á um hvernig skuli haga upplýsingagjöf um samskipti utan stjórnarfundar. Aðeins er fjallað um fjölbreytileika í stjórnnum fyrirtækja, en ekki miklu efni varið í að skýra það sérstaklega út, en það ráð gefið að hafa opið og gagnsætt valferli þegar kemur að leit að nýjum stjórnarmönnum. Þá er lagt til að í starfsreglum stjórnar sé fjallað um valdheimildir framkvæmdastjóra. Horft var í þessari útgáfu til þess að einfalda suma þætti og átti það við um óhæðisviðmið og þau útfærð nánar með tilliti til fjölskyldutengsla. Umfang þessarar útgáfu minnkaði í blaðsíðum talið, fór úr 43 í 35. Þessar breytingar eru sýndar með frekar stórum dökkum hring hvað stjórn varðar og meðal stórum varðandi framkvæmdastjóra. Stærð hringjanna svara til umfangsins á þeim breytingum sem gerðar höfðu verið. Kafli um undirnefndir stjórnar var einfaldaður sem og kafli um innra eftirlit. Áhersla er líka á það að upplýsingagjöf á vefsíðum fyrirtækja verði aukin. Þá var í fyrsta sinn gefin út sérstakur viðauki með leiðbeiningunum um stjórnarhætti opinberra fyrirtækja.

Í fimmtu útgáfu leiðbeininganna (Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins, 2015) koma sterkar inn efnisflokkar um kynjahlutfall í stjórnun en þá höfðu lög um kynjahlutföll í stjórnnum nýlega verið innleidd. Að öðru leyti var ekki mikið um breytingar. Skerpt var á atriðum eins og hlutverki tilnefningarnefnda (sem fór frá því að vera undirnefnd stjórnar í að vera undirnefnd hluthafafundar), samskiptum stjórnar við hluthafa og áherslum varðandi virkt eignarhald. Umfang leiðbeininganna jókst í 42 blaðsíður. Á myndrænu framsetningunni, mynd 3, er áherslan á starf stjórnar orðinn mikil (stór dökkleitir hringur) í ljósi talsverðar umfjöllunar um fjölbreytileika í stjórnnum fyrirtækja samhliða lagasetningu um kynjakvóta í stjórnnum. Mestu breytingarnar í leiðbeiningunum voru í þeim þáttum sem upplýsa um hlutverk og starf stjórnar. Einnig voru kaflar um stjórnarmenn og undirnefndir að taka nokkrum breytingum.

Á árinu 2021 leit svo sjötta útgáfa leiðbeininganna dagsins ljós (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021). Þar má sjá viðamikið efni um hlutverk og starf tilnefningarnefnda sem var gefið út í sérriiti með leiðbeiningunum. Einnig er að finna talsvert nýtt efni um sjálfbærni og ófjárhagslegar upplýsingar. Í samræmi við þetta fá undirnefndir og upplýsingagjöf meira vægi í hinu myndrænu formi, sjá mynd 3, þar sem áherslan á báða þætti er orðin frekar mikil í samanburði við aðra innihaldsþætti. Útgáfan hefur enn vaxið að umfangi og telja leiðbeiningarnar sjálfar 49 blaðsíður. Til viðbótar er sérriitið um tilnefningarnefndir 42 blaðsíður og er útgáfa af því tagi nýmæli.

## 5 Umræða og lokaorð

Eins og segir í inngangi þá er þessi grein skrifuð í þeim tilgangi að ýta undir umræðu um stjórnarhætti fyrirtækja sem fræðasvið í bæði akademísku og hagnýtu ljósi. Í greininni er unnið með spurninguna hvað hafi helst einkennt inntak og þróun leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi. Þessari spurningu hefur verið svarað með niðurstöðum rannsóknarinnar sem gerð var grein fyrir í kafla 4. Niðurstöðurnar eru birtar á grafískan hátt og einnig hefur verið fjallað um þær breytingar sem rannsóknin hefur leitt í ljós. Nú verður fjallað nánar um niðurstöðurnar og þær settar í samhengi við fræðilega yfirlitið í kafla 2.

Til að ræða þróunina á leiðbeiningum um stjórnarhætti á Íslandi í fræðilegu og hagnýtu ljósi er stuðst við lóðréttu hliðina í þeirri fléttu sem birtist í mynd 3 hér að ofan af þeim breytingum sem hafa orðið á leiðbeiningunum. Í niðurstöðukaflanum var fjallað um þróunina út frá láréttu hliðinni, þ.e. þegar nýjar útgáfur voru gefnar út. Lóðrétt í mynd 3 eru eftirfarandi þættir: hluthafar, stjórn, stjórnarmenn, framkvæmdastjórn, undirnefndir stjórna og upplýsingagjöf.

Þó útgáfa leiðbeininga um stjórnarhætti á Íslandi spanni aðeins tæp 20 ár, má líta svo á að þróun þeirra endurspegli umræðu og áherslur í atvinnulífinu varðandi væntingar til stjórnarháttanna íslenskra fyrirtækja. Eftirlitshlutverk stjórna og hlutverkaskipting milli stjórna og hluthafa voru fyrst í stað mjög fyrirferðarmikill efnisflokkur stjórnarháttanna (Classens og Yurtoglu, 2012) og það var staðan þegar leiðbeiningar um stjórnarhætti litu fyrst dagsins ljós á Íslandi. Ekki aðeins á Íslandi var umræðan í kjölfar efnahagsshrunsins 2008 þannig að slægum stjórnarháttum hafi að einhverju leyti verið um að kenna hversu illa fór (Mallin, 2010). Umræðan hafði strax áhrif og sjá má nýjar áherslur í útgáfum leiðbeininganna frá 2009. Hluthafar (fjárfestar) urðu fyrir miklu fjárhagslegu áfalli í hruninu og það leiddi meðal annars til þess leiðbeiningar um góða stjórnarhætti urðu ítarlegri. Gerð var skýrari lýsing á því umboði sem stjórn fær frá hluthöfum og jafnframt á því hvaða umboð og valdmörk eru á milli stjórnenda og stjórna. Þessi þróun var í takti við það sem gerðist í vestrænum löndum á sama tíma (Ayuso o.fl., 2014; Filatotchev o.fl., 2013 og Pitelis, 2013). Hér á landi var svo í útgáfunni 2012 leitað leiða til að einfalda leiðbeiningar.

Sú þróun snýst svo aftur við í síðustu útgáfum leiðbeininganna (2015, 2021) þegar innihald þeirra fer að ná til fleiri hagsmunaaðila en var raunin í fyrstu útgáfum þeirra. Ófjárhagslegar upplýsingar verða til sem hugtak í leiðbeiningunum og fleiri hagsmunaaðilar eru ávarpaðir, líkt því sem átti sér stað erlendis á sama tíma (Bottenberg o.fl., 2017). Hluti nýrra hagsmunaaðila er í raun breytan um fjölbreytileika í stjórnnum fyrirtækja og þar gegna lögin um kynjakvóta stóru hlutverki (Arnardóttir og Sigurjónsson, 2017). Lögin eru skýr um hvers er krafist en leiðbeiningarnar gefa leiðarljós fyrir fyrirtæki að fylgja. Hér má segja að andi laganna eigi sér samsvörun í hugmyndafræði hagsmunaaðilakennningarinnar þannig að með því að taka tillit til ólíkra hagsmuna nái fyrirtæki betri árangri (Gamble og Kelly, 2001; Ayuso o.fl., 2014). Ákveðin speglun á sér líka stað hvað varðar áherslur á ófjárhagslegar upplýsingar í kjölfar innleiðingar kynjakvótans, þannig að fyrst í stað voru rökin fyrir upptöku kynjakvóta í stjórnnum fyrirtækja efnahagsleg, en verða síðar meira samfélagsleg (Arnardóttir og Sigurjónsson, 2017). Einnig er meira litið til umhverfis-, félagslegra- og stjórnháttarlegra þátta (e. ESG; environmental, social and governance) í samfélagslegri umræðu og það birtist í nýrri útgáfum leiðbeininganna. Þetta varpar ljósi á það hvernig inntak leiðbeininganna þróast í takt við væntingar og þarfir atvinnulífs svo og samfélagsins sjálfs.

Niðurstöður rannsóknarinnar gefa athyglisverða mynd af því hvaða málefni innan leiðbeininga um stjórnarhætti hafa verið efst á baugi á hverjum tíma hér á landi. Þróunin hefur verið á þann veg að leiðbeiningar um stjórnarhætti hafa orðið yfirgrípsmeiri á öllum þeim atriðum sem þær ná til. Inntak leiðbeininganna skiptist í sex hluta: Hluthafar; stjórn; stjórnarmenn; framkvæmdastjóri; undirnefndir stjórna; og upplýsingagjöf. Fyrst í stað, í útgáfum 2004 og 2005, voru málefni hluthafa og stjórna í forgrunni. Í þriðju útgáfu



2009 var brugðist við gagnrýni á stjórnarhætti á Íslandi eftir fjármálahrunið með áherslu á að bæta leiðbeiningar varðandi stjórnarmenn og upplýsingagjöf til hagsmunaaðila, en áhersla á aðra þætti var nær óbreytt. Fjórða útgáfan sem birtist 2012 tók sérstaklega á mál-efnum stjórnar og framkvæmdastjóra. Fimmta útgáfan, 2015, bætir svo um betur varðandi bæði stjórnina og stjórnarmenn. Þar var líka vikið að undirnefndum stjórnar sem fær svo aftur mestu athyglina í sjöttu útgáfunni sem kom út á árinu 2021.

Ef rýnt er í niðurstöður þessarar greiningar á þróun leiðbeininga á stjórnarháttum á Íslandi má segja að fræðilega umfjöllunin varpi ljósi á og styðji við alla þá innihaldsþætti sem leiðbeiningarnar fjalla um. Leiðbeiningar um stjórnarhætti eru fyrst og fremst ætlaðar til að leiðbeina þeim aðilum sem eru ábyrgir fyrir rekstri fyrirtækja, bæði eigendum og stjórnendum. Mikilvægt er að taka tillit til þess að fyrirtæki eru mismunandi að stærð, formlegri gerð og hvað varðar fjölda eigenda. Markhópur leiðbeininga um stjórnarhætti eru einkum fyrirtæki þar sem margir hluthafar eru eigendur. Þar eru stjórnir fyrirtækja í lykilhlutverki og það má einmitt sjá í íslensku leiðbeiningunum að kaflinn um stjórnir hefur þróast mest. Leiðir til að leysa úr umboðsvandanum liggja til grundvallar allri þróun á leiðbeiningum um stjórnarhætti og tilgangurinn er að auka traust á fyrirtækjum og þjónustu þeirra hjá almenningi og helstu hagsmunaaðilum. Fræðileg umræða gefur til kynna að það dugar oft ekki að skapa nýja þekkingu á stjórnarháttum á akademískum vettvangi heldur er jafnframt nauðsynlegt að skerpa á lögum og reglum sem fyrirtækjum ber að fylgja. Gott lagaumhverfi og regluverk bætir aðgengi að upplýsingum og styrkir stöðu minni hluthafa. Regluverkið dregur úr umboðsvanda í samskiptum helstu hagsmunaaðila og það getur auðveldað aðgengi fyrirtækja að mikilvægum auðlindum eins og fjármagni og góðu starfsfólki. Sterk löggjöf og regluverk er jafnframt talin stuðla að betri árangri í rekstri fyrirtækja.

Eins og greint er frá í kafla 2.4 þá er fyrirtækjum frjálst að fylgja leiðbeiningum um stjórnarhætti og það er viðfangsefni fræðanna að skoða hvað ýtir undir notkun leiðbeininganna og hvað ekki. Hagnýting leiðbeininga stuðlar að fagmennsku og trausti á fyrirtækjum og getur bætt ímynd þeirra gagnvart fjárfestum og almenningi. Sambandið á milli hluthafa, stjórnar og stjórnenda sérstaklega er rammað inn til að skýra valdmörk og ábyrgð svo lágmarka megi áhættu vegna umboðsvanda. Leiðbeiningarnar vísa veginn í þessu og hafa þróast bæði hvað varðar skipulagt starf gegnum starfsreglur, sjálfsmat og undirnefndir. Leiðbeiningarnar hafa líka þróast í átt að því að fyrirtæki bæti upplýsingagjöf til hagsmunaaðila. Jafnframt hefur hagsmunaaðilum verið boðin þátttaka í þróun leiðbeininga.

Vegna valfrelsisins varðandi hagnýtingu leiðbeininganna er lagt mikið upp úr lögmálinu „að fylgja eða útskýra“ þegar vikið er frá því sem leiðbeiningarnar gera ráð fyrir. Eðli málsins samkvæmt er útskýring á fráviki nauðsynleg til að halda þeim trúverðugleika sem fyrirtæki hefur náð að byggja upp. Niðurstöður rannsókna eru þó ekki á einn veg um gagnsemi leiðbeininga um stjórnarhætti og árangur fyrirtækja á þeim grundvelli. Það er í sjálfu sér jákvætt fyrir fræðasviðið því það er til marks um gagnrýna nálgun í rannsóknum á fræðasviðinu.

Rannsóknin á íslensku leiðbeiningum sem kynnt er í þessari grein er lýsandi eins og greint hefur verið frá. Rannsóknin byggir eingöngu á fyrirliggjandi gögnum og leiðir í ljós áhugavert munstur í þeim breytingum sem hafa verið gerðar á leiðbeiningunum. Rannsóknin er könnunarrannsókn og sem slík grundvöllur fyrir frekari rannsóknir. Þær rannsóknir eru í undirbúningi þar sem meðal annars verður rætt við fulltrúa allra þeirra aðila sem koma að útgáfu leiðbeininganna. Einnig er mikilvægt að rannsaka hvernig fyrirtæki á Íslandi hafa hagnýtt leiðbeiningarnar og bera það saman við rannsóknir á hagnýtingu leiðbeininga um stjórnarhætti erlendis.

## Heimildir

- Aguilera, R. V. og Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What's the trigger?. *Organization Studies*, 25(3), 415-443. <https://doi.org/10.1177/0170840604040669>
- Aguilera, R. V. og Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376-387. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00737.x>
- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H. og Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization Sciences*, 19(3), 475-492. <https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0322>
- Aguilera, R. V., Florackis, C. og Kim, H. (2016). Advancing the corporate governance research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 172-180. <https://doi.org/10.1111/corg.12167>
- Aguilera, R. V. og Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556. <https://doi.org/10.1080/19416520.2010.495525>
- Alþingi (1995). *Lög um hlutafélög*, nr. 2/1995. <https://www.althingi.is/lagas/nuna/1995002.html>
- Alþingi (2008). *Lög um breytingu á lögum nr. 3/2006 um ársreikninga, með síðari breytingum*. <https://www.althingi.is/altext/135/s/1265.html>
- Alþingi (2019). *Lög um endurskoðendur og endurskoðun*, nr. 94/2019. <https://www.althingi.is/lagas/152b/2019094.html>
- Ananchotikul, N., Kouwenberg, R. og Phunnarungsi, V. (2010). Do firms decouple corporate governance policy and practice?. *European Financial Management*, 16(5), 712-737. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2010.00545.x>
- Andres, C. og Theissen, E. (2008). Setting a fox to keep the geese – Does the comply-or-explain principle work?. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 289-301. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.03.008>
- Aoki, M. (2001). *Toward a Comparative Institutional Analysis*. The MIT Press, Cambridge.
- Arnardóttir, A. A. og Sigurjónsson, T. O. (2017). Gender Diversity on Boards in Iceland: Pathway to Gender Quota Law Following a Financial Crisis. Í C. Seierstad, P. Gabaldon og H. Mensi-Klarbach (ritstj.), *Gender Diversity in the Boardroom* (bls. 75–101). Springer International Publishing. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-56142-4\\_4](https://doi.org/10.1007/978-3-319-56142-4_4)
- Ayuso, S., Rodríguez, M. A., García-Castro, R. og Ariño, M. A. (2014). Maximizing stakeholders' interests: An empirical analysis of the stakeholder approach to corporate governance. *Business & Society*, 53(3), 414-439. <https://doi.org/10.1177/0007650311433122>
- Bebchuk, L. A. og Hamdani, A. (2008). The elusive quest for global governance standards. *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 1263-1317.
- Bebchuk, L. A. og Roe, M. J. (1999). A theory of path dependence in corporate ownership and governance. *Stanford Law Review*, 52(1), 127-170.
- Bhagat, S. og Hubbard, G. (2022). Rule of law and purpose of the corporation. *Corporate Governance: An International Review*, 30(1), 10–26. <https://doi.org/10.1111/corg.12374>
- Becht, M., Bolton, P. og Röell, A. (2003). Corporate governance and control. Í G. M. Harris, M. Harris og R. M. Stulz (ritstj.), *Handbook of the Economics of Finance* (bls. 1-109). Elsevier.
- Berglöf, E. og Pajuste, A. (2005). What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance transparency in Central and Eastern Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2), 178-197.
- Berle, A. A. og Means, G. C. (1991). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S. og Jones, T. M. (1999). Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506. <https://doi.org/10.5465/256972>
- Blair, M. (1995). *Ownership and Control*. Washington, DC: The Brookings Institute.
- Bottenberg, K., Tuschke, A. og Flickinger, M. (2017). Corporate governance between shareholder and stakeholder theory orientation: Lessons from Germany. *Journal of Management Inquiry*, 26(2), 165-180. <https://doi.org/10.1177/1056492616672942>
- Brennan, N. M. og Solomon, J. (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: An overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(7), 885-906. <https://doi.org/10.1108/09513570810907401>
- Carati, G. og Tourani, R. A. (2000). Convergence of corporate governance systems. *Managerial Finance*, 26(10), 66-83. <https://doi.org/10.1108/03074350010766945>
- Chhaochharia, V. og Grinstein, Y. (2007). Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules. *The Journal of Finance*, 62(4), 1789-1825. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01257.x>
- Claessens, S. og Yurtoglu, B. (2012). *Corporate Governance and Development – An Update*. Washington, DC: International Finance Corporation.
- Coelho, P. R. P., McClure, J. E. og Spry, J. A. (2003). The social responsibility of corporate management: A classical critique. *American Journal of Business*, 18(1), 15-24. <https://doi.org/10.1108/19355181200300001>
- Collier, P. og Zaman, M. (2005). Convergence in European corporate governance: The audit committee concept. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 753-768. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00468.x>

- Conyon, M. J. og Mallin, C. A. (1997). A review of compliance with Cadbury. *Journal of General Management*, 22(1), 24-37. <https://doi.org/10.1177/030630709702200303>
- Creswell, J. W. (2013). *Qualitative inquiry and research design: choosing among five approaches* (3. útg.). Thousand Oaks, Ca., Sage Publications.
- Cuervo, A. (2002). Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 84-93. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00272>
- Cuomo, F., Mallin, C. og Zattoni, A. (2016). Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 222-241. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>
- Cumming, D. J., Girardone, C. og Sliwa, M. (2021). Corporate governance in extreme institutional environments. *British Journal of Management*, 32(4), 919-946. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12547>
- Denis, D. K. og McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36. <https://doi.org/10.2307/4126762>
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. og Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>
- Doidge, C., Karolyi, G. A. og Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.002>
- Donaldson, L. og Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Donaldson, T. og Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Durisin, B. og Puzone, F. (2009). Maturation of Corporate Governance Research, 1993-2007: An Assessment. *Corporate Governance An International Review*, 17(3), 266-291. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00739.x>
- Durnev, A. og Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>
- Enriques, L. og Volpin, P. (2007). Corporate governance reforms in continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 117-140. <https://doi.org/10.1257/jep.21.1.117>
- Fama, E. og Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(1), 301-325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fernandez-Rodriguez, E., Gomez-Anson, S. og Cuervo-Garcia, A. (2004). The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 29-46. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00341.x>
- Filatotchev, I., Jackson, G. og Nakajima, C. (2013). Corporate governance and national institutions: A review and emerging research agenda. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 965-986. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9293-9>
- Fligstein, N. og Freeland, R. (1995). Theoretical and comparative perspectives on corporate organization. *Annual Review of Sociology*, 21(1), 21-43. <https://doi.org/10.1146/annurev.so.21.080195.000321>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, M. A.
- Friedman, A. L. og Miles, S. (2002). Developing stakeholder theory. *Journal of Management Studies*, 39(1), 1-21. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00280>
- Gaganis, C., Papadimitri, P., Pasiouras, F. og Ventouri, A. (2021). Informal institutions and corporate reputational exposure: The role of public environmental perceptions. *British Journal of Management*, 32(4), 1027-1061. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12461>
- Gamble, A. og Kelly, G. (2001). Shareholder value and the stakeholder debate in the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 9(2), 110-117. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00235>
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381-402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- Gilson, R. J. (2001). Globalizing corporate governance: Convergence of form or function. *The American Journal of Comparative Law*, 49(2), 329-358. <https://doi.org/10.2307/840814>
- Gordon, J. N. (2017). Convergence and persistence in corporate law and governance. Í J. N. Gordon og W. G. Ringe (ristj.), *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (bls. 28-55). Oxford University Press.
- Grossman, S. J. og Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Hansmann, H. og Kraakman, R. (2001). The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, 89(1), 439-468.
- Haxhi, I. og Aguilera, R. V. (2014). Corporate governance through codes. Í C. Copper (ritstj.). *Wiley Encyclopedia of Management (3rd ed), International Management* (bls. 1-3). Oxford: Wiley-Blackwell.
- Haxhi, I. og van Ees, H. (2010). Explaining diversity in the worldwide diffusion of codes of good governance. *Journal of International Business Studies*, 41(4), 710-726. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.39>
- Hazami-Ammar, S. og Gafsi, A. (2021). Governance failure and its impact on financial distress. *Corporate Governance*, 21(7), 1416-1439. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0347>



- Harrison, J. S. og Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124. <https://doi.org/10.5840/beq20132314>
- Heath, J. og Norman, W. (2004). Stakeholder theory, corporate governance and public management: What can the history of state-run enterprises teach us in the post-Enron era?. *Journal of Business Ethics*, 53(3), 247-265. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000039418.75103.ed>
- Heugens, P. P. og Otten, J. A. (2007). Beyond the dichotomous worlds hypothesis: Towards a plurality of corporate governance logics. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1288-1300. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00647.x>
- Hildur Magnúsdóttir, Auður Arna Arnardóttir og Þröstur Olaf Sigurjónsson. (2021). Á tilnefningarnefnd að vera undirnefnd stjórnar eða hluthafa? Skoðanir ólíkra hagaðila. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 18(1), 67-88. <https://doi.org/10.24122/tve.a.2021.18.1.4>
- Hill, C. W. og Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Hill, J. (2004). Corporate scandals across the globe: Regulating the role of the director. Í G. Ferrarini, K. J. Winter og E. Wymeersch (ristj.), *Reforming company and takeover law in Europe* (bls. 225-266). Oxford University Press.
- Hill, J. G. (2005). Regulatory responses to global corporate scandals. *Wisconsin International Law Journal*, 23(1), 819-843.
- Hillman, A. J. og Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?. *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139. [https://doi.org/10.1002/1097-0266\(200101\)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H](https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H)
- Hopt, K. J. (2011). Comparative corporate governance: The state of the art and international regulation. *The American Journal of Comparative Law*, 59(1), 1-73. <https://doi.org/10.5131/AJCL.2010.0025>
- Jensen, M. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48. <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21>
- Jensen, M. C. og Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9507312924>
- Jones, T. M. og Wicks, A. C. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 206-221. <https://doi.org/10.5465/amr.1999.1893929>
- Keay, A. (2010). Stakeholder theory in corporate law: Has it got what it takes. *Richmond Journal of Global Law & Business*, 9(3), 249-300.
- Krenn, M. (2014). Decoupling as a sustainable firm response to pressures for governance and divergence in corporate governance: The case of codes of good corporate governance. *Journal of Management Policy and Practice*, 15(4), 103-117.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. og Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(1), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. og Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Luo, Y. og Salterio, S. E. (2014). Governance quality in a "comply or explain" governance disclosure regime. *Corporate Governance: An International Review*, 22(6), 460-481. <https://doi.org/10.1111/corg.12072>
- MacNeil, I. og Li, X. (2006). "Comply or explain": Market discipline and non-compliance with the combined code. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 486-496. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00524.x>
- Mallin, C. A. (2007). *Corporate Governance* (2. útg.). Oxford University Press, Oxford.
- Mallin, C. A. (2010). *Corporate Governance* (3. útg.). Oxford University Press, Oxford.
- McNulty, T., Zattoni, A. og Douglas T. (2013). Developing Corporate Governance Research through Qualitative Methods: A Review of Previous Studies. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 183-198. <https://doi.org/10.1111/corg.12006>
- Meyer, J. W. (2010). World society, institutional theories, and the actor. *Annual Review of Sociology*, 36(1), 1-20. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.012809.102506>
- Nordberg, D. og McNulty, T. (2013). Creating better boards through codification: Possibilities and limitations in UK corporate governance, 1992-2010. *Business History*, 55(3), 348-374. <https://doi.org/10.1080/00076791.2012.712964>
- Nowland, J. (2008). The effect of national governance codes on firm disclosure practices: Evidence from analyst earnings forecasts. *Corporate Governance: An international Review*, 16(6), 475-491. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00707.x>
- Pargendler, M. (2016). The corporate governance obsession. *Journal of Corporation Law*, 42(2), 359-402.
- Pargendler, M. (2020). The grip of nationalism on corporate law. *Indiana Law Journal*, 95(2), 533-590.
- Pigé, B. (2002). Stakeholder theory and corporate governance: The nature of the board information. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 7(1), 1-17. <https://hrcak.srce.hr/184554>



- Pigou, A. (1938). *The Economics of Social Welfare*. Macmillan: London.
- Pitelis, C. N. (2013). Towards a More 'Ethically Correct' Governance for Economic Sustainability. *Journal of Business Ethics*, 118, 655–665. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1616-8>
- Rajan, R. og Zingales, L. (2003). The great reversals: The politics of financial development in the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 5-50. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9)
- Rannsóknarnefnd Alþingis. (2010). *Skýrsla rannsóknarnefndar Alþingis* (8. bindi). Reykjavík. <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/bindi-8/>
- Reid, A. S. (2003). The internationalisation of corporate governance codes of conduct. *Business Law Review*, 24(10), 233-238. <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/Business+Law+Review/24.10/BULA2003049>
- Renders, A. og Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125-143. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>
- Runólfur Smári Steinþórsson, Guðrún Erla Jónsdóttir og Bjarni Snæbjörn Jónsson. (2018). Stefnumiðaðir stjórnarhættir: Dæmi frá Orkuveitu Reykjavíkur. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 15(2), 21-45. <https://doi.org/10.24122/tve.a.2018.15.2.2>
- Sachs, R. (2019). The international law of corporate governance. *Pace International Review*, 32(1), 57-102.
- Seidl, D. (2007). Standard setting and following in corporate governance: An observation-theoretical study of the effectiveness of governance codes. *Organization*, 14(5), 705-727. <https://doi.org/10.1177/1350508407080316>
- Seidl, D., Sanderson, P. og Roberts, J. (2013). Applying the 'comply-or-explain' principle: Discursive legitimacy tactics with regard to codes of corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 17(3), 791-826. <https://doi.org/10.1007/s10997-011-9209-y>
- Sekaran, U., Bougie, R. (2010). *Research methods for business: a skill based approach* (5. útg.). Chichester, UK, John Wiley and Sons.
- Shleifer, A. og Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(1), 461-488. <https://doi.org/10.1086/261385>
- Shleifer, A. og Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Smallman, C. (2004). Exploring theoretical paradigms in corporate governance. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(1), 78-94.
- Stigler, G. J. (1958). The economies of scale. *The Journal of Law and Economics*, 1(6), 54-71. <https://doi.org/10.1086/466541>
- Stoney, C. og Winstanley, D. (2001). Stakeholding: Confusion or utopia? Mapping the conceptual terrain. *Journal of Management Studies*, 38(5), 603-626. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00251>
- Talaulicar, T. og Werder, A. V. (2008). Patterns of compliance with the German corporate governance code. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 255-273. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00696.x>
- Tricker, R. B. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices* (3. útg.). Oxford University Press, USA.
- Viðskiptaráð Íslands, Kauphöll Íslands og Samtök atvinnulífsins. (2004). *Leiðbeiningar um stjórnarhætti fyrirtækja*. [http://news.icex.is/attachments/other/LeiðbeiningarCG\\_islenska.pdf](http://news.icex.is/attachments/other/LeiðbeiningarCG_islenska.pdf)
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq OMX Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins. (2009). *Stjórnarhættir fyrirtækja: leiðbeiningar* (3. útg.). [https://www.vi.is/files/cg3lokaweb\\_886826181.pdf](https://www.vi.is/files/cg3lokaweb_886826181.pdf)
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq OMX Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins. (2012). *Stjórnarhættir fyrirtækja: leiðbeiningar* (4. útg.). [https://www.vi.is/files/2012.03.03-stjornarhaettir-net\\_1466203040.pdf](https://www.vi.is/files/2012.03.03-stjornarhaettir-net_1466203040.pdf)
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins. (2015). *Stjórnarhættir fyrirtækja: leiðbeiningar* (5. útg.). [https://www.vi.is/files/%C3%BAtg%C3%A1fa/sk%C3%BDrslur/leidbeiningar\\_um\\_stjornarhaetti\\_fyrirtaekja.pdf](https://www.vi.is/files/%C3%BAtg%C3%A1fa/sk%C3%BDrslur/leidbeiningar_um_stjornarhaetti_fyrirtaekja.pdf)
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins. (2021). *Stjórnarhættir fyrirtækja. Leiðbeiningar* (6. útg.). [https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/06/Stjornarhaettir\\_fyrirtaekja\\_A5\\_IS\\_Vefur.pdf](https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/06/Stjornarhaettir_fyrirtaekja_A5_IS_Vefur.pdf)
- Yoshikawa, T. og Rasheed, A. A. (2009). Convergence of corporate governance: Critical review and future directions. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 388-404. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00745.x>
- Wearing, R. og Wearing, B. (2005). *Cases in Corporate Governance*. Sage.
- Werder, A., Talaulicar, T. og Kolat, G. L. (2005). Compliance with the German corporate governance code: An empirical analysis of the compliance statements by German listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 178-187. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00416.x>
- Wieland, J. (2005). Corporate governance, values management, and standards: A European perspective. *Business & Society*, 44(1), 74-93. <https://doi.org/10.1177/0007650305274852>
- Williamson, O. E., (1975). *Markets and Hierarchies*. Free Press, New York.
- Williamson, O. E. (1984). Corporate Governance. *Yale Law Journal*, 93, 1196-1230.
- Wymeersch, E. (2006). The enforcement of corporate governance codes. *Journal of Corporate Law Studies*, 6(1), 113-138. <https://doi.org/10.1080/14735970.2006.11419948>
- Yin, R. K. (2014). *Case study research: design and methods* (5. útg.). Newbury Park, Ca., Sage Publications.

- Zattoni, A. og Cuomo, F. (2008). Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00661.x>
- Zuckerman, E. W. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *The American Journal of Sociology*, 104(1), 1398-1438. <https://doi.org/10.1086/210178>
- Pröstur Olaf Sigurjónsson og J. Bjarni Magnússon. (2019). Samskipti fagfjórfa við félög sem þeir eru hluthafar í. *Tímarit um viðskipti og efnahagsmál*, 16(2), 105-122. <https://doi.org/10.24122/tve.a.2019.16.2.6>