

# Samskipti fagfjárfesta við félög sem þeir eru hluthafar í

Pröstur Olaf Sigurjónsson og J. Bjarni Magnússon<sup>1</sup>

## Ágrip

Miklar breytingar hafa orðið á eignarhaldi skráðra félaga á íslenskum hlutabréfamarkaði síðasta áratug. Á því tímabili hafa fagfjárfestar orðið fyrirferðarmiklir á markaðnum. Þessi rannsókn varpar ljósi á það með hvaða hætti íslenskir fagfjárfestar eiga í samskiptum við skráð félög þar sem þeir eru hluthafar. Enn fremur hvort og hvernig þeir nota eignarhald sitt til þess að hafa áhrif á starfsemi viðkomandi félaga, þá sérstaklega stjórnarhætti. Helstu niðurstöður eru þær að samskipti íslenskra fagfjárfesta við þau félög sem fjárfest er í á sér stað bakvið tjöldin með fundum og óformlegum samskiptum. Það gerist jafnframt með því að vinna með eða á móti tillögum annarra hluthafa og kjósa með eða gegn þeim á hluthafafundum. Þetta er í samræmi við það sem gerist í nágrannalöndum Íslands nema hvað gagnsæi er þar meira í samskiptum en á Íslandi.

## Abstract

A significant change in ownership of listed Icelandic companies has taken place over the past decade or so. The majority of the ownership is in the hands of institutional investors. The aim of this research is to improve understanding of how Icelandic institutional investors interact with companies in which they are shareholders and use their ownership to influence those companies, especially corporate governance. The main findings are that investment stewardship by Icelandic institutional shareholders happens behind the scenes with meetings and informal communication. It does also happen with public dissent of shareholder proposals and/or by voting for or against proposals at shareholder meetings. These findings are in line with how investment stewardship is in neighbouring countries, with the exception that transparency outside of Iceland is a more meaningful part of the stewardship process.

*JEL flokkun:* G30; G32

*Lykilorð:* Stjórnarhættir fyrirtækja, Ísland, fagfjárfestar, lífeyrissjóðir, hluthafastefna.

*Keywords:* Corporate governance, Iceland, institutional investors, pension funds, investment stewardship.

<sup>1</sup> Pröstur Olaf Sigurjónsson er lektor við viðskiptafræðideild Háskóla Íslands. Netfang: olaf@hi.is. Bjarni Magnússon er sérfræðingur í fjárhagslegu eftirliti hjá Fjármálaeftirlitinu. Netfang: bjarnim@gmail.com.

## 1 Inngangur

Stjórnarhættir hafa verið mikilvægir allt frá því að félög hófu að afla fjármagns til starfsemi sinnar (Thomsen, 2019). Fjárfestum, sem geta verið fjármagnseigendur af ólíku tagi, er umhugað um hvernig félög sem þeir fjárfesta í fara með það fjármagn (OECD, 2015). Stjórnarhættir hafa verið skilgreindir með margvíslegum hætti, en helst er horft til trausts sem ríkja þarf milli fjárfesta og félaga sem fjárfest er í (La Porta o.fl., 2000). Miklar breytingar urðu á eignarhaldi á íslenskum hlutabréfamarkaði í kjölfar efnahagshrunsins árið 2008 þegar markaðsverðmæti skráðra hlutabréfa hvarf við fall þriggja banka (Ásta Dís Óladóttir, Friðrik Árni Friðriksson, Gylfi Magnússon og Valur Þráinsson, 2017). Fyrir fjármálahrunið einkenndist eignarhaldið af mjög virkum fjárfestum með skuldsettar stöður, en eftir það er samþjöppun eignarhalds ríkjandi, þar sem fagfjárfestar eiga meira en helming hlutafjár félaga í kauphöll og eru lífeyrissjóðir þar fyrirferðarmestir (Gylfi Magnússon, 2016; Gunnar Baldvinsson, Áslaug Árnadóttir og Eggert Benedikt Guðmundsson, 2018). Í ljósi þessa breytta eignarhalds er áhugavert viðfangsefni að rannsaka hvað einkennir samskipti fagfjárfesta við félög þar sem þeir eru hluthafar. Enn fremur hvort og hvernig þeir nota eignarhald sitt til þess að hafa áhrif á starfsemi viðkomandi félaga, þá sérstaklega stjórnarhætti.

Gjaldeyrishöft voru kynnt í nóvember 2008 og hafa íslenskir lífeyrissjóðir síðan átt umtalsverðar stöður í skráðum félögum á íslenskum hlutabréfamarkaði. Í lok árs 2008 náðu erlendar eignir lífeyrissjóðanna 30% heildareigna þeirra, en voru komnar niður í 25% í lok árs 2017 og eru í lok október 2019 komnar í 29,44% (Seðlabanki Íslands, 2019). Eignir þeirra sem hlutfall af vergri landsframleiðslu (GDP) hafa verið háar í samanburði við OECD lönd og töldu 151% af landsframleiðslu í lok árs 2018 (Seðlabanki Íslands, 2019). Skortur á fjárfestingartækifærum hefur beint lífeyrissjóðunum í átt til íslenska hlutabréfamarkaðarins þar sem þeir hafa verið ráðandi undanfarin ár (Gunnar Baldvinsson, Áslaug Árnadóttir og Eggert Benedikt Guðmundsson, 2018).

Sú þróun að einstaklingum hefur fækkað sem fjárfestum á hlutabréfamarkaði hefur átt sér stað á Íslandi sem og annars staðar en fagfjárfestar og sjóðir hafa vaxið sem fjárfestar á móti. Fagfjárfestar eru í dag stærstu eigendur skráðra hlutabréfa í vestrænum ríkjum. Það er þó sjaldgæft að slíkir sjóðir eigi hver ráðandi hlut í félagi. Þeir eru þó áhrifaríkir í gegnum eignarhluti sína og sérstaklega á þetta við um Bandaríkin (Fitcher o.fl., 2017). Þessar sviptingar á eignarhaldi hafa bæði jákvæð og neikvæð áhrif. Fjárfestar sem horfa helst til vísitölusjóða hafa oft meiri tilhneigingu til þess að taka fjárfestingarákvörðun út frá langtíma sjónarmiði (Larry, 2017). Hins vegar eru minnihluta fjárfestar stundum í aðstöðu til þess að hafa áhrif umfram fjárfestingar sínar því fagfjárfestar hafa tilhneigingu til þess að vera óvirkir eigendur (Schleifer og Vishny, 1986). Hugleiðingarnar hér á undan vekja upp rannsóknarspurningu sem þessi rannsókn leitast við að finna svar við; hvernig er samskiptum fagfjárfesta við félög sem þeir eru hluthafar í háttað?

Greinin er skipulögð þannig: fyrst er gefið fræðilegt yfirlit, þá er fjárfestaumhverfið á Íslandi kynnt með sérstaka áherslu á lífeyrissjóði og önnur eignastýringarfyrirtæki; erlend umfjöllun um efnið er jafnframt að finna í þeim kafla greinarinnar. Þá er aðferðarfræði rannsóknarinnar kynnt og niðurstöður fylgja í kjölfarið. Að endingu er umræða og lokaorð.

## 2 Fræðileg umfjöllun

### 2.1 Stórnarhættir

Þegar eigendur félags ráða stjórnendur til þess að reka félagið í sínu umboði eru þeir umjóðendur en stjórnendurnir umboðsmenn. Stjórnendur eru enn fremur fjárvörsluáðilar og eru fjárhaldsmenn gagnvart eigendum (Carlson, 2009). Hagsmunaárekstrar þessara tveggja aðila þekkjast og er hlutverk stjórnarhátta að skapa umgjörð fyrir bæði samstarfið og skipulag félagsins sem í hlut á. Vandinn getur birst með tvennum hætti; annars vegar að eigendur og stjórnendur kunna að hafa ólík markmið og hins vegar kunna ólíkar upp-

lýsingar um starfsemina og störf stjórnenda að skapa ójafnræði milli eigenda og stjórnenda. Þetta hefur verið kallað umboðsvandi (Gilian og Starks, 2003).

Stjórnarhættir skýra því tengsl og samskipti milli eigenda félags, stjórnar þess, stjórnenda og annarra hagaðila. Stjórnarhættir búa til það skipulag sem félag starfar eftir og setur því markmið og ákvarðar með hvaða hætti eigi að ná þeim ásamt því að tilgreina hvernig árangur er metinn (OECD, 2015). Frá sjónarhorni eigenda eru stjórnarhættir ferli eftirlits með starfsemi félags og stjórnendum þeirra, þannig sjónarmiðum eigenda sé fylgt (ICSA The Governance Institute, 2017).

## 2.2 Stjórnarhættir og hluthafastefna

Eignarhald fyrirtækja er ólíkt og stjórnarhættir taka mið af því (Sjöstrand o.fl., 2016; Þröstur Olaf Sigurjónsson, Thomas Poulsen og Guðrún Erla Jónsdóttir, 2019). Fagfjárfestar eru ein tegund eigenda og miðar þessi rannsókn meðal annars að því að skilja hvers kyns eigendur þeir eru á Íslandi og hvaða stjórnarhættir einkenna starf þeirra. Hirschman (1970) telur að fjárfestar hafi tvær leiðir til þess bregðast við óánægju með fjárfestingu. Önnur leiðin er að virkja *samtal* við stjórnendur og hin leiðin er að *selja* eign sína. Þá þekktist milli-leiðin, að fjárfestir hótar að selja eign sína. Hefur sú leið sannað sig sem tæki til þess að hafa áhrif á stjórnendur skráðra félaga (Bharath o.fl., 2013). Hluthafastefna er það þegar fjárfestir hefur ákveðið með hvaða hætti hann ætlar að hafa áhrif á fjárfestingu sína (McCahery o.fl., 2016). Áhrif fjárfesta í gegnum samtál eru; kosningar á hluthafafundum, samkomulag fjárfesta (eigenda / hluthafa), samskipti við fulltrúa félags (stjórnarmenn, stjórnendur og aðra haghafa) og málaferli (Van der Elst og Aslan, 2009). Sumir telja að hótun um sölu eignarhluta sé ein áhrifaríkasta leiðin til þess að hafa áhrif (McCahery o.fl., 2016; Edmans, 2009).

Í breskum leiðbeiningum FRC stofnunarinnar (Financial Reporting Council) um meðferð á eignarhaldi félaga í umboði annarra þá skulu fjárfestar setja sér hluthafastefnu og er talað um að hlutverk hennar sé að styðja við góða stjórnarhætti. Í uppfærslu leiðbeininganna sem gilda frá 1. janúar 2020 er gengið lengra en í fyrri útgáfum og fjárfestum sem vilja starfa eftir leiðbeiningunum gert að skila inn skýrslu um samskipti sín við félög þar sem þeir eru hluthafar (Financial Reporting Council, 2020). Talað er um að hluthafastefna hafi það hlutverk að styðja við langtíma árangur í rekstri félags og með þeim hætti njóti fjárfestar ávinnings. Hluthafastefna sé þó ekki aðeins um það að eiga samtál eða kjósa með fótunum, heldur sé hlutverk hluthafastefnu að hafa skoðun og áhrif á stefnumótun, áhættumat, fjármagnsskipan og stjórnarhætti (Financial Reporting Council, 2012). Leiðbeiningarnar voru endurskrifaðar í kjölfar fjármálaáfallsins árið 2008, þar sem ljóst þótti að eftirlitshlutverk fjárfesta hafði ekki verið skýrt (Walker, 2009; Goergen o.fl., 2008). Rannsókn McCharey o.fl. (2016) varpaði ljósi á að samskipti fjárfesta við félag sem þeir eru hluthafar í færu að mestu fram á bakvið tjöldin. Bein samskipti eru við forstjóra og stjórnarformann (oftast án vitneskju annarra stjórnenda) og þau samskipti eru ekki opinber. Enn fremur að fjárfestar sem skilgreina sig sem langtíma fjárfesta hafa meiri samskipti við forstjóra og stjórnarformann heldur en aðrir (Bebchuk o.fl., 2014). Fjárfestar með stærri eignarhluti skipta sér meira af starfsemi félaga en þeir sem smærri hluti eiga (Huddart, 1993). Fagfjárfestar virðast þó ekki eiga mikil afskipti af daglegum rekstri þeirra félaga sem þeir fjárfesta í (Grossman og Hart, 1980; Shcleifer og Vishny, 1986). Flestir fjárfestar hafa ekki mannafla til þess að sinna stefnumarkandi og virku eftirlitshlutverki (Isaksson og Celik, 2013). Afskipti eru fyrst og fremst í kjölfar tilkynninga eða atburða í rekstri félags, en ekki fyrirfram ákveðin inngríp eða afskipti (Giannetti og Laeven, 2009).

Árin eftir 2008 hafa einkennst af sterkari aðkomu fagfjárfesta að skráðum félögum á meðan einstaklingum sem fjárfestum hefur fækkað (Wong, 2015). Þetta hefur leitt til aukinna krafna um gagnsæi og upplýsingagjöf fagfjárfesta. OECD hefur í þessu ljósi lagt aukna áherslu á að fagfjárfestar horfi til góðra stjórnarháttá (OECD Principles of Corporate Governance, 2015). Ekki eru allir fjárfestar í aðstöðu til þess að hafa bein áhrif á félög

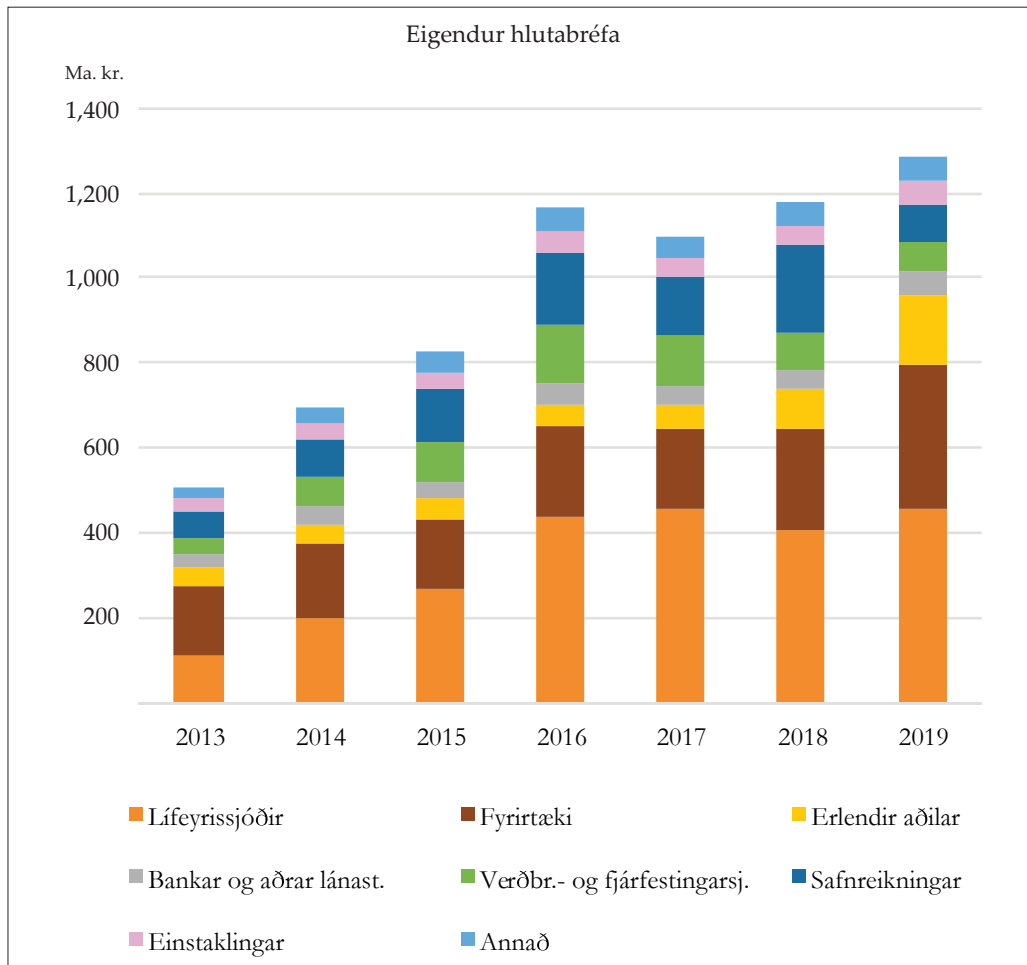
og á það til að mynda við um þá sem fjárfesta í vísitölusjóðum, sjóðum í virkri stýringu og annarri tegund fjárfestinga þar sem umboðsaðili sinnir fjárfestingunni. Þeir aðilar geta þó komið sjónarmiðum sínum á framfæri og rætt við stjórnendur sjóðanna (Fichtner o.fl., 2017).

Virkni fjárfesta má meta með því að greina hversu stórt hlutfall þeirra nýtir kosningarétt sinn á hluthafafundum. Rannsókn í nokkrum OECD löndum leiðir í ljós að virkustu fjárfesta er að finna í Bandaríkjunum og Bretlandi. Í Bandaríkjunum nýta 80% fjárfesta rétt sinn til kosninga og 70% í Bretlandi (Hewitt, 2011). Þessi hlutföll eru hærrí en sést hafa í Vestur Evrópu, en ástæðan kann að vera sú að í Bretlandi og Bandaríkjunum er hefð fyrir því að fagfjárfestar framselji rétt sinn til kosninga til þriðja aðila (Isaksson og Celik, 2013; SEC, 2010). Meðaltal hvað nýtingu kosningaréttar Vestur Evrópu á árinu 2015 var 67,2%. Breytileikinn er nokkur þar sem Danmörk sýnir lægsta hlutfallið (48,9%) og Luxemburg það hæsta (73,8%) (Institutional Shareholder Services, 2015).

### 2.3 Fagfjárfestar á Íslandi

Fjárfestum á Íslandi má skipta í þrennt samkvæmt Arion banka; fagfjárfestar, einkafjárfestar og fjárfestingarfélag (Ásdís Kristjánsdóttir, 2013). Í kjölfar afnáms fjármálaþafts árið 2017 jukust fjárfestingar erlendra aðila í íslenskum félögum og má því líta til þeirra sem fjórðu tegund fjárfesta á Íslandi (Magnús Halldórsson, 2017). Nasdaq styðst við nákvæmari greiningu á fjárfestum eins og mynd 1 frá FME (2019) sýnir en hún varpar einnig ljósi á ólíkt umfang fjárfestinga fjárfesta í skráðum og óskráðum hlutabréfum. Lífeyrissjóðir eru lang stærstu fjárfestarnir á Íslandi með ríflega 4.200 milljarða ISK í stýringu í lok árs 2018 (Seðlabanki Íslands, 2019). Þrír þeirra stærstu eru með um helming þessara eigna í stýringu (Fjármálaeftirlitið, 2017a, 2017b). Skipulag þeirra og lífeyrissjóðakerfisins byggir á lögum frá 1997 (lög nr. 129/1997) en uppruni þess nær aftur til ársins 1969 þegar yfirvöld og aðilar vinnumarkaðarins náðu samkomulagi um skyldu til greiðslna í lífeyrissjóði (Már Guðmundsson, 2000). Lögin tiltaka kröfur á herðar lífeyrissjóða um að þeir setji sér fjárfestingarstefnu, áhættustefnu, séu skynsamir í fjárfestingum en takmarkanir eru jafnframt á fjárfestingar eftir eignaflokkum (Ragnhildur Helgadóttir, 2013; Már Guðmundsson, 2000). Hagfræðistofnun Háskóla Íslands skilaði skýrslu um mikilvægi íslensku lífeyrissjóðanna fyrir íslenskt efnahagslíf. Spáði hún að heildareignir lífeyrissjóðanna myndu vaxa frá 172% af vergri landsframleiðslu árið 2015 til 200% árið 2046. Einnig að á þeim tíma muni þeir eiga 40% af öllum hlutabréfum og skuldabréfum skráðra félaga á Íslandi (Sigurður Jóhannesson, 2017).

Það eru samkvæmt Fjármálaeftirlitinu (2017a) tíu starfandi eignastýringarfyrirtæki á Íslandi og hafa þau um 830 milljarða ISK í stýringu í lok árs 2017. Miklar sveiflur hafa verið á stærð fjárfestinga sem skýrist af fjármálaþafts árið 2008. Fyrir hrúnið voru heildareignir um 700 milljarðar ISK en fóru niður undir 200 milljarða ISK í kjölfar þess. Um áratug síðar hafa þær náð rúmlega fyrri stærð. Stærstu eignarstýringarfyrirtækin eru Stefni hf, Íslandssjóðir hf og Landsbréf hf. Eignarhald þeirra er í þremur viðskiptabönkum landsins; Arion banka, Íslandsbanka og Landsbanka. Þjú önnur fyrirtæki eru með yfir 100 milljarða í stýringu; Kvika banki og Gamma sem er nú í eigu Kvikubanka og svo Íslensk verðbréf hf.



Mynd 1. Yfirlit yfir eigendur skráðra og óskráðra hlutabréfa (Nasdaq, 2019)

## 2.4 Fjármálamarkaður á Íslandi

Saga íslensks fjármálamarkaðar er ekki löng. Seinustu tveir áratugir síðustu aldar ein-kenndust af örum breytingum þar sem losun hafta og einkavæðing var í fyrirrúmi. Kauphöll Íslands var stofnuð árið 1985 og þá undir nafninu Verðbréfaþing Íslands (Gylfi Magnússon, 2007). Á þessum tíma var bankakerfið nánast að öllu leyti í eigu ríkisins. Lög og reglur tóku breytingum á þessum tíma, til að mynda um minnihlutavernd hluthafa sem voru við upphaf íslensks verðbréfamarkaðar vanþróaðar miðað við í dag (Gylfi Magnússon, 2007). Það var ekki fyrr en árið 1995 að hugtakið hluthafastefna er fyrst nefnt og þá í Frjálsri verslun (Jón Hauksson, 1995). Vöxtur verðbréfamarkaðarins var ævintýrlegur árin 2003-2007, þegar ríkisbankarnir höfðu verið einkavæddir, en þurrkaðist nánast út í fjármálahrúninu 2008 (Páll Hreinsson, Tryggvi Gunnarsson og Sigríður Benediktsdóttir, 2010). Krafa um að íslenskir lífeyrissjóðir hefðu skýra stefnu í fjárfestingum og meðhöndlun eigna kom fram fljótlega eftir einkavæðingarferli fjármálakerfisins. Þáverandi formaður Samfylkingarinnar hvatti lífeyrissjóði til að setja sér mjög varkára hluthafastefnu og skýra hvaða áherslur skyldu vera fyrir eignarhlutum (Lífeyrissjóðir sýni félagslega ábyrgð, 2006). Í kjölfarið innleiddu tveir lífeyrissjóðir hluthafastefnu byggða á PRI stöðlum Sameinuðu þjóðanna (Sunna Ósk Logadóttir, 2007).

Í kjölfar fjármálahrunsins var gagnrýnt hvernig fagfjárfestar sem lífeyrissjóðir hefðu haldið á fjárfestingum sínum. Alþýðusamband Íslands (ASÍ) fór fram á að lífeyrissjóðir myndu setja sér hluthafastefnu og enn fremur gefa út siðareglur (ASÍ, 2009). ASÍ fór enn fremur fram á að sjóðirnir myndu vera virkari fjárfestar, hafa skoðun á stjórnarháttum, skýra sýn til starfskjarastefna félaga sem þeir fjárfesta í og hvernig staðið er að vali á stjórn-

armönnum (ASÍ, 2013). Útgáfa rannsóknarskýrslu um starfsemi lífeyrissjóðanna árið 2012 ýtti mjög á um að lífeyrissjóðir settu sér hluthafastefnu þar sem góðir stjórnarhættir yrðu í fyrirrúmi (Hrafn Bragason, Héðinn Eyjólfsson og Guðmundur Heiðar Frímannsson, 2012).

Lífeyrissjóðir hver á fætur öðrum kynntu í kjölfarið hluthafastefnu eða uppfærðu þær sem voru fyrirliggjandi. Gildi lífeyrissjóður uppfærði sína stefnu árið 2015 og hnykkti á hlutverki sínu sem virkur fjárfestir. Meiri áhersla var lögð á samskipti við stjórnir þeirra félaga sem sjóðurinn fjárfesti í og virka þátttöku á hluthafafundum (Stefán Arni Pálsson, 2015; Gildi lífeyrissjóður, 2015). Þetta er dæmigert fyrir það skref sem íslenskir lífeyrissjóðir tóku. Á svipuðum tíma fóru erlendir fjárfestar að auka eignir sínar á Íslandi og höfðu sumir þeirra áhrif á hver þróun hluthafastefnu varð. Eaton Vance Management sjóðurinn, sem er hvað fyrirferðarmestur erlendra sjóða á Íslandi, sendi öllum skráðum íslenskum félögum, sem sjóðurinn átti hluti í, bréf í mars 2018 þar sem hvatt var til notkunar tilnefningarnefnda við val á stjórnarmönnum. Ljóst má vera að fjárfestar hafa áhrif þegar þeir beita sér, þó ekki sé nema með öðrum hætti en að kynna tilmæli, en flest íslensku félögin höfðu innleitt tilnefningarnefndir ári síðar (Morgunblaðið, 2018).

## 2.5 Þróun utan Íslands

Íslenskur fjármálamarkaður þróaðist síðar en í nágrannalöndunum og það sama á við um tilkomu hluthafastefna. Sum lönd hafa tekið upp leiðbeiningar um gerð hluthafastefnu. Í maí 2017 samþykkti Evrópusambandið tilskipun (2007/36/EC) sem miðar því að ýta undir langtíma sjónarmið í fjárfestingum. Hvatinn til að innleiða þessa tilskipun var gagnrýni á skammtíma sjónarmið í rekstri félaga á árunum fyrir 2008. Markmið er að stuðla að tilvist félaga til lengri tíma. Megin innihald slíkrar stefnu skal vera eftirfarandi:

- Starfskjarastefna á að vera fyrir hendi og skal hún taka fyrst og fremst til kjara stjórnarmanna og stjórnenda og stuðla að langtíma hagsmunum félags.
- Gagnsæi á að ríkja um eignarhald á félögum í öllum tilfellum.
- Félög skulu auðvelda hluthöfum að nýta kosningarétt sinn.
- Fagfjárfestar skulu gera grein fyrir því með hvaða hætti þeir hyggjast starfa sem fjárfestar. Hluthafastefna skal vera opinber og ef slíka stefnu er ekki að finna, skal gera grein fyrir því hvers vegna svo sé. Slík stefna skal skýra hvernig fjárfestir hyggst meðhöndla mögulega hagsmunaárekstra.

Tilskipunin tók gildi þann 10. júní 2019 og líklegt er talið að hún verði innleidd á Íslandi þar sem fyrri tilskipun er þegar í gildi („Directive (EU) 2017/828 – EFTA“, 2017). Leiðbeiningar til fjárfesta hvað hluthafastefnu varðar hafa verið kynntar í átta löndum. Þær eru valfrjálsar en tvö lönd hafa „comply or explain“ klásúlu með leiðbeiningunum (OECD, 2017). Tvær eru ítarlegastar en það eru þær bresku (Financial Reporting Council, 2012) og þær hollensku (Institutional investors establish the first edition of a Dutch Stewardship Code, 2017). Leiðbeiningarnar eiga að ýta undir langtíma hugsun fjárfesta þar sem áhersla er lögð á að hlutverk fjárfesta snúist ekki aðeins um kosningar á hluthafafundum, heldur það að veita aðhald í formi eftirlits sem og að eiga samtál um stefnumótun, áhættu og stjórnarhætti. Eitt megin markmið leiðbeininganna er að hvetja til samtals milli félaga og fjárfesta sem þykir draga úr líkum á mikilli áhættutöku (Financial Reporting Council, 2012).

Mjög stórir fjárfestar eins og Blackrock og Vanguard hafa haft mikil áhrif á þróun hluthafastefna. Þessi félög hafa verið áfram um skýrari reglur og leiðbeiningar um vandaða starfshætti fjárfesta (ESG: Sharing stewardship, 2018). Blackrock, stærsta eignastýringarfyrirtæki í heimi, segist verja og auka virði viðskiptavina sinna með því að eiga í beinu samtali við félögin sem fjárfest er í. Blackrock kys á meira en 15.000 hluthafafundum árlega um yfir 130.000 tillögur á slíkum fundum. ESG hugtakið er orðið mjög fyrirferðarmikið hjá Blackrock, en það tekur yfir umhverfisþætti, samfélagsþætti og stjórnarhætti

félaga (e. environmental, social, governance). Árlega skrifar forstjóri Blackrock opinbert bréf þar sem áhersla á stjórnarhætti er fyrirferðamest en bréfið á að vera leiðbeinandi fyrir þau félög sem fjárfest er í (Fink, 2017). Enn fremur gefur Blackrock út skýrslur og minnisblöð um einstaka þætti í starfsemi þeirra félaga sem þeir fjárfesta í, sé ástæða til slíks (Guidelines, reports and position papers, 2018). Þess ber þó að geta að sjóðastjórnunarfyrirtæki, þar með talið Blackrock, hafa verið gagnrýnd fyrir að fjárfesta í fyrirtækjum sem standa sig illa á þáttum ESG, sér í lagi í umhverfismálum (The American Proposect, 2019). Nordea er stærsta eignastýringarfyrirtæki á Norðurlöndunum, með yfir 360 milljarða USD í stýringu (Schwartzkopff, 2017). Það hefur síðan 2014 verið opið um stuðning sinn við góða stjórnarhætti og gagnsæi í allri upplýsingagjöf. Það birtir ávallt hvernig kosið var á hluthafafundum og gerir opinbert þegar það er á öndverðum meiði við hugmyndir eða tillögur stjórnenda. Nordea styðst við leiðbeiningar OECD um góða stjórnarhætti þegar það á í samstarfi við félög sem það er hluthafi í.

### 3 Aðferð

Rannsóknaraðferðin felst í tveimur eigindlegum nálgunum; annars vegar er viðtölum beitt og hins vegar efnisgreiningu (e. content analysis), en efnisgreining er leið til þess að auka skilning á hegðun hópa eins og fjárfesta, með hvaða hætti þeir starfa og hvaða aðferðir þeir hafa þróað (Bell, 2014). Viðtöl eru tekin við úrtak einstaklinga sem starfa hjá fagfjárfestum og við stjórnarmenn í skráðum félögum, með það að markmiði að fá þann hluta upplýsinga upp á yfirborðið sem hefur að gera með óformlegan hluta starfsemi fagfjárfesta. Efnisgreiningin byggir á öflun gagna um hvort, hvenær og hvernig fagfjárfestar sinna hlutverki sínu sem fjárfestar samkvæmt opinberum gögnum.

#### 3.1 Viðtöl

Hálf stöðluðum viðtölum var beitt þar sem þau voru talin þjóna tilgangi rannsóknarinnar fyrir það hversu sveigjanlegt það form viðtalstækni er. Rannsakendur höfðu viðtalsramma og opnar spurningar til að styðjast við í viðtölunum, en sú nálgun auðveldar greiningar viðtalsefnisins (Bourgeault, Dingwall og Vries, 2010).

Til að ná sem bestum skilningi á viðfangsefnið var ákveðið að ræða bæði við úrtak fagfjárfesta og stjórnendur skráðra félaga. Fulltrúar fagfjárfesta sem rætt var við voru forstjórar (eða framkvæmdastjórar, eftir því hvaða starfstíll er notaður). Þá var rætt við forstjóra og formenn stjórna skráðra félaga. Þetta var gert til þess að fá báðar hliðar upplifunar af starfsemi fjárfesta. Sendar voru út 24 beiðnir um viðtöl (15 til skráðra félaga og 9 til lífeyrissjóða) og voru á endanum átta viðtöl tekin. Fjöldi viðmælanda frá fagfjárfestum var fjórir og fjórir frá skráðum félögum. Viðtölin fóru fram á tímabilinu nóvember 2017 – apríl 2018. Trúnaðar er gætt með nafnleysi viðmælanda.

Viðtölin náðu yfir þá fjárfesta sem höfðu skráð hluthafastefnu. Einnig var haft samband við fulltrúa skráðra félaga sem voru oftast nær stjórnarformenn þeirra. Haft var fyrst samband við væntanlega viðmælendur í gegnum tölvupóst með kynningarbréfi, þar sem markmið rannsóknarinnar var kynnt og framkvæmd hennar. Viðtölin fóru þannig fram að fyrst var viðtalsramminn kynntur og með hvaða hætti rannsakendur hyggðust greina viðtölin. Í öllum viðtölunum var opinna spurninga spurt og þeim fylgt eftir með öðrum spurningum. Öll viðtölin nema eitt fóru fram á starfsstöðvum hvers viðmælanda, nema eitt viðtal fór fram um síma. Stuðst var við viðtalsramma frá DiCicco-Bloom og Crabtree (2006) og McCahery, Starks, og Sautner (2016). Viðtölin voru kóðuð eftir þeim viðtalsrammans (sem er að finna hér á eftir), í sitthvoru lagi af höfundum til að tryggja samræmi. Niðurstöðurnar varpa ljósi á með hvaða hætti fjárfestar eiga samskipti við félög sem þeir fjárfesta í. Mögulegar takmarkanir rannsóknarinnar eru þær að þeir sem voru reiðbúnir til að taka þátt í rannsókninni gætu haft meiri áhuga á málefnum en þeir sem ekki vildu taka þátt.

### 3.2 Greining fyrirleggjandi gagna

Fréttveita NASDAQ OMX kauphallarinnar geymir mikið safn efnis um starfsemi skráðra félaga. Fréttum var safnað um öll félög sem höfðu skráð hlutabréf einhvern tímann á síðustu 15 árum en ekki eru mörg þeirra með sögu allt tímabilið. Fréttum var safnað sem höfðu að gera með tilkynningar félaganna sjálfra til kauphallar, eins og um afkomu, ársuppgjör, viðskipti tengdra aðila og hluthafafundi. Upplýsingar um hluthafafundi fela í sér meðal annars dagskrá funda, tillögur sem lagðar eru fyrir hluthafa og fundargerðir. Horft var til þess að á seinustu 15 árum hefur íslenska hagkerfið tekið sveiflum.

Fjöldi skráðra tillagna fjárfesta (oft sem viðbragð við frétt) vegna skráðra félaga í kauphöll NASDAQ OMX Iceland voru 51 í 43 tilfellum. Árið 2018 eru flestar tillögur skráðar eða 19. Skoðaðar voru fréttir sem birtust frá 1. janúar 2003 til 15. apríl 2018. Hver frétt var fyrst greind eftir: 1) hver sendir inn frétt; 2) hvenær er frétt birt; 3) til hvers félags beinist frétt og 4) hvert er innihald fréttar. Eftirfarandi lykil-hugtök voru notuð sem þemu í rannsókninni til þess að greina á milli innihalds fréttar:

- *Starfskjör* þar sem fjallað er um starfskjarastefnu félags.
- *Stjórnarlausn* þar sem fjallað er um þóknun stjórnar.
- *Endurkaup* hluta þegar tilkynnt er um væntanleg endurkaup hlutabréfa félags.
- *Arðgreiðslur* og aðrar tegundir ábata hluthafa af hlutabréfaeign sinni.
- *Tilnefningarnefndir* vegna tilurðar slíkra nefnda, stefnur þeirra og starfshátta.
- *Endurskoðendur* þar sem fjallað er um störf þeirra og breytingu á þeim.
- *Hluthafafundir* þegar hluthafi óskar eftir hluthafafundi.
- *Yfirtökur* þegar hluthafi óskar eftir að ræða málefni yfirtöku.
- *Kosning* þegar hluthafi óskar eftir kosningu á hluthafafundi.

Gögnin voru greind með tíðnitalningu ásamt eftirfarandi atriðum:

1. Fjöldi tillagna á hverju ári (til þess að leita eftir þróun (trend)).
2. Fjöldi tillagna fyrir hvert skráð félag.
3. Greiningu á lykil hugtökum til þess að sjá hvaða málefni ber hæst hjá hluthöfum.
4. Mati á það hvort hluthafi flytji fleiri tillögur en aðrir og tegund tillagna.

Mögulegar takmarkanir eru þær að ekki eru allar fréttir skráðar í kauphöll. Sumar birtast á heimasíðu fjárfestis og stundum í fjölmiðlum. Erfitt er að koma böndum yfir slíkar birtingarmyndir, þannig tekur rannsóknin eingöngu yfir fréttir sem kauphöll skráir. Í ljósi þess mikla fjölda fréttar sem greindur var og skráður, gæti höfundum hafa yfirsést einhverjar fréttir. Farið var yfir 50.000 fréttir til að finna tilfelli sem þörfuðust nánari skoðunar og voru 2.000 af þeim (fréttum úr fréttakerfi kauphallarinnar) greindar sérstaklega. Annar höfunda starfar innan eftirlitsstarfsemi með fjármálafyrirtækjum á Íslandi og hefur þekkingu meðal annars á samskiptum fjárfesta við kauphöll og eftirlitsaðila. Hinn er fræðimaður á sviði stjórnarhátta.

## 4 Niðurstöður

Niðurstöður eru birtar með þeim hætti að fyrst er greining viðtalanna kynnt og þá er greint frá niðurstöðum efnisgreiningar úr fréttaveitu NASDAQ OMX á Íslandi. Niðurstöðurnar varpa ljósi á það með hvaða hætti íslenskir fjárfestar eiga samskipti við félög sem þeir fjárfesta í.

### 4.1 Viðmælendur úr hópi fjárfesta

Viðmælendur hvort sem þeir komu úr röðum fjárfesta eða skráðra félaga lýstu með svipuðum hætti hvernig samskipti þeirra á milli eiga sér stað og hafa þróast. Fjölgun fag-



fjórfaða hefur haft áhrif í þá átt að frumkvæði þeirra til samskipta hefur aukist. Fyrst og fremst hefur þessi þætti sem hefur með eftirlitshlutverk fjórfaða að gera aukist. Þessu er lýst hér á eftir en lykil þemu kynnt í fræðilegri umfjöllun stýra skipulagi umfjöllunarinnar.

#### 4.1.1 Stjórnarhættir og hluthafastefna

Það var fljótlega eftir 2008 sem fagfjórfaðar fóru að setja sér hluthafastefnu. Sumir þeirra höfðu áður haft leiðarljós í fjórfaðingum, eins og einn stjórnarmaður lífeyrissjóðs orðaði það:

Við vorum ekki með sjálfstæða hluthafastefnu heldur leiðbeiningar eða áherslur sem var að finna í fjórfaðingastefnu okkar og við unnum síðan fjórfaðingaráætlun og þætti í henni var að finna í hluthafasamkomulagi okkar. Eiginleg hluthafastefna var takmörkuð og tók fyrst og fremst til þess hvort sjóðurinn ætlaði að vera virkur eða óvirkur hluthafi (viðmælandi 1).

Lífeyrissjóðurinn Gildi og Stefnir gáfu út hluthafastefnu árið 2013 og fylgdu þá margir fagfjórfaðar í kjölfarið. Einn viðmælandi orðaði það þannig:

Fyrir ekki svo mörgum árum hófu lífeyrissjóðirnir að birta hluthafastefnu. Félagið [sem viðmælandi er stjórnarmaður í] hefur alltaf lagt mikla áherslu á góða stjórnarhætti, þannig að taka á móti hluthafastefnu var ekki íþyngjandi. Við [stjórnin] höfum reglulega farið yfir hluthafastefnuna og fremur fengið kynningar frá fjórfaðingum (viðmælandi 8).

Alþýðusamband Íslands (ASÍ) talaði mjög fyrir hluthafastefnu í kjölfarið á útgáfu skýrslu um starfshætti og fjórfaðingastefnu lífeyrissjóðanna fyrir árið 2008. Breytt eignarhald í skráðum félögum á Íslandi í kjölfar hrunsins hafði enn fremur áhrif á viðhorf til stjórnarháttar og þá hluthafastefnu:

Hlutir [í skráðum félögum] eru í minna og minna mæli í beinu eignarhaldi en í meira mæli stjórnað af umboðsaðilum; lífeyrissjóðum, tryggingarfélögum og öðrum sjóðum. Við erum þátttakendur í þessari þróun þar sem ESG hugtakið er fyrirferðarmikið og hjá flestum hófst áherslan á G [stjórnarhætti] (viðmælandi 1).

Þessi þróun hefur leitt til breytinga á stjórnarháttum fagfjórfaða, sem starfa í umboði annarra (sjóðsfélaga). Áherslan hefur verið á orðspor og endurheimt trausts, eins og einn viðmælandi orðar það:

Eignir lífeyrissjóðanna minnkuðu mikið og það var nauðsynlegt að finna punktstöðu og byrja frá grunni með áherslu á traust. En við veltum auðvitað fyrir okkur hvernig best væri að endurheimta traust. Óttinn var sá að aðeins væri verið að tikka í box með nýrri áherslu á góða stjórnarhætti, en með því að samþykkja hluthafastefnu var tryggt að svo væri ekki. En þetta var mjög stórt verkefni og ekki einfalt (viðmælandi 1).

#### 4.1.2 Samskipti milli fagfjórfaða og skráðra félaga.

Það kemur í ljós að samskipti milli fjórfaða og skráðra félaga geta verið vandasöm. Stundum fara þau úrskaiðis og lenda á forsiðum dagblaða en oftast eru þau hljóðlát enda í sátt og fyrir hag félaganna. Þetta einkenni finnst á Íslandi rétt eins og annars staðar og er vel lýst í fræðilega hluta greinarinnar að ofan (sjá t.d. McCahery o.fl., 2016). Viðmælandi hér upplifir það sama:

Hefðbundið koma breytingar á hluthafastefnu á borð stjórnarinnar löngu áður en á að innleiða þær. Oftast á sér stað óformlegt samtal milli stjórnarformanns og þess fjárfestis sem hyggur á breytingar. Stjórnarformaðurinn veit því hvað er í vændum og kynnir það fyrir stjórninni (viðmælandi 5).

Það var sammerkt með viðmælendum að samskipti milli fjárfesta og félags væru helst í gegnum formann stjórnar, stundum varaformanns en sjaldnar forstjóra.

Í dag eru samskiptunum beint til formanns stjórnar og stundum forstjóra. Þannig starfa lífeyrissjóðirnir sem eiga í okkur. Við erum sáttir við það fyrirkomulag. Við erum sáttir við það vegna þess að það hefur þýtt að hagsmunir félagsins eru í fyrirrúmi en ekki kannski einstakra stjórnarmanna (viðmælandi 2).

Algengt er að fjárfestar fundi með félagi í aðdraganda aðalfunda, og virðast það vera einu fundirnir á milli þessara aðila innan ársins, nema eitthvað sérstakt komi til. Á slíkum fundum er helst verið að ræða um stjórnarhætti, mun síður rekstrarleg mál.

Skráðu félögin vilja gjarnan funda með hluthöfum sínum áður en kemur að aðalfundum. Venjulega er ekki verið að fara í gegnum rekstrarleg mál því það gerist í kjölfarið á hverju uppgjöri, á uppgjörsfundum. Fundirnir eru meira til þess að fara yfir hvernig stjórnarhættir eru stundaðir, um starf stjórnar og hver sé stefnan til næstu ára og hvort stjórnin sé rétt saman sett til að fylgja eftir þeirri stefnu. Enn fremur er rætt um samskipti stjórnar við forstjóra, upplýsingar sem stjórn fær um reksturinn og slíkt. Þeim fer fjölgandi spurningunum um sjálfsmat stjórnar, hver niðurstaða slíks mats er og hvernig unnið er með það. Það hefur verið vaxandi áhugi á því að skilja hvort stjórn sé rétt sett saman og hvort það vanti þekkingu eða hæfni í stjórnina. Þetta er nokkuð nýtt (viðmælandi 1).

Breyting sem tekið er eftir, er að félögin sjálf eru farin að hafa frumkvæði að fundum eins og lýst er hér að ofan.

Félögin hafa mörg haft frumkvæði að fundum með fjárfestum þar sem til umfjöllunar eru málefni hluthafanna og sérstaklega það sem hefur með stjórnarhætti að gera (viðmælandi 4).

Ýmis mál geta komið upp sem ýta á að ákveðið er að festa í form samskipti milli félaga og fjárfesta. Viðmælandi tók dæmi um það sem hann lýsti sem erfiðleikum í samskiptum við stjórn tryggingarfélags og það hafi leitt til endurskoðunar á samskiptum sjóðsins og stjórnir almennt:

Við hófum þá að skilgreina hvernig samskipti við í stjórn sjóðsins ættum að eiga ekki aðeins við stjórn þessa tryggingarfélags heldur enn fremur aðrar stjórnir sem við erum fjárfestar í (viðmælandi 3).

Sami viðmælandi ítrekar hversu mikilvægt það er að það sem kosið hefur verið um haldi og að fjárfestir láti ekki teyma sig í umræður um það sem búið er að taka ákvörðun um og á að vera í framkvæmd:

Það koma upp tilfelli þar sem stjórnarmenn reyna að hafa áhrif á hluti sem einhugur á að vera um. Hluhafar verða að vera fastir fyrir og ef þeim sýnist mál vera að fara úr böndunum, að kalla til hluthafafundar (viðmælandi 3).

FjárfeSTAR og félög virðast vera að ná samskiptum almennt í góðan faglegan farveg. Dæmum um afbrigðileg samskipti hafi fækkað:

Ég tel okkur vera á góðri leið og samskiptin eru að finna sér nokkurs konar jafnvægi. Hluthafastefna er að verða algeng og allir leikendur, hvort sem þeir koma frá fjárfestum eða félögum sem þeir fjárfesta í, eru farnir að starfa samkvæmt slíkri stefnu (viðmælandi 3).

#### 4.1.3 Val á stjórnarmönnum

Umræða um val á stjórnarmönnum skráðra félaga á Íslandi hefur verið fyrirferðarmikil seinasta hálfu annan áratuginn. Fyrir fjármálahrunið tilnefndu lífeyrissjóðirnir sína fulltrúa í stjórnir félaga og það hélst áfram eftir hrún eða eins og einn viðmælandi orðar það:

Þessir fulltrúar fjárfestanna voru augljóslega það, fulltrúar fjárfestanna. Þeir upplýstu viðkomandi fjárfesti um það sem fór fram innan félagsins þar sem þeir voru stjórnarmenn og og samskiptin fóru fram fyrir milli-göngu viðkomandi stjórnarmanns (viðmælandi 2).

Heitar umræður hafa orðið um þetta og kom glögg fram þegar á forsíður blaðanna birtist frétt um það að formaður eins stærsta lífeyrissjóðsins væri stjórnarmaður í nokkrum skráðum félögum, þar sem hann var sjálfur fjárfestir. Umræðan um val á stjórnarmönnum komst í hámaeli:

Það er ljóst að þessi lífeyrissjóður sérstaklega hefur haft aðra stefnu en hinir lífeyrissjóðirnir þegar kemur að því að tilnefna einstakling til setu í stjórnun fyrir hönd sjóðsins. En þetta olli augljósum vandkvæðum og í dag hafa þeir skil þarna á milli. Stjórnarmenn lífeyrissjóðsins sitja ekki í stjórnun þeirra félaga sem sjóðurinn fjárfestir í (viðmælandi 4).

Skoðanir eru skiptar um með hvaða hætti lífeyrissjóðir eiga að tilnefna í stjórnir félaga sem þeir fjárfesta í eða hvort þeir eigi í raun ekki að gera það. Einn viðmælandi var ákveðinn í því að sjóðirnir þurfi að fylgja stíft eftir fjárfestingum sínum, það væri skylda þeirra:

Væri það ekki óábyrgt af fjárfesti stórrar fjárfestingar að vera ekki virkur? Í því ljósi þarf fjárfestirinn að hafa áhrif á það hver situr í stjórn (viðmælandi 6).

Flestir viðmælandur innan raða stofnanafjárfeSTAR voru þó á því að það þyrfti að stíga varlega til jarðar hvað tengingu milli fjárfestis og stjórnarmanns varðar. Allir töluðu þeir um að kosning til stjórnar á hluthafafundi væri leiðin til að hafa áhrif. Ekki margir fjárfestar hafa vogarafl til þess að tilnefna stjórnarmann. Þeir myndu því þurfa að vinna saman.

Venjulega er það samtali milli stjórnarformanns og fjárfestis í undanfara aðalfunda þar sem í ljós kemur væntanleg breyting á samsetningu stjórnar vegna brotthvarfs stjórnarmanns. Oft hefur stjórnarmaðurinn skoðun á því hvað vantar inn í stjórnina til þess að þetta hana sem teymi og er jafnvel með kandidat á hliðarlínunni (viðmælandi 7).

Viðmælandinn talar um nýlega tilkomnar tilnefningarnefndir sem skýran farveg til að styðjast við í aðdraganda stjórnarkjörs. Á mörgum aðalfundum vorið 2018 urðu tilnefningarnefndir reyndin í valferli við val á stjórnarmönnum. Það voru tveir aðilar sem höfðu þrýst á þetta fyrirkomulag, Eaton Vance og Gildi. Það hefur verið áframhaldandi umræða um hlutverk og starf tilnefningarnefnda. Einn viðmælandi segir:

Ég er fylgjandi tilnefningarnefndum. En það á eftir að finna formið sem best hentar íslenskum aðstæðum þar sem mjög fáir fjárfestar eru verulega stórir og geta klárlega haft mikil áhrif á það hverjir setjast í stjórnir félaga (viðmælandi 5).

#### 4.1.4 Brotthvarf fjárfestis eða hótun þar um

Rannsóknir á þessu sviði tala um „rödd fjárfestis“ og að „kjósa með fótunum“, það er að segja að selja hlut sinn (McCharey o.fl., 2016). Slík dæmi er að finna á Íslandi. Ekki fyrir löngu flaggaði lífeyrissjóður því að hann myndi selja sinn 10% hlut í tryggingarfélagi ef stjórnarhættir breyttust ekki til batnaðar. Þarna voru samskipti notuð til þess að þrýsta á um breytingar. Annar lífeyrissjóður seldi einfaldlega hlut sinn án þess að tilkynna um það fyrirfram eða nýta það sem þrýsting á breytingar. Forstöðumenn þess sjóðs voru spurðir út í það í kjölfarið, hvers vegna sjóðurinn hafi selt og var svarið slakir stjórnarhættir. Viðmælandi frá sjóðnum skýrði frá því að þeir (stjórn sjóðsins) ræddu reglulega fjárfestingar sínar og hvort ætti að bæta í þær, minnka eða selja og það vildu þeir gera án þessa greina frá því og alls ekki fara fram með hótanir.

Nei, við myndum aldrei hóta því að selja. Við myndum einfaldlega selja hlut okkar, en aldrei hóta (viðmælandi 5).

Enn fremur:

Við höfum ekki gagnrýnt félag með opinberum hætti, það er ekki hvernig við störfum. Við myndum frekar selja hlut okkar til þess að standa fast á viðmiðum okkar. En við myndum hafa viðrað áhyggjur okkar við viðkomandi félag (viðmælandi 1).

Annar viðmælandi taldi að formaður stjórnar (fjárfestis) myndi ræða við formann félags og viðra áhyggjur. Almennu voru viðmælandur sammála um það að samskiptin sín á milli (fjárfesta og þeirra sem fjárfest er í, hafi farið batnandi á undanförunum árum og orðið faglegri, meðal annars fyrir meiri formestu í samskiptum. Hluthafastefnan í dag er ítarlegri og skýrari en áður að mati viðmælenda og voru margir sammála um að í raun hafi hún þróast í samvinnu fjárfesta og félaga. Samskiptin eiga sér nánast undantekningarlaust stað milli formanns stjórnar og fjárfesta, stundum forstjóra en aldrei almennra stjórnarmanna. Reglur og viðmið sem skráðu félögin hafa sett sér eru ráðandi hvað varðar form samskipta við fjárfesta.

## 4.2 Efnisgreining

Áhugaverðar niðurstöður koma fram þegar fréttir um félög skráð í NASDAQ OMX Iceland eru skoðaðar. Í ljós kemur að fjöldi fréttar og tillagna virðist hafa verið lágur á árunum fyrir fjármálahrunið 2008. Flestar kom þær fram á árunum eftir 2008 og þá sérstaklega á árunum 2015, 2016 og 2018.

Tafla 1. Fjöldi fréttar og tillagna á ári

	2003	2009	2010	2013	2015	2016	2017	2018	Samtals
Fréttir	3	2	1	1	10	6	2	18	43
Tillögur	3	2	1	1	14	9	2	19	51

Tafla 1 sýnir í fyrri línu fjölda skráðra fréttar í fréttaveitu kauphallar en sú seinni tillögur. Mikilvægt er að hafa í huga að taflan undanskilur árin 2004 til 2008 þegar engar tillögur birtust. Það í sjálfu sér er merkileg niðurstaða. Á þetta var bent í Rannsóknarskýrslu al-

þingis sem kom út 2010. Þar var gagnrýnt að lífeyrissjóðirnir væru ekki nógu virkir fjárfestar (Páll Hreinsson, Tryggvi Gunnarsson og Sigríður Benediktsdóttir, 2010). Þær niðurstöður eru sambærilegar mörgum öðrum rannsóknun, að stjórnarhættir voru ekki í hávegum hafðir fyrir 2008, en athyglin beindist að þeim í kjölfarið (sjá til dæmis grein A. Stachowicz-Stanusch og W. Amann, 2012).

#### 4.2.1 Fagfjárfestar og tillögur

Sá fagfjárfestir sem hefur sent frá sér flestar tillögur til félags sem fjárfest er í er lífeyrissjóðurinn Gildi. Það er á árinu 2015 sem Gildi uppfærir hluthafastefnu sína og hefur eftir það verið mjög virkur fagfjárfestir. Tafla 2 sýnir að Gildi er afgerandi og Eaton Vance Management fylgir á eftir.

**Tafla 2.** Fjárfestar með flestar tillögur.

Fjárfestir	Fjöldi tillagna
Gildi	25
Eaton Vance Management	6
Óþekktir	5
VR	1
Vilhjálmur Bjarnason	1
Íscap ehf	1
EFÍA	1
Brú lífeyrissjóður	1
Afl Fjárfestingarfélag	1
Samtals	43

Nokkrir málaflokkar standa upp úr þegar inntak athugasemda fjárfesta er skoðað og tafla 3 sýnir. Starfskjaramál (stjórnenda og stjórnarmanna) kemur oftast fyrir með endurkaupum hlutafjár þar á eftir og svo tillögur sem varða tilnefningarnefndir. Aðrir þættir koma mun sjaldnar fyrir. Gildi er sá fagfjárfestir sem leggur fram flestar tillögur og fylgir Eaton Vance Management í kjölfarið.

**Tafla 3.** Fjöldi tilkynninga eftir efni

Efni	Fjöldi tilkynninga
Starfskjaramál	18
Endurkaup hlutafjár	14
Tilnefningarnefndir	9
Yfirtökur	2
Kosningar	2
Breytingar á endurskoðendum	1
Stjórnarlaun	1
Samþykktarbreyting	1
Endurmat á eignakaupum	1
Ávöxtun hluthafa	1
Hluthafafundir	1
Samtals	51

Það efni sem mest áberandi er tengt starfskjörum stjórnenda og stjórnarmanna. Sá málaflokkur er enda þannig að stéttarfélög hafa sterkar skoðanir á með hvaða hætti kjör stjórnenda og stjórnarmanna eru ákveðin og eru fjölmiðlar ekki síður áhugasamir (Magnús

Halldórsson, 2018). Til mótmæla hefur komið bæði frá stéttarfélögum og fjárfestum þegar starfskjör eru til umræðu. Endurkaup hlutabréfa er það málefni sem kemur næst oftast fyrir en það hlýtur mun minni umfjöllun mögulega vegna þess að þar ræðir oft um tæknilega útfæslu endurkaupa. Gildi lífeyrissjóður er eini fagfjárfestirinn sem hefur sent frá sér tilkynningar um endurkaup.

## 5 Umræða

Rannsóknin veitir yfirlit yfir það með hvaða hætti íslenskir fagfjárfestar fylgja eftir fjárfestingum sínum þegar kemur að samskiptum við þau félög sem þeir eru hluthafar í. Það hefur ekki verið rannsakað áður með þeim hætti sem þessi rannsókn gerir. Í meginatriðum fara samskipti fagfjárfesta og félaga fram „bakvið tjöldin“, það er að segja ekki með opinberum hætti, rétt eins og rannsóknir erlendis hafa komist að niðurstöðu um (McCharey o.fl., 2016). Samskiptin eiga sér stað á fundum milli forsvarsmanna fagfjárfesta og formanna stjórnanna, en samskiptin eru að þróast í þá átt að vera meira opinber. Niðurstöðurnar varpa ljósi á það að skilningur íslenskra fagfjárfesta á hluthafastefnum sé að þær skýri með hvaða hætti samskipti milli fagfjárfesta og félags skuli vera háttáð. Enn fremur að samskiptin eigi sér stað á fundum þar sem umræðuefnin eru helst tengd hluthafastefnu fagfjárfestis, stefnumarkandi áherslum félags, stjórnarháttum þess og hvernig stjórnarstarfið gangi fyrir sig og hvort samsetning stjórnar sé eins og best verður á kosið. Hluthafastefna tekur enn fremur yfir mögulegar tillögur sem fagfjárfestir kann að leggja fyrir hluthafafund. Umræða um stefnumarkandi áherslur í starfsemi félags eiga sér stað en virðast ekki algengar. Daglegir rekstrarlegir þættir eru sjaldnar til umræðu. Ahugavert framhalds rannsóknarefni væri að kanna afdrif tillagna fjárfesta.

Lífeyrissjóðurinn Gildi er virkastur íslenskra fagfjárfesta opinberlega. Meira en helmingur tillagna sem greindar voru í þessari rannsókn komu frá Gildi. Voru flestar við starfskjarastefnu, endurkaup hlutafjár og tilnefningarnefndir. Það gæti verið líklegt að sumir aðrir fagfjárfestar hafi lagt traust sitt á virkni Gildis. Ef það reynist rétt er það í anda niðurstaðna Huddart (1993) sem komst að þeirri niðurstöðu að flestir minni fjárfestar (og reyndar nokkrir stórir) reiða sig á virkni stærstu fagfjárfestanna. Það þýðir ekki að aðrir fjárfestar séu ekki virkir, þeir eru aðeins ekki eins virkir og Gildi í þessu tilfelli. Samkvæmt niðurstöðum Davis og Kim (2007) eru óháðir fagfagfjárfestar, eins og Gildi, virkari í eftirlitshlutverki sínu sem fjárfestir en þeir sem eru í eignarhaldi banka eða ríkis. Brickley o.fl. (1988) styðja þessa niðurstöðu og skýrir það út þannig að slíkt eignarhald leysi fjárfesta undan afskiptum stjórnenda í móðurfélagi (eða mögulega ráðuneyti). Stefnir sýnir þó að þetta á ekki við í öllum tilfellum þar sem sjóður tilheyrir stórum banka.

Í kjölfar 2008 fjármálahrunsins hafa fjárfestar sett sér hluthafastefnur sem taka til að mynda mið af PRI skilgreiningu Sameinuðu þjóðanna. Þetta ásamt háværingu kröfum um meiri formfestu í samskiptum fjárfesta og félaga sem fjárfest er í, hefur almennt gert hluthafastefnu ítralegri og skýrari. Hún fór að birtast í meira mæli upp úr 2013 og í lok árs 2015 höfðu flestir fjárfestar sett sér slíka stefnu. Fagfjárfestar á Íslandi eru orðnir það stór hluti af mengi fjárfesta, rétt eins og erlendis (Schleifer og Vishny, 1986; Kahn og Winton, 1998), að krafan er að þeir verði virkir í eftirlitshlutverki sínu. Þeir hafa fylgt fordæmi erlendis frá og sett sér hluthafastefnur sem fjalla um mikilvægi langtíma hagsmuni, góðra stjórnarháttanna og mikilvægi tilvistar starfskjarastefnu. Fer saman áhersla á langtíma sjónarmið og aðhald fjárfestis og er þetta í takt við erlendar rannsóknir samanber Bebchuk o.fl. (2014) sem greinir frá því að langtíma sjónarmið skili sér í ríkara aðhaldi fjárfestis.

Erlendir fjárfestar nýta sér þriðja aðila til kosninga á hluthafafundum í meira mæli en gert er á Íslandi. Almennt er sterk áhersla á gagnsæi í hluthafastefnu erlendra fjárfesta. Leiðbeiningarnar frá Bretlandi sem vísað var til horfa mjög til þess að fjárfestar ættu að skýra frá því opinberlega með hvaða hætti þeir hyggjast rækja eftirlitshlutverk sitt og birta niðurstöður með hvaða hætti þeir kjósa á hluthafafundum. Fáir íslenskir fjárfestar birta upplýsingar um það hvernig þeir kjósa. Stefnir fór fyrstur fram með slíkar upplýsingar.

Síðan 2016 hefur Gildi viðhaft slíkt gagnsæi og LSR frá 2017. Lífeyrissjóður verslunarmanna ákvað í desember 2017 að greina frá því hvornig kosið er. Það eru dæmi um smærri fjárfesta sem viðhafa virkt aðhald en eru þó ekki mjög gagnsæir um starfsemi sína (Kristinn Hallgrímsson, 2016). Vissulega má telja það sjónarmið að mestu máli skipti virkt eftirlit fjárfesta, svo í kjölfarið gæti gagnsæið um það orðið meira.

Líklegt er að samskipti íslenskra fjárfesta við þau félög sem þeir fjárfesta í muni halda áfram að þróast og taka mið af reynslu annarra landa. Ný löggjöf í Evrópu mun hafa áhrif á Íslandi. Aukið vægi fagfjárfesta sem stærstu hluthafa flestra skráðra félaga mun enn fremur hafa áhrif. Þróunin á Íslandi hefur verið í átt til aukins umfangs eftirlitshlutverks fagfjárfesta með skýrri hjarðhegðun þannig að minni aðilar hafa oft fylgt þeim stærri. Hugtök eins og ESG eru ekki aðeins að ná fótfestu í starfi fjárfesta sem þurfa að ná góðri ávöxtun en vilja á sama tíma hafa áhrif til góðs, heldur enn fremur meðal almennings sem setur sífellt meiri þrýsting á félög um ábyrga starfsemi.

## Heimildir

- Amann, W. og Stachowicz-Stanusch, A. (2012). Business Ethics Following a Financial Crisis. Í Amann, W. og A. Stachowicz-Stanusch. (ritstj.) *Business integrity in practice: Insights from international case studies*, 193–204. London. Business Expert Press.
- ASÍ. (2009). *ASÍ vill strangar síðareglur um stefnu og starfsemi lífeyrissjóða*. Sótt af <http://www.asi.is/um-asi/utgafa/frettasafn/almennar-frettir/asi-vill-strangar-sidareglur-um-stefnu-og-starfsemi-lifeyrissjoda/>.
- ASÍ. (2013). *Stefna Alþýðusambands Íslands í lífeyrismálum og málefnum lífeyrissjóðanna*. Sótt af [http://www.asi.is/media/3176/Stefna\\_AS\\_\\_l\\_feyrism\\_lum\\_-\\_sam\\_\\_20\\_2\\_2013.pdf](http://www.asi.is/media/3176/Stefna_AS__l_feyrism_lum_-_sam__20_2_2013.pdf).
- Ásdís Kristjánsdóttir. (2013). *Hluthafar Íslands*. Sótt af [https://www.arionbanki.is/library/skrar/Greiningar/Markadspunktur/280513\\_Hluthafar%20%C3%8Dslands.pdf](https://www.arionbanki.is/library/skrar/Greiningar/Markadspunktur/280513_Hluthafar%20%C3%8Dslands.pdf).
- Ásta Dís Óladóttir, Friðrik Árni Friðriksson, Gylfi Magnússon og Valur Þráinsson. (2017). Að þjóna sömu herrum en keppa þó. Sameiginlegt eignarhald á íslenskum hlutabréfamarkaði. *Stjórnmal og stjórnsýsla*, 13(1), 27.
- Bebchuk, L. A., Brav, A. og Jiang, W. (2015). *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*. Sótt af <https://papers.ssrn.com/abstract=2291577>.
- Bell, J. (2014). *Doing Your Research Project: A Guide for First-Time Researchers*. McGraw-Hill Education (UK).
- Bharath, S. T., Jayaraman, S. og Nagar, V. (2013). Exit as Governance: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 68(6), 2515–2547.
- Bourgeault, I., Dingwall, R., og Vries, R. de. (2010). *The SAGE Handbook of Qualitative Methods in Health Research*. SAGE.
- Brickley, J. A., Lease, R. C., og Smith, C. W. (1988). Ownership structure and voting on antitakeover amendments. *Journal of Financial Economics*, 267–291.
- Carlson, M. D. (2009). *Fiduciary Duty*. Sótt af [https://www.law.cornell.edu/wex/fiduciary\\_duty](https://www.law.cornell.edu/wex/fiduciary_duty).
- Company Law, 2 90 § (1995). Sótt af <https://www.althingi.is/lagas/nuna/1995002.html>.
- Company News Nasdaq. (2018) Sótt af <http://www.nasdaqomxnordic.com/news/-companynews>.
- Corporate Governance 2.0. (2015). Sótt af <https://hbr.org/2015/03/corporate-governance-2-0>.
- Davis, G. F., og Kim, E. H. (2007). Business ties and proxy voting by mutual funds. *Journal of Financial Economics*, 85(2), 552–570.
- DiCicco-Bloom, B. og Crabtree, B. F. (2006). The qualitative research interview. *Medical Education*, 40(4), 314–321.
- Directive (EU) 2017/828 - EFTA. (2017). Sótt af <http://www.efta.int/eea-lex/32017L0828>.
- Directive (EU) 2017/828 (2017). Sótt af <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN>.
- Edmans, A. (2009). Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia. *The Journal of Finance*, 64(6), 2481–2513.
- ESG: Sharing stewardship. (2018). *IPE*. Sótt af [www.ipe.com/investment/esg-sharing-stewardship/10022520.fullarticle](http://www.ipe.com/investment/esg-sharing-stewardship/10022520.fullarticle).
- Financial Reporting Council. (2012). *The UK Stewardship Code*. Sótt af <https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code>.
- Fink, L. (2017). *Larry Fink's letter to CEO's*. Sótt af <https://www.blackrock.com/corporate/en-no/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.
- Fichtner, J., Heemskerck, E., og Garcia-Bernado, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, (19), 298–326.
- Fjármálaeftirlitið. (2017a). *Ársreikningabok fjármálaafyrirtækja 2016*. Sótt af <https://www.fme.is/media/utgefid>

- efni/Arsreikningabok-fjarmalafyrirtækja-2016-agust.pdf.
- Fjármálaeftirlitið. (2017b). *Samantekt ársreikninga lífeyrissjóða 2016*. Sótt af <https://www.fme.is/utgefing-efni/legar-upplýsingar/>.
- Fjármálaeftirlitið. (2019). *Verðbréfamarkaðurinn og fjármálastöðugleiki*. Sótt af <https://www.fme.is/media/utgefing-efni/Verdbrefamarkadurinn-og-fjarmalastodugleiki.pdf>.
- Giannetti, M., og Laeven, L. (2009). Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment. *The Review of Financial Studies*, 22(10), 4091–4127.
- Gildi lífeyrissjóður (2015). *Fundargerð ársfundar Gildi lífeyrissjóðs*. Sótt af <https://gildi.is/wp-content/uploads/2017/03/Fundargerð-arsfundar-15.5.2015.pdf>.
- Gilian, S. L., og Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 19.
- Goergen, M., Renneboog, L. og Zhang, C. (2008). *Do UK Institutional Shareholders Monitor Their Investee Firms?* (SSRN Scholarly Paper No. ID 1120204). Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Grossman, S. J., og Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics* 11(1), 42.
- Guidelines, reports and position papers (2018). Sótt af <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/investment-stewardship/voting-guidelines-reports-position-papers>.
- Gunnar Baldvinsson, Áslaug Árnadóttir og Eggert Benedikt Guðmundsson (2018). *Starfshópur um hlutverk lífeyrissjóða í uppbyggingu atvinnulífs*. Sótt af <https://www.stjornarradid.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=cee149c2-0019-11e8-9423-005056bc4d74>.
- Gylfi Magnússon (2007). *Markaður verður til: Saga íslenska hlutabréfamarkaðarins Hagfræðistofnun Háskóla Íslands*. Sótt af <http://www.ioes.hi.is/sites/hhi.hi.is/files/R-series/2007/R0701.pdf>.
- Gylfi Magnússon (2016). Lárétt eignarhald. *Viðbending*, 20, 1–4.
- Hewitt, P. (2011). *The exercise of shareholder rights* (OECD Corporate Governance Working Papers No. 3) (p. 43). Paris: OECD Publishing.
- Hirschman, A. (1970). *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organization and Sates*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hrafn Bragason, Héðinn Eyjólfsson og Guðmundur Heiðar Frimannsson (2012). *Úttekt á fjárfestingarstefnu, ákvarðanatöku og lagalegu umhverfi lífeyrissjóðanna í aðdraganda bankahrunsins 2008*. Sótt af <https://www.lifeyrismal.is/is/frettir/uttekta-a-fjarfestingarstefnu-akvarðanatöku-og-lagalegu-umhverfi-lifeyrissjóðanna-i-aðdraganda-bankahrunsins-2008>.
- Huddart, S. (1993). The Effect of a Large Shareholder on Corporate Value. *Management Science*, 39(11), 1407–1421.
- ICSA The Governance Institute (2017). *What is corporate governance?* Sótt af <https://www.icsa.org.uk/about-us/policy/what-is-corporate-governance>.
- Institutional investors establish the first edition of a Dutch Stewardship Code (2017). Sótt af <https://www.eumedion.nl/en/news/institutional-investors-establish-the-first-edition-of-a-dutch-stewardship-code>.
- Investment Stewardship | BlackRock. (n.d.). Sótt af <https://www.blackrock.com/corporate/en-gb/about-us/investment-stewardship>.
- Isaksson, M., og Celik, S. (2013). *Who cares? Corporate Governance in today's equity markets* Working paper No. 8 (p. 58). Paris: OECD.
- Jón G. Hauksson. (1995). *Að vera eða vera ekki?* Sótt af [http://timarit.is/view\\_page\\_init.jsp?pageId=3176560](http://timarit.is/view_page_init.jsp?pageId=3176560).
- Kahn, C., og Winton, A. (1998). Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention. *The Journal of Finance*, 53(1), 99–129.
- Kristinn Hallgrímsson (2016). *Fundargerð aðalfundar Reita fasteignafélags hf. 2016*. Sótt af <https://www.reitir.is/static/files/Adalfundur/2016-Adalfundur/10fundargerð-adalfundar-reita-2016.pdf>.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., og Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27.
- Lífeyrissjóðir sýni félagslega ábyrgð. (2006). Sótt af <http://www.visir.is/g/2006108080038>.
- Lífeyrissjóður starfsamanna ríkisins. (2017). *Hluthafastefna Lífeyrissjóðs starfsmanna ríkisins*. Sótt af <https://www.lsr.is/media/log-og-samthykkir/Hluthafastefna-februar-2017.pdf>.
- Magnús Halldórsson. (2017). *Markaðir upp, krónan styrkist og erlendir fjárfestar létu sjá sig*. Sótt af <https://kjarninn.is/skyring/2017-03-14-markadir-upp-kronan-styrkist-og-erlendir-fjarfestar-letu-sja-sig/>.
- Magnús Halldórsson. (2018). *Stjórn N1: Okkur er fullljóst að launin eru mjög góð*. Sótt af <https://kjarninn.is/frettir/2018-03-19-stjorn-n1-okkur-er-fullljost-ad-launin-eru-mjog-god/>.
- Már Guðmundsson. (2000). *Íslenska lífeyriskerfið*. Sótt af [http://www.asi.is/media/3184/\\_sl.l\\_feyriskerfi\\_-\\_M\\_r\\_Gu\\_mundss.2000.pdf](http://www.asi.is/media/3184/_sl.l_feyriskerfi_-_M_r_Gu_mundss.2000.pdf).
- McCahery, J. A., Sautner, Z., og Starks, L. T. (2016). Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors. *The Journal of Finance*, 71(6), 2905–2932.
- Morgunblaðið. (2018). *Eaton Vance óskar eftir tilnefningarnefndum*. Sótt af <http://arc.ci.x-cago.net/data/mbl/20180308/pages/01090/articles/MBL-20180308-01090001.pdf>.
- OECD. (2009). *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*. OECD Publishing. Sótt af <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>.



- OECD. (2011). *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance, Corporate Governance* (No. 978-92-64-12875-0) (p. 139). Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance Principles*. Paris: OECD Publishing. Sótt af <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>.
- OECD. (2017). *Responsible business conduct for institutional investors*. Sótt af <https://mneguidelines.oecd.org/RBC-for-Institutional-Investors.pdf>.
- Páll Hreinsson, Tryggvi Gunnarsson og Sigríður Benediktsdóttir. (2010). *Report of the Special Investigation Commission*. Alþingi. Sótt af <https://www.rna.is/eldri-nefndir/addragandi-og-orsakir-falls-islensku-bankanna-2008/skyrsla-nefndarinnar/english/>.
- Ragnhildur Helgadóttir. (2013). Stjórnskipunin og meðferð á fé lífeyrissjóða. *Stjórnsmál og stjórnsýsla*, 9(1), 191–210.
- Schleifer, A., og Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461–488.
- Schwartzkopff, F. (2017). *The \$1 Trillion Guide to Nordic Banking*. Sótt af <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-01/a-1-trillion-asset-management-boom-is-a-guide-to-nordic-banking>.
- SEC. (2010). *Concept Release on the U.S. Proxy System*. Sótt af <https://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-62495.pdf>.
- Seðlabanki Íslands. (2018). *Eignir lífeyrissjóða*. Reykjavík.
- Shleifer, A., og Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Sigurður Jóhannesson. (2017). *Umsvif lífeyrissjóða í íslensku hagkerfi* (No. C17:07). Hagfræðistofnun Háskóla Íslands.
- Sjöstrand, S.E., Berglund, T., Grönberg, L., Kallifatides, M., Poulfelt, F., Pöyry, S. Og Sigurjónsson, T.H. (2016). *Nordic Corporate Governance : An Extensive In-Depth Study of Corporate Governance and Board Practices in 36 Large Companies*. Stockholm School of Economics Institute for Research, 175 p.
- Stefán Árni Pálsson. (2015). *Ný hluthafastefna Gildis-lífeyrissjóðs*. Sótt af <http://www.visir.is/g/2015150129939>.
- Sunna Ósk Logadóttir. (2007). *Horft til mannréttinda og umhverfismála*. Sótt af <https://www.mbl.is/greinasafn/grein/1125409/>.
- Van der Elst, C., og Aslan, G. (2009). *The Economic Consequences of Large Shareholder Activism*. Sótt af [http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL-ECON\\_ET\(2009\)416245](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL-ECON_ET(2009)416245).
- Vanguard's approach to investment stewardship. (2017). Sótt af <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/>.
- Walker, D. (2009). *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*. Sótt af [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm).
- Wong, S. (2015). *Is institutional investor stewardship still elusive?* Sótt af [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2654229](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2654229).
- Þröstur Olaf Sigurjónsson, Thomas Poulsen og Guðrún Erla Jónsdóttir. (2019). *Ownership Strategy: A New Governance Mechanism for Collective Action and Responsible Ownership*. 19th European Academy of Management Conference 2019.

