

# Eigendastefna opinbers fyrirtækis og ábyrgt eignarhald

Guðrún Erla Jónsdóttir, Runólfur Smári Steinþórsson og Pröstur Olaf Sigurjónsson<sup>1</sup>

## Ágrip

Eigendastefna fyrirtækja og stofnana hefur fengið aukið vægi í kjölfar hrunsins árið 2008. Íslensk stjórnvöld settu fyrst fram eigendastefnu fyrir félög í eigu ríkisins árið 2009. Tilgangurinn var sá að stuðla að því að félög í þeirra eigu væru starfrækt með faglegum og gagnsæjum hætti. Þannig gæti almennt traust ríkt á stjórnun og starfsemi þeirra. Grundvöllur eigendahlutverksins byggist á almennum leiðbeiningum um góða stjórnarhætti fyrirtækja auk almennra viðmiða um hlutverk og skyldur eigenda. Vaxandi umfjöllun hefur verið síðastliðin ár um góða stjórnarhætti. Samt sem áður er lítið um heimildir, hér á landi og víðar, um tilgang eigendastefnu. Í þessari grein er farið yfir fræðilegar undirstöður eigendastefnu sem felur í sér virkt og ábyrgt eignarhald og samstillingu eigendahlutverks. Skoðað er hvort og þá hvernig eigendastefna fellur að stjórnarháttum sem fræðigrein. Niðurstöður byggjast á eigindlegri rannsókn um virkt eignarhald, hluthafavirkni og ábyrgt eignarhald. Raundæmisrannsókn var gerð á eigendastefnu tiltekins fyrirtækis, Orkuveitu Reykjavíkur, sem er í eigu þriggja sveitarfélaga. Niðurstöður rannsóknarinnar styðja við fræðilega undirstöðu eigendastefnu og varpa ljósi á hugtakið. Færð eru rök fyrir því að takmörkun á ákvarðanatöku stjórna geti verið litin jákvæðum augum af hagaðilum enda sé verkaskiptingin skýr milli eigenda og stjórna. Rannsóknin leiðir í ljós jákvæð áhrif eigendastefnu á ákvarðanatöku stjórna. Eigendastefna styrkir ábyrgt eignarhald sem stuðlar að því að eigendur leggja aukna áherslu á meira en fjárhagslegan árangur í átt að aukinni sjálfbærni og samfélagslegrar ábyrgðar.

## Abstract

Ownership strategies of companies and public institutions were established as a significant governance mechanism following the global financial crisis in 2008. The Icelandic government was the first to establish an ownership strategy for its companies in 2009. The goal is that their holding companies are run professionally and transparently. That will establish trust in the management and operations held responsible. The basis of the ownership role is general guidelines on good corporate governance as well as general guidelines on the role and responsibilities of the owners. There has been a growing discussion in recent years about good govern-

<sup>1</sup> Guðrún Erla Jónsdóttir er stefnustjóri OR og doktorsnemi við Háskóla Íslands. Netfang: gudrunerla@or.is. Runólfur Smári Steinþórsson er prófessor í viðskiptafræði við Háskóla Íslands. Netfang: rsmari@hi.is. Pröstur Olaf Sigurjónsson er prófessor í viðskiptafræði við Háskóla Íslands. Netfang: olaf@hi.is.

ance, despite this, there are few sources, in Iceland and elsewhere, about the origin and purpose of an ownership strategy. This article reviews the theoretical foundations of ownership strategy, active and responsible ownership, and the alignment of owners. Based on an empirical study it is explored whether, and how, ownership strategy is theoretically positioned, for a definition of the concept. The results are based on a qualitative study of active ownership, shareholder activity, and responsible ownership. The case study explores the ownership strategy of a specific company, Orkuveita Reykjavíkur, which is owned by three municipalities. The results of the study support the theoretical foundations of ownership strategy and clarify the concept. It is also argued that stakeholders view the restriction on the mandate of the board in a positive way. The study also reveals the positive impact of ownership strategy on board decision-making, as responsible ownership leads to owners placing emphasis on more than mere financial performance, demonstrating ambition towards sustainability and social responsibility.

*JEL flokkun:* L1; L2, G32, M14

*Lykilorð:* Eigendastefna; ákvarðanatataka stjórnar; ábyrgt eignarhald; virkt eignarhald; sjálfbærni.

*Keywords:* Ownership strategy; board decision-making; responsible ownership; active ownership; sustainability.

## Ownership Strategy in a Public Organization and Responsible Ownership

### 1 Inngangur

Góðir stjórnarhættir hafa fengið meira vægi hjá mörgum hagaðilum fyrirtækja og stofnana á síðustu árum (Mallin, 2010; Oktari o.fl., 2020). Þegar stjórnun og rekstur fyrirtækis færirst frá hinum raunverulega eiganda til aðila sem starfar í hans umboði (Berle og Means, 1932) geta komið upp hagsmunaárekstrar milli eigenda og stjórnenda. Þetta hefur verið skilgreint sem umboðsvandi milli aðila (Alchian og Demsetz, 1972; Jensen og Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama og Jensen, 1983a, 1983b). Grundvöllur stjórnarháttar er eignarhald (Zattoni, 2011) og í stjórnarháttarfræðum hefur verið lögð mikil áhersla á hlutverk stjórnar við eftirlit og stýringu til að ná tókum á umboðsvandanum. Fyrir rúmum tveimur áratugum var töluverð athygli innan stjórnarháttarfræðanna á eigendastefnu (Collin, 2001) og virkt eignarhald (active ownership) sem lausn við umboðsvanda (Collin, 2001). Tíu árum fyrr, um 1990, höfðu komið fram reglur um góða stjórnarhætti (Aguilera og Cuervo-Cazurra, 2009) þar sem áhersla var lögð á virkt eignarhald (Black og Coffee, 1994; Shleifer og Vishny, 1997). Virkt eignarhald frá þessum sjónarhóli þjónaði aðallega þeim tilgangi að hámarka virði hluthafa með því að stýra til betri vegar samskiptum eigenda og stjórnenda og mögulega afstýra umboðsvanda. Síðustu árin hafa á hinn bóginn komið fram nýir fræðilegir straumar innan stjórnarháttar fyrirtækja sem nefna má næstu kynslóð hugmynda um virkt eignarhald en það er virkt og ábyrgt eignarhald (active and responsible ownership) (Mayer, 2013, 2018).

Að fyrirtæki sé samfélagslega ábyrgt er meira nú en nokkru sinni áður lykilatriði þegar kemur að samkeppnishæfni þess (Porter og Kramer, 2011) og í samfélaginu í heild eru gerðar sívaxandi kröfur um vandaða starfs- og stjórnarhætti fyrirtækja. Kallað er eftir því að fyrirtæki leggi aukna áherslu á meira en fjárhagslegan árangur (Hart og Zingales, 2017) og sýni fram á metnað til árangurs sem tengist sjálfbærni og samfélagslegri ábyrgð (Gillan o.fl., 2010; Ortas o.fl., 2015). Af þessum sökum hefur áhersla á sjálfbærni fyrirtækja og gagnsæi aukist sem og krafan um skýrslugjöf sem sýnir fram á áherslur og árangur.

Fyrirtæki nota í auknum mæli ytri viðmið og greina frá árangri í samræmi við staðla á

borð við GRI (Global Reporting Initiative) eða skýrslugjöf UFS – umhverfi, samfélag og stjórnarhætti (ESG – Environmental, Social and Governance). Þá er að finna ákall um að tekið sé mið af heimsmarkmiðum Sameinuðu þjóðanna í rekstri fyrirtækja (United Nations, 2019). Fram kemur að innleiðing heimsmarkmiðanna í rekstur fyrirtækja gangi of hægt að mati Sameinuðu þjóðanna og þær kalla eftir hraðari breytingum. Það fer saman við áherslu á að hagaðilar vinni saman í átt að sameiginlegri langtímasýn (van Tulder, 2018). Þessar áherslur eru samhljóma Schoon og Cox (2018) sem benda á mikilvægi samvinnu og samstillingu stjórnarháttanna sem leið til árangurs í átt að meiri sjálfbærni.

Íslensk stjórnvöld settu fyrst fram eigendastefnu fyrir félög í eigu ríkisins árið 2009 en hún náði eingöngu til þeirra fjármálafyrirtækja sem Bankasýsla ríkisins hafði umsjón með (Fjármála- og efnahagsráðuneytið, 2017). Eigendastefna ríkisins byggist á viðurkenndum leiðbeiningum um stjórnarhætti og sérstaklega leiðbeiningum OECD (2015) um stjórnarhætti fyrirtækja í eigu hins opinbera. Þrátt fyrir aukna áherslu á og vaxandi umfjöllun um góða stjórnarhætti er lítið um heimildir um eigendastefnu í framkvæmd, hvort heldur sem er hér á landi eða erlendis. Þekking á hugtakinu eigendastefna er því frekar takmörkuð (Collin, 2001; Schoon og Cox, 2018). Þá er enn kallað eftir rannsóknum á sviði ábyrgs eignarhalds (Mayer, 2013, 2018) og eigendastefnu (Jonsdóttir, 2020; Wahl, 2015) sem framkvæma þarf alþjóðlega og á Íslandi.

Markmið þessarar greinar er að fjalla um tiltekinn þátt ábyrgs eignarhalds í starfsemi opinbers fyrirtækis. Fókusinn er á sameiginlegar aðgerðir eigenda (collective actions of owners), þ.e. með hvaða hætti eigendur stilla saman strengi sína þegar kemur að ákvarðanatöku. Ætlunin er að skoða hvernig þessar sameiginlegu aðgerðir tengjast hugtakinu og fræðunum um eigendastefnu. Þá er það tilgangur rannsóknarinnar að brúa bil (gap) sem sjá má í stjórnarháttufræðunum um það hvaða hlutverk eigendur og eignarhald spilar þegar kemur að árangri hjá því fyrirtæki sem um ræðir. Til að ná utan um hugtakið eigendastefna og skilja hvaða þýðingu stefnan hefur spyrjum við: hvernig hefur eigendastefna áhrif á stjórnarhætti opinbers fyrirtækis? Sjálfbærni og samfélagsábyrgð verða tekin sem dæmi til þess að varpa ljósi á það hvernig eigendastefna getur stutt við ábyrgt og virkt eignarhald.

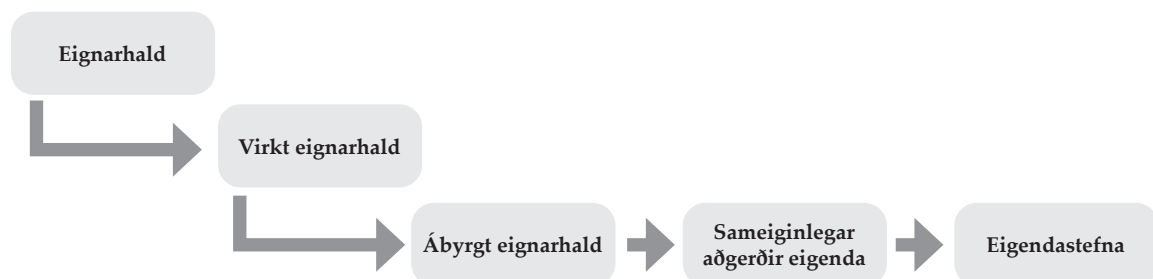
Greinin er byggð upp með eftirfarandi hætti. Fyrst er fjallað um fræðilegan grunn rannsóknarinnar. Því næst er farið yfir rannsóknaraðferð þá sem notuð var til að afla gagna og leita svara við rannsóknarspurningunni. Að endingu er farið yfir niðurstöður, umræður og takmarkanir sem og tillögur að framtíðarrannsóknum.

## 2 Fræðilegur grunnur

Til að varpa ljósi á bakgrunn fræða um eigendastefnu, sem hér er fjallað um, hefur mynd 1 verið gerð.

### Mynd 1

Fræðilegur grunnur að baki eigendastefnu



Framsetning höfunda

Undirkaflar bera sömu heiti og myndin ber með sér. Þannig vísar hver undirkafla til myndarinnar þar sem nánari útskýringar er að finna á inntaki og samhengi hugtakanna.

## 2.1 Eignarhald

Áskoranir samfara aðgreiningu eignarhalds og yfirstjórnunar (separation of ownership and control) fyrirtækja lögðu grunninn að stjórnarháttufræðum (Berle og Means, 1932). Samkvæmt Collin (2001) má rekja upphaf að stjórnarháttufræðum til kenninga Adams Smith. Fagið komst hins vegar á legg í gegnum rannsóknir sem gerðar voru í Bandaríkjunum, m.a. af Berle og Means. Aðaláherslan fyrstu áratuginna var á rannsóknir út frá viðskiptalegum forsendum og rökrænum ákvörðunum aðilanna sem áttu í hlut. Þær rannsóknir beindust í tvær áttir þar sem annars vegar er um að ræða rannsóknir sem settu fókus á stýringu og ákvarðanir (management approach) og hins vegar rannsóknir sem lögðu áherslu á að jafnvægi ríki þegar hugað væri að hagsmunum aðila og umboði til athafna (equilibrium determinism approach). Varðandi uppruna stjórnarháttufræðanna kemur fram að nálgunin að viðfangsefninu hafi verið þröng þar sem áherslan var mest á skilvirkni og árangur skráðra fyrirtækja gegnum yfirráð, stjórnir og skipulag fyrirtækja (Collin, 2001).

Hagsmunaárekstrar, sem verða til þegar ákvarðanir og stýring á fyrirtæki færast frá hinum raunverulega eiganda til einhvers sem starfar í hans umboði, raska jafnvæginu sem mikilvægt er að sé til staðar á milli aðila. Umboðskeningin (agency theory), sem þróuð var af fræðimönnum eins og Alchian og Demsetz (1972), Jensen og Meckling (1976) og Fama (1980), bendir á umboðsvandann sem verður til þegar aðilar hafa ólíka hagsmuni og mismunandi markmið. Þessar aðstæður geta leitt til hagsmunaáreksturs á milli umboðanda (principal), þ.e. eiganda eða stjórnar fyrir hönd eiganda, og umboðsmanns (agent), þ.e. stjórnandans sem ráðinn hefur verið. Ráðningarsambandið er í formi samnings og umboðsvandinn verður til þegar hagsmunir og markmið aðila, eiganda og þeirra sem starfa í þeirra umboði, stangast á og það er jafnframt erfitt og kostnaðarsamt fyrir umboðandann að sannreyna hvað umboðsmaðurinn er að gera (Eisenhardt, 1989). Í gegnum árin hefur umboðsvandamálið verið í brennidepli innan stjórnarháttufræðanna þar sem megináhersla hefur verið á hlutverk stjórna við eftirlit og stýringu með það fyrir augum að reyna að afstýra þessum vanda. Kenningin um umboðsvanda hefur þannig verið algengasta sjónarhorn stjórnarháttá (Daily o.fl., 2003; Shleifer og Vishny, 1997). Fræðin um stjórnarhætti hafa líka tekið mikið mið af Cadbury skýrslunni sem var gefin út 1992 þar sem stjórnarhættir eru skilgreindir sem það kerfi (system) sem tekið er upp og stuðst við af fyrirtæki á vettvangi stjórnar til leiðsagnar og stýringar á starfseminni (Cadbury, 1992).

## 2.2 Virkt eignarhald

Upp úr 1990 fór áhersla stjórnarháttá í auknum mæli að beinast að því sem skilgreina má sem virkt eignarhald (active ownership). Það sést á því að víða um heim voru kynntar til sögunnar reglur um góða stjórnarhætti (Shleifer og Vishny, 1997) sem lögðu áherslu á virka eigendur sem lausn við ákveðnum þáttum umboðsvandans. Shleifer og Vishny (1997) kölluðu eftir útfærslum á stjórnarháttum sem myndu leiða til þess að meirihluta-eigendur fengju nægjanlegt vald og hvata til að vera virkir samhliða tilhlýðilegri minnihlutavernd í samræmi við lög. Sú spurning vaknar hvað það þýði að vera virkur í því samhengi sem talað er um. Virkt eignarhald virðist fyrst og fremst þjóna þeim markmiðum að hámarka hagnað eigenda með því að bæta stjórnarhætti í sambandinu á milli eigenda og þeirra sem starfa í þeirra umboði (Becht o.fl., 2009; Black og Coffee, 1994). Þá hafa Bolton og Samama (2013) kynnt til sögunnar „trygglyndishluti“ (loyalty shares) sem gætu komið í staðinn fyrir virkt eignarhald. Trygglyndishlutir gætu verið skýrðir sem þolinmótt hlutafé eða fjármagn.

Eitt algengasta sjónarhornið í stjórnarháttum hefur lengi verið það að fyrirtæki skuli setja eigendur og hluthafa í fyrsta sæti með því að hámarka hagnað. Þá er átt við áhersluna á virði til hluthafa (shareholder value) og hefur stundum verið tengt við hluthafasjónarhorn (shareholder perspective) sem ruddi sér rúms á áttunda áratug síðustu aldar (Lazonick og O'Sullivan, 2000). Fram að þeim tíma hafði megináhersla fyrirtækja verið á

endurfjárfestingu hagnaðar í þágu fyrirtækisins til vaxtar og möguleika þess til að halda starfsfólki. Með hluthafasjónarhorninu breyttist stefnan, m.a. vegna kenninga um umboðsvandann á milli eigenda og stjórnenda og tilurðar sérhæfðra fjárfesta sem ýtti undir þessa þróun (Lazonick og O'Sullivan, 2000). Sem andsvar við hluthafasjónarhornið kom fram hagaðilasjónarhornið (stakeholder perspective). Það sjónarhorn gagnrýndi það hversu ráðandi sjónarmið hluthafa væru og jafnframt hin engilsaxneska nálgun á hagnað og skilvirkni innan stjórnarháttá (Charreaux og Desbrieres, 2001). Í takt við sjónarmið hagaðila hafa síðar komið fram áherslur eins og hjá Mayer (2013, 2018) sem talar fyrir því að fyrirtæki séu gerð ábyrg fyrir æðri tilgangi en eingöngu hagnaðarsjónarmiðum. Með því móti talar hann fyrir langtímaeignarhaldi og virðissköpun.

## 2.3 Ábyrgt eignarhald

Ábyrgt eignarhald fyrirtækja snýr að því að eigendur nýti rétt sinn og stöðu til að hafa áhrif á hinn æðri tilgang; hegðun og aðgerðir fyrirtækja sem þeir eiga hluti í og þannig tengja Thakor og Quinn (2013, 2018) ábyrgt eignarhald við hagfræði hins æðri tilgangs (economics of higher purpose). Á svipaðan hátt færðu Hart and Zingales (2017) rök fyrir því að ekki væri hægt að leggja að jöfnu hagsmuni eigenda (hluthafa) og háværkun hagnaðar. Sameiginlegt með þessum hugmyndum er það að skammtímahagnaðarsjónarmið komi á kostnað jákvæðs langtímasambands hagaðila. Þeir lögðu til að fyrirtæki myndu móta stefnu sem samstillti vilja eigenda.

### 2.3.1 Samstilling og sameiginlegar aðgerðir eigenda

Eigendur standa frammi fyrir tvenns konar vanda. Annars vegar að gera mögulegt að ná fram samstillingu um hlutverk þeirra (Olson, 1965) og sameiginlegar aðgerðir sem eigendur, og hins vegar að miðla „rödd“ eigenda eins og Hirschman (1970) nefnir það. Eigendastefna er innlegg í lausn við þessum vanda. Eigendastefnu má sjá sem sameiginlega rödd eigenda fyrir ábyrgu eignarhaldi. Það geta komið upp mál í fyrirtæki sem rekja má til erfiðleika milli eigenda og stjórnar eða stjórnar og stjórnenda. Þá er eigendastefnu ætlað að vera leiðbeinandi og hún geri eigendum að axla ábyrgð á eignarhaldi sínu. Slík ábyrgð getur falist í því að vanda eftir fremsta megni það sem gert er, það sem sagt er og staðið sé við það. Að taka afleiðingum orða sinna og gerða hvort sem það kemur fram í viðurkenningu, lofi eða gagnrýni. Eigendastefna getur komið í veg fyrir svokölluð frífarþegavandamál (free riding) (Edmans, 2014) þar sem minni fyrirtæki eru „frífarþegar“ með stórum eigendum en einnig að stór eigandi fari ekki sínu fram á kostnað þeirra minni. Virka skuldbindingu þarf til mótunar slíkrar stefnu. Eigendur eða hluthafar geta selt hluti sína í fyrirtæki séu þeir ekki sammála framtíðarsýn fyrirtækisins. Það að ganga út (exit) á við þegar eingöngu er lögð áhersla á eigendur sem fjárfesta (Hirschman, 1970) en sameiginleg rödd þeirra, það er að segja að tala einni röddu, er tákn um virkt og ábyrgt eignarhald.

Eigendastefna kallar á virka skuldbindingu eigenda til að ná fram því virði sem sameiginlegar aðgerðir eigenda (collective action of owners) geta skilað (sjá yfirlit yfir hugtök í viðauka 1). Það getur verið kostnaðarsamt og flókið fyrir eigendur að nýta rödd sína og láta í ljós óánægju sína. Eigendastefna minnkar til að mynda líkur á því að eigendur gangi út vegna ósamstöðu (exit) (Hirschman, 1970). Þá eykur hún líkurnar á að eigendur nýti rödd sína því hún er að hluta til háð áætlunum fyrirtækis og þess vegna er virði í lausnum sem gera eigendum kleift, á ódýran og skilvirkan hátt, að koma á framfæri óánægju ef hún er til staðar. Eigendastefna er skjal sem sjá má sem táknmynd um sameiginlega rödd og sameiginlegar aðgerðir eigenda. Eigendastefna tekur einnig á sambandi eigenda sem og sambandi eigenda við stjórn og styður við að leysa frífarþegavandamál ef slík staða kemur upp.

Þörfina fyrir eigendastefnu má sjá víða. Í leiðbeiningum um góða stjórnarhætti er kallað eftir því að fyrirtæki og stjórnir þeirra setji fram stefnu um sjálfbærni (Viðskiptaráð Íslands o.fl., 2021) sem mætir þörfum samtímans án þess að draga úr möguleikum komandi kynslóða til þess að mæta þörfum sínum (Brundtland, 1987). Sömuleiðis hafa Sameinuðu

Þjóðirnar innleitt markmið sem beint er til fyrirtækja um sjálfbæra þróun (Transforming Our World, 2015) og í lögum 3/2006 um ársreikninga er gerð krafa um ófjárhagslega upplýsingagjöf sem snýr meðal annars að umhverfi og samfélagi og byggist á alþjóðlegum IFRS-reikningsskilastöðlum. Fyrirtæki sem takast á hendur samfélagsábyrgð axla ábyrgð gagnvart komandi kynslóðum og horfa til framtíðar í ákvarðanatöku sinni og ígrunda hvaða afleiðingar hún hefur á samfélagið (Silberhorn og Warren, 2007). Í þessu efni tala Schoon og Cox (2018) fyrir aukinni samstillingu eigenda svo fyrirtæki nái árangri. Van Zanten og van Tulder (2018) undirstrika einnig sem forsendu fyrir árangri að hagaðilar séu samstilltir og vinni að sameiginlegri sýn. Í ljósi þess að Sameinuðu þjóðirnar segja framgang og árangur heimsmarkmiðanna ganga of hægt (United Nations, 2019) vaknar sú spurning með hvaða hætti er hægt að flýta fyrir innleiðingu þeirra. Eigendastefna sem miðlar sameiginlegri sýn eigenda (Wahl, 2015) gæti haft áhrif þar á en í þeirri rannsókn, sem þessi grein fjallar um, er skoðað hvort það er raunin og þá með hvaða hætti.

### 2.3.2 Eigendastefna og rannsóknarspurning

Í inngangi kemur fram að rannsóknarspurning greinarinnar er: *hvernig hefur eigendastefna áhrif á stjórnarhætti opinbers fyrirtækis*. Sérstök áhersla er á hlutverk eigendastefnu þegar kemur að sjálfbærni og samfélagslegri ábyrgð.

Til að rannsaka eigendastefnu er í þessari grein rýnt í dæmi frá Íslandi sem byggist á raundæmisrannsókn (Yin, 2014). Skoðuð er eigendastefna Orkuveitu Reykjavíkur. Mikilvægt er að taka fram að Orkuveitan er opinbert fyrirtæki og ber eignarhaldið þar af leiðandi einkenni þess. Í þessari rannsókn er horft til þess hvaða áhrif eigendastefna Orkuveitu Reykjavíkur hefur og hefur haft á stjórnarhætti fyrirtækisins. Einnig er rannsakað með hvaða hætti stjórn og eigendur sjá tilgang eigendastefnunnar og áhrif hennar fyrir sér. Þá er og sjónum beint að samfélagslegri ábyrgð og hvort eigendastefnan hafi áhrif þar á. Niðurstöður rannsóknar á einu fyrirtæki, í þessu tilviki opinberu fyrirtæki, hafa ekki beint leiðsagnargildi fyrir önnur fyrirtæki heldur eru slíkar niðurstöður innlegg í fræðilega umræðu um viðfangsefni rannsóknarinnar (Yin, 2014), þ.e. um það hvað getur falist í eigendastefnu hjá fyrirtæki.

Fræðileg áhersla rannsóknarinnar er á virkt eignarhald, ábyrgt eignarhald og eigendastefnu. Eigendastefna gerir mögulegt að ná fram samstilltum og sameiginlegum aðgerðum eigenda. Þörfina fyrir slíka stefnu má rekja til umboðsvanda og vandamála honum tengdum sem upp geta komið milli eigenda, milli eigenda og stjórnar, sem og stjórnenda. Þá hafa samstilltar aðgerðir eigenda verið nefndar sem tækifæri til aukinnar sjálfbærni og samfélagslegrar ábyrgðar (van Tulder, 2018). Eigendastefna sem lýsir sameiginlegri rödd allra eigenda (hvort heldur meiri- eða minnihluta eigenda) og framtíðarsýn gæti haft áhrif þar á. Eitt markmið rannsóknarinnar er að skoða hvernig eigendastefna gerir það.

Næst er fjallað nánar um rannsóknina og aðferð. Þá er farið yfir niðurstöður þær sem rannsóknin leiddi í ljós. Að lokum er umræða og gerðar eru tillögur að framtíðarrannsóknum.

## 3 Rannsóknaraðferð

Notast var við eiginlega rannsóknaraðferð til að fá djúpan skilning á viðfangsefninu enda getur slík aðferð á ríkulegan hátt lýst viðfangsefninu (Siggelkow, 2007). Notuð var kerfisbundin aðferð grundaðrar kenningar (grounded theory) (Glaser og Strauss, 1967) við gagnaöflun og greiningu. Gögnum var safnað úr mörgum og ólíkum áttum; unnin var vettvangsrannsókn þar sem skrifaðir voru minnisþættir á vettvangi, framkvæmd var gagnagreining byggð á frumgögnum og annars stigs gögnum. Þá voru tekin viðtöl við hagaðila sem tengdust eigendastefnu með ólíkum hætti. Hinn fræðilegi grunnur rannsóknarinnar var þróaður í gagnvirkum takti við niðurstöður rannsóknarinnar en þar sem rannsóknin er á könnunarstigi er ekki sett fram eða prófuð tilgáta um eigendastefnu. Fræðilegi hlutinn er grunnur að ramma til að ræða niðurstöðurnar.

### 3.1.1 Val á fyrirtæki og þátttakendum

Orkuveita Reykjavíkur var valin til þessarar rannsóknar. Rannsakendur höfðu óheft aðgengi að fyrirtækinu og gögnum sem ekki eru öðrum aðgengileg. Þá voru eigendur, stjórn og stjórnendur fyrirtækisins viljugir að taka þátt í rannsókninni sem og aðilar úr viðskiptalífinu en það er mikilvægt rannsókn af þessari gerð (Patton, 2002). Það hafði mikil áhrif á valið að hægt er að kafa djúpt í skoðanir og þekkingu sem þátttakendur búa yfir. Að ná til þátttakenda úr ólíkum áttum er mikilvæg leið til að lágmarka hlutdrægni og auka áreiðanleika niðurstaðna.

Á grunni laga um Orkuveitu Reykjavíkur (lög 136/2013) gerðu eigendur með sér sameignarsamning sem skýrir nánar ábyrgð og valdmörk. Í sameignarsamningnum (Orkuveita Reykjavíkur, 2022) segir að eigendur skuli móta sér eigendastefnu. Eigendastefnan (Orkuveita Reykjavíkur, 2014) var samþykkt samhljóða af eigendunum þremur árið 2012 og var þar með fyrsta eigendastefna sem sett var fyrir orkufyrirtæki á Íslandi. Eigendur mótuðu stefnuna í kjölfar hremminga efnahagshrunsins 2008 sem fyrirtækið fór illa út úr. Ráðast þurfti í umfangsmiklar aðgerðir til að bjarga fyrirtækinu frá gjaldþroti. Þær aðgerðir voru tvíþættar og fólu í sér annars vegar skammtíma fjárhagsleg markmið og hins vegar mótun eigendastefnu til að setja leiðarljós og framtíðarsýn til lengri tíma.

Þátttakendur í rannsókninni voru valdir út frá væntu framlagi þeirra með tilliti til þess hvaða þekkingu og reynslu þeir höfðu af eigendastefnu. Tekin voru viðtöl við 19 aðila, a) fimm fulltrúa eigenda (núverandi og fyrrverandi), b) fjóra núverandi og fyrrverandi aðila í stjórn, c) þrjá núverandi stjórnendur og d) sjö aðila í atvinnulífinu sem ekki tengjast fyrirtækinu. Ekki er gerð nánari grein fyrir viðmælendum eða þeim lýst en það þjónar ekki tilgangi rannsóknarinnar auk þess sem það hefði opinberað þátttakendur.

### 3.1.2 Gögn og gagnagreining

Aflað var gagna á tímabilinu 2018 til 2020. Fyrst var safnað skriflegum gögnum, annars vegar annars stigs gögnum svo sem útgefnum skýrslum og upplýsingum af heimasíðu fyrirtækisins um uppruna, tilgang og hlutverk þess. Þá er eigendastefnan öllum aðgengileg á heimasíðu fyrirtækisins sem og sameignarsamningur eigenda (Orkuveita Reykjavíkur, 2022). Í öðru lagi var safnað fyrsta stigs gögnum og voru þar helst fundargerðir stjórnar allt frá 2012 til ársins 2020. Hluti fundargerðanna telst til annars stigs gagna en þær eru frá nóvember 2017 opinberar á heimasíðu [www.or.is](http://www.or.is).

Vettvangsrannsókn var framkvæmd á árinu 2019 þar sem einn rannsakenda sat alls 12 stjórnarfundi og skrifaðir minnisþingar. Öll gögn sem safnað var voru kóðuð, flokkuð og svo voru þemu greind. Algengustu þemu sem fram komu voru: *samstilling*, *langtímasýn*, *ákvarðanatataka* og *sjálfbærni*.

Að lokinni fyrstu umferð gagnagreiningar var þemaflokkunin notuð til að útbúa hálfstaðlaðan spurningalista fyrir opin viðtöl við þátttakendur. Hvert viðtal tók að meðaltali um klukkustund. Þátttakendur voru spurðir opinna spurninga sem gerði þeim kleift að svara með þeim hætti sem þekking þeirra og reynsla gaf tilefni til. Þannig var ekki spurt spurninga sem hefðu aðeins gefið þátttakendum færi á því að svara játandi eða neitandi (Becker, 1998).

Viðtölum var skipt upp í fyrri og seinni umferð.

1. Í fyrri umferð viðtala árið 2018 voru tekin alls tólf viðtöl við eigendur, stjórnendur og stjórn fyrirtækisins. Markmið þeirra viðtala var að fá djúpan skilning á hugtakið „eigendastefna“ og til að skilja viðhorf viðmælanda í garð eigendastefnu. Hvert viðtal tók um klukkustund og einn höfundar tók þau augliti til auglitis á þeim stað sem viðmælendur völdu. Árið 2019 fór fram kóðun og gagnagreining þeirra viðtala, hvort tveggja handvirkt en einnig var stuðst við gagnagreiningarforritið Nvivo. Þemur voru: *samstilling*, *langtímasýn*, *traust* og *ákvarðanatataka*. Þessi þemu voru tengd við fræðilegan grunn eigendastefnu og var þeim skipt upp eftir því hvort þau studdu fræðilegan grunn eður ei.

2. Seinni umferð viðtala var árið 2020 þegar tekin voru viðtöl við aðila úr íslensku atvinnulífi. Markmið þeirra viðtala var að fá fram skoðanir viðmælenda á eigendastefnu Orkuveitu Reykjavíkur og hvaða áhrif hún hefði á ímynd og traust til fyrirtækisins. Tekin voru viðtöl við sjö leiðtoga í atvinnulífinu og fóru þau fram rafrænt enda stóð Covid 19-faraldurinn sem hæst á þeim tíma og til að tryggja öryggi var ákveðið að hittast ekki augliti til auglitis. Kóðun gagna og þemun sem birtust voru: *stjórnarhættir, traust, ákvarðanataka og sjálfbærni*. Þemun voru því næst greind og notast var við beinar tilvitnanir í viðmælendum.

Til að tryggja áreiðanleika í túlkun gagna og kóðun þeirra tóku tveir höfundar það að sér. Þeir stilltu upp þemum hvor í sínu lagi og báru þau saman áður en lokið var við kóðun gagnanna, til að tryggja orðheldni. Einn höfundar var í tvöföldu hlutverki sem starfsmaður fyrirtækisins og starfar sem slíkur í samræmi við eigendastefnuna sem og aðrir þeir þátttakendur sem starfa hjá fyrirtækinu. Allir þrír höfundanna tóku þátt í að túlka niðurstöður til að lágmarka hlutdrægni og auka áreiðanleika. Í næsta kafla er farið yfir þemagreiningar og niðurstöður rannsóknarinnar.

## 4 Niðurstöður

Tilgangur rannsóknarinnar er að rýna í eigendastefnu sem hugtak og verkfæri í stjórnarháttum fyrirtækja. Einnig er ætlunin að skoða hvernig eigendastefna hefur áhrif á stjórnarhætti opinbers fyrirtækis og tekið dæmi sem tengist sjálfbærni og samfélagslegri ábyrgð. Út frá þemagreiningu benda niðurstöður til þess að virkt eignarhald, ábyrgt eignarhald og samstilltar aðgerðir eigenda geti haft áhrif á langtímasýn og sjálfbærni fyrirtækja. Eins og sjá má á mynd 1 um fræðilegan grunn rannsóknarinnar þá hafa niðurstöður rannsóknarinnar haft áhrif á það til hvers konar heimilda, atriða og þátta í fræðunum hefur verið litið við útfærslu á hinum fræðilega ramma sem notaður er til að ræða niðurstöðurnar.

Eins og segir í aðferðafræðikaflanum þá var leitað eftir álitum þar til bærra hagaðila með hálfstöðluðum opnum viðtölum. Með því móti var hægt að skilja hlutverk og eftirfylgni eigendastefnu hjá því fyrirtæki sem var til skoðunar. Notast var við eigindlega rannsóknaraðferð og grundaða kenningu til að kóða gögn og finna sameiginleg þemu. Tafla 1 hér fyrir neðan hefur að geyma yfirlit yfir þau þemu sem greind voru og þekja þeirra reiknuð. Farið verður yfir hvert þema í undirköflum sem fylgja í kjölfarið.

**Tafla 1**

*Þemu og greining*

Þema	Niðurstaða	Fjöldi tilvika	Hlutfall
1 Styður við samstillingu	Sýnir fram á stuðning við samstillingu	232	92%
	Neikvæð áhrif á samstillingu	21	8%
2 Styður við langtímasýn	Styður langtímasýn	74	86%
	Styður ekki langtímasýn	12	14%
3 Stillir stjórn saman við væntingar og hagsmuni eigenda	Staðfest	137	93%
	Óstaðfest	10	7%
4 Hefur áhrif á traust	Jákvæð áhrif	59	98%
	Neikvæð áhrif	1	2%

### 4.1.1 Samstilling og sameiginlegar aðgerðir eigenda

Til að byrja með var reynt að átta sig á skoðunum þátttakenda á því hvort eigendastefna stuðlaði að samstillingu eigenda og þá með hvaða hætti hún gerði það, eða ekki. Niðurstöður viðtalanna sýndu fram á það að eigendastefna er stjórnarháttarlausn sem setur



fram vilja eigenda og leiðbeinir þeim sem starfa í þeirra umboði. Á sama hátt leysir eigendastefna þann vanda sem skapast getur ef meirihlutaeigendur nýta hlutfallsrétt sinn á kostnað minni eigenda enda verða ekki gerðar breytingar á henni nema í samkomulagi eigenda. Með því að komast að samkomulagi um sameiginlega sýn eigenda er stuðlað að samstillingu þeirra og lagður grunnur að sameiginlegum aðgerðum.

Með þemagreiningu var hægt að skoða það hvernig eigendastefnan hefði haft áhrif að mati svarenda á sameiginlegar aðgerðir eigendanna. Niðurstöður gefa sterkar vísbendingar um það að eigendastefnan sé í reynd plagg sem ýtir undir samstillingu og sameiginlegar aðgerðir og samstarf eigenda (232 kóðuð tilvik eða 92% þeirra, til móts við 21 tilvik 8%, sem gáfu til kynna að hún væri það ekki). Sjá aftur töflu 1. Hvatinn til þess að móta eigendastefnu var í reynd þörfin til samstillingar eigenda. Einn viðmælenda, stjórnandi, kallaði eigendastefnu „samstarfssáttmála eigenda“. Hvatinn, og nauðsyn þessarar samstillingar eigenda, með orðum eins stjórnarmeðlims:

Hvatinn var að í raun samræma skoðanir eigendanna sem snúa að hlutverki fyrirtækisins og í raun og veru að ná eigendahópnum saman. Það gengur ekki að það sé endalaust verið að skipta um „kúrs“ þegar maður er að stýra stóru fyrirtæki, það bara gengur ekki upp. Þú þarft að horfa til svo langrar framtíðar, þú veist, þegar þú ert með svona fyrirtæki í höndunum.

Þó var einn meðlimur stjórnar sem fannst að heildarstefna ætti að geta gert þetta. Viðmælandinn lýsti því þannig:

Ég tel eigendastefnuna, ég tel hana bara vera hluta af heildarstefnumótun fyrirtækisins.

Stundum var kannski engin svona sérstök stefnumótun en stefnan var mjög skýr.

Þó benti sami viðmælandi á, og í nokkurri mótsögn við framangreint, að óljós stefnumótun þyrfti nánari skýringar við:

Á endanum þá verða [urðu] menn að komast að sameiginlegri niðurstöðu um að kannski þurfi skýrari stefnumótun.

Að því sögðu er það einmitt tilgangur eigendastefnunnar að skýra hlutverk eigendanna (Orkuveita Reykjavíkur, 2014). Það er orðað svo í eigendastefnu fyrirtækisins:

Með skýrri eigendastefnu er leitast við að skýra hlutverk og ábyrgð eigendanna og tryggja þátttöku þeirra í ákvörðunum um mikilvæg málefni og stefnumörkun. Þannig á eigendastefnan að tryggja lýðræðislega, gagnsæja, faglega og skilvirka stjórnun fyrirtækisins.

Í ljósi þess að viðmælandi í stjórn benti á mikilvægi þess að ekki yrði skipt um kúrs, þá verður næst fjallað um þema sem birtist við kóðun gagnanna og snýr að langtímasýn.

#### 4.1.2 Langtímasýn

Í fræðilegri umfjöllun er lýst mikilvægi ábyrgs eignarhalds til stuðnings langtímasýnar. Þrátt fyrir að skilningur viðmælenda á tímalengd langtímasýnar hafi ekki verið greindur sérstaklega, þá var það ljóst að átt var við lengri tíma en 10 ár. Að því sögðu getur verið erfitt að fá eigendur til að taka ábyrgð til langs tíma á kostnað skammtímahagnaðarsjónarmiða. Lagt var upp með að virkt eignarhald gæti stuðlað að langtímasýn og ætlunin var að skoða hvort eigendastefna væri lausn sem styddi við sýn til lengri tíma í stað skemmri tíma.

Niðurstöður sýndu að langtímasýn var mikilvæg að mati viðmælenda og að eigendastefna væri lausn þar sem í henni væru tiltekin leiðarljós til langs tíma. Langtímasýn var þannig studd í viðtölunum. Kóðuð gögn sýndu fram á 74 tilvik (86%) þar sem eigenda-

stefna bæri með sér leiðarljós til langrar framtíðar en í 12 tilfellum (14%) voru viðmælendur ósammála því (sjá aftur töflu 2). Einn handhafa eigendavalds var spurður um þýðingu eigendastefnunnar fyrir eigendurna:

Hún er að lýsa langtímasýn ... og viljanum ... við viljum hafa stjórnarmenn sem vinna eftir markmiðum sem eru sett ... viljum að þau [stjórnin] séu fyrst og fremst að huga að hag fyrirtækisins og því að framfylgja ábyrgri sýn eigenda á langtímahagsmunum fyrirtækisins.

Þó er eigendastefnan ekki svo nákvæm að stjórn hafi ekki svigrúm til sjálfstæðrar ákvarðanatöku eða til setningar stefnu og markmiða í átt til framtíðarsýnar eigendanna. Eigendastefnan er ramminn sem stjórn starfar innan. Að því gefnu að eigendastefna lýsi sýn eigendanna og leiðarljósi til langrar framtíðar til að ekki sé sífellt verið að skipta um „kúrs“ þá skipti það viðmælendur, í stjórn og eigendur, máli að samstilling næðist þeirra á milli. Um það er fjallað næst.

#### 4.1.3 Samstilling stjórnar við væntingar og hagsmuni eigenda

Að mati viðmælenda var skýrleiki eigendastefnu varðandi vilja eigenda mikilvægur. Eigendur hefðu gert það nokkuð skýrt hver vilji þeirra væri og hvert þeir vildu fara með fyrirtækið, hver væru þeirra leiðarljós og framtíðarsýn. Einn handhafi eigendavalds í fyrirtækinu nefndi:

Eigendur telja sig svona nokkurn veginn vita hvert fyrirtækið á að stefna og er að stefna. Félagsstjórnin, eða meðlimir hennar, vita hvert þeir eiga að fara með fyrirtækið. Þannig að báðir [eigendur og stjórn] eru með svona svólítið „comfort“ fyrir því að þeir séu að gera það sem er ætlast til af þeim.

Stjórnendum væri þá ljóst til hvers væri ætlað af þeim. Viðmælendur litu það jákvæðum augum. Niðurstöður kóðunar sýndi fram á að eigendastefna hafði jákvæð áhrif á samstillingu og samvinnu stjórnar og eigenda. Niðurstöður sýndi að eigendastefna stuðli að samstillingu eigenda og stjórnar eða í 93% tilfella á móti 7% tilfella sem sýndu fram á hið gagnstæða.

Stjórnarmaður aðspurður hvort um væri að ræða einhverja samstillingu eigenda og stjórnar sem hluta af eigendastefnu „já, og [eigendur] eru líka sem sagt ábyrgari, þá er ég meira að meina svona „committed““.

Í ljósi þess að með eigendastefnu verður framtíðarsýnin skýr og að hún gefi stjórn ákveðna staðfestingu („comfort“) fyrir því að hún sé að gera það sem ætlast er til af henni, þá sýndu gögnin fram á þema sem kom ekki fram í fræðilega kaflanum. Það var aukið traust og auðveldari ákvarðanatöku sem fjallað er um næst.

#### 4.1.4 Traust og ákvarðanatöku

Framangreind þemu kallast að mörgu leyti á við þann fræðilega grunn að eigendastefnu sem fjallað var um í kafla 2. Rannsóknin leiddi hins vegar til greiningar á þema sem ekki hefur verið rætt í fræðunum að sama marki. Þetta þema er traust. Eigendastefna hefur að mati viðmælenda jákvæð áhrif á traust milli hagaðila. Kóðun leiddi í ljós mikinn stuðning við traust, 98% meðan 2% voru neikvæð. Reyndin var sú að viðmælendum fannst eigendastefnan stuðla að gagnsæi og trausti milli hagaðila. Gagnsæi er eitt þeirra leiðarljósa sem eigendastefnan tilgreinir og um mikilvægi þess sagði einn aðili í stjórn „gagnsæi er algjört lykilatriði og án þess er eiginlega vonlaust að byggja upp traust“.

Í framkvæmd sögðu aðilar í stjórn að hægt væri að vísa til eigendastefnunnar til að tryggja það að þau væru að fylgja eftir ákvæðum hennar og nýta hana markvisst til stefnumiðaðrar ákvarðanatöku. Einn stjórnarmanna svaraði svo þegar hann var spurður að því hvort eigendastefna væri mikilvægur hluti stjórnarhátta:

Ég held það væri miklu erfiðara að vera stjórnarmaður án eigendastefnu. Af því að eigendastefna er svona tiltölulega almennt orðuð þannig að stjórnin þarf oft að taka mikilvægar ákvarðanir en þær eru um útfærslur og leiðir og gerir það innan eigendastefnunnar. En stjórnarmenn vita þá líka til hvers er ætlast til af þeim.

#### 4.1.5 Stjórnarhættir, sjálfbærni og samfélagsleg ábyrgð

Til að kanna áhrif eigendastefnu á ákvarðanatöku stjórna og hvort ábyrgt eignarhald leiði til áherslu á meira en fjárhagslegan árangur og sýni fram á metnað varðandi sjálfbærni og samfélagslega ábyrgð voru tekin viðtöl við stjórnendur í atvinnulífinu. Markmið þessara viðtala var að fá annað sjónarhorn en eigenda og stjórnenda varðandi eigendastefnu og áhrif á sjálfbærni. Þetta var gert til að ekki væri reitt eingöngu á skoðanir þeirra sem að henni standa með beinum hætti. Kóðun gagna og þemun sem greind voru: *stjórnarhættir, traust, ákvarðanatöku og sjálfbærni*.

Einn leiðtogi atvinnulífsins á fjármálamarkaði orðaði tengsl og samhengi eigendastefnu, trausts og ákvarðanatöku um sjálfbærni á eftirfarandi hátt:

Stjórnarháttartæki á borð við eigendastefnu, eins og Orkuveita Reykjavíkur hefur innleitt hjá sér, er í eftirlæti hjá okkur þar sem við viljum sjá skýran eigendastrúktúr, samfélagslega ábyrgð og sjálfbærni á hæsta stigi. Að taka hagnað fram yfir tilgang væri ekki til marks um að stefnu um sjálfbærni væri fylgt. Við vitum að krísan [krísunni] [Covid 19] verður fljótlega lokið og ef eitthvað, þá mun hún skilja að þá sem sannarlega fylgja eftir tilgangi sínum og þeim sem gera það ekki. Við erum hlynnt þeim fyrrnefndu.

Yfirmaður eignastýringar beintengir fjárhagslegan árangur fyrirtækisins í útgáfu grænna skuldabréfa við sjálfbærni og stjórnarhætti:

Við trúum því að árangurinn sé að hluta til kominn vegna mjög skýrrar eigendastefnu sem hefur jákvæð áhrif á stjórnskipulagið en ekki síst að fyrirtækið virðist standa við stefnu sína um sjálfbærni og samfélagábyrgð.

Að þessu sögðu eru í næsta kafla umræður um niðurstöðu rannsóknarinnar og gerð til-laga að frekari rannsóknum.

## 5 Umræða og frekari rannsóknir

Í þessari grein hefur eigendastefna og áhrif stefnunnar á stjórnarhætti opinbers fyrirtækis verið í brennidepli. Í greininni hefur verið settur fram fræðilegur grunnur í þeim tilgangi að fjalla um og skilgreina hvað felst í eigendastefnu. Fræðigrunnurinn er jafnframt hugs-aður sem rammi fyrir umræðuna um eigendastefnu sem hugtak út frá niðurstöðum raun-rannsóknarinnar sem lýst var hér að framan. Bæði fræðilega rannsóknin og raunrann-sóknin benda til að atriði eins og virkt eignarhald, hluthafavirkni og ábyrgt eignarhald hafi mikla þýðingu varðandi eigendastefnu. Niðurstöður sýna ákveðinn samhljóm við þann fræðilega grunn sem finna mátti um eigendastefnu.

Fyrirliggjandi rannsóknir sýna að hugtakið og fyrirbærið eigendastefna hefur nánast frá upphafi í þróun fræða um stjórnarhætti verið í aukahlutverki og var lengi vel vanrækt (Collin, 2001). Því er mikil þörf á frekari rannsóknum og með þeirri rannsókn, sem hér er fjallað um, er hugtakið skilgreint nánar og tekin dæmi sem útskýra það með orðum þátt-takenda rannsóknarinnar. Þá gefur niðurstaða rannsóknarinnar til kynna hvað ytri aðilar segja um það hvernig eigendastefna hefur áhrif á stjórnarhætti og tengslin við ábyrgð og árangur með hliðsjón af dæmum um áherslur fyrirtækisins sem skoðaðar eru varðandi sjálfbærni og samfélagsábyrgð.

Í ljósi þess að umboðskeningin (Alchian og Demsetz, 1972; Jensen og Meckling, 1976; Fama, 1980) beindi sjónum að þeim vanda sem verður til þegar aðilar hafa ólíka hagsmuni og mismunandi markmið er mikilvægt að skapa aðstæður sem koma í veg fyrir hagsmunaárekstur milli eigenda og stjórnenda. Framan af hafa stjórnarháttarfræði lagt megináherslu á eftirlitshlutverk stjórnna til að afstýra umboðsvandanum (Fama og Jensen, 1983a, 1983b). Þegar áhersla stjórnarháttanna fór upp úr 1990 að beinast í auknum mæli að virku og ábyrgu eignarhaldi fóru spjótin að beinast að eigendunum sjálfum og því sjónarhorni að fyrirtæki séu gerð ábyrg fyrir æðri tilgangi en hagnaðarsjónarmiðum eingöngu (Mayer, 2013, 2018; Thakor og Quinn, 2013, 2018). Í því samhengi er talað fyrir langtímaeignarhaldi og virðissköpun (Mayer, 2013, 2018).

Þetta ýtti undir spurninguna með hvaða hætti eigendur geti stillt saman strengi (Schoon og Cox, 2018) og unnið saman með sameiginlegum aðgerðum í átt að sameiginlegri sýn (van Zanten og van Tulder, 2018). Rannsóknin á eigendastefnu Orkuveitu Reykjavíkur og áhrifum hennar á stjórnarhætti, út frá dæmum um sjálfbærni og samfélagslega ábyrgð, bendir til að með eigendastefnu hafi skapast mikilvægur grundvöllur fyrir eigendur til að tala einni röddu og stuðla að ábyrgu eignarhaldi með sameiginlegum aðgerðum og virkari samvinnu, (Olson, 1965; Schoon og Cox, 2018; van Zanten og van Tulder, 2018) en áður og um leið stuðli eigendastefna að því að sett sé leiðarljós til langs tíma. Það styður við að eigendur eru annað og meira en eingöngu fjárfestar (Hirschman, 1970).

Niðurstöður rannsóknarinnar kallast á við það sem sett er fram sem fræðilegur grunnur eigendastefnu og gögnin benda til þess að eigendastefna, sem leggur sameiginlegar línur eigenda, stuðli að samstöðu eigenda, samstillingu stjórnenda við langtímasýn eigenda og að hún stuðli jafnframt að auknu trausti enda gætu eigendur treyst því að þeir sem starfa í þeirra umboði fylgi stefnu þeirra og langtímasýn án þess að vera svo nákvæm að hún komi í veg fyrir sjálfstæða ákvarðanatöku. Ætla má að ákvarðanatöku sé skilvirkari hafi eigendur áður sammælt um meginlínur. Eigendastefna er til stuðnings ákvarðanatöku stjórnar og stjórn fær skýrari skilaboð með eigendastefnu og hvaða línur eigendur leggja. Þetta ætti ekki að koma á kostnað sjálfstæði stjórnna þar sem einstakir stjórnarmenn geta eftir sem áður komið andstæðum sjónarmiðum á framfæri og blöskri eigendum starfsemi stjórnar eða fulltrúa í stjórn er hægt að skipta þeim út enda minnki traust eigenda í þeirra garð. Ekki er til samhljóma skilgreining á trausti (Jonsdóttir, 2018; Kantsperger og Kunz, 2010; Xie og Peng, 2009) enda er það huglægt. Ein skýring þess er sú að aðili sé tilbúinn að reiða sig á annan vegna þess að hann hafi tiltrú á honum (Friðrik Eysteinnsson og Þórhallur Örn Guðlaugsson, 2010) sem þá styður ákvarðanatöku (Hoey o.fl., 2021).

Dæmið um eigendastefnu Orkuveitu Reykjavíkur, sem hefur að geyma fyrirmæli sem takmarkar umboð stjórnar, sýndi ekki fram á andstöðu við ákvæðið. Stjórnarfolk og stjórnendur litu það jákvæðum augum að hafa skýran ramma til að starfa eftir enda auðveldaði það þeim ákvarðanatöku þegar vilji eigendanna var skýr. Þegar skoðuð voru áhrif eigendastefnu á stjórnarhætti með hliðsjón af sjálfbærni og samfélagslegri ábyrgð mátti sjá áherslu á samvinnu og samstillingu eigenda, stjórnar og stjórnenda (stjórnarháttanna) (Schoon og Cox, 2018) sem stuðlaði að árangri og skuldbindingu við sjálfbærni.

Niðurstöður rannsóknarinnar sýna þó að það kunna að skapast aðstæður þar sem takmörkun á ákvarðanatöku stjórnna sé litin jákvæðum augum enda sé verkaskipting milli eigenda og stjórnar þá skýr og gagnsæ. Viðmælendur mátu það sem svo að gott væri að vinna í þágu eigenda þegar vilji eigenda og framtíðarsýn væru alveg ljós. Viðtölin leiddu ekki í ljós andstöðu við þau ákvæði og ákvarðanir sem eigendastefna fyrirtækisins kvað á um að skyldu koma til eigenda til skoðunar og samþykkis. Það hefði ekki komið höfundum á óvart ef það hefði verið reyndin. En þvert á móti fannst viðmælendum í stjórn, og ekki síst stjórnendum, kostur að vita til þess að þau væru að taka ákvarðanir í takti við framtíðarsýn og vilja eigenda til langs tíma. Þetta leiddi ekki til ákvörðunarfærni enda er eigendastefnan ekki svo nákvæm að stjórn hafi ekki svigrúm til sjálfstæðrar ákvarðanatöku. Þó eru mögulegar hindranir við það að starfað sé til samræmis við eigendastefnu.

Þær snúa að skilningi, virðingu og hollustu við eigendastefnuna. Skilji aðilar ekki tilgang hennar sem hluta af stjórnarháttum eða virði ekki tilgang hennar nýtast ekki tækifærin sem í henni eru fólgin. Þess vegna er mikilvægt að eigendur séu upplýstir með reglu- bundnum hætti um það hvernig er unnið til samræmis við hana þannig að hún verði hluti stefnumiðaðra stjórnarháttanna og eftirfylgni.

Það eru takmarkanir á þessari rannsókn. Um eitt tilvik er að ræða og eigendur fyrirtækisins eru fáir. Eignarhaldið er takmarkandi þáttur en eigendurnir eru sveitarfélög. Ekki er víst að sama niðurstaða fengist ef fyrirtæki með annars konar eignarhald væru skoðuð. Hins vegar gefur þessi rannsókn djúpan skilning á viðhorfum og skoðunum þátttakenda þessarar raundæmisrannsóknar. Þá er einn höfundanna í tveimur hlutverkum. Það eru aftur á móti engar vísbendingar um að tvöfalda hlutverkið hafi haft nokkur áhrif á svör viðmælenda. Þvert á móti var hægt að byggja á þekkingu og trausti við gagnaöflun sem staða höfundar gerði kleift að komast að frumgögnum og til að fá samþykki fyrir því að vera á vettvangi. Af takmörkunum leiðir að setja verður fyrirvara um alhæfingargildi niðurstaðna. Það er óvíst að heimfæra megi niðurstöðu rannsóknarinnar á öll fyrirtæki. Þrátt fyrir það er hægt að draga almenna ályktun og leggja til frekari rannsóknir; með því að huga að því að leysa umboðsvanda með ábyrgu eignarhaldi, stuðla að samstillingu og sameiginlegum aðgerðum eigenda og stjórnar sem starfar í þeirra umboði sem og skuldbindingu við sjálfbærni til langs tíma má ætla að fyrirtæki geti haft gagn af því nýta eigendastefnu sem undirstöðu góðra stjórnarháttanna. Það er lagt til að frekari rannsóknir verði gerðar á eigendastefnu og kannað með meginlegri aðferðarfræði hvort fræðilegur grunnur eigendastefnunnar haldi enda á umræða um hana erindi inn í virka umræðu í tengslum við breyttar áherslur í þjóðfélaginu og ekki síður vegna nýrra og meiri krafna um skýrslugerð stjórnar og stjórnenda til eigenda og annarra hagaðila.

## Heimildir

- Aguilera, R. V. og Cuervo-Cazurra, A. (2009). Codes of good governance. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 376–387. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00737.x>
- Alchian, A. A. og Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, 62, 777–795.
- Becht, M., Franks, J. R., Mayer, C. og Rossi, S. (2009). Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3093–3129. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn054>
- Becker, H. (1998). *Tricks of the trade. How to think about your research while you're doing it*. The University of Chicago Press. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226040998.001.0001>
- Berle, A. A. og Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan.
- Black, B. S. og Coffee, J. C. (1994). Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation. *Michigan Law Review*, 92, 1997–2087.
- Bolton, P. og Samama, F. (2013). Loyalty-shares: Rewarding long-term investors. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 86–97. <https://doi.org/10.1111/jacf.12033>
- Brundtland Report. (1987). *Our Common Future*. World Commission on Environment and Development.
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee & Co.
- Charreaux, G. og Desbrieres, P. (2001). Corporate Governance: Stakeholder Value Versus Shareholder Value. *Journal of Management and Governance*, 5, 107–128.
- Collin, S. O. (2001). Ownership strategy: A holistic and praxis oriented view on corporate governance. *Department of Business Studies Working Paper Series*, nr. 5. Kristianstad University College.
- Daily, C. M., Dalton, D. R. og Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371–382. <https://doi.org/10.5465/AMR.2003.10196703>
- Edmans, A. (2014). Blockholders and Corporate Governance. *Annual Review of Financial*, 6, 23–50. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034455>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288–307.
- Fama, E. F. og Jensen, M. C. (1983a). Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 327–349.

- Fama, E. F. og Jensen, M. C. (1983b). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325.
- Fjármála- og efnahagsráðuneytið (2017). *Almenn eigandastefna ríkisins fyrir fjármálafyrirtæki: Nær til þeirra fjármálafyrirtækja sem Bankasýsla ríkisins hefur umsjón með*. [http://bankasysla.is/files/Almenn%20eigandastefna%20r%C3%ADkisins%20fyrir%20fj%C3%A1rm%C3%A1lafyrirt%C3%A6ki%202017\\_363633104.pdf](http://bankasysla.is/files/Almenn%20eigandastefna%20r%C3%ADkisins%20fyrir%20fj%C3%A1rm%C3%A1lafyrirt%C3%A6ki%202017_363633104.pdf)
- Friðrik Eysteinnsson og Þórhallur Guðlaugsson (2010). Traust til bankanna og tryggð við þá. Í Ingjaldr Hannibalsson (ritstj.), *Þjóðarspegillinn 2010* (bls. 52–61).
- Gillan, S., Hartzell, J., Koch, A. og Starks, L. (2010). *Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation*, Working Paper. <http://www.pitt.edu/~awkoch/ESG%20Nov%202010.pdf>
- Glaser, B. og Strauss, A. (1967). *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. Aldine.
- Hart, O. og Zingales, L. (2017). Companies should maximize shareholder welfare not market value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(2), 247–275. <https://doi.org/10.1561/108.00000022>
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty*. Harvard University Press.
- Hoey, J., MacKinnon, N.J. og Schröder, T. (2021). Denotative and connotative management of uncertainty: A computational dual-process model. *Judgment and Decision Making*, 16(2), 505–550.
- Jensen, M. C. og Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jonsdóttir, G. E. (2018). A question of trust: The story of Reykjavik energy. Í T. O. Sigurjonsson, D. L. Schwarzkopf og M. Bryant (ritstj.), *The return of trust? Institutions and the public after the Icelandic financial crisis* (bls. 129–149). Emerald Group Publishing. <https://doi.org/10.1108/978-1-78743-347-220181010>
- Jonsdóttir, G. E., Sigurjonsson, T. O. og Poulsen, T. (2020). Ownership strategy: A governance mechanism for collective action and responsible ownership. *Corporate Ownership & Control*, 17(3), 34–45. <https://doi.org/10.22495/cocv17i3art3>
- Kantsperger, R. og Kunz, W. E. (2010). Consumer trust in service companies: A multiple mediating analysis. *Managing Service Quality*, 20(1), 4–25. <https://doi.org/10.1108/09604521011011603>
- Lazonick, W. og O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35. <https://doi.org/10.1080/030851400360541>
- Lög nr. 3/2006 um ársreikninga. <https://www.althingi.is/lagas/nuna/2006003.html>
- Lög 136/2013 um Orkuveitu Reykjavíkur. <https://www.althingi.is/lagas/nuna/2013136.html>
- Lög 123/2015 um opinber fjármál. <https://www.althingi.is/lagas/nuna/2015123.html>
- Mallin, C. A. (2010). *Corporate Governance* (3. útg.). Oxford University Press.
- Mayer, C. (2013). *Firm Commitment*. Oxford University Press.
- Mayer, C. (2018). *Prosperity*. Oxford University Press.
- OECD. (2015). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Oktari, V., Surya, R. A. S. og Zarefar, A. (2020). Implementing Good Corporate Governance to Improve Company Performance. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 10(6), 419–429. <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v10-i6/7312>
- Olson, M. (1965). *The logic of collective action: Public goods and the theory of groups*. Harvard University Press.
- Orkuveita Reykjavíkur. (2014). *Eigendastefna Orkuveitu Reykjavíkur*. <https://www.or.is/um-or/skipulag-og-stjornhaettir/eigendastefna/>
- Orkuveita Reykjavíkur. (2022). *Sameignarsamningur Orkuveitu Reykjavíkur*. <https://www.or.is/um-or/skipulag-og-stjornhaettir/sameignarsamningur/>
- Ortas, E., Álvarez, I. og Garayar, A. (2015). The Environmental, Social, Governance, and Financial Performance Effects on Companies that Adopt the United Nations Global Compact. *Sustainability*, 7. <https://doi.org/10.3390/su7021932>
- Patton, M. Q. (2002). *Qualitative research and evaluation methods* (3. útg.). Sage Publications.
- Porter M. E. og Kramer, M. R. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89(1), 2–17.
- Schoon, M. og Cox, M. E. (2018). Adaptation, and Scaling: Perspectives on Environmental Governance for Sustainability. *Sustainability*, 10, 679. <https://doi.org/10.3390/su10030679>
- Shleifer, A. og Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Siggelkow, N. (2007). Persuasion with case studies. *Academy of Management Journal*, 50(1), 20–24. <https://doi.org/10.5465/amj.2007.24160882>
- Silberhorn, D. og Warren, R. C. (2007). Defining corporate social responsibility: A view from big companies in Germany and the UK. *European Business Review*, 19(5), 352–372. <https://doi.org/10.1108/09555340710818950>
- Thakor, A. V. og Quinn, R. E. (2013). *The economics of higher purpose* (ECGI Finance Working Paper No. 395/2013). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2362454>
- Thakor, A. V. og Quinn, R. E. (2018). Creating a purpose-driven organization. *Harvard Business Review*, 78–85. <https://hbr.org/2018/07/creating-a-purpose-driven-organization>
- van Tulder, R. (2018). *Business og The Sustainable Development Goals: A Framework for Effective Corporate Involvement*. Erasmus University, Rotterdam.
- United Nations. (2019). *Report of the Secretary-General on SDG Progress*. UN Report. <https://sustainabledevelop->

- ment.un.org/content/documents/24978Report\_of\_the\_SG\_on\_SDG\_Progress\_2019.pdf
- United Nations. (2015). *Transforming Our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development*. UN Report, A/70/L.1.
- Viðskiptaráð Íslands, Nasdaq Iceland og Samtök atvinnulífsins. (2021). *Stjórnarhættir fyrirtækja: leiðbeiningar* (6. útg). [https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/06/Stjornarhaettir\\_fyrirtaekja\\_A5\\_IS\\_Vefur.pdf](https://leidbeiningar.is/wp-content/uploads/2021/06/Stjornarhaettir_fyrirtaekja_A5_IS_Vefur.pdf)
- Wahl, M. F. (2015). Strategic audit and ownership strategy. *International Journal of Business and Social Research*, 5(9), 93–100. <https://thejournalofbusiness.org/index.php/site/article/view/838>
- Yin, R. K. (2014). *Case study research: Design and methods* (5. útg). Sage Publications.
- Zattoni, A. (2011). Who Should Control a Corporation? Toward a Contingency Stakeholder Model for Allocating Ownership Rights. *Journal of Business Ethics*, 103, 255–274. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0864-3>
- van Zanten, J. A. og van Tulder, R. (2018). Multinational Enterprises and the Sustainable Development Goals: An Institutional Approach to Corporate Engagement. *Journal of International Business Policy*, 1(3–4), 208–233. <https://doi.org/10.1057/s42214-018-0008-x>
- Xie, Y. og Peng, S. (2009). How to repair customer trust after negative publicity: The roles of competence, integrity, benevolence, and forgiveness. *Psychology and Marketing*, 26(7), 572–589. <https://doi.org/10.1002/mar.20289>

## Viðauki

Yfirlit yfir hugtök og þýðingu þeirra

Enskt heiti	Íslensk þýðing
Active ownership	Virkt eignarhald
Responsible ownership	Ábyrgt eignarhald
Loyalty shares	Polinmótt fjármagn eða „trygglyndishlutir“
Ownership strategy	Eigendastefna
Collective actions of owners	Samstilltar og sameiginlegar aðgerðir eigenda
Free riding	Frífarþegavandamál
Shareholder value	Hluthafasjónarhorn/virði fyrir hluthafa
Stakeholder value	Hagaðilasjónarhorn/virði fyrir hagaðila
Voice	Rödd / Tala röddu / eða nýta atkvæði sitt
Exit	Ganga út eða hætta þátttöku
Grounded theory	Grunduð kenning