

# Á tilnefningarnefnd að vera undirnefnd stjórnar eða hluthafa? Skoðanir ólíkra hagaðila.

Hildur Magnúsdóttir, Auður Arna Arnardóttir, og Pröstur Olaf Sigurjónsson<sup>1</sup>.

## Ágrip

Tilnefningarnefndir eru tiltölulega nýjar sem þáttur í stjórnarháttum fyrirtækja á Íslandi, en slík nefnd var fyrst sett á laggirnar árið 2014. Frá þeim tíma hafa slíkar nefndir verið að ryðja sér til rúms á Íslandi en þær eiga sér lengri sögu erlendis. Meirihluti skráðra fyrirtækja á Íslandi hefur í dag stofnað tilnefningarnefndir, en það eru þó skiptar skoðanir um ágæti nefndanna bæði meðal fræðimanna og stjórnenda. Innan Norðurlandanna starfa tilnefningarnefndir ólíkt hvað stjórnarhætti viðkemur, þar sem þær heyra ýmist beint undir hluthafa eða eru skipaðar sem undirnefndir stjórnna. Hér er um að ræða mikilvægan mun eftir því hvor leiðin er farin, því áhrif á meðal annars gagnsæi í starfi nefndanna, valferli vegna nýrra stjórnarmanna og upplýsingagjöf til hluthafa, getur verið ólík eftir því hvor leiðin er valin. Erlendar rannsóknir á starf tilnefningarnefnda sýna að tilvist þeirra getur haft jákvæð áhrif á stjórnarhætti, fyrst og fremst þannig að starf þeirra leiði til skilvirks ferlis við val stjórnarmanna. Íslenskar tilnefningarnefndir hafa enn sem komið er lítið verið rannsakaðar. Þessi rannsókn leitast við að varpa ljósi á skoðanir hagaðila um það hvort tilnefningarnefndir á Íslandi eigi að vera undirnefndir stjórnna eða heyra beint undir hluthafa. Blandaðri rannsóknaraðferð er beitt, annars vegar með viðtölum við hluthafa, stjórnarmenn í skráðum fyrirtækjum og nefndarmenn tilnefningarnefnda. Hins vegar er stuðst við niðurstöður könnunar sem send var til hluthafa, stjórnarmanna og tilnefningarnefndarmanna meðal 300 stærstu fyrirtækja á Íslandi. Niðurstöður sýna að hagaðilar telja að tilnefningarnefndir á Íslandi eiga frekar að heyra undir hluthafa en stjórn og þær eiga að vera kosnar af hluthöfum á hluthafafundum. Niðurstöðurnar gagnast hluthöfum og stjórnnum fyrirtækja þegar kemur að stofnun og ákvörðun um skipulag í starfi tilnefningarnefnda.

## Abstract

Nomination Committees have recently emerged in the context of corporate governance, both in Iceland and other countries; most Icelandic-listed firms have now established them. There are different academic and business world opinions on the committees' rationale, practices, and structure. The committees are operated in different ways within Nordic corporate governance norms, i.e.,

1 Hildur Magnúsdóttir er PhD nemi við Háskóla Íslands. Netfang: him14@hi.is. Auður Arna Arnardóttir er dósent við Háskólann í Reykjavík. Netfang: auduraa@ru.is. Pröstur Olaf Sigurjónsson er prófessor við Viðskiptafræðideild Háskóla Íslands. Netfang: olaf@hi.is.

they are either directly subordinate to shareholders or appointed as board sub-committees. Previous research on nomination committees show that their existence can positively affect corporate governance, and that their work can lead to a better process for appointing directors. The committees have not been examined in Iceland before and this research aims to document original insight into their organization. Interviews were conducted with thirteen individuals who are shareholders, board members of listed companies, or committee members. In addition, a questionnaire was sent to shareholders, board members, nomination committee members of the 300 largest companies in Iceland. The findings show that nomination committees in Iceland should be shareholders' committees instead of board sub-committees. Shareholders should also elect the committee members at shareholders' meetings. The results can benefit shareholders and boards when establishing and organizing nomination committees.

*JEL flokkun: G30; G34*

*Lykilorð: Tilnefningarnefndir; stjórnarhættir; undirnefndir, Ísland, Norðurlönd.*

*Keywords: Nomination Committees; Corporate Governance; Sub-committees, Iceland, Nordic countries.*

## 1 Inngangur

Á árinu 2021 eru starfandi 17 tilnefningarnefndir (e. nomination committees) í þeim 20 fyrirtækjum sem skráð eru á aðallista íslensks hlutabréfamarkaðar. Ákvæði um tilnefningarnefndir var fyrst sett inn í íslenskar leiðbeiningar um stjórnarhætti árið 2009 (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2009). Með leiðbeiningunum eru fyrirtæki hvött til þess að stofna slíkar nefndir en eru þó ekki skyldug til þess, þar sem þau geta valið hvort þau framfylgja leiðbeiningunum eða ekki. Ísland er ekki eina landið sem hefur farið þessa leið en samþæringileg ákvæði um tilnefningarnefndir er að finna í stjórnarháttarleiðbeiningum margra annarra landa (sjá til að mynda Committee on Corporate Governance, 2019; NCGB, 2018; Swedish Corporate Governance Board, 2020).

Tilnefningarnefndir eru tiltölulega nýr þáttur í stjórnarháttum íslenskra fyrirtækja og hafa lítið verið rannsakaðar hérlendis. Þrátt fyrir að ákvæði um tilnefningarnefndir hafi fyrst komið fram í leiðbeiningunum árið 2009, þá var fyrsta nefndin ekki stofnuð fyrir en Sýn hf. stofnaði slíka nefnd árið 2014. Að sögn Páls Harðarsonar, þáverandi forstjóra Iceland Nasdaq (2009), var það þegar bandaríski fjárfestingarsjóðurinn Eaton Vance hóf fjárfestingar á Íslandi og hvatti íslensk fyrirtæki til þess að stofna slíkar nefndir, að meirihluti skráðra fyrirtækja fylgdi í kjölfarið og stofnuðu tilnefningarnefndir. Rök sjóðsins fyrir tilvist tilnefningarnefnda voru fyrst og fremst þau að fagmennska og gagnsæi við val á stjórnarmönnum myndi aukast með tilkomu þeirra.

Tilnefningarnefnd er ráðgjafanefnd sem tilnefnir stjórnarmenn til stjórnarsetu sem eru í kjölfarið kosnir af hluthöfum á hluthafafundi félags. Nefndirnar eiga að hafa það hlutverk að búa til faglegan farveg fyrir framboð til stjórnar fyrirtækis og að leggja mat á hæfni, burði og getu einstaka frambjóðenda til að starfa sem stjórnarmenn og sjá til þess að stjórn sem hópur búi yfir nægilegri breidd til að geta sinnt stefnumarkandi og eftirlitshlutverki stjórnar (Viðskiptaráð Íslands, 2021b). Hugmyndafræðin á bakvið tilnefningarnefndir verður til fyrir ákall um að bæta ferlið við val á stjórnarmönnum (Carlsson, 2007). Áður var ferlið við myndun stjórnar almennt talið óformlegt og ógagnsætt og hvíldi að mestu leyti á herðum forstjóra, stjórnarformanns (Carson, 2002; Sjöstrand o.fl., 2016) eða stærsta hluthafa (Carlsson, 2007). Tilkoma tilnefningarnefnda er talin stuðla annars vegar að faglegra ferli við val á stjórnarmönnum í gegnum rækilega greiningu á færni stjórnarmanna og hins vegar valferlið sjálft (Ruigrok o.fl., 2006).

Til langs tíma hafa tvær tegundir undirnefnda stjórna tíðkast og verið hluti af stjórnar-

háttum fyrirtækja, en það eru endurskoðunarnefnd (e. audit committee) og starfskjara-nefnd (e. remuneration committee). Tilnefningarnefnd (e. nomination committee) hefur fylgt í kjölfarið og er yngst hefðbundinna nefnda og er því ekki eins mikið rannsókuð innan stjórnarháttanna og hinar tvær (Huse, 2007; Kaczmarek og Nyuur, 2016). Enn fremur er talsverður breytileiki milli landa hvernig til tilnefningarnefnda er stofnað og hvar nefndin er staðsett í stjórnskipulagi fyrirtækja. Horft til Norðurlandanna, sem oft fylgjast að hvað stjórnarhætti fyrirtækja varðar (Sjöstrand et al, 2016), er að finna breytileika hér. Tafla 1 varpar ljósi á þennan breytileika milli Norðurlandanna. Í Danmörku er tilnefningarnefnd undirnefnd stjórnar (Committees on Corporate Governance, 2019) en í Noregi og Svíþjóð er um hluthafanefnd að ræða (NCGB, 2018; Swedish Corporate Governance Board, 2020). Í Finnlandi getur verið um bæði að ræða en nefndin er þó kennd við hluthafa (Securities Market Association, 2020). Á Íslandi tíðkast bæði form en ávallt er lokaorð í höndum hluthafa á hluthafafundum. Íslensku leiðbeiningarnar um stjórnarhætti kveða ekki upp úr með þetta. Í upplýsingariti um tilnefningarnefndir, sem var gefið út samhliða nýjum leiðbeiningum um stjórnarhætti árið 2021, kemur fram að nefndirnar geti bæði heyrt undir hluthafa eða stjórn (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021b). Þegar íslensk tilnefningarnefnd er stofnuð er þannig ólíkt hvort um ræðir undirnefnd stjórnar eða hluthafanefnd. Skiptar skoðanir ríkja meðal haghafa hvor leiðin er farsælli (Friðrik Friðriksson, 2019; Þorsteinn Friðrik Halldórsson, 2019). Fleiri tengdir þættir eru ólíkir milli landanna eins og hvort meðlimir tilnefningarnefnda megi vera stjórnarmenn eða þeir þurfi að vera óháðir stjórn fyrirtækis. Enn fremur að hvort það leyfist að stjórnarmaður sitji í tilnefningarnefnd og hvort stjórnarmenn geti myndað meirihluta tilnefningarnefndar eða ekki.

Álitamálin eru því nokkur en í þessari rannsókn verður leitast við að fá fram viðhorf hagaðila til þess hvaða form sé skynsamlegt þegar kemur að því að ákveða hvort tilnefningarnefnd eigi að heyra undir hluthafa eða vera undirnefnd stjórnar. Rýnt verður í kosti og galla sem hagaðilar sjá við hvort formið og enn fremur aðra tengda þætti sem snúa að starfi tilnefningarnefnda, eins og skipan nefndarmanna. Hingað til hefur þetta ekki verið rannsakað fyrir íslenskar aðstæður. Á sama tíma er þróun á formi tilnefningarnefnda á Íslandi í mikilli gerjun, eins og kemur fram í upplýsingariti Viðskiptaráðs Íslands o.fl. (2021b). Rannsóknarspurningin sem þessi rannsókn svarar er: „Hver eru viðhorf og rök ólíkra haghafa til þess hvort tilnefningarnefnd eigi að vera undirnefnd stjórnar eða hluthafa?“.

Greinin er skipulögð þannig að fyrst er fræðilegt yfirlit þar sem gerður er samanburður á því hvernig skipulagi tilnefningarnefnda er háttað innan stjórnarháttaleiðbeininga á Íslandi og á hinum Norðurlöndunum. Því næst er aðferðafræði rannsóknarinnar kynnt og þá niðurstöður settar fram. Að endingu eru umræður og lokaorð.

## 2 Fræðileg umfjöllun

### 2.1 Stjórnarhættir og stjórnarháttalíkön

#### 2.1.1 Stjórnarhættir

Samkvæmt OECD (2015) er hlutverk stjórnarháttanna fyrirtækja að styðja við starfsemi sem einkennist af gagnsæi, áreiðanleika, trausti sem hvetur til fjárfestinga, heiðarlegra viðskiptahátta og fjárhagslegs stöðugleika. Stjórnarhættir eiga þannig að veita fyrirtækjum skipulag og ferla til að starfa eftir skýrri stefnu og að eftirlit sé haft með starfseminni (OECD, 2015). Þetta er þó ekki eina skilgreiningin sem finnst á hlutverk stjórnarháttanna. Cadbury (2000) skilgreinir stjórnarhætti sem kerfi sem fyrirtækjum er stýrt og stjórnað eftir, á meðan Huse (2007) skilgreinir þá sem samskipti milli ólíkra aðila sem hafa völd innan fyrirtækis eða hagaðila. Þessir ólíku hagaðilar eru samkvæmt Huse (2007) stjórnarmenn og ýmsir ytri og innri aðilar sem stýra fyrirtæki. Innri aðilar eru þeir sem taka ákvarðanir eða stýra aðgerðum, t.d. stjórnendur og starfsmenn. Ytri aðilar eru hagaðilar eða þeir sem leitast við að stjórna ákvörðunum eða hafa áhrif á eigendur fyrirtækja. Stjórnarmenn eru

skilgreindir sem sér hópur en ekki er samstaða um hvort þeir eigi að flokkast sem innri eða ytri aðilar (Huse, 2007). Það er í samræmi við skilgreiningu OECD (2015) um að stjórnarhættir fyrirtækja feli í sér samskipti milli hluthafa fyrirtækis, stjórnar, stjórnenda og annarra hagaðila. Stjórnarhættir samkvæmt öðrum skilgreiningum einblína á að finna lausn og í einhverjum tilfellum sérsniðna lausn fyrir hvert fyrirtæki (Thomsen og Conyon, 2019). Þannig geta stjórnarhættir verið sérsniðnir að aðstæðum fyrirtækja (Sjöstrand o.fl., 2016). Stjórnarhættir eru skipulag sem er sett til að tryggja að fyrirtæki séu rekin í þágu hluthafa. Hvernig þetta skipulag er sett upp fyrir ólík fyrirtæki er vísað til sem stjórnarháttalíkan (e. corporate governance model) (Lekvall, 2014).

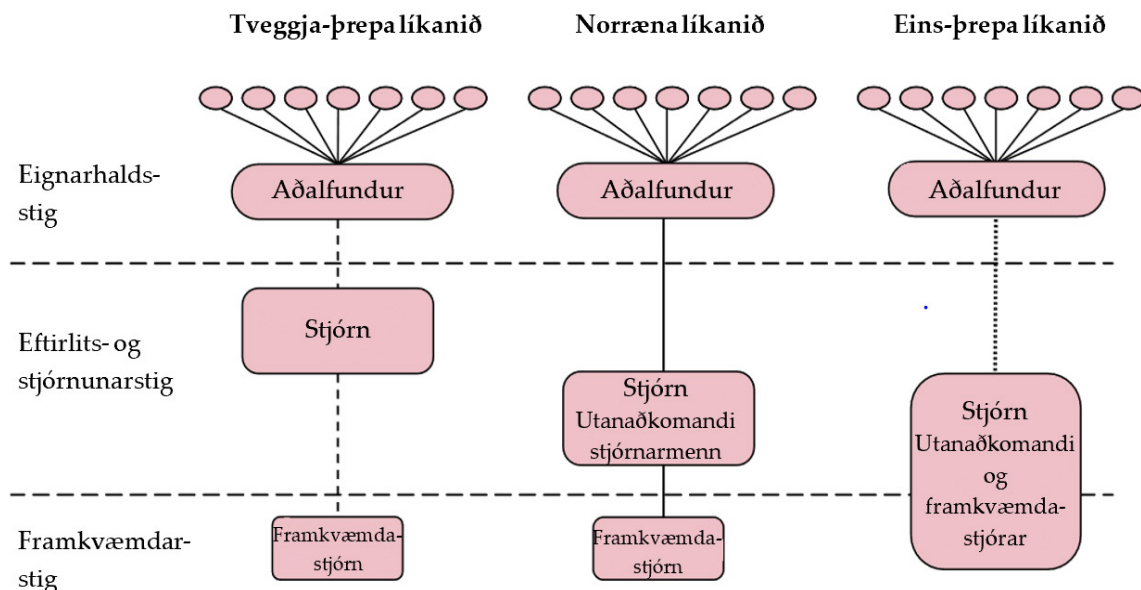
### 2.1.2 Stjórnarháttalíkon

Samkvæmt OECD (2015) ættu ólík líkön stjórnarháttá að vera leyfð. Meginreglur um stjórnarhætti sem eru gefnar út af OECD veita sveigjanleg en sterk viðmið til þess. Þeir sem nýta viðmiðin geta valið hvaða stjórnarháttalíkan þeir styðjast við. Þar kemur enn fremur fram að það sé ekkert eitt líkan stjórnarháttá rétt og að leiðbeiningar og reglur um stjórnarhætti eigi að aðlaga að þeim veruleika sem þær búa við (OECD, 2015). Stjórnarháttalíkon hafa í meginatriðum verið skilgreind sem eins-þrepa (e. one-tier) og tveggja-þrepa (e. two-tier) kerfi en þau eru oft nefnd stjórnarkerfi (e. board system) (Thomsen og Conyon, 2019; Huse, 2007; Lekvall, 2014; Sjöstrand o.fl., 2016). Lekvall (2014) hefur skilgreint þriðja líkanið sem hann kallar norræna líkanið (e. Nordic model).

Þessi þrjú líkön má sjá á mynd 1. Eins-þrepa líkanið er stuðst við í Norður-Ameríku (Lekvall, 2014; Thomsen og Conyon, 2019), Bretlandi, Kína, og Japan (Thomsen og Conyon, 2019), á meðan tveggja-þrepa líkanið í Þýskalandi, Danmörku, Noregi og Svíþjóð (Thomsen og Conyon, 2019). Norræna líkanið er samkvæmt Lekvall (2014) notað á Norðurlöndunum en það eru líkindi með því og tveggja-þrepa líkaninu. Í sumum löndum geta fyrirtæki valið hvort líkanið þau styðjast við, eins og t.d. í Danmörku (Thomsen og Conyon, 2019) og Frakklandi (Millet-Reyes og Zhao, 2010; Thomsen og Conyon, 2019). Flest fyrirtæki í Danmörku hafa valið tveggja-þrepa líkanið á meðan eins-þrepa líkanið er algengara í Frakklandi (Thomsen og Conyon, 2019). Löggjöf hvers lands getur þó haft áhrif hér. Það er samræmi á milli líkananna að því leyti að þau eru öll með aðalfund (hluthafafund) efst í stjórnskipulagi sínu sem jafnframt kýs stjórn (Lekvall, 2014; Thomsen og Conyon, 2019). Líkönin eru þó að mörgu leyti ólík og verður nánar greint frá því hér að neðan.

### Mynd 1. Mismunandi stjórnarháttalíkon

Heimild: Lekvall, 2014



Innan eins-þrepa líkansins er stjórn kosin af hluthöfum (Lekvall, 2014; Thomsen og Conyon, 2019). Stjórnin ræður stjórnendur, sem eru annaðhvort valdir úr hópi stjórnarmanna eða utan stjórnar (Thomsen og Conyon, 2019). Það er aðeins ein stjórn innan eins-þrepa líkansins og inniheldur hún bæði aðila úr framkvæmdastjórn (e. executive directors) og utanaðkomandi stjórnarmenn (e. non-executive directors). Stjórnarformaður (e. chair) og forstjóri (e. CEO) er oft sami einstaklingurinn (Lekvall, 2014). Thomsen og Conyon (2019) greina frá því að flestir stjórnarmenn í Norður-Ameríku og Evrópu séu utanaðkomandi. Flestir utanaðkomandi stjórnarmenn eru óháðir fyrirtæki og eru oft í hlutastarfi (e. part-time) sem stjórnarmenn, það er þeir starfa ekki hjá fyrirtækinu nema þegar þeir mæta á stjórnarfundum og aðra fundi tengda stjórnarsetunni (Thomsen og Conyon, 2019). Aðalfundur innan eins-þrepa líkansins getur haft meiri völd en innan tveggja-þrepa líkansins vegna þess að sá fyrirnefndi getur haft meiri völd yfir stjórninni. Þessi völd geta verið villandi þar sem eignarhald er oft dreift, til að mynda geta verið margir fagfjárfestar og/eða engir meirihluta eigendur í þeim löndum sem notast við eins-þrepa líkanið. Í þeim tilfellum kann að vera erfitt að finna hluthafa sem eru tilbúnir til þess að nýta vald sitt á áhrifaríkan hátt (Lekvall, 2014).

Tveggja-þrepa líkanið er við líði í þeim löndum þar sem lög kveða á um að fyrirtæki skulu hafa tvö stjórnunarstig (Thomsen og Conyon, 2019). Innan þessa líkans er stjórn (e. supervisory board) kosin af hluthöfum en hún á að hafa eftirlit og yfirumsjón með framkvæmdastjórn (e. management board) (Lekvall, 2014; Thomsen og Conyon, 2019). Stjórn er eftirlitsaðili og er aðskilin framkvæmdastjórn, sem hefur nánast allt framkvæmdavald (Lekvall, 2014). Stjórnarmenn sitja ekki í framkvæmdastjórn. Í sumum tilvikum getur minnihluti stjórnar verið skipaður aðilum úr framkvæmdastjórn (Thomsen og Conyon, 2019). Samkvæmt Lekvall (2014) er þó ekki hægt að sitja í báðum stjórnnum samtímis. Völd stjórnar eru því takmörkuð þegar þessu líkani er beitt, en stjórn getur alltaf sagt upp framkvæmdastjóra og ráðið nýjan, ef ástæður eru til. Stjórnin hefur vald til þess að hafna tillögum framkvæmdastjórnar en í þeim tilfellum geta stjórnendur leitað til hluthafafundar sem tekur endanlega ákvörðun. Hluthafar hafa samt sem áður takmarkað vald innan þessa líkans til þess hafa áhrif á stjórnun fyrirtækis (Lekvall, 2014). Í tveggja-þrepa líkaninu er það ekki hlutverk stjórnar að stýra fyrirtæki heldur er það í verkahring framkvæmdastjórnar. Stjórn hefur ávallt það hlutverk að samþykkja allar meiriháttar ákvarðanir (Thomsen og Conyon, 2019).

Samkvæmt Lekvall (2014) er norræna líkanið nátengt tveggja-þrepa líkaninu og er oft flokkað sem slíkt (Thomsen og Conyon, 2019). Líkanið sem notað er í Svíþjóð hefur oft verið lýst sem líkani þar sem skipting á ábyrgð og hlutverkum milli mismunandi stiga er skýr og það aðgreini líkanið frá öðrum (Carlsson, 2007). Samkvæmt Lekvall (2014) er norræna líkanið frábrugðið eins- og tveggja-þrepa líkönunum á þrjá vegu og er það rakið hér að neðan. Í fyrsta lagi telur Lekvall (2014) að þrátt fyrir að hluthafar kjósi stjórn á aðalfundi innan allra líkananna þá séu það atkvæði meirihlutans sem hafa endanlegt vald innan norræna líkansins. Stigveldið er skýrt, stjórnin heyrir undir hluthafafund og framkvæmdastjórn heyrir undir stjórn. Samkvæmt Lekvall (2014) er skýr stjórnarlína (e. chain of command) innan norræna líkansins (eins og sýnt er með óbrotinni línu á mynd 1) milli þrepanna, sem tákna strangari stigveldisskipan en í öðrum líkönum. Annar þátturinn samkvæmt Lekvall (2014) er að hluthafarnir skipa stjórnina, sem er ábyrg gagnvart hluthöfum og er veitt umboð til þess að stjórna fyrirtækinu. Aftur á móti geta hluthafar vikið stjórnarmönnum frá hvenær sem er á kjörtímabilinu, án ástæðu, en það getur tryggt að stjórnarmenn víki fyrir meirihluta eigendum eða meirihluta aðalfundar (Lekvall, 2014). Íslensk löggjöf kveður á um að hluthafafundur geti hvenær sem er vikið frá stjórnarmönnum og kosið nýja stjórn (Lög um hlutafélög, nr. 2/1995). Í þriðja lagi felst munurinn á milli norræna líkansins og annarra líkana samkvæmt Lekvall (2014) í því að það er greinileg aðgreining á milli framkvæmdastjórnar og stjórnar. Stjórnin getur ráðið og sagt upp stjórnendum hvenær sem er. Innan tveggja-þrepa líkansins er punktalína milli mismunandi

Þrepa en innan norræna líkansins er óbrotin lína. Lekvall (2014) fullyrðir að þessi óbrotna lína sýni að það sé strangt stigveldi á milli þrepa. Punktalínan í öðrum líkönum sýni á sama tíma að það er takmarkað stjórnunarvald á milli þrepa. Ráðandi hluthöfum innan norræna líkansins eru veittar víðtækar heimildir til þess að sjá til þess að fyrirtæki sé stýrt eins og hentar. Hluthafar hafa vald bæði yfir stjórn og framkvæmdastjórn á meðan hluthafar innan tveggja-þrepa líkansins eru með takmarkaðar valdheimildir yfir stjórnendum (Lekvall, 2014).

Norðurlöndin eru samt sem áður talin vera með mismunandi afbrigði af norræna líkaninu (Lekvall, 2014). Sjöstrand o.fl. (2016) hafa þó komist að þeirri niðurstöðu að líkindin á milli landanna vegi þyngra en það sem er ólíkt. Á Norðurlöndunum er regluverkið líkt, bæði það sem kallast mjúk og hörð löggjöf. Enn fremur hafa hluthafar á Norðurlöndum sambærilegt ákvörðunarvald og dreifing valds er svipuð. Munurinn er talinn minniháttar en þar sem hann birist snýr hann að mestu að lögum og reglum landanna. Til dæmis hefur það áhrif á hvernig stjórn er skipuð og samsett og ef þrepið fyrir neðan stjórnina á að vera með framkvæmdastjórn eða einn framkvæmdastjóra. Samkvæmt Sjöstrand o.fl. (2016) veitir norræna líkanið fyrirtækjum sveigjanleika til þess að búa til sínar eigin lausnir. Stjórnarhættir geta þannig verið sérsniðnir til að henta hverju fyrirtæki. Þessi sveigjanleiki er talinn einn helsti styrkleiki norræna líkansins þar sem fyrirtæki þurfa ekki að framfylgja stöðluðum lausnum sem þurfa að taka mið af ólíku eignarhaldi og félagsformi. Sjöstrand o.fl. (2016) telja að þetta geri kerfinu kleift að þróast og aðlagast með eðlilegum hætti.

## 2.2 Tilnefningarnefndir

Leiðbeiningar um stjórnarhætti (e. corporate governance codes) fara gjarnan fram á eða leggja til að stór fyrirtæki stofni undirnefndir stjórna (Huse, 2007). Að skipa undirnefnd getur beint athygli að sérstökum þáttum starfseminnar, sem kann að vera ein leið til þess gera starf stjórnar markvisst. Undirnefndir eru venjulega skipaðar stjórnarmönnum en ekki stjórnendum eða öðrum starfsmönnum. Það teldist ekki til góðra stjórnarháttanna að stjórnendur eða starfsmenn geti til að mynda haft áhrif á eigin kjör í gegnum starfskjara-nefndir eða hvernig eftirliti með þeim er hátað (Thomsen og Conyon, 2019). Undirnefndir eru taldar geta aukið virði fyrirtækja, sér í lagi þeirra sem hafa fjölmennari stjórnir og þar sem óháðir stjórnendur eru í meirihluta. Í minni stjórnnum og þegar innherjar eru ráðandi innan stjórna er talið að undirnefndir geri ekki eins mikið gagn (Reeb og Upadhyay, 2010). Þrjár nefndir eru algengastar, en það eru endurskoðunarnefnd, starfskjara-nefnd og tilnefningarnefnd (Huse, 2007).

Þessar þrjár tegundir nefnda hafa verið rannsakaðar á síðustu árum en tilnefningarnefnd þó lang minnst (Huse, 2007; Kaczmarek og Nyuur, 2016; Ruigrok o.fl., 2006). Tilnefningarnefnd er yngst þessara þriggja nefnda en samkvæmt Huse (2007) hefur hún verið umdeild innan stjórnarháttanna. Þrátt fyrir það er í leiðbeiningum um stjórnarhætti mælt með því að fyrirtæki stofni slíka nefnd (Huse, 2007) eins og sjá má í leiðbeiningum um stjórnarhætti á Norðurlöndunum (t.d., Committee on Corporate Governance, 2019; Securities Market Association, 2020; Swedish Corporate Governance Board, 2020). Íslensku leiðbeiningarnar um stjórnarhætti eru þar engin undantekning (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021a) og hafa tilnefningarnefndir verið hluti af leiðbeiningunum frá því árið 2009 (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2009).

### 2.2.1 Stofnun tilnefningarnefnda

Það er skýr valdalína innan stjórnarháttanna sem nær yfir þrjár stoðir stjórnskipulags fyrirtækis. Þær þrjár eru aðalfundur, stjórn og framkvæmdastjórn, eins og er skilgreint í tveggja-þrepa og norræna líkaninu. Ýmsar nefndir eru tengdar mismunandi stoðum stjórnskipulagsins en tilnefningarnefndir, sem einbeita sér að vali á stjórnarmönnum og samsetningu stjórnar, eru sagðar ein mikilvægasta nefndin innan ferla stjórnarháttanna á Norðurlöndunum

(Sjöstrand o.fl., 2016). Tilnefningarnefndir komu til síðar en endurskoðunar- og starfskjararnefndir og eru þar af leiðandi ekki eins þroskaðar (Carson, 2002) og hafa verið minna rannsakaðar (Kaczmarek o.fl., 2012).

Leiðbeiningar um stjórnarhætti hvetja fyrirtæki til þess að stofna tilnefningarnefndir til þess að tryggja faglegt ferli við leit og val á stjórnarmönnum (Carlsson, 2007). Það eru þó engar lagalegar kröfur á fyrirtæki að stofna slíkar nefndir (Sjöstrand o.fl., 2016). Áður en tilnefningarnefndir komu fram hafði ferlið við myndun stjórna í för með sér að hluthafar báru ábyrgð á því að tilnefna og kjósa stjórn (Carlsson, 2007). Forstjóri eða stjórnarformaður gegndu oft lykilhlutverki við val á nýjum stjórnarmönnum (Carson, 2002; Sjöstrand o.fl., 2016). Það að hluthafar tilnefni stjórnarmenn getur samkvæmt Thomsen og Conyon (2019) haft áhrif á gæði stjórna ef hluthafar hafa ekki nægar upplýsingar eða nauðsynlega þekkingu sem þarf til þess að skipa hæfa stjórnarmenn (Thomsen og Conyon, 2019). Áður en tilnefningarnefndir komu til var ferlið í Svíþjóð þannig að leiðandi eigandi og stjórnarformaður söfnuðu saman stærstu hluthöfum sem höfðu samanlagt meirihluta atkvæðisréttar, til að ræða endurnýjun stjórnar. Ferlið hófst yfirleitt með samtölum þremur til sex mánuðum fyrir aðalfund og þeir frambjóðendur sem hluthafar voru sammála um voru að því loknu tilnefndir á aðalfundi (Carlsson, 2007). Þegar tilnefningarnefndir eru ekki til staðar í íslenskum fyrirtækjum er það oft í verkahring stjórnarformanns að finna stjórnarmenn en stærsti hluthafinn kemur gjarnan að ferlinu, sem oft gerist óformlega (Sjöstrand o.fl., 2016). En hluthafar kjósa á aðalfundi um samsetningu næstu stjórnar (Viðskiptaráð o.fl., 2021).

Hluthafar skipa stjórnarmenn á aðalfundi og það er á ábyrgð hluthafa að ákveða hvernig ferlinu er háttað, það er þeir geta stofnað tilnefningarnefnd til að sjá um ferlið. Reglur um skipan tilnefningarnefnda eru yfirleitt mótaðar af leiðbeiningum um stjórnarhætti þar sem ekki eru til staðar lagalegar kröfur um þær (Sjöstrand o.fl., 2016). Ef ákveðið er að stofna tilnefningarnefnd getur ferlið við val nýrra stjórnarmanna verið ákvarðað af samsetningu hluthafahópsins (Carson, 2002; Ruigrok o.fl., 2016; Sjöstrand o.fl., 2016). Það getur til að mynda haft mikil áhrif á val nýrra stjórnarmanna ef það er einn mjög stór hluthafi innan hluthafahópsins. Þar er ólíklegra að fyrirtæki með einn stóran hluthafa stofni tilnefningarnefnd (Ruigrok o.fl., 2006).

Tilnefningarnefndir gegna mikilvægu hlutverki innan stjórnarháttá þegar ekki eru til staðar ráðandi hluthafar og eignarhaldið er dreifðara (Sjöstrand o.fl., 2016). Stór fyrirtæki eru líklegri til þess að stofna tilnefningarnefndir (Carson, 2002; Ruigrok o.fl., 2006). Ef fyrirtæki er með ráðandi eða einn stóran hluthafa (e. main shareholder) getur það dregið úr mikilvægi þess að stofna tilnefningarnefnd þar sem samsetning stjórnar er oft ákvörðuð af ráðandi hluthafa (Sjöstrand o.fl., 2016). Ef fyrirtæki er með tvo eða fleiri stóra hluthafa (e. significant shareholder), verður umræðan um samsetningu stjórnar oft óformleg og fer ekki fram á fundum með tilnefningarnefnd. Í þessum tilvikum er hlutverk tilnefningarnefnda að staðfesta og formlega fara yfir tillögur hluthafa. Í þessum tilvikum hafa nefndirnar takmörkuð áhrif á útkomuna og eru oft og tíðum aðeins stofnaðar til þess að uppfylla kröfur sem settar eru í leiðbeiningum um stjórnarhætti (Sjöstrand o.fl., 2016). Það getur haft áhrif hvort fyrirtæki eru með óháða og utanaðkomandi stjórnarmenn, en fyrirtæki sem eru með marga óháða stjórnarmenn eru líklegri til þess að starfrækja tilnefningarnefndir (Ruigrok o.fl., 2006).

Að stofna sérstaka tilnefningarnefnd getur haft ákveðna kosti í för með sér við tilnefningar stjórnarmanna. Þar má helst nefna að nefndin einbeitir sér að því að meta mögulega frambjóðendur þar sem önnur stjórnarmál eru ekki að hafa truflandi áhrif, eins og til dæmis mál sem rædd eru á stjórnarfundum (Hutchinson o.fl., 2015). Carson (2002) komst að því að sum fyrirtæki telja að tilnefningarnefndir hafi takmarkað gildi ef skilningurinn er sá að nefndirnar aðeins einblíni á að velja nýja stjórnarmenn en meti ekki frammistöðu stjórnar. Leiðbeiningar um stjórnarhætti á Norðurlöndunum eru með leiðbeiningar fyrir

starf tilnefningarnefnda. Þær fela ekki í sér lagalegar kröfur heldur er í þeim svokölluð „fylgið eða skýrið“ (e. comply or explain) regla. Það þýðir að fyrirtæki geti ákveðið að fylgja leiðbeiningunum eða skýra út hvernig vikið er frá þeim (Committee on Corporate Governance, 2019; Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021a; NCGB, 2018; Swedish Corporate Governance Board, 2020). Fyrirtæki geta því innleitt leiðbeiningarnar að fullu eða ákveðið að víkja frá þeim að einhverju leyti. Stjórn skal þó gera ítarlega grein fyrir öllum frávikum og að hvaða leyti leiðbeiningunum er ekki fylgt (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021a). Í uppfærðum leiðbeiningum Viðskiptaráðs frá 2021, er ítrekað að tilnefningarnefnd geti heyrt annaðhvort undir stjórn eða hluthafa, en að hluthafar skuli skipa nefndina og ákveði hvernig nefndin skuli skipuð. Jafnframt er kveðið á um í upplýsingariti um tilnefningarnefndir að misjafnt sé hvort nefndirnar sem þegar hafa verið stofnaðar hér á landi heyri undir stjórn eða hluthafa. Meirihluti nefndanna séu þó hluthafanefndir en tvær nefndir eru aðeins skipaðar stjórnarmönnum og eru þá jafnframt undirnefnd stjórnar (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021b).

### 2.2.2 Skipulag tilnefningarnefnda

Tilnefningarnefndir gegna mikilvægu hlutverki og samkvæmt Zhang (2008) er óhæði þeirra mikilvægt. Samkvæmt bandarískum rannsóknum á tilnefningarnefndum getur tilkoma nefndanna dregið úr þeim áhrifum sem forstjórar hafa á valferli stjórnarmanna. Shivdasani og Yermack (1999) telja þó að það að hafa tilnefningarnefnd færi aðeins vandamálið til, það er að forstjóri reyni að hafa áhrif á tilnefningarnefnd í stað stjórnar. Það er misjafnt á milli landa og stjórnskipulags hvernig tilnefningarnefndir eru stofnaðar og hverja hún starfar fyrir, fyrir hluthafa eða sem undirnefnd stjórnar. Í Svíþjóð er það á ábyrgð aðalfundar að skipa tilnefningarnefnd. Nefndin heyrir undir og er ábyrg gagnvart aðalfundi og er hún eingöngu skipuð fulltrúum eigenda (Carlsson, 2007). Tilnefningarnefndir ásamt endurskoðunar- og starfskjaranefndunum eru í ýmsum rannsóknum sagðar vera undirnefndir stjórnar (Appiah og Chizema, 2015; Carson, 2002; Kaczmarek o.fl., 2012; Ruigrok o.fl., 2006). Lekvall (2014) heldur því þó fram að undirnefndir stjórna á Norðurlöndum eigi aðeins að vera skipaðar stjórnarmönnum og stjórnin í heild beri ábyrgð á starfsemi þeirra.

Niðurstöður rannsóknar á skráðum félögum í Norður-Ameríku, þar sem eins-þrepa líkanið er notað, sýna að tilnefningarnefndir eru að fullu óháðar ef „gráir“ stjórnarmenn (e. grey directors), forstjórinn og undirmenn þeirra eiga ekki sæti í nefndinni og taka ekki þátt í tilnefningarferlinu. Óhæði nefndarinnar er mikilvægt þar sem eftirlit með stjórninni er betra ef bæði nefndin og stjórnin eru óháð (Guo og Masulis, 2015). Óháð tilnefningarnefnd getur betur ákvarðað samsetningu þeirra sem eru líklegir til þess að vera skipaðir í stjórnina (Eminet og Guedri, 2010).

Ruigrok o.fl. (2006) komust að því við rannsókn á skráðum fyrirtækjum í Sviss að tilnefningarnefndir eru oft nefndir utan stjórnar (e. „off-board“ committee). Þrátt fyrir það telja þeir að nefndirnar séu tæknilega undirnefnd stjórnar þar sem ákvarðanir þeirra þurfa að vera staðfestar af stjórn. Hún sé þannig ekki sjálfstæð nefnd sem heyri beint undir hluthafa á aðalfundi. Í Svíþjóð hafa samtökin Small Shareholders Association verið á móti því að fylgja engilsaksneskri aðferð um að tilnefningarnefnd heyri undir stjórn. Carlsson (2007) staðhæfir að þannig skipulag brjóti í bága við meginreglur um stjórnarhætti fyrirtækja. Hann segir að þörf sé á því að nefndin sé yfir stjórn í stjórnskipulagi (Carlsson, 2007). Aðrar rannsóknir í Svíþjóð sýna að tilnefningarnefndir geta gert minni hluthöfum kleift að koma sínum sjónarmiðum á framfæri en nefndunum er ætla að vera vettvangur fyrir hluthafa til að beita samstöðureglu (e. consensus principle). Tilnefningarnefnd er kosin á aðalfundum en með því geta minni hluthafar haft áhrif á niðurstöðurnar. Stórir hluthafar ná þó yfirleitt yfirburðarstöðu í nefndinni sýna sumar rannsóknir (Poulsen o.fl., 2010).



**Tafla 1.** Skipulag tilnefningarnefnda á Norðurlöndum

	Ísland	Danmörk	Finnland	Noregur	Svíþjóð
<i>Hluthafanefnd eða undirnefnd stjórnar</i>	Hluthafar ákveði	Undirnefnd stjórnar	Annaðhvort hluthafanefnd eða undirnefnd stjórnar	Hluthafanefnd	Hluthafanefnd
<i>Fjöldi tilnefningar-nefndarmanna</i>	Að lágmarki þrjú nefndarmenn eða tveir ef báðir eru óháðir	Fjöldi nefndarmanna kemur ekki fram í leiðbeiningum	Að lágmarki þrjú nefndarmenn ef nefndin heyrir undir stjórn, engin fyrirmæli um fjölda ef nefndin heyrir undir hluthafa	Fjöldi nefndarmanna kemur ekki fram í leiðbeiningum	Að lágmarki þrjú nefndarmenn
<i>Stjórnarmenn í tilnefningar-nefnd</i>	Stjórnarmenn geta átt sæti í nefndinni ef þeir eru ekki meirihluti nefndarmanna	Stjórnarmenn geta átt sæti í tilnefningar-nefnd	Valkvætt	Aðeins einn stjórnarmaður má sitja í nefndinni á hverjum tíma og aðeins ef hann er ekki í endurkjöri til stjórnar	Stjórnarmenn geta átt sæti í nefndinni ef þeir eru ekki meirihluti nefndarmanna
<i>Óháðir nefndarmenn</i>	Meirihluti óháður fyrirtækinu og daglegum stjórnendum	Meirihluti óháður	Meirihluti óháður fyrirtækinu	Meirihluti óháður stjórn og framkvæmdastjóra	Meirihluti óháður fyrirtækinu og að lágmarki einn nefndarmaður skal vera óháður stærsta hluthafanum
<i>Heimild:</i>	(Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021).	(Committee on Corporate Governance, 2019).	(Securities Market Association, 2020).	(NCGB, 2018).	(Swedish Corporate Governance Board, 2020).

Það er munur á milli Norðurlandanna hvernig tilnefningarnefndir eru skipaðar eins og sjá má í töflu 1. Í Svíþjóð og Noregi kjósa aðalfundir meðlimi nefndanna eða ákveða meginreglur um það hvernig þær eru skipaðar. Nefndirnar eru ekki undirnefndir stjórnar í þessum tveimur löndum (Sjöstrand o.fl., 2016). Sænskar tilnefningarnefndir eru hluthafanefndir (Poulsen o.fl., 2010). Hluthafar eiga sjálfir að skipa tilnefningarnefndarmenn (Swedish Corporate Governance Board, 2020; Poulsen, 2010). Í Noregi eru nefndirnar einnig hluthafanefndir og tilnefningarnefndarmenn eru kosnir af hluthöfum á hluthafafundi (NCGB, 2018). Tilnefningar til stjórnarsetu í Danmörku eru á ábyrgð stjórnar (Sjöstrand o.fl., 2016). Tilnefningarnefndir eru samkvæmt leiðbeiningum þar í landi undirnefndir stjórna. Þær eru stofnaðar af stjórn og eiga að sinna vinnu sem stjórnir taka ákvarðanir út frá. Meirihluti meðlima nefnda skulu vera óháðir. Það kemur ekki fram í leiðbeiningunum hvort nefndirnar eigi aðeins að vera skipaðar stjórnarmönnum, eins og kveðið er á um hvað varðar endurskoðunarnefndir (Committee on Corporate Governance, 2019).

Í Finnlandi er val um hvort nefndirnar eigi að vera undirnefndir stjórna eða hluthafanefndir. Ef nefndin er hluthafanefnd kallast hún „Shareholders' Nomination Board“ (Securities Market Association, 2020). Á undanförunum árum hafa tveir þriðju tilnefningarnefnda í Finnlandi verið undirnefndir stjórna, en einn þriðji skipaður sem hluthafanefndir (Sjöstrand o.fl., 2016). Tilnefningarnefnd sem undirnefnd skal stofnuð af stjórn og skipuð stjórnarmönnum, en kveðið er á um að meirihluti nefndarmanna eigi að vera óháður fyrirtækinu. Tilnefningarnefnd sem undirnefnd hluthafa, skipuð af aðalfundi, samanstendur annaðhvort af stærstu hluthöfum eða einstaklingum sem þeir tilnefna, hvort sem þeir eiga

sæti í stjórn eða ekki. Leiðbeiningarnar taka ekki fram hvor aðferðin er talin heppilegri kostur. Meirihluti nefndarmanna í báðum nefndum ætti þó að vera óháður fyrirtækinu og einstaklingar úr framkvæmdastjórn eiga ekki að vera skipaðir í nefndina (Securities Market Association, 2020).

Íslensku leiðbeiningarnar um stjórnarhætti kveða ekki á um það hvort tilnefningarnefndir eigi að vera undirnefndir stjórnar eða heyra beint undir hluthafa. Aðeins er kveðið á um að hluthafar eigi að ákveða hvernig nefndirnar eru skipaðar (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021). Þegar tilnefningarnefndir urðu fyrst hluti af leiðbeiningum um stjórnarhætti á Íslandi var kaflinn um þær settur fram sem undirkaflí í kaflanum um undirnefndir stjórnar. Þar kom fram að stjórn getur tekið ákvörðun um það hvort slík nefnd er stofnuð eða ekki (Viðskiptaráð Íslands, o.fl., 2009). Þegar leiðbeiningarnar voru uppfærðar árið 2012 voru tilnefningarnefndir enn skilgreindar sem undirnefnd stjórnar en áttu þó að taka til hagsmuna allra hluthafa (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2012). Þegar leiðbeiningarnar voru gefnar út árið 2015 var gerð sú breyting að kaflinn um tilnefningarnefndir var færður og settur undir kaflann um hluthafa og hluthafafund (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2015). Það var enn fremur útskýrt að tilnefningarnefndir ættu að vera undir hluthöfum en ekki sem undirnefnd stjórnar, eins og fyrri leiðbeiningar höfðu mælt til (Viðskiptaráð Íslands o.fl., e.d.). Samkvæmt útgefnu riti Ólafs Arinbjarnar Sigurðssonar (e.d.), lögmanni hjá LO-GOS, útilokar þessi breyting það ekki að nefndirnar geti verið undirnefndir stjórnar þar sem hluthafar eiga að stofna nefndina og geti þannig ákveðið hvort hún sé undirnefnd stjórnar eða heyri undir hluthafa. Helstu breytingar á leiðbeiningunum sem komu út árið 2021 eru fyrst og fremst hvað umfjöllun um tilnefningarnefndir varðar, en enn fremur er skerpt á ákvæðum um óhæði stjórnarmanna, að stjórn fyrirtækis ætti að setja stefnu á sviði sjálfbærni svo og ýta undir fjölbreytileika í samsetningu stjórnar, framkvæmdastjórnar og meðal stjórnenda almennt og að endingu að stjórn ætti að birta yfirlit ófjárhagslegra upplýsinga (Viðskiptaráð, 2021a).

Erlendar rannsóknir sýna að það er misjafnt milli landa hvort að tilnefningarnefndir eru skipaðar sem undirnefnd stjórnar eða hvort þær heyri beint undir hluthafa (t.d. Poulson o.fl., 2010; Sjöstrand o.fl., 2016). Nefndirnar eru tiltölulega nýtilkomnar á Íslandi og því er mikilvægt að fanga sýn ólíkra haghafa á því hvernig þær eiga að vera skipaðar innan íslenskra stjórnarháttar og rök ólíkra haghafa fyrir skoðun sinni. Til þess að varpa ljósi á það hvernig best sé að haga skipun tilnefningarnefnda á Íslandi var sett fram rannsóknarspurning og leitast við að svara hvort nefndirnar eiga að heyra undir hluthafa eða vera undirnefnd stjórnar að mati ólíkra haghafa.

### 3 Aðferð

Til þess að fá betri innsýn í hlutverk, skipulag og starfshætti tilnefningarnefnda á Íslandi var notast við blandaða rannsóknaraðferð, þar sem samtímis var beitt eigindlegri og megindlegri nálgun í rannsókninni (e. Convergent Parallel Mixed Methods Design. Sjá Johnson o.fl., 2007). Viðtölum var annarsvegar beitt og hins vegar var gögnum aflað með spurningakönnun. Viðtöl voru tekin við tilnefningarnefndarmenn, stjórnarmenn, hluthafa og ráðgjafa með það að markmiði að fá upplýsingar um mismunandi hlutverk, skipulag og starfshætti nefndanna. Að því loknu var spurningakönnun send út til þess að fá fram viðhorf frá fleiri hluthöfum, stjórnarmönnum og tilnefningarnefndarmönnum. Niðurstöður beggja nálgana voru svo bornar saman til að kanna samhljóm í garð rannsóknarspurningar, og er það stuðst við lýsandi tölfræði og þema greiningu í orðræðu

#### 3.1 Eigindleg aðferð

Við gagnaöflun var notast við hálf-staðlaðan viðtalsramma. Það var gert til þess að geta, þar sem það var talið þjóna tilgangi rannsóknarinnar, spurt frekar út í atriði sem fram komu í viðtölunum og kafa dýpra í efnið (Merriam, 2016). Viðtalsramminn var búinn til eftir fjölda funda milli rannsækenda og ítarlega skoðun á viðfangsefninu en ekki var

hægt að finna einn viðtalsramma frá fyrri rannsóknum sem hentaði þessari rannsókn. Hluti spurninganna var þó fenginn úr rannsókn Clune o.fl. (2016) en aðrar spurningar voru settar saman að vel ígrunduðu máli. Rannsakendur sátu lokaða vinnustofu þann 17. janúar 2020 er nefndist „tölum um tilnefningarnefndir“ og haldin var á vegum Viðskiptaráðs Íslands þar sem ýmis atriði varðandi skipulag og starfshætti voru rædd. Umræða þess fundar hafði áhrif á viðtalsrammann en auk þess var rætt við hluthafa og reynda tilnefningarnefndarmenn er viðtalsrammi var útbúinn.

Viðtalsramminn skiptist í þrjá hluta. Fyrsti hlutinn innihélt bakgrunnsspurningar og spurningar um hvaða reynslu viðmælendur hefðu af starfsemi tilnefningarnefnda. Næsti hluti snéri að stofnun og skipulagi tilnefningarnefnda. Voru viðmælendur meðal annars spurðir að því hvernig væri farsælast að skipa nefndina og undir hverja hún ætti að heyra. Að auki var spurt um tilkomu nefndanna og ávinning af því að starfrækja slíkar nefndir. Þriðji hlutinn snéri að starfsemi nefndanna sjálfra (nánari útlistun á heildar innihaldi viðtalsramma má sjá í Hildur Magnúsdóttir, 2020).

Til að ná sem bestum skilningi var rætt við tilnefningarnefndarmenn, stjórnarmenn skráðra félaga og fjárfesta. Viðmælendur voru valdir eftir fyrirnefndan fund hjá Viðskiptaráði, út frá reynslu af starfi nefndanna og opinberri umræðu um þær. Viðtölin, sem voru að meðaltali 63 mínútur að lengd, fóru flest fram í febrúar og mars 2020 fyrir utan tvö viðtöl sem voru tekin í gegnum fjarfundarbúnað í júní 2020. Haft var samband við viðmælendur með tölvupósti þar sem markmið rannsóknarinnar var kynnt. Í upphafi hvers viðtals var skipulag viðtalsrammans kynnt og beðið um leyfi til að taka viðtölin upp. Allir viðmælendur fyrir utan einn samþykktu upptöku, en í því viðtali var heimilt að skrifa niður minnispunkta. Trúnaði og nafnleysi viðmælenda var gætt. Yfirlit yfir viðmælendur og hlutverk þeirra má sjá í töflu 2. Viðmælendum var gefið númer og tölustafi sem vísa í það hvort þeir eru tilnefningarnefndarmenn („T“), stjórnarmenn („S), bæði stjórnar- og tilnefningarnefndarmenn („T-S“), fulltrúar fjárfesta („F“) eða ráðgjafar („R“).

Viðtölin, þar sem það var heimilt, voru tekin upp og afrituð í kjölfarið. Í framhaldinu var grunduð kenning notuð til þess að greina gögnin með kerfisbundnum hætti. Að því loknu var leitast við að þróa kenningu út frá gögnunum (Strauss og Corbin, 1998). Afrituðu gögnin voru því næst kóðuð. Notast var við opna kóðun sem felur í sér að mikilvæg atriði eða frasar eru merkt og er gert til þess að greina gögnin frekar (Merriam, 2016). Gögnin voru kóðuð með því að nota forritið NVivo þar sem þemu og undirflokkar voru skilgreindir eftir eðli spurninga og flokkun meginraka viðmælenda. Öll viðtöl voru kóðuð af einum rannsakanda og yfirfarin af tveimur meðrannsakendum til gæta að innra réttmæti kóðunar.

**Tafla 2.** Viðmælendur í eigindlegri rannsókn

<i>Viðmælandi</i>	<i>Kyn</i>	<i>Hlutverk</i>
1.T	Kona	Tilnefningarnefnd
2.T	Kona	Tilnefningarnefnd
3.T	Kona	Tilnefningarnefnd
4.T	Kona	Tilnefningarnefnd
5.T	Karl	Tilnefningarnefnd
6.T	Kona	Tilnefningarnefnd
7.T	Kona	Tilnefningarnefnd, stjórn og ráðgjafi
8.T-S	Karl	Tilnefningarnefnd og stjórn
9.T-S	Karl	Tilnefningarnefnd og stjórn
10.S	Karl	Stjórn
11.F	Kona	Stofnanafjárfestir
12.F	Karl	Stofnanafjárfestir
13.R	Karl	Ráðgjafi

### 3.2 Meginleg aðferð

Meginlegum gögnum var safnað til þess að ná til eins margra hluthafa, stjórnarmanna í skráðum félögum og tilnefningarnefndarmanna eins og hægt var. Spurningarlistinn var settur saman eftir að meirihluti viðtalanna hafði farið fram. Við gerð spurningalistans var horft til sömu sjónarmiða og þegar viðtalsramminn var settur saman en auk þess var einnig horft til þess sem fram kom í viðtölunum.

Viðskiptaráð Íslands hafði áformað að senda út spurningalista um leiðbeiningar í stjórnarháttum. Í mars 2020 sátu rannsakendur fund með starfsmönnum Viðskiptaráðs og var ákveðið að sameina þessa tvo spurningarlista. Þegar spurningarlistarnir voru tilbúnir voru Outcome Kannanir ráðnir af Viðskiptaráði til þess að sjá um framkvæmd gagnaöflunar en könnunin var send út af Viðskiptaráði Íslands. Spurningalistanum var skipt í fjóra hluta. Fyrsti hlutinn voru bakgrunnsspurningar varðandi aldur, kyn, menntun og hvort þátttakendur væru tilnefningarnefndarmenn, stjórnarmenn og/eða hluthafar. Næsti hluti innihélt spurningar frá Viðskiptaráði um leiðbeiningar um stjórnarhætti. Þriðji hlutinn var um tilnefningarnefndirnar sjálfar, hvernig þær ættu að vera skipaðar, hverjir eiga að sitja í nefndunum og hversu ánægðir þátttakendur eru með nefndirnar. Síðasti hlutinn var aðeins fyrir þá sem hafa átt sæti í tilnefningarnefndum og snéri að starfsemi nefndanna, .

Könnunin var send til alls 542 einstaklinga. Alls tóku 138 þátt og var svarhlutfall því 25%. Viðskiptaráð hafði aðgang að stórum hluta netfanga tilnefningarnefndarmanna, stjórnarmanna, hluthafa og fulltrúa 300 stærstu fyrirtækja á Íslandi. Auk þess söfnuðu rannsakendur hluta af netföngunum fyrir tilnefningarnefndarmenn og stjórnarmenn. Þátttakendum var skipt í fjóra hópa, eins og sjá má í töflu 3 hér fyrir neðan. Fyrsti hópurinn eru hluthafar, bæði stofnanafjórðingar og einkafjórðingar. Næsti hópur eru stjórnarmenn í skráðum félögum og þriðji hópurinn eru tilnefningarnefndarmenn, bæði þeir sem sátu í nefndum þegar könnunin var framkvæmd eða höfðu áður átt sæti í slíkri nefnd. Fjórdi og síðasti hópurinn eru þeir sem eru í stjórnunum óskráðra félaga, eru ekki tilnefningarnefndarmenn og ekki hluthafar. Eins og sjá má í töflu 4, þá voru 66% þátttakenda karlkyns og 63% þátttakenda voru 50 ára eða eldri.

**Tafla 3.** Þátttakendur í spurningakönnun

Hlutverk þátttakenda	Fjöldi	%
Tilnefningarnefnd	20	14%
Stjórn skráðra félaga	16	12%
Hluthafar	62	45%
Aðrir	40	29%

**Tafla 4.** Þátttakendur í spurningakönnun: kyn og aldur

Kyn þátttakenda	Fjöldi	%
Kona	46	33%
Maður	91	66%
Annað/óskilgreint	1	1%
Aldur þátttakenda	Fjöldi	%
30-39 ára	16	12%
40-49 ára	36	26%
50-59 ára	55	40%
60 ára eða eldri	31	23%

## 4 Niðurstöður

Niðurstöður eru birtar með þeim hætti að fyrst er greint frá niðurstöðum úr spurningakönnuninni og í kjölfarið er gerð nánari grein fyrir rökum sem fram komu við greiningu viðtala. Niðurstöðurnar varpa ljósi á það hver viðhorf ólíkra haghafa eru til þess hvernig æskilegt er að skipuleggja tilnefningarnefndir innan stjórnarháttá skráðra félaga á Íslandi.

Lista yfir íslensk skráð fyrirtæki árið 2020, og hver þeirra hafa stofnað tilnefningarnefnd, má sjá í töflu 5. Alls höfðu sextán af tuttugu félögum sem eru skráð í íslensku kauphöllina í ágúst 2020 stofnað tilnefningarnefndir, en í júlí 2021 eru eins og áður kom fram nefndirnar orðnar 17. Í þeim öllum sitja þrjár nefndarmenn en mismunandi er hvort stjórnarmenn eiga þar sæti eða ekki. Í alls sjö félögum er tilnefningarnefnd að fullu skipuð utan- aðkomandi aðilum, í sjö félögum á einn stjórnarmaður sæti í tilnefningarnefnd á móti tveimur utanaðkomandi óháðum aðilum (Hildur Magnúsdóttir, 2020). Tvær nefndir eru að fullu skipaðar stjórnarmönnum, en þær eru báðar skipaðar sem undirnefndir stjórnar (Eimskipafélag Íslands hf., 2020; Marel, 2019). Fjögur skráð félög höfðu ekki tilnefningarnefnd árið 2020. Ljóst er því að breytileiki í nálgun er mikill meðal íslenskra skráðra fyrirtækja í dag.

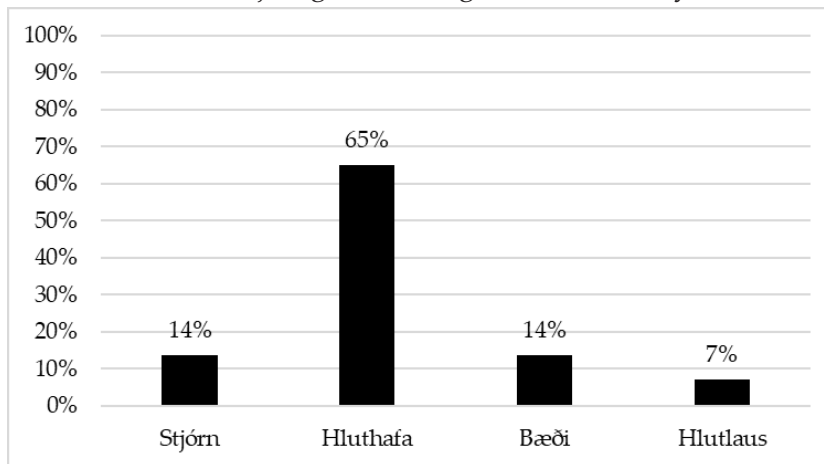
**Tafla 5.** Tilnefningarnefndir á Íslandi árið 2020

Heimild: Hildur Magnúsdóttir, 2020.

Fyrirtæki	Tilnefningarnefnd	Fjöldi stjórnarmanna í tilnefningarnefnd
Arion Banki hf.	Já	1
Brim hf.	Nei	
Eik fasteignafélag hf.	Já	0
Eimskipafélag Íslands hf.	Já	3
Festi hf.	Já	1
Hagar hf.	Já	0
Heimavellir hf.	Nei	
Iceland Seafood International hf.	Nei	
Icelandair Group hf.	Já	1
Kvika banki hf.	Nei	
Marel hf.	Já	3
Origo hf.	Já	1
Reginn hf.	Já	0
Reitir fasteignafélag hf.	Já	0
Síminn hf.	Já	0
Sjóvá-Almennar tryggingar hf.	Já	0
Skeljungur hf.	Já	1
Sýn hf.	Já	1
Tryggingamiðstöðin hf.	Já	1
Vátryggingafélag Íslands hf.	Já	0

### 4.1 Viðhorf ólíkra haghafa

Þegar þátttakendur í spurningakönnun voru spurðir hvort tilnefningarnefndir ættu að heyra undir hluthafa eða stjórn kom í ljós að 65% þátttakenda telja að nefndin eigi að heyra undir hluthafa. Aftur á móti telja 14% þátttakenda að nefndirnar eigi að vera undirnefndir stjórnar og 14% telja að þær eigi að heyra bæði undir stjórn og hluthafa. Niðurstöður má sjá á mynd 2 hér á eftir.

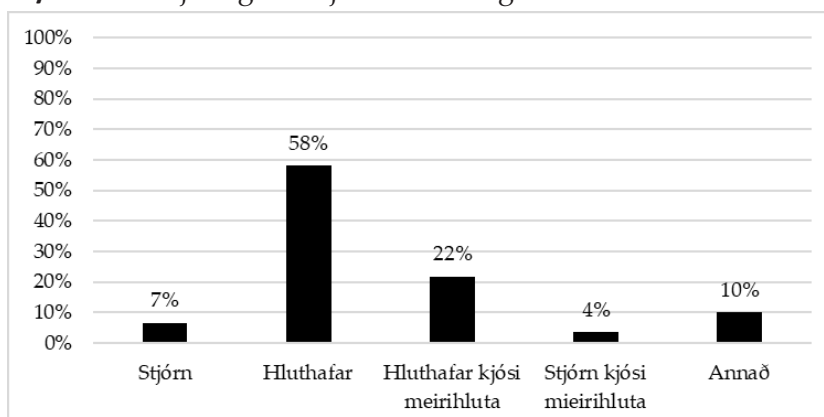
**Mynd 2.** Undir hverja eiga tilnefningarnefndir að heyra?

Þegar niðurstöðurnar voru skoðaðar eftir mismunandi haghafa hópum kom í ljós að ekki var mikill munur á milli hópa eins og sjá má í töflu 6. Yfir 60% hluthafa, tilnefningarnefndarmanna og stjórnarmanna telja að nefndin eigi að heyra undir hluthafa. Á meðan telja 55% af þeim sem heyra undir flokkinn „Aðrir“ að nefndirnar eigi að heyra undir hluthafa. Mikill meiri hluti tilnefningarnefndarmanna telja að nefndin eigi að heyra undir hluthafa, eða 85%.

**Tafla 6.** Undir hverja eiga tilnefningarnefndir að heyra? Niðurstöður eftir hópum.

Nefndin á að heyra undir:	Stjórn	Hluthafa	Bæði	Hlutlaus	Samtals
Tilnefningarnefndarmenn	1	17	2	0	20
%	5%	85%	10%	0%	100%
Stjórnarmenn	4	10	1	1	16
%	25%	63%	6%	6%	100%
Hluthafar	8	41	9	4	62
%	13%	66%	15%	6%	100%
Aðrir	6	22	7	5	40
%	15%	55%	18%	13%	100%

Þátttakendur í spurningakönnuninni voru einnig spurðir að því hverjir ættu að kjósa tilnefningarnefndina. Eins og sjá má á mynd 3, töldu 58% þátttakenda að hluthafar ættu að kjósa hana á meðan aðeins 7% sögðu að hún ætti að vera kosin af stjórn. Alls tölu 22% þátttakenda að hluthafar ættu að skipa meirihluta nefndarmanna en 10% völdu valmöguleikann „annað“.

**Mynd 3.** Hverjir eiga að kjósa tilnefningarnefndarmenn?

## 4.2 Rök haghafa fyrir ólíkum leiðum

Í íslenskum leiðbeiningum um stjórnarhætti er ekki tekið sérstaklega fram hvort tilnefningarnefndir eigi að vera skipaðar sem undirnefnd hluthafa eða undirnefnd stjórnar. Í leiðbeiningunum Viðskiptaráðs frá árinu 2015, er fyrst fjallað um tilnefningarnefndir í kaflanum um hluthafa og hluthafafund en í eldri leiðbeiningum var fjallað um nefndirnar í kaflanum um undirnefndir stjórnar (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2012). Ellefu af þrettán viðmælendum höfðu skoðun á því hvort tilnefningarnefndir ættu að vera undirnefnd hluthafa eða undirnefnd stjórnar, og gáfu fyrir því ólík rök sem flokkuð eru og greint frá í þremur undirköflum hér að neðan.

Skiptar skoðanir eru milli einstaklinga og haghafa á þessu málefni og voru þrjár viðmælendur sem höfðu orð á því í viðtölunum. Einn viðmælandi hafði orð á því að það þyrfti að ákveða hvort nefndirnar eigi að heyra undir hluthafa eða vera undirnefnd stjórnar á meðan annar viðmælandi taldi þörf á að leyfa mismunandi aðferðir og leyfa tilnefningarnefndum þannig að þróast. Mismunandi viðhorfum og rökum verður gerð skil í þremur undirköflum hér að neðan og dregin saman og birt í töflu 7.

**Tafla 7.** Hluthafanefnd eða undirnefnd stjórnar, rök (svör) viðmælenda.

Viðmælandi	Hluthafanefnd eða undirnefnd stjórnar	Kosin af hluthöfum eða starfar í þágu hluthafa	Óháð nefnd	Eftirlit með nefnd
1.T	Viðmælandi svaraði ekki hvort tilnefningarnefnd ætti að heyra undir hluthafa eða stjórn			
2.T	Hluthafa	Nefndin vinnur fyrir hluthafa. Starfar í umboði hluthafa		
3.T	Hluthafa		Nefndin er hlutlaust batterí	
4.T	Hluthafa	Kosin af hluthöfum	Nefndin á ekki að þurfa að vera í samskiptum við stjórn eða forstjóra	Starfsreglur nefndarinnar eiga að vera samþykktar af hluthöfum
5.T	Hluthafa	Kosin af hluthöfum og hluthafar hafi mótandi áhrif á nefndina		
6.T	Hluthafa	Hluthafar hafa ákvörðunarvald á aðalfundi	Spurning um óhæði nefndarinnar ef hún heyrir undir stjórn. Óf nálægt stjórn ef stjórnarnefnd	Farsælla fyrirkomulag að hún heyri undir aðalfund
7.T	Hluthafa	Nefndin vinnur fyrir hluthafa	Skiptir miklu máli að nefndin sé óháð, sérstaklega ef hún er undirnefnd stjórnar	Ef nefnd starfar í umboði stjórnar að þá er hún sett undir stjórnina að þá erum við komin í eitthvað amerískt kerfi sem er að færa völdin frá hluthöfum og til stjórna
8.T-S	Viðmælandi nefndi stuttlega þemað án þess að gefa í ljós sína skoðun		Tilnefningarnefnd getur verið óháð þó hún sé tengd stjórn. Hluthafar gætu sett þetta á dagskrá stjórnar að velja næstu stjórn	
9.T-S	Stjórn	Nefndin þarf ekki að vera hluthafanefnd þó meirihluti nefndarmanna sé kosin af hluthöfum	Verður að vera tenging við stjórn	Verður að tryggja eftirlit og umsjón með nefndunum. Ekki rökrétt að nefndin heyri undir hluthafa þegar eftirlitið er í höndum stjórnar. Stjórn betur til þess fallin að stýra vinnu nefndarinnar en hluthafar

Viðmælandi	Hluthafanefnd eða undirnefnd stjórnar	Kosin af hluthöfum eða starfar í þágu hluthafa	Óháð nefnd	Eftirlit með nefnd
10.S	Hluthafa	Þetta er ákvörðun fyrir hluthafa, þetta er ekki ákvörðun stjórnar	Nefnd ætti ekki að hafa annarra hagsmuni að gæta	Rökréttara að nefndin heyri undir hluthafa í íslensku stjórnkerfi
11.F	Stjórn	Hluthafar kjósi meiri-hluta nefndarmanna	Verður að vera tenging við stjórn til að tryggja eftirlit með störfum nefndarinnar	Nær stjórninni þar sem hluthafarnir eru meira „fljótandi afl“.
12.F	Hlutlaus – en telur að hluthafar eigi að hafa eftirlit með nefndinni		Sjáum hvernig nefndir þróast	Hluthafar verði að tryggja að nefndin vinni eftir starfsreglum
13.R	Stjórn, en bæði getur gengið	Þó að nefndin sé undirnefnd stjórnar þá getur hluthafafundur valið nefndarmenn	Hefur ekki skoðun á því hvort nefndin eigi að vera óháð eða ekki	Lítill hefð fyrir því á Íslandi að það séu einhverjar stjórnareiningar aðrar en stjórnin sem heyri beint undir hluthafafund. Geta tryggt eftirlit og umsjón með nefndunum

#### 4.1.1 Nefndarmenn kosnir af hluthöfum á aðalfundi félags

Samkvæmt viðmælendum er ein helsta ástæða þess að tilnefningarnefndir eiga að heyra undir hluthafa sú að tilnefningarnefnd í heild sinni er kosin af hluthöfum í hverju félagi á aðalfundi ár hvert og að hún starfi í þágu hluthafa. Sex viðmælendur af 13 töldu að nefndin eigi að vera hluthafanefnd vegna þess að nefndarmenn eru kjörnir af hluthöfum eða hún starfi fyrir hönd hluthafa. Fimm af þessum sex voru tilnefningarnefndarmenn á meðan sá sjötti var stjórnarmaður. Þrír aðrir viðmælendur voru sammála um að nefndin eigi að vera kosin af hluthöfum. Þetta voru stjórnar- og tilnefningarnefndarmaður, ráðgjafi og fjárfestir en þeir voru allir á þeirri skoðun að nefndirnar ættu að heyra undir stjórn. Ef litið er til þeirra viðmælanda sem eiga sæti í tilnefningarnefndum þá var samhljómur á meðal þeirra, eins og sjá má í töflu 7, um að best færi á því að nefndin heyrði beint undir hluthafa. Tveir viðmælendur (4.T og 5.T), höfðu orð á því að nefndin ætti að vera hluthafanefnd þar sem nefndin er kosin af hluthöfum. Viðmælandi 5.T tók fram að nefndin ætti að vera kosin af hluthöfum, og hluthafar ættu að ráða og hafa mótandi áhrif á nefndina.

Viðmælandi 7.T var einnig staðfastur í því að nefndin ætti að vera hluthafanefnd þar sem nefndin starfar fyrir hluthafa og, hún eigi að vera ofar í stjórnskipulagi en stjórn og skilar tillögum beint til hluthafa en ekki til stjórnarinnar. Jafnframt kom fram í viðtölunum að nefndin eigi að vinna fyrir hluthafana, líkt og viðmælandi 6.T benti á að nefndin ætti að vera hluthafanefnd þar sem hluthafar hefðu ákvörðunarvald á hluthafafundi. Viðmælandi 2.T sagði einnig að: „eins og ég horfi á þetta þá ... við erum að vinna fyrir hluthafana mér finnst það mjög mikilvægt“.

Aðrir er tilnefningarnefnd voru þó ekki eins sammála um að nefndin ætti að heyra undir hluthafa. Viðmælandi 10.S sem er stjórnarmaður var þó á sama máli og tilnefningarnefndarmenn og sagði: „mér finnst þetta eigi að vera undir hluthöfum... þetta er ákvörðun fyrir hluthafa þetta er ekki ákvörðun stjórnar...“. Viðmælendur 9.T-S og 11.F voru auk þess sammála því að hluthafar eigi að kjósa meiri hluta nefndarmanna en viðmælandi 9.T-S sagði þó að það þýði ekki að nefndin eigi að vera hluthafanefnd. Viðmælandi 13.R var sammála honum og sagði: „það er auðvitað hægt að útfæra þannig þó að nefndin sé undirnefnd stjórnar þá má hins vegar alveg velja nefndarmenn af hluthafafundi“. Viðmælandi 9.T-S sagði jafnframt að

„... þegar tilnefningarnefndin var sett á fót þá var hluthöfum kynnt, að þrátt fyrir að hún væri undirnefnd stjórnar þá ættu hluthafarnir að kjósa nefndina. Þá var jafnframt lofað að ferlið yrði gagnsætt og skipulagið end-



urskoðað eftir þörfum. Hluthafarnir samþykktu þetta fyrirkomulag þrátt fyrir að einn nefndarmaður hafi haft ákveðnar spurningar um það áður en hann samþykkti“.

#### 4.1.2 Óhæði tilnefningarnefnda gagnvart stjórn

Næsti undirflokkur fjallar um óhæði tilnefningarnefndanna. Níu af þrettán viðmælendum nefndu eitthvað varðandi óháðar nefndir í viðtölunum (sjá töflu 7). Niðurstöðurnar sína að meiri hluti þeirra sem telja að nefndirnar eigi að vera hluthafanefnd þar sem sjálfstæði nefndanna er mikilvægt, eru tilnefningarnefndarmenn. Viðmælandi 7.T sagði t.d. að óhæði nefndarinnar skipti miklu máli og þá sérstaklega ef að nefndin á að starfa sem undirnefnd. Viðmælandi 6.T var á sama máli: „ef þú ert að heyra undir stjórn að þá finnst mér þú vera kannski komin of nálægt... þú veist það er spurning þá um þetta óhæði sko“. Viðmælandi 3.T sagði að nefndin ætti að vera „hlutlaust batterí“. Samkvæmt viðmælanda 4.T þarf að vera skýrt að nefndin á að vera óháð og undir hluthöfum: „...nefndin er undir hluthöfum þannig þá þurfa líka boðleiðir og annað að vera þannig að það þurfi ekki einhvern vegin að vera þú veist í samskiptum við annaðhvort stjórnina eða forstjóra...“.

Er lítið er til viðhorfa stjórnarmanna eins og sjá má í töflu 7, hvort sem þeir sitja einnig í tilnefningarnefnd eða ekki, þá er ekki samhljómur meðal þeirra um þessi atriði, einn þeirra telur nefndin geti ekki átt annarra hagsmuni að gæta og lét í ljós þá skoðun sína að nefndin eigi að heyra undir hluthafa. Viðmælandi 10.S sagði að nefndin ætti ekki að hafa hagsmuna að gæta nein staðar (10.S) en viðmælandi 8.T-S taldi að stjórnarmenn gætu verið jafn óháðir og tilnefningarnefndarmenn við val stjórnarmanna:

Það er ekki eins og tilnefningarnefndirnar séu einhvern vegin alveg bara ný uppfinning á jörðinni að þar séu óháðir fulltrúar... stjórnin er bara líka metnaðargjarnt fólk sem vill vel... og hluthafarnir gætu raun og veru alveg sett þetta á dagskrá stjórnar... að koma með rökstudda tillögu.

Samkvæmt viðmælanda 13.R er starfar sem ráðgjafi er hins vegar of mikill áhersla lögð á óhæði tilnefningarnefndarinnar og að stjórnin geti ekki tekið þátt í þessu ferli. Þrátt fyrir að ferlið hefði áður verið á herðum stjórnarinnar og í einhverjum tilfellum aðeins í verkahring stjórnarformanns þá varð það ekki „alslæmt“. Fjórðing 12.F var aftur á móti opinn fyrir mismunandi leiðum hvað þetta varðar, hann sagðist ekki hafa skoðun á óhæði nefndarinnar, hann vilji leyfa nefndunum að þróast og taka þátt í þeirri þróun.

#### 4.1.3 Eftirlit með tilnefningarnefndum

Þriðji og síðasti undirflokkurinn snýr að því hvert sé rökrétt skipulag tilnefningarnefnda á Íslandi. Þegar viðmælandi 13.R var spurður hvort nefndin ætti að vera undirnefnd eða hluthafanefnd var svarið: „hvoru tveggja hægt en það er lítil hefð fyrir því á Íslandi að það séu einhverjar stjórnareiningar aðrar en stjórnin sem heyri beint undir hluthafafund þannig að það kannski svona passar ekki alveg kannski inn í okkar strúktúr“. Hann sagði jafnframt að það passaði betur í okkar kerfi, hvað varðar íslenskan hlutafélagarétt, að nefndirnar séu undirnefndir stjórnar heldur en að hún heyri beint undir hluthafa. Hluthafarnir fundi jafnvel aðeins einu sinni á ári og það sé ekki vettvangur til þess að hafa virkt eftirlit með störfum nefndarinnar. Þetta verður auðveldara ef nefndin heyrir beint undir stjórn. Viðmælandi 7.T var ósammála þessu og sagði: „ef að hún er að fara að starfa í umboði stjórnar að þá er hún sett undir stjórnina að þá erum við komin í eitthvað amerískt kerfi sem er að færa völdin frá hluthöfum og til stjórna...“. Viðmælandi 10.S var sammála því að það að nefndin sé hluthafanefnd sé rökréttara fyrirkomulag.

Viðmælandi 9.T-S var á því að nefndin ætti að vera undirnefnd stjórnar og telur að það sé ekki rökrétt að nefndin heyri undir hluthafa á meðan stjórnin hafa eftirlit með störfum hennar. Þegar nefndin er undirnefnd stjórnar þá getur stjórnin að auki falið henni ákveðin

verkefni. Viðmælendur 9.T-S og 13.R eru sammála um að tilnefningarnefndir eigi að vera undirnefndir stjórnar til þess að geta tryggt eftirlit og umsjón með nefndunum. Viðmælendi 9.T-S sagði að sem stjórnarmaður þá teldi hann að nefndin ætti að vera undirnefnd stjórnar vegna þess að þeir vissu ekki hver ætti annars að stýra vinnu nefndarinnar. Viðmælendi 13.R sagði jafnframt: “ ef að þetta er undirnefnd stjórnarinnar þá er það ábyrgð stjórnarinnar að setja nefndinni starfsreglur... eða fela nefndinni að setja sér starfsreglur og eftir atvikum fara yfir það.” Hann telur jafnframt vera mikilvægt að það sé eitthvað eftirlit með nefndunum: „... að vera með einhverja tilnefningarnefnd sem... er kosin af einhverjum á aðalfundi og svo... leikur hún lausum hala og setur sér sínar eigin reglur og ég veit ekki hvað ég veit ekki hvort það er betra“. Fjárfestir (11.F) telur að nefndirnar eigi að vera undirnefnd stjórnar þar sem hún ætti að vera nær stjórninni þar sem hluthafarnir eru meira „fljótandi afl“.

Ef að tilnefningarnefndir eru undirnefndir stjórnar þá þýðir það samkvæmt viðmælendum ekki að hún eigi aðeins að vera skipuð stjórnarmönnum. Viðmælendur 9.T-S, 11.F og 13.R, sem eru með mismunandi bakgrunn, nefndu þetta í viðtölunum. Viðmælendur 11.F og 9.T-S töldu nauðsynlegt að það væri einhver tenging við stjórnina og þar af leiðandi eigi nefndin að vera undirnefnd stjórnar. Viðmælendi 11.F, sem er fulltrúi hluthafa, telur að þessi tengin sé nauðsynleg til þess að hægt sé að hafa eftirlit með störfum tilnefningarnefnda því að hluthafarnir viti ekki hvernig starf nefndanna gengur. Þrátt fyrir að viðmælendi 12.F telji að fyrirtæki eigi að geta valið hvort nefndin heyri undir hluthafa eða stjórn, þá eigi hluthafar að tryggja að nefndin „vinni eftir starfsreglum sem eru í lagi“. Viðmælendi 4.T sagði einnig að starfsreglur nefndarinnar ættu að vera samþykktar af hluthafafundi.

Þegar viðmælendur veltu sérstaklega fyrir sér mikilvægi þess að tilnefningarnefnd væri veitt aðhald og eftirlit, og að starfsreglur væru skýrar og þeim framfylgt þá voru fleiri viðmælendur á því að tilnefningarnefndir eigi að vera undirnefnd stjórnar í stað þess að heyra undir hluthafa. Meira eftirlit sé þannig með nefndinni og að stjórnin sé betur til þess fallin en hluthafar að hafa eftirlit með nefndinni. Hins vegar þegar litið var til annarra þátta eins og óhæði nefndarmanna frá stjórn og hverjir skipa nefndir þá hölluðust fleiri viðmælendur að því að betur færi á því að tilnefningarnefndir heyri beint undir hluthafafund en ekki stjórn.

Þegar undirflokkarnir þrír eru því teknir saman má sjá að mjög skiptar skoðanir eru á því hvort tilnefningarnefndir eiga að heyra undir hluthafa eða vera undirnefnd stjórnar. Þeir tilnefningarnefndarmenn sem rætt var við um þetta efni voru allir sammála um að nefndin ætti að heyra undir hluthafa, fyrir utan þá viðmælendur sem einnig áttu sæti í stjórn. Annar tilnefningarnefndar- og stjórnarmaðurinn var á því að nefndin átti að heyra undir stjórn. Sá viðmælendi sem aðeins á sæti í stjórn var hinsvegar sammála tilnefningarnefndarmeðlimum um að nefndin skuli heyra undir hluthafa. Þeir tveir stofnanafjárfestar sem rætt var við eru aftur á móti ekki sammála hvað þetta varðar á meðan ráðgjafinn var á því að nefndin ætti frekar að heyra undir stjórn.

## 5 Umræður og lokaorð

Rannsóknin veitir yfirlit yfir viðhorf ólíkra haghafa til þess hvort tilnefningarnefndir á Íslandi eigi að vera skipaðar sem undirnefndir stjórna eða heyra beint undir hluthafa. Höfundar vita ekki til þess að fyrirkomulag og starf tilnefningarnefnda á Íslandi hafi fram til þessa verið rannsakað. Niðurstöðurnar varpa ljósi á það að tilnefningarnefndir ættu að heyra undir hluthafa að mati meirihluta viðmælenda og svarenda í viðhorfskönnun, óháð haghópum. Þessi niðurstaða er áþekkt þeirri sem Carlsson (2007) og Lekvall (2014) draga fram. Enn fremur sýna niðurstöðurnar að hagaðilar vilja flestir að nefndarmenn í tilnefningarnefndum verði kosnir af hluthöfum, rétt eins og fram kemur í niðurstöðum rannsókna Carlsson og Lekvall.

Á Íslandi sem og á hinum Norðurlöndunum er stjórnháttarskipulag fyrirtækja í lang

flestum tilfellum í samræmi við tveggja-þrepa líkanið eða norræna líkanið. Hluthafar eru á efsta lagi og skipa stjórn sem síðan skipar og hefur eftirlit með framkvæmdastjórn (Lekvall, 2014; Thomsen og Conyon, 2019). Þegar tilnefningarnefnd er skipuð eru skiptar skoðanir á því hvar nefndin á að eiga heima innan þessa skipulags, það er hvort hún eigi heima undir hluthöfum eða stjórn. Ýmsar rannsóknir hafa sýnt að nefndin eigi að vera undirnefnd stjórnar (t.d., Appiah og Chizema, 2015; Carson, 2002; Kaczmarek o.fl., 2012; Ruigrok o.fl., 2006), á meðan rannsóknir á Norðurlöndunum hafa komist að þeirri niðurstöðu að farsælla sé að tilnefningarnefnd heyri undir hluthafa (Carlsson, 2007; Lekvall, 2014). Niðurstöður þessarar rannsóknar á íslenskum aðstæðum fylgja norrænu niðurstöðunum. Niðurstöður úr spurningarkönnuninni voru nokkuð afdráttarlausar óháð haghópum, tilnefningarnefnd ætti að heyra undir hluthafa. Þrátt fyrir að skiptar skoðanir séu meðal viðmælenda rannsóknarinnar var meirihluti þeirra á því að tilnefningarnefnd ætti að vera hluthafanefnd. Helstu rökin sem nefnd voru fyrir því að nefndin ætti frekar að heyra undir stjórn fyrirtækis voru þau að stjórn geti betur haft eftirlit með störfum tilnefningarnefndar en hluthafar. Þetta samræmist rannsókn Ruigrok o.fl. (2006) þar sem fram kemur að þó að tilnefningarnefnd sé ekki stjórnarnefnd er hún tæknilega undirnefnd stjórnar þar sem stjórn þarf að samþykkja ákvarðanir nefndarinnar og hún hefur aldrei beint samband við hluthafa. Það er því ljóst að ef tilnefningarnefnd heyrir undir hluthafa, þá er æskilegt að eftirlit með henni sé tryggt, en nokkrir viðmælendur töldu að stjórn sé betur til þess fallin að sinna því eftirliti en hluthafar.

Niðurstöður á viðhorfum ólíkra haghafa sýna að tilnefningarnefnd ætti að vera kosin af hluthöfum, í það minnsta meirihluti nefndarmanna. Þó að meirihluti viðmælenda telji að það þýði að tilnefningarnefnd eigi að vera undirnefnd hluthafa voru ekki allir samála þeirri skoðun. Í samanburði við önnur Norðurlönd eru nefndirnar í Noregi og Svíþjóð kosnar af hluthöfum og heyra að auki undir þá (Sjöstrand o.fl., 2016). Lekvall (2014) komst aftur á móti að því að ef tilnefningarnefndir eru undirnefndir stjórnar þá eigi þær að vera skipaðar stjórnarmönnum. Þetta er í samræmi við það sem íslensku tilnefningarnefndirnar tvær, sem eru skipaðar þremur stjórnarmönnum, hafa gert, en þær eru báðar undirnefndir stjórnar. Þetta fyrirkomulag er einnig við líði í Danmörku þar sem nefndirnar eru undirnefndir stjórnar og kosnar af stjórn (Sjöstrand o.fl., 2016). Í Finnlandi hefur verið farið þannig að, að báðar leiðir eru færar, að tilnefningarnefnd sé undirnefnd stjórna eða hluthafa. Bæði sjónarmið sem fram koma á Íslandi gætu þannig fundið sér farveg, þó greinilegt er að flestir horfi til þess að tilnefningarnefnd sé nefnd hluthafa.

Niðurstöðurnar sýna enn fremur að samhljómur er meðal þeirra sem sitja eingöngu í tilnefningarnefndum en eru ekki jafnframt stjórnarmenn í viðkomandi fyrirtæki, að tilnefningarnefndir skuli heyra undir hluthafa. Rök fyrir þeirri skoðun eru helstar þær að tilnefningarnefndir eru kosnar af hluthöfum og þannig starfi þær fyrir hönd hluthafa. Því geti nefndirnar ekki heyrt undir stjórn. Tilnefningarnefndarmenn upplifa sig almennt frekar vera að starfa í þágu hluthafa en stjórnar.

Þar sem tilnefningarnefndir á Íslandi eru frekar nýlegar veitir þessi rannsókn mikilvæga innsýn í þá gerjun sem á sér stað í skoðunum og upplifun ólíkra aðila á því undir hverja nefndirnar eiga að heyra, en það hefur ekki verið rannsakað áður á Íslandi. Helstu takmarkanir rannsóknarinnar eru að meðal viðmælenda er hátt hlutfall tilnefningarnefndarmanna. Er gögnum var aflað var áhersla að afla gagna um starfsemi nefndanna sem skýrir hærra hlutfall þessa hóps í viðmælendahópi. Niðurstöður sýna að meiri samhljómar er meðal skoðana tilnefningarnefndarmanna en annarra viðmælenda að nefndin eigi að heyra undir hluthafa. Skoðun hluthafa og stjórnarmanna er þó afdráttarlaus ef horft er til niðurstaðna spurningarkönnunarinnar en þar telja 66% hluthafa og 63% stjórnarmanna að tilnefningarnefnd eigi að heyra undir hluthafa. Niðurstöður sýna því að nefndin ætti frekar að heyra undir hluthafa en stjórn, að mati haghafa, þó skiptar skoðanir séu á því meðal viðmælaenda í hópi hluthafa og stjórnarmanna.

Sé litið til framtíðar mætti rannsókn greina viðhorf til nefndanna og starfa þeirra á

breiðara sviði en hér er gert. Einnig mætti greina frekar ferli nefndanna sjálfra og hvernig þær starfa. Þá er enn fremur áhugavert að rannsaka hverjir eiga að sitja í tilnefningarnefndum, sérstaklega út frá því hvort stjórnarmenn eigi að hafa þar sæti eða ekki. Mjög áhugavert væri að rannsaka reynslu þeirra stjórnarmanna sem hafa sest í stjórnir eftir tilnefningu tilnefningarnefnda og bera saman við reynslu þeirra sem voru skipaðir án aðkomu tilnefningarnefnda.

## Heimildir

- Appiah, K. O., og Chizema, A. (2016). The impact of board quality and nomination committee on corporate bankruptcy. *Advances in accounting*, 35, 75-81. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2016.02.004>
- Cadbury, S. A. (2000). The corporate governance agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 8(1), 7-15. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00175>
- Carlsson, R. H. (2007). Swedish Corporate Governance and Value Creation: owners still in the driver's seat. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1038-1055. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00629.x>
- Carson, E. (2002). Factors associated with the development of board sub-committees. *Corporate Governance: An International Review*, 10(1), 4-18. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00263>
- Clune, R., Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., og Ye, Z. (2014). The nominating committee process: A qualitative examination of board independence and formalization. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 748-786. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12044>
- Committee on Corporate Governance. (2019). *Recommendations on Corporate Governance (Version 4)*. [https://corporategovernance.dk/sites/default/files/190911\\_recommendations\\_version\\_260819.pdf](https://corporategovernance.dk/sites/default/files/190911_recommendations_version_260819.pdf)
- Eimskipafélag Íslands hf. (2020, 26. mars). *Rules of Procedure for the Nomination Committee*. [https://www.eimskip.com/media/2226/nomination-committee\\_rules-of-procedure.pdf](https://www.eimskip.com/media/2226/nomination-committee_rules-of-procedure.pdf)
- Eminet, A., og Guedri, Z. (2010). The role of nominating committees and director reputation in shaping the labor market for directors: An empirical assessment. *Corporate Governance: An International Review*, 18(6), 557-574. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00814.x>
- Friðrik Friðriksson. (2019, 27. mars). *Tilnefningarnefndir í hlutafélögum*. Visir. <https://www.visir.is/g/2019190329055>
- Guo, L., og Masulis, R. W. (2015). Board structure and monitoring: New evidence from CEO turnovers. *The Review of Financial Studies*, 28(10), 2770-2811. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv038>
- Hildur Magnúsdóttir. (2020). *The Development and Structure of Nomination Committees in Iceland*. [Óútgefin meistararitgerð]. Háskóli Íslands.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/cbo9780511611070>
- Hutchinson, M., Mack, J., og Plastow, K. (2015). Who selects the 'right' directors? An examination of the association between board selection, gender diversity and outcomes. *Accounting & Finance*, 55(4), 1071-1103. <https://doi.org/10.1111/acfi.12082>
- Johnson, R.B., Onwuegbuzie, A.J., & Turner, L.A. (2007). Toward a definition of mixed method research. *Journal of Mixed Method Research*, 1(2), 112-133.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., og Pye, A. (2012). Antecedents of board composition: The role of nomination committees. *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), 474-489. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2012.00913.x>
- Kaczmarek, S., og Nyuur, R. (2016). Review of the literature on board committees: taking stock and looking ahead. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 11(2), 89. <https://doi.org/10.1504/ijbge.2016.078200>
- Lekvall, P. (Ed.) (2014). *The Nordic corporate governance model*. SNS Förlag [https://www.sns.se/wp-content/uploads/2016/07/the\\_nordic\\_corporate\\_governance\\_model\\_1.pdf](https://www.sns.se/wp-content/uploads/2016/07/the_nordic_corporate_governance_model_1.pdf)
- Marel. (2019, 5. desember). *Rules of Procedure for the Nomination Committee of Marel hf*. <https://marel.com/media/67879/100-marel-nomination-committee-rop.pdf>
- Merriam, S. B. (2016). *Qualitative Research - A guide to Design and Implementation* (2nd ed.). San Fransisco: Jossey - Bass.
- Millet-Reyes, B., og Zhao, R. (2010). A comparison between one-tier and two-tier board structures in France. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), 279-310. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646x.2010.01042.x>
- OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Ólafur Arinbjörn Sigurðsson. (e.d.). *Bæklingur um tilnefningarnefndir*. Logos
- Páll Harðarson. (2019, 16. April). *Tilnefningarnefndir: Ekki til að skapa virðulega ásjúnd um fyrirfram gefna niðurstöðu*. Kjarninn miðlar ehf. <https://kjarninn.is/skodun/2019-04-16-tilnefningarnefndir-ekki-til-ad-skapa-virdulega-asynd-um-fyrirfram-gefna-nidurstodu/>

- Poulsen, T., Strand, T., og Thomsen, S. (2010). Voting Power and Shareholder Activism: A Study of Swedish Shareholder Meetings. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 329-343. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00811.x>
- Reeb, D., og Upadhyay, A. (2010). Subordinate board structures. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 469-486. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.04.005>
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P., og Hu, Y. (2006). The determinants and effects of board nomination committees. *Journal of Management & Governance*, 10(2), 119-148. <https://doi.org/10.1007/s10997-006-0001-3>
- Securities Market Association. (2020). *Finnish Corporate Governance Code 2020*. <https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/corporate-governance-code-2020.pdf>
- Shivdasani, A., og Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The journal of finance*, 54(5), 1829-1853. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00168>
- Sjöstrand, S.-E., Berglund, T., Grönberg, L., Kallifatides, M., Poulfelt, F., Pöyry, S., og Sigurjonsson, O. (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.
- Strauss, A. L., og Corbin, J. M. (1998). *Basics of qualitative research - Grounded theory procedures and techniques* (2nd edition). Sage Publications.
- Swedish Corporate Governance Board. (2020). *The Swedish Corporate Governance Code*. [http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Koden/The\\_Swedish\\_Corporate\\_Governance\\_Code\\_1\\_January\\_2020.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Koden/The_Swedish_Corporate_Governance_Code_1_January_2020.pdf)
- The Norwegian Corporate Governance Board (NCGB). (2018). *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance* (9th edition). [https://nues.no/wp-content/uploads/2018/10/NUES\\_eng\\_web\\_okt2018\\_2.pdf](https://nues.no/wp-content/uploads/2018/10/NUES_eng_web_okt2018_2.pdf)
- Thomsen, S., og Conyon, M. (2019). *Corporate Governance and Board Decisions*. Djøf Publishing.
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins. (2021a). *Stjórnarhættir fyrirtækja. Leiðbeiningar* (6. útgáfa). [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)
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland, og Samtök atvinnulífsins. (e.d.). *Hluthafar og hluthafafundur*. <http://leidbeiningar.is/itarefni/efnisbreytingar/hluthafar-og-hluthafafundur>
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland, og Samtök atvinnulífsins. (2015). *Corporate Governance Guidelines* (5th edition). [http://vi.is/%C3%BAtg%C3%A1fa/sk%C3%BDrslur/leidbeiningar\\_um\\_stjornarhaetti\\_fyrirtaekja.pdf](http://vi.is/%C3%BAtg%C3%A1fa/sk%C3%BDrslur/leidbeiningar_um_stjornarhaetti_fyrirtaekja.pdf)
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq OMX Iceland hf. og Samtök atvinnulífsins. (2009). *Stjórnarhættir fyrirtækja* (3. útgáfard edition). [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* (4. útgáfath edition). [https://www.vi.is/files/2012.03.08-stjornarhaettir-net\\_127435363.pdf](https://www.vi.is/files/2012.03.08-stjornarhaettir-net_127435363.pdf)
- Viðskiptaráð Íslands, Samtök atvinnulífsins og Nasdaq Iceland. (2021b). *Tilgangur og ávinningur tilnefningarnefnda: Reynsla og þróun á Íslandi og Norðurlöndunum*. [https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/02/VI\\_Fylgirit\\_Vefur.pdf](https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/02/VI_Fylgirit_Vefur.pdf)
- Zhang, Y. (2008). Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs: An empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 29(8), 859-872. <https://doi.org/10.1002/smj.689>
- Þorsteinn Friðrik Halldórsson. (2019, 30. January). *Nefndirnar fara eins og eldur í sinu um Kauphöllina*. *Vísir*. <https://www.visir.is/g/2019190139962>

