

Optioner eller betingede aktier?

Seneste udvikling i de børsnoterede selskabers aktieafløjning

Bechmann, Ken L.; Thorsell, Christopher

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2016

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Bechmann, K. L., & Thorsell, C. (2016). Optioner eller betingede aktier? Seneste udvikling i de børsnoterede selskabers aktieafløjning. *Finans/Invest*, (4), 30-38.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 18. Apr. 2024



Optioner eller betingede aktier? Seneste udvikling i de børsnoterede selskabers aktieafløbning

Ken L. Bechmann and Christopher Thorsell

Journal article (Publishers version)

Cite: Optioner eller betingede aktier? : Seneste udvikling i de børsnoterede selskabers aktieafløbning. / Bechmann, Ken L.; Thorsell, Christopher. In: Finans/Invest, Vol. 4, 2016, p. 30-38.

Uploaded to [Research@CBS](#): October 2016

Optioner eller betingede aktier?

Seneste udvikling i de børsnoterede selskabers aktieaflønnning

Incitamentsaflønnning – og herunder især aktieaflønnning – fortsætter med at tiltrække sig stor opmærksomhed fra en lang række sider. Et spørgsmål, der ofte diskuteres, er selskabernes anvendelse af aktieaflønnning, dvs. aflønning med optioner, betingede aktier o. lign. Diskussionerne har blandt andet gået på, om den generelle udvikling går imod større eller mindre udbredelse af aktieaflønnning – og i givet fald, om det er optionsprogrammer eller programmer med betingede aktier, der vinder terræn. Denne artikel giver derfor et opdateret billede af udviklingen i selskabernes aktieaflønnning, men den supplerer også med en diskussion af forskellige typer aktieaflønnning og giver konkrete eksempler på anvendte programmer.

AF FORFATTERE



Professor **Ken L. Bechmann**, Institut for Finansiering, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Ken L. Bechmann er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.



Christopher Thorsell

Nordea
E-mail: christopher.thorsell@nordea.dk

Christopher Thorsell er Graduate i Management Sekretariatet i Nordea, der supporterer den danske ledelse med strategiske udfordringer og forretningsudvikling.

Deltagerne i Bestyrelsesforeningens seminar om ledelsesaflønning, Tom Jacobsgaard og Peter Løchte Jørgensen takkes for mange gode kommentarer. Artiklen er blandt andet baseret på Thorsell (2015) og en opdatering af de der analyserede data.

Aktieaflønnning har på godt og ondt tiltrukket meget opmærksomhed, siden IT-boblen var med til at sætte fokus på aktieaflønnings fordele og ulemper. Enkelt-historier – herunder blandt andet et eksempel ofte omtalt som Roskilde-syge – og finanskrisen mere generelt har efterfølgende sørget for, at der til stadighed er opmærksomhed på selskabernes anvendte aktieaflønnning.

I forlængelse heraf har blandt andet pressen og andre iagttagere løbende stillet spørgsmålstegn ved specielt optionsaflønnings fremtidsudsigter, eftersom specielt udviklingen i USA siden omkring 2006 har vist en klart vigende anvendelse af optioner til fordel for andre typer aktieprogrammer. Optionsaflønnning har dog vist sig som en ret sejlvet del af de danske børsnoterede selskabers aktieaflønnning, jf. Bechmann (2011).

Omvendt observeres der nu for alvor en øget interesse for – og løbende konkrete annonceringer af – andre typer aktieaflønnning end optionsaflønnning. Det synes derfor at være på sin plads både at give en introduktion til og en diskussion af de gængse aktieprogrammer, der anvendes som alternativ til den mere traditionelle optionsaflønnning og i forlængelse heraf analysere udviklingen i aktieaflønnning i de danske børsnoterede selskaber.

Aktieprogrammer

Hovedtyper

Der findes flere forskellige hovedtyper af aktieprogrammer, og hver type kan findes i mange forskellige varianter. Endvidere findes der ikke en generelt accepteret måde at klassificere aktieprogrammer på. I Tabel 1 har vi forsøgt at give en oversigt over forskellige hyppigt forekommende programmer og definitioner heraf.¹

I forhold til Tabel 1 er det vigtigt at bemærke, at det bestemt ikke altid er muligt at foretage en helt så kategorisk opdeling af de anvendte programmer. Dette skyldes både, at et program kan indeholde elementer af nogle af de andre typer. Som det vil fremgå af nogle af vores senere eksempler, kan et program med betingede aktier munde ud i tildeling af optioner. Endvidere kan programmer af de forskellige typer konstrueres, så de i praksis fungerer som en anden type, jf. diskussioner omkring incitamentseffekter umiddelbart herunder.

Incitamentseffekter

Når incitamentsaflønnning skal besluttes og anvendes, er det naturligvis helt centralt, at der er fokus på, hvilke incitamenter der skabes hos modtageren. I den forbindelse har det ikke bare stor betydning, hvilken overordnet type program der vælges, men også præcist, hvorledes programmer udformes og tildeles over tid.

En årsag, til at dette kan være en udfordring, er, at mange af programmerne kan struktureres på en sådan måde, at det måske med få afvigelser ligner, og, i forhold til de skabte incitamenter, virker som et andet program. Som eksempel kan en option udformes til at virke som et simpelt program med betingede aktier, og omvendt kan et program med betingede aktier struktureres

1. Vi har her og i det følgende valgt ikke at medtage gratisaktier (medarbejderaktier), da disse generelt ikke indgår som et væsentligt element i aktieaflønnningen af direktører. Tilsvarende har vi også valgt ikke at inddrage krav om, at direktører køber aktier til markedskurs, da disse krav heller ikke som sådan er en egentlig del af selskabets incitamentsaflønnning, eftersom investeringen sker til markedskurs som enhver anden aktieinvestering. Eventuelle aktiebeholdninger i forlængelse af ovenstående skal dog naturligvis indgå i forhold til en vurdering af de samlede incitamenter, som en direktion har, jf. diskussionen i Bechmann, Junge og Madsen (2012).

til at virke som et optionsprogram. Endelig kan et program, der ved indførelsen var udformet som et langsigtet incitamentsprogram, nemt med tiden ende med at blive et meget kortsigtet pro-

TABEL 1: Hovedtyper af aktieprogrammer

Aktieoption (engelsk: Stock Option): Sædvanlige optioner giver modtageren en ret, men ikke en pligt til at købe aktier i selskabet til en given kurs (udnyttelseskurs) i en given udnyttelsesperiode. Ved udnyttelse af optionen vil modtageren enten modtage eksisterende aktier, eller gevinsten afregnes i kontanter.
Tegningsoptioner/tegningsrettigheder (engelsk: Warrants): Warrants/tegningsoptioner giver modtageren en ret, men ikke en pligt til at tegne aktier i selskabet til en given kurs (udnyttelseskurs) i en given udnyttelsesperiode. Ved udnyttelse af tegningsoptionen vil modtageren modtage nyudstedte aktier, der dermed udvander de eksisterende aktionærer.
Betingende aktier (engelsk: Restricted Stock/RSU): Aktier, hvis endelige erhvervelse er betinget af opnåelsen af fastlagte mål. Typisk skal modtageren beholde aktierne i en periode, idet aktierne først frigives efter en given tidsperiode.
Matchende aktier (engelsk: Matching Shares): Program, hvor modtageren typisk køber et antal aktier til markedskurs og så senere tildeles et antal aktier gratis, hvor antallet afhænger af opfyldelse af konkrete mål.
Aktierelateret bonus/Fantomaktier (engelsk: Phantom Stock): En bonus, hvor beløbet er knyttet til udviklingen i aktiekursen. En sådan bonus kan således være en "syntetisk" aktieinvestering (dvs. opgjort som om der var foretaget en aktieinvestering) eller en "syntetisk" option.
Konvertible obligationer (engelsk: Convertible Bonds): Et rentebærende gælds-brev, hvortil der er knyttet en tegningsret således, at gældsrevet af långiver (modtageren) kan omveksles/konverteres til nyudstedte aktier til en given tegningskurs.

Note: Listen er ikke udtømmende i forhold til de programmer og betegnelser der anvendes af de børsnoterede selskaber. Endvidere er terminologien heller ikke standardiseret, hvorfor forskellige betegnelser anvendes om samme type program, og samme betegnelse kan godt anvendes om forskellige programmer. Kilde: Store dele er taget fra Komiteen for god Selskabsledelse (2013) bortset fra Matchende aktier, der ikke defineres i vejledningen, samt et par supplerende bemærkninger.

gram, hvis det ikke løbende vedligeholdes. Alt det ovenstående gør sig i øvrigt også i relation til kontante bonusprogrammer, der eksempelvis kan være baseret på det skabte aktieafkast eller lignende.

Det er formodentlig ovenstående vigtige pointer, der i 2008 fik Komiteen for god Selskabsledelse til at supplere komitéens "Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnning" med et bilag om optionsaflønnning, der netop fremhæver disse pointer.²

Eksempel

I det omtalte bilag var der også et eksempel, der på flere punkter illustrerer disse vigtige punkter. Eksemplet var bygget op om en tabel, der her er gengivet som Tabel 2. I Komiteen for god Selskabsledelse (2008) fremgår følgende om eksemplet:

"I eksemplet betragtes et selskab med givne karakteristika, og som ønsker at foretage en tildeling af europæiske optioner med en samlet værdi på 1 mio. kr. på tildelingstidspunktet. I eksemplet sammenlignes effekten af at vælge optioner med forskellige udnyttelseskurser og løbetider, idet der specielt søges at

2. Bilaget, der er på 6 sider, var også en del af den opdaterede version af den omtalte vejledning i 2010, men er af en uklar grund forsvundet i den seneste version af vejledningen fra 2013, jf. Komiteen for god Selskabsledelse (2013). Det er mest sandsynligt, at dette er en fejl, eftersom vejledningen i 2013 indledende skriver, at "Vejledningen er alene konsekvensrettet som følge af den seneste revision af Anbefalingerne for god Selskabsledelse, maj 2013", og at der stadig to steder i vejledningen henvises til det omtalte bilag.

TABEL 2: Incitamentseffekter af aktieprogrammer

Generelle forudsætninger

Samlet værdi optionsaflønnning	1.000.000
Aktiekurs	100
Volatilitet af aktien	30%
Risikofri rente	5%
Udbytter	0

Beregninger	Udgangspunkt	K - 50	K + 50	T - 3	T + 3
Udnyttelseskurs, K	100	50	150	100	100
Løbetid (år), T	5	5	5	2	8
Værdi af den enkelte option (a)	36	63	21	21	47
Antal optioner tildelt (b)	27.810	15.996	48.079	47.184	21.412
Samlet værdi (a x b)	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Ændring i værdien af den enkelte option ved:					
Aktiekurs - 10	-7	-10	-5	-6	-8
Aktiekurs + 10	8	10	6	7	8
Volatilitet - 10 %-point	-7	-1	-9	-5	-7
Volatilitet + 10 %-point	7	2	9	5	8
Ændring i værdien af samlet program ved:					
Aktiekurs - 10	-204.614	-152.249	-245.475	-296.038	-170.848
Aktiekurs + 10	217.529	154.362	273.921	336.194	177.616
Volatilitet - 10 %-point	-189.644	-20.525	-427.984	-239.078	-157.220
Volatilitet + 10 %-point	192.408	39.522	420.637	240.472	160.884

Note: Alle beregninger er foretaget på tildelingstidspunktet, og værdierne kan derfor ikke bruges som udtryk for det resultat, der vil fås ved eventuel udnyttelse af optionerne. Værdierne af optionerne er bestemt ved hjælp af Black-Scholes formel og er alle steder afrundet til nærmeste hele kr. Kilde: Komiteen for god Selskabsledelse (2008).

give et simpelt indblik i de incitamentseffekter, optionstildelingen giver. Incitamentseffekten opgøres ved at beregne optionsgevinsten ved en efterfølgende ændring i aktiekursen på +/- 10 kurspoint og en ændring i volatiliteten på +/- 10%-point.”

Selve værdiansættelserne af options aflønningen bygger på antagelser i overensstemmelse med og tilhørende anvendelse af den gængse Black-Scholes optionsprisfastsættelsesformel.

Som det ligeledes fremgår af Komitéen for god Selskabsledelse (2008), kan der fremhæves flere vigtige pointer i forlængelse af eksemplet i Tabel 2. For det første ses det, at udformningen af optionsprogrammet i høj grad har betydning for det antal optioner, der skal tildeles for at opnå den ønskede værdi af options aflønningen på 1 mio. kr. Specielt vil en lavere udnyttelseskurs og/eller længere løbetid betyde, at færre optioner skal tildeles.

For det andet ses det, at de skabte incitamenter i høj grad også vil afhænge af karakteristika ved optionsprogrammet. Tildeles optionerne med en lav udnyttelseskurs på 50 i stedet for udgangspunktet på 100, svarer ændringen i værdien af den tildelte option stort set til ændringen i aktiekursen, og ændringen i det samlede program falder fra ca. -205.000/+218.000 til -152.000/+154.000. Hvis udnyttelseskursen mindskes yderligere, vil ændringerne nærme sig -100.000/+100.000, som vil være ændringerne, hvis de 1 mio. kr. i stedet var udbetalt i helt sædvanlige aktier. Endvidere betyder den lavere udnyttelseskurs, at følsomheden over for volatiliteten (incitamentet til øget risikotagning) mindskes betydeligt. Med andre ord vil et optionsprogram med lav udnyttelseskurs i praksis minde meget om et program med aktier.

Tildeles optionerne omvendt med en noget højere udnyttelseskurs på 150 i eksemplet ses, at de helt modsatte konklusioner fås.

Tabel 2 viser ligeledes, at den anvendte løbetid har betydning for de skabte incitamenter. Specielt fremgår det, at alt andet lige vil optioner med kortere løbetid have en lavere værdi og dermed betyde, at det samlede program bliver endnu mere følsomt overfor ændringer i aktiekurs og volatilitet. Endvidere vil en kort løbetid forstærke ovenstående effekter af niveauet for udnyttelseskursen, således at et program med korte optioner og en lav udnyttelseskurs især vil være følsomt over for ændringer i aktiekursen, mens det tilsvarende program med en høj udnyttelseskurs, især vil være følsomt overfor ændringer i volatiliteten.

Analysen af incitamentseffekter

Som det fremgår af ovenstående, kan det være rimeligt kompliceret at kvantificere og analysere de skabte incitamenter. Eksemplerne senere i denne artikel viser endvidere, at der kan være knyttet en række forskellige kriterier til den anvendte aktie aflønning, hvilket kun gør dette endnu mere udfordrende.

Selv om det kan være kompliceret, er der dog en række forhold, der tilsiger, at det i mange sammenhænge er nødvendigt med en analyse og tilsvarende forståelse af, hvilke incitamenter den anvendte incitaments aflønning skaber. For det første er det ønskeligt, at specielt den langsigtede incitaments aflønning skaber de ønskede incitamenter i overensstemmelse med ejernes interesse. For det andet vil den krævede omkostningsførelse af aktie aflønning fordrer sådanne analyser.

Det er i denne sammenhæng tankevækkende, at det er helt standard i eksempelvis investeringskalkuler for foretage en ræk-

ke følsomheds- og scenarieanalyser for at forbedre beslutningsgrundlaget. Det burde være helt standard, at tilsvarende analyser foretages som en del af bestyrelsens beslutningsgrundlag og gerne efterfølgende offentliggøres til aktionærerne i forhold til den incitaments aflønning, der anvendes over for specielt direktionen.

Nogle vil her måske indvende, at sådanne analyser vil være ret komplicerede at foretage givet usikkerheden omkring fremtiden og incitaments aflønningens komplicerede natur. Det er klart, at det ikke vil være en triviell øvelse, men ligesom ved investeringskalkuler vil det ikke være en undskyldning for at undlade at foretage disse. I stedet vil øvelsen nok give anledning til tre fordele. For det første vil det gennemtvinge en langt bedre forståelse for de væsentligste komponenter i aflønningen og for, om aflønningen generelt vil være rimelig i forhold til de skabte resultater (eksempelvis både ved stigende og faldende aktiekurser), eller om man risikerer, at aflønningen kommer ”ud af kontrol”.

For det andet kan en sådan øvelse i sig selv virke disciplinerende i forhold til at undgå alt for komplicerede programmer. Hvis ikke selskabet (blandt andet bestyrelsen, anvendte rådgivere eller en eventuel storaktionær) er i stand til at kvantificere og kommunikere de skabte incitamenter, hvordan kan man forvente, at modtagerne af incitaments aflønning (eksempelvis direktionen) skal kunne gennemskue og dermed agere som ønsket på den anvendte incitaments aflønning.

Endelig kommer der hele aspektet omkring det at kunne kvantificere omkostningerne ved incitaments aflønningen i forhold til de skabte værdier set fra aktionærernes side. Dette er centralt i forhold til den regnskabsmæssige behandling af programmerne, der skal omkostningsføres, men en kvantificering af omkostningerne er naturligvis også af stor betydning i en vurdering af det hensigtsmæssige i den anvendte aflønning.³

Udviklingen i aktie aflønning

Den internationale udvikling

I USA var aktieoptioner i en lang årrække klart den mest anvendte type aktieløn, og flere studier finder, at specielt den store stigning i direktørlønninger fra 1980'erne og gennem 1990'erne i udbredt grad skyldes en kraftig stigning i anvendelsen af aktieoptioner. For eksempel finder Hall og Liebman (1998) en stigning i værdien af aktieoptioner på 683% mellem 1980 og 1994. Tilsvarende finder de i den samme periode, at andelen af topdirektører, der årligt tildeles aktieoptioner, stiger fra 30% til 70% og, at andelen af topdirektører, der har udestående aktieoptioner, stiger fra 57% til 87%.

Dette har dog ændret sig i USA, eftersom der igennem de seneste år har været et klart skift væk fra optionsprogrammer over til andre forskellige typer aktieløn herunder specielt be-

3. Vi er i det ovenstående og her klar over, at der i forbindelse med incitaments aflønning kan være en række incitamenter og effekter, som det vil være svært at kvantificere. Dette gælder eksempelvis den loyalitet over for selskabet herunder fastholdelse, som man vil opnå ved at inkludere en given direktør i et incitamentsprogram. Vi mener dog alligevel, at ovennævnte analyser vil være relevante eksempelvis i forhold til en mere subjektiv vurdering af sådanne effekter.

TABEL 3: Anvendelsen af incitamentsaflønning i de børsnoterede selskaber

	Antal	i %
Kun fast løn	16	15%
Alene kontant bonus	31	29%
Bonus + aktieaflønning	50	47%
Alene aktieaflønning	10	9%
I alt	107	100%

Note: Tabellen angiver selskabernes anvendelse af hovedtyperne af incitamentsaflønning til direktionen. Informationen er baseret på det seneste årsregnskab, typisk 2015-regnskabet.

tingede aktier. Eksempelvis finder Frydman og Jenter (2010), at udbredelsen af optionsaflønning var halveret i 2008 i forhold til år 2000. Tilsvarende finder de, at optionsaflønning generelt er erstattet af betingede aktier, der i 2006 overtog førstepladsen som den mest udbredte type aktieløn med 26% af lønpakken fra aktieoptioner, der var faldet til kun 25% af lønpakken. Equilar (2015) viser at denne udvikling er forsat de seneste år, eftersom optionsaflønning i 2015 kun udgjorde 15% af den samlede lønpakke for median S&P 500 CEO.

En række forhold i udviklingen og sammensætningen af aflønningen af topdirektører i USA har fået flere til at konkludere, at denne primært er drevet af forsøg på at udnytte huller i både de skattemæssige og regnskabsmæssige regler for ledelsesaflønning, jf. blandt andet Conyon m. fl. (2013). Tilsvarende er der også resultater, der tyder på, at ledelserne søger at maksimere gevinsten af de enkelte typer incitamentsaflønning gennem valget af såvel performancekriterier (KPI) for aflønningen som de selskaber, der anvendes som ”compensation peer groups”, jf. eksempelvis Morse, Nanda og Seru (2011) og Faulkender og Yang (2010).

Udviklingen i Danmark

For at analysere udviklingen i anvendelsen af aktieaflønning i de danske børsnoterede selskaber betragtes alle de selskaber, der var noteret på Nasdaq Copenhagen i starten af juli 2016, hvilket i alt giver 132 selskaber. Af disse er 25 banker, som vi af primært to grunde ikke vil betragte yderligere i det følgende. For det første bruger stort set alle banker aktuelt kun fast løn til direktionen.⁴ For det andet er udviklingen af aktieaflønning i de danske banker analyseret og diskuteret i detaljer i Bechmann og Raaballe (2009).

For de resterende 107 selskaber har vi indhentet information om deres incitamentsaflønning (både kontante bonusprogrammer og aktieaflønning) fra selskabernes årsregnskaber. I enkelte tilfælde har vi også studeret selskabernes hjemmesider og fondsbørsmeddelelser for at indhente yderligere information.

Det primære fokus er på, hvilken type aktieaflønning de en-

4. Her er anvendelsen af bonus og et aktieprogram i Danske Bank den ene af to undtagelser. Den meget begrænsede anvendelse af blandt andet aktieaflønning i banker er nok en delvis konsekvens af bankpakke I og II, der kort fortalt indførte forbud mod at indføre nye eller forlænge eksisterende aktieaflønningsprogrammer, så længe der er statslig kapital involveret.

TABEL 4: Anvendelsen af aktieaflønning i de børsnoterede selskaber

	Antal	i %
Kun optioner	37	62%
Kun betingede aktier o. lign.	11	18%
Begge typer	12	20%
I alt	60	100%

Note: Tabellen angiver, hvilke typer aktieprogrammer der kendetegner de 60 selskaber med aktieaflønning, jf. Tabel 3. Informationen er baseret på det seneste årsregnskab, typisk 2015-regnskabet.

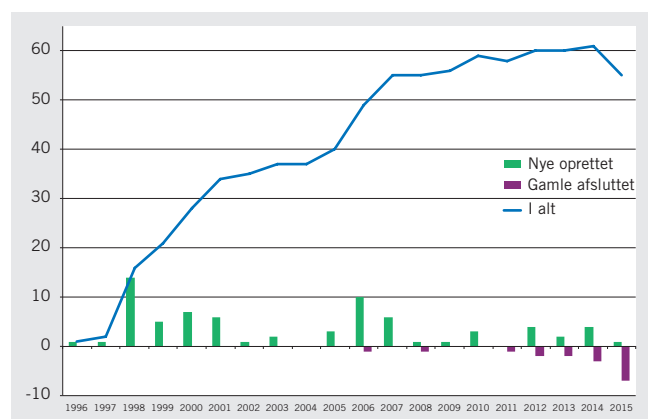
kelte selskaber anvender. Som nævnt i det ovenstående er der dog ikke helt klare definitioner af de enkelte typer aktieaflønning, og terminologien er heller ikke altid konsistent. Vi har derfor valgt primært at klassificere den anvendte aktieaflønning som henholdsvis optionsaflønning (aktieoptioner og tegningsrettigheder) og anden aktieaflønning, der i det følgende kaldes betingede aktier o. lign. Betingede aktier o. lign. skal derfor opfattes ret bredt, da denne kategori udover betingede aktier specielt også inkluderer matchende aktier og i nogle tilfælde fantomaktier, jf. Tabel 1. For netop at illustrere variationen inden for kategorien betingede aktier o. lign. vil vi i et følgende afsnit give forskellige eksempler på programmer fra denne kategori.

Anvendelsen af incitamentsaflønning

Vi starter med i Tabel 3 at give en oversigt over anvendelsen af incitamentsaflønning i de 107 selskaber. Som det fremgår af Tabel 3, er anvendelsen af incitamentsaflønning ret udbredt i de danske børsnoterede selskaber, når der som nævnt ses bort fra bankerne. Således er det kun 15% af selskaberne, der alene anvender fast løn til direktionen. En yderligere analyse heraf viser, at 14 af disse 16 selskaber er Small Cap selskaber, hvor der som følge af større aktieandele eller ejerforholdet kan være tale om andre typer incitament, jf. også diskussionen heraf i Bechmann, Junge og Madsen (2012). William Demant er det eneste Large Cap selskab, der i mange år alene har anvendt fast aflønning til direktionen, men også for dette selskab ser det ud til at ændres, eftersom bestyrelsen ved generalforsamlingen i april 2016 fik vedtaget, at ”In order to provide further incentive for the executive management of the Company to continue their service to the Company, and to align the interests of the executive management with the interests of the shareholders of the Company, the Board of Directors may offer members of the executive management a variable cash remuneration component in the form of an annually revolving retention scheme.“

Blandt de 85% af selskaberne med en eller anden form for incitamentsaflønningen anvendes bonusaflønning i langt hovedparten (svarende til 81 ud af 91 selskaber). En eller anden form for aktieaflønning anvendes også hyppigt (60 ud af de 91 selskaber), og oftest anvendes aktieaflønning sammen med bonusaflønning.

I 10 selskaber anvendes dog alene aktieaflønning som incitamentsaflønning. Et eksempel herpå er Topdanmark, der i 2015-årsrapporten angiver følgende forklaring: ”Aktiekursen afspejler den forventede værdiskabelse på koncernniveau. Blandt andet derfor er det Topdanmarks opfattelse, at aktieoptioner i højere grad end tildeling af individuel bonusløn tilskyn-

FIGUR 1: Udviklingen i optionsprogrammer, 1996-2015


Note: Figuren viser antallet af selskaber, der de enkelte år indfører et optionsprogram, henholdsvis hvor et selskab standser et eksisterende optionsprogram (enten fordi programmet udløber eller det annonceres, at der ikke vil blive tildelt nye optioner i programmet). Endvidere angiver figuren det samlede antal selskaber, der har et aktivt optionsprogram.

der de enkelte ledere til at træffe beslutninger, der styrker værdiskabelsen mest muligt ud fra en helhedsvurdering.”

Optioner og betingede aktier

Tabel 4 angiver mere detaljeret, hvilken type aktieaflønnings der anvendes af de 60 selskaber med aktieaflønnings. Af tabellen fremgår det, at tre ud af fem selskaber med aktieaflønnings kun anvender optioner, et ud af fem kun anvender betingede aktier o. lign., og et ud af fem anvender både optioner og betingede aktier o. lign.

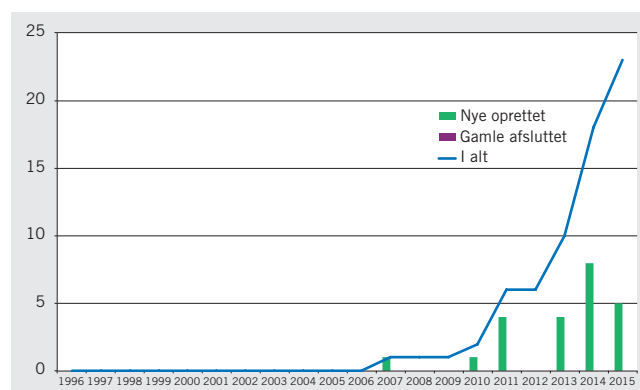
I forhold til, om et selskab anvender et optionsprogram eller ej, skal det bemærkes, at vi anser et selskab som havende et optionsprogram, hvis det har udestående optioner og ikke eksplicit har meddelt, at dette program er blevet lukket ned. Vi vender tilbage til denne diskussion senere, hvor vi også betragter, hvor mange selskaber der tildeler nye optioner.

Blandt de 23 selskaber med betingede aktier o. lign. er det interessant, at der både findes eksempler på selskaber, der eksplicit angiver, at programmet med betingede aktier er indført til erstatning af et optionsprogram, og selskaber, der fortsætter med det hidtidige optionsprogram. Faktisk har 10 ud af de 12 selskaber med begge typer programmer tildelt nye optioner i 2015.

Konkrete eksempler på selskaber, der tilsyneladende har tænkt sig at fortsætte med begge typer programmer, findes i det følgende afsnit med eksempler på selskabers aktieaflønnings.

I forlængelse af det ovenstående – og specielt i et forsøg på at vurdere trends inden for aktieløn – er det interessant at betragte udviklingen over tid i selskabernes anvendelse af aktieaflønnings. Dette gøres ved at bestemme, hvornår de enkelte selskaber har indført og eventuelt nedlukket de enkelte programmer, samt den tilsvarende udvikling i, hvor mange af de 107 selskaber, der har aktive programmer. Dette gøres i Figur 1 og 2.

Fra figurerne ses, at optionsprogrammer generelt har flere år på bagen end betingede aktier o. lign., jf. også diskussion i eksempelvis Bechmann og Jørgensen (2003). Optionsprogrammer holdt deres indtog i de danske børsnoterede selskaber midt i halvfemserne og er siden blevet mere og mere udbredt med

FIGUR 2: Udviklingen i programmer med betingede aktier o. lign., 1996-2015


Note: Figuren viser antallet af selskaber, der de enkelte år indfører et program med betingede aktier o. lign., henholdsvis hvor et selskab standser et eksisterende program. Endvidere angiver figuren det samlede antal selskaber, der har et aktivt program med betingede aktier o. lign.

en stigning i antallet af virksomheder med optionsprogrammer frem til og med 2007. I specielt to perioder blev der indført en del nye programmer, nemlig i 1998-2001 og umiddelbart op til finanskrisen. Det skal dog også bemærkes, at en række selskaber i de seneste år har introduceret optionsprogrammer. At der alligevel observeres et fald fra 2014 til 2015 skyldes, at hele syv selskaber i 2015 har droppet deres optionsprogram.

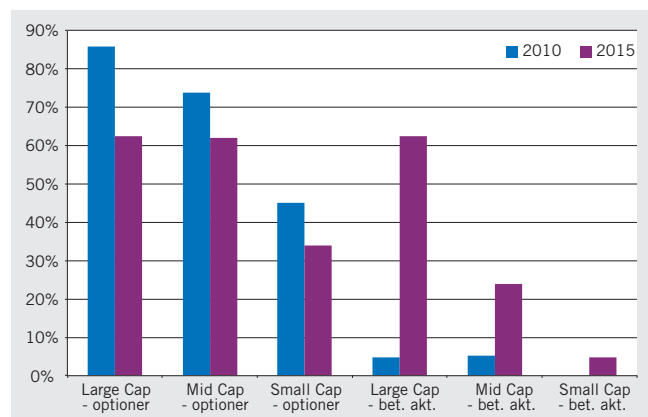
Udviklingen i indførelsen og anvendelsen af betingede aktier o. lign. i Figur 2 er helt anderledes end udviklingen for optionsprogrammer i Figur 1. For betingede aktier o. lign. er det først fra omkring 2010 og fremefter, at selskaber indfører betingede aktier.⁵ Specielt i 2013-2015 ses, at ganske mange nye programmer er blevet indført. Der er ingen selskaber, der har afsluttet gamle programmer, hvilket naturligvis kan skyldes, at historikken er så kort, eller at dette er fremtidens langsigtede incitamentsaflønnings for disse selskaber – det må tiden vise.

Yderligere indsigt i forhold til anvendelsen af optioner kan fås ved at betragte, hvor mange virksomheder der har udstedt nye optioner i de seneste år. Her viser det sig, at der i 2014 var 37 og i 2015 var 39 selskaber, der tildelte nye optioner – i begge år svarer det til ca. 80% af alle selskaber, med optionsprogrammer. Som eksempel kan det sammenlignes med 2010, hvor der kun var tildelinger i 55% af selskaberne med et optionsprogram. Der er således måske nok blevet lidt færre selskaber med optionsaflønnings, men de, der stadig har et program, ser ud til at anvende det mere konsekvent med tildelinger stort set hvert år.

Forskel på tværs af selskabsstørrelser

Figur 3 viser ændringer fra 2010 til 2015 i andelen af forskellige størrelser selskaber, der anvender henholdsvis optioner og betingede aktier. Der kan knyttes flere relevante kommentarer

5. Det skal bemærkes, at der tidligere end 2007 har fandtes enkelte programmer med såkaldte fantomaktier, men disse var typisk mere udformet som optionsprogrammer, hvor det var aktiekursen, der var den eneste "betingelse" i forhold til en mulig gevinst på programmet.

FIGUR 3: Ændringer i aktieaflønnig fra 2010 til 2015 fordelt på selskabsstørrelse


Note: For de 107 analyserede selskaber kategoriseret efter størrelse viser figuren andelen med henholdsvis optionsprogram (optioner) og program med betingede aktier o. lign. (bet. akt.) i 2010 og i 2015.

hertil. For det første er optioner mere udbredt i større selskaber, hvor lidt over 60% af såvel Large Cap som Mid Cap selskaber i 2015 anvender optionsaflønnig, mens det for Small Cap er lidt over 30%. På tværs af alle selskabsstørrelser er der dog tale om et fald i udbredelsen af optionsaflønnig i forhold til 2010, om end faldet er større for Large Cap selskaber.

Figuren viser endvidere, at det specielt er Large Cap selskaber, der har indført betingede aktier o. lign. Her er udbredelsen gået fra 5% i 2010 til lidt over 60% i 2015, hvormed det har nået samme udbredelse som optionsaflønnig. For Mid Cap ses der også en stigning i udbredelsen, således at der nu er ca. 25% af Mid Cap selskaberne, der anvender betingede aktier o. lign., hvilket er meget mindre end udbredelsen af optionsaflønnig.

For Small Cap selskaber er betingede aktier o. lign. næsten ikke eksisterende svarende til en udbredelse på kun 5%.

Aktieaflønnigens andel af lønpakken

Det er uden for denne artikels rækkevidde at give et fuldt billede af den relative størrelse af de forskellige typer aktieaflønnig på tværs af selskaberne. Med udgangspunkt i en grov analyse af data for 2015 samt resultaterne i Bechmann og Nielsen (2012) samt især Thorsell (2015) vil vi driste os til at kommentere lidt overordnet på de relative størrelser af elementerne i selskabernes incitamentsaflønnig.

Generelt på tværs af selskaber ser bonus og aktieløn (optioner hhv. betingede aktier) ud til at udgøre værdimæssigt hver cirka halvdelen af den anvendte incitamentsaflønnig. Incitamentsaflønnig udgør klart den største andel af den samlede lønpakke for direktionen i Large Cap selskaber, hvor incitamentsaflønnig i gennemsnit nærmer sig 40-50% af den samlede lønpakke, mens de tilsvarende tal for Mid Cap og Small Cap er henholdsvis ca. 30% og 10% - men især for sidstnævnte dækker gennemsnitstallene over endnu større variation på tværs af selskaberne. En nærliggende forklaring herpå kan være, at ejerforhold mv. især varierer på tværs af de mindre selskaber, hvor der både findes eksempler på selskaber, hvor direktøren i forvejen er storaktionær eller incentiveret på andre måder. En anden forklaring kan simpelthen være, at en række mindre selskaber ikke vurderer, at der er et reelt behov for incitamentsaflønnig, eller at en given værdi ved incitamentsaflønnig ikke står i passende forhold med de administrative, juridiske og regnskabsrelaterede omkostninger, der er forbundet med incitamentsaflønnig.

Eksempler på aktieaflønnig

Formålet med dette afsnit er at give et par konkrete eksempler på selskabers anvendelse af betingede aktier o. lign. Formålet

TABEL 4: Konkrete eksempler på betingede aktier o. lign.

Selskab	Anvendt navn (Type)	Indført	Vesting periode	Hovedbetingelser (mål)	Loft på størrelsen	Erstatter optioner?
Bang & Olufsen	Matching Shares Program	2014	3 år	- EBITDAC - Omsætning - Kundetilfredsheds-indeks	20% af fast løn	Ja
Carlsberg	Performance Shares	2013	3 år	- Relative total shareholder return - Adjusted EPS growth - Strategic measures	200% af fast løn for både optioner og aktier	Nej - fortsætter
Chr. Hansen	Matching Shares	2011	3 år	- Individual key performance indicators	100% af fast løn	Ja
Genmab	Restricted Stock Units	2014	3 år	- Financial results - Progress of the company's product pipeline - Major important events - Vesting conditions as decided by the Board of Directors	200% af fast løn for både optioner og aktier	Nej - fortsætter
Novo Nordisk	Share-based incentives	2007	3 år	- Economic value creation - Sales growth - The company's Balanced Scorecard	100% af fast løn	Ja
RTX	Restricted Stock Units	2014	3 år	- Share price - EBITDA	100% af fast løn	Ja
SimCorp	Restricted Stock Units	2010	3 år	- Revenue growth - Net operating profit after tax (NOPAT)	55% af fast løn	Ja
Vestas	Restricted performance share program	2013	3 år	- Personal Key Performance indicators - Share price	150% af fast løn	Ja

Note: Flere selskaber anvender betingelserne i forhold til selve tildelingen af de nævnte programmer. Det angivne loft er typisk et loft i forbindelse med tildelingen, således at selve gevinsten på programmet kan være betydeligt større. EBITDAC: Earnings before interest, tax, depreciation, amortisation, impairment losses, capitalisation and result of investments in associates after tax.

er endvidere at diskutere selskabernes valg af program blandt andet i relation til options aflønning men også at diskutere programmernes udformning og den leverede information herom.⁶

Eksemplerne er valgt ud fra, at de hver illustrerer forskellige måder at bruge betingede aktier o. lign. Endvidere har vi rettet henvendelse til flere af virksomhederne i et forsøg på at få et nærmere kendskab til deres beslutninger om at indføre nye aktiebaserede aflønningsmetoder udover den information, der er tilgængelig i årsrapporter og på deres hjemmeside.⁷

Tabel 4 viser et overblik over vores udvalgte eksempler med information om selskabernes brug af betingede aktier o. lign. Som tidligere nævnt er det tydeligt, at selskaberne bruger mange forskellige betegnelser for i hovedtræk det samme program.

Boks 1 viser yderligere detaljer omkring udvalgte selskabers program. Det ses dog både af oversigten og specielt af de efterfølgende detaljer, at programmerne er struktureret på ret forskellige måder. Nogle af selskaberne angiver eksplicit, at de betingede aktier o. lign. afløser et tidligere anvendt optionsprogram, mens andre selskaber fortsat bruger optioner.

Eksemplerne på virksomheders formuleringer af betingelser og vilkår vidner i den grad om en diversificeret brug af betingede aktier o. lign. Carlsberg er en af de virksomheder med den største transparens omkring deres incitamentsprogrammer, hvor det er tydeligt, at der er et ønske om at sammensætte programmerne, så der skabes flere – og forhåbentligt – balancerede incitamentter. Det ses blandt andet ved deres opdeling af incitamentsprogrammerne i en generel og en endnu mere langsigtet, der er målrettet deres ”Funding the Journey” strategi. Carlsberg og Novo Nordisk har udpræget fokus på at have flere elementer tilknyttet deres betingelser samt at have betingelser, der spænder over både finansielle og strategiske mål.

Vestas har taget aktive forudsætninger for at sikre det langsigtede fokus ved at opdele tildelingen af aktierne. Ved samtidig at have en betingelse om ansættelse på uddelingstidspunkterne, sikrer Vestas, at direktionen ikke kan drage fordele på kort sigt.

Selskabernes egne kommentarer til aktie aflønningen

De selskaber, som vi har været i dialog med, er generelt enige i formålet med den anvendte aktie aflønning. Typisk er formålet formuleret bredt og i retning af at rekruttere, fastholde og motivere deres direktører og derudover ensrette direktørernes interesser med aktionærernes og dermed sikre fokus på langsigtet værdiskabelse.

I forhold til valget om at introducere betingede aktier o. lign., så fremhæver flere af selskaberne, at betingede aktier o. lign. har en simplere struktur men samtidig en fleksibilitet, der gør, at programmerne nemmere kan skræddersyes i forhold til virksomhedens langsigtede mål. Tilsvarende nævner flere selskaber, at de også ser på, hvad der er normalt hos deres peers – og dette er også brugt som en forklaring på, hvorfor nogle selskaber fortsætter med aktivt at anvende både optioner og betin-

6. En tilsvarende analyse og diskussion af optionsprogrammer kan findes i Bechmann og Møller (2003).

7. I den forbindelse skal der rettes en stor tak til Bang & Olufsen, Carlsberg, Genmab, Novo Nordisk, RTX, og SimCorp som meget velvilligt har svaret på en række spørgsmål.

BOKS 1: uddrag fra forskellige virksomheders information omkring betingelser i deres incitaments aflønning

Bang & Olufsen:

I henhold til Matching Shares Programmet tilbydes de deltagende medlemmer mulighed for at erhverve aktier i Bang & Olufsen a/s for egen regning (”Investeringsaktier”), som efter tre års ejerskab giver de deltagende medlemmer ret til at modtage 1-4 aktier (”Matching Shares”) i selskabet pr. Investeringsaktie, forudsat at visse betingelser er opfyldt. Det antal Matching Shares, som det deltagende medlem eventuelt vil være berettiget til at modtage, fastsættes ud fra antallet af erhvervede Investeringsaktier og selskabets resultater. Bestyrelsen fastsætter resultatkriterierne, som primært vedrører opfyldelse af aftalte mål for selskabets EBITDAC, omsætning og kundetilfredshedsindeks. Deltagelse i Matching Shares Programmet er betinget af, at det enkelte medlem af direktionen erhverver Investeringsaktier i selskabet til en værdi, som mindst svarer til en procentdel af det pågældende medlems årlige grundløn fastsat af bestyrelsen (”Investeringskravet”).

Carlsberg:

The vesting of any performance shares is subject to achievement of performance conditions determined by the Committee prior to the grant date. For 2016, there are two different awards of performance shares: a regular performance share award and a special performance share award relating to achievement of targets linked to the Funding the Journey programme.

The regular performance share award will be subject to three performance conditions measured over three years: total shareholder return, earnings per share and a capital balanced scorecard of strategic measures. The performance conditions further increase and support alignment of the executive directors’ reward with long-term Group strategy and shareholder value. In order for any award (or part of an award) to vest, the Committee must be satisfied that underlying Group performance is at a satisfactory level.

Regular Performance share award:

Measure	Weighting	Performance condition and period
Relative shareholder return based on peer group performance	30%	Measured over 3 years 25% vests if performance is at median of peer group 100% vests if performance is in upper quartile
Adjusted EPS growth	40%	Measured over 3 years 25% vests if EPS growth is 3% p.a. 100% vests for 8% p.a. growth
Strategic measures	30%	Measured over 3 years

Funding the Journey Performance share award: I 2015-regnskabet giver Carlsberg yderligere information om dette program, der ”is subject to achievement of performance conditions supporting the Group’s medium-term strategy of cost reduction.” Det anvendte mål er ”Increase in operating profit in 2018 versus 2015 plus certified investment in 2018 versus 2015.”

Chr. Hansen:

Short-term RSU programs are granted to the Executive Board and other key employees based on fulfillment of individual key performance indicators. The RSUs are granted as share options with an exercise price of DKK 1.

Novo Nordisk:

Share-based incentives are linked to both financial and non-financial targets. The long-term incentive programme is based on a calculation of economic value creation compared with planned performance... Besides financial and sales growth targets, the 2015 targets consisted of 16 targets linked to the company’s Balanced Scorecard within the categories of research and development, quality, patients, employees, environment and reputation.

Vestas:

The performance shares will be granted in two portions; the first half of the shares will be granted after the three performance years following the disclosure of the programme and the second half of the shares will be granted five years after the disclosure, with the total grant size based on the results in the three performance years. If the minimum requirements for financial performance are not met, there will be no grant of performance shares.

Note: Eksempler på information om incitamentsprogrammer med betingede aktier fra udvalgte selskaber. Information er uddrag af information fra selskabernes årsregnskaber, fondsbrøsmeddelelser eller selskabernes overordnede retningslinjer for incitaments aflønning.

gede aktier o. lign. Endelig fremhæver flere selskaber fordelene ved, at betingede aktier o. lign. typisk ikke er helt så følsomme overfor aktiekursens udvikling som gearede optionsprogrammer. Et selskab understreger også betydningen af, at deltagerne i større grad har et økonomisk engagement som følge af en krævet upfront investering i aktier.

Fleksibiliteten i programmer med betingede aktier o. lign. kommer i stor udstrækning til udtryk i form af performancekriterier, hvor den enkelte virksomhed selv kan formulere de passende kriterier. Kriterierne spænder vidt og kan være alt fra strategiske mål til personlige mål for top- og bundlinje.

Ens for selskaberne er ønsket om at understøtte det langsigtede incitament i programmet. Der er flere måder at sikre dette på, og måderne afhænger af marked og industri. Det kommer også til udtryk i de kriterier, som selskaberne har opstillet for deres betingede aktieprogram. RTX har valgt en meget simpel struktur, hvor EBITDA er valgt som eneste kriterie, og hvor de argumenterer for, at det både dækker de strategiske og finansielle målsætninger. I den anden ende af skalaen ligger Novo Nordisk, som har opsat KPI og balanced scorecard, som bl.a. indeholder mål omkring produkter, R&D, kvalitet og patienter. SimCorp har valgt at dele deres kriterier i to, som tæller 50% hver. Derudover har de lavet en fast formel for en graduering af bonussen i forhold til, hvordan virksomheden performer i henhold til de to parametre.

Selv om detaljerne ikke altid fremgår lige tydeligt, kan vi dog også se, at mange, hvis ikke alle, programmer indeholder et fastholdelseselement, eftersom en senere økonomisk gevinst fra programmet er betinget af, at modtageren fortsat er ansat i selskabet (eller eventuelt har forladt selskabet som ”good leaver”, dvs. i princippet blevet opsagt af selskabet uden grund). Endvidere har vi også set flere eksempler på, at der indbygges claw back klausuler.⁸

Design af aktieaflønnning

Langsigtede incitamentsprogrammer bør naturligvis være konstrueret, så de også skaber fornuftige langsigtede incitamenter. I den forbindelse må man også give de danske selskaber (bestyrelserne og selskabernes ejere) kredit for, at de tilsyneladende ikke ændrer de langsigtede incitamentsprogrammer hver andet eller tredje år afhængig af modeluner og internationale tendenser. Set i dette lys er det også naturligt, at ændringer i anvendelsen af optioner i forhold til betingede aktier er noget, der kun observeres over en længere årrække. Med et stigende antal selskaber, der har indført betingede aktier o. lign. eller direkte har udskiftet optionsprogrammer med sådanne alternativer, må det forventes, at betingede aktier o. lign. i stigende grad vil indgå som et vigtigt element i aktieløn. Hvad det på sigt vil betyde for anvendelsen af optioner, synes det stadig at være for tidligt at konkludere.

Både de ovenstående resultater og de angivne eksempler viser en betydelig spredning på tværs af selskaberne i både type

og design af den anvendte incitamentsaflønnning. Alt andet lige fortjener selskaberne også ros for, hvad der tolkes som vilje og mod til at gennemføre de incitamentsprogrammer, der passer i den konkrete situation, i stedet for enten at tro at ”one size fits all” eller lade sig diktere af skiftende modeluner.

Der kan naturligvis – også udenfor bankerne – findes eksempler på uhensigtsmæssige konstruktioner af incitamentsaflønnning. Vi mener dog, at det generelle billede er, at selskaberne (og specielt deres bestyrelser) som udgangspunkt tror på, at fornuftigt sammensatte incitamentsprogrammer er værdiskabende, og dermed tilstræber at indføre sådanne programmer for nøglemedarbejdere, herunder specielt direktionen.⁹

Spredningen på tværs af selskaberne i anvendelsen af incitamentsaflønnning stemmer også godt overens med de gængse anbefalinger i relation til incitamentsaflønnning. Eksempelvis skriver Komitéen for god Selskabsledelse (2008) følgende om udformningen af optionsaflønnning, men stort set det samme kan siges om alle de elementer, der indgår i et selskabs incitamentsaflønnning:

”Der findes ikke én bestemt udformning af optionsaflønnning, der vil være optimal for alle selskaber og ledelserne heri. Udformningen af optionsaflønnningen skal tage udgangspunkt i det enkelte selskabs specifikke forhold, formålet med optionsaflønnningen samt karakteristika ved modtagerne af optionsaflønnningen.

Optionsaflønnningen er en del af selskabets incitamentsaflønnning og skal derfor ses i sammenhæng med vederlagspolitikken og den resterende aflønning af ledelsen.

For selskabet bør specielt forretningsmodel og kapitalstruktur indgå i overvejelserne.

For modtagerne er der tale om karakteristika såsom disses risikovillighed samt i nogle tilfælde udestående aktieløn fra andre (tidligere) tildelinger og modtagerens formueforhold i øvrigt.”

Hvis vi alligevel skal komme en smule malurt i bægeret, så vil vi kommentere på informationskvaliteten og den tilhørende transparens. Der observeres nemlig stor variation i den information, der leveres om incitamentsaflønnning og specielt i forhold til betingede aktier o. lign. Som diskuteret i Bechmann og Jørgensen (2002) i relation til optionsaflønnning er det for børsnoterede selskaber vigtigt, at investorer mv. gives mulighed for at vurdere den anvendte incitamentsaflønnning. Dette gælder i forhold til den værdi og de incitamenter, aflønningen måtte skabe, men også i forhold til rimeligheden heri, og om omkostningerne til aflønningen er afspejlet korrekt i regnskabet.

Som en konsekvens af ovenstående diskussioner og resultater vil vi derfor komme med to konkrete anbefalinger i relation til diskussionen og selskabernes anvendelse og præsentation af aktieaflønnning. For det første anbefales det, at der bliver arbejdet for en mere standardiseret liste over de forskellige typer incitamentsprogrammer. Vores Tabel 1 kan forhåbentlig hjælpe med et første skridt i denne retning.

8. Claw back klausuler vil typisk give selskabet mulighed for at forlange, at eksempelvis en direktør skal betale hele eller dele af den økonomiske gevinst tilbage til selskabet, hvis det senere viser sig, at gevinsten er opnået på grund af regnskaber eller oplysninger, der senere viser sig at være urigtige.

9. Dette understøttes også af resultaterne i Bechmann og Hjortshøj (2009), der finder, at i modsætning til eksempelvis de amerikanske selskaber så forsøger de danske selskaber generelt ikke at snyde på vægtskålen i forbindelse med den regnskabsmæssige behandling af omkostningerne til optionsaflønnning.

For det andet anbefales det, at der som minimum udarbejdes en skabelon eller lignende for, hvorledes selskaberne bør informere om detaljer omkring programmer med betingede aktier o. lign., for at dette er i overensstemmelse med best practice. En sådan skabelon vil supplere den tilsvarende skabelon, der findes for optionsaflønning i den såkaldte Nøgletalsvejledning (Finansforeningen, 2015).

Konklusion

Incitamentsaflønning er meget udbredt i de danske børsnoterede selskaber – især hvis man ser bort fra bankerne, hvor blandt andet finanskrisen har lagt et tungt låg på anvendelsen. Tendensen synes at gå imod endnu mere spredning på tværs af selskaberne i forhold til, hvordan incitamentsaflønningen sammensættes. Dette gælder i forhold til, i hvor høj grad selskaberne anvender de enkelte typer af incitamentsaflønning såsom kontant bonus, aktieoptioner og betingede aktier o.lign. Det gælder dog også i forhold til, hvorledes specielt betingede aktier anvendes, hvor der ses en stor spredning i konstruktion og tildelingskriterier. Der synes omvendt ikke at være nogle klare tendenser i forhold til den relative udbredelse af optionsaflønning i forhold til betingede aktier o. lign., om end pilen for de største selskaber synes at pege på en stigende anvendelse af betingede aktier o. lign. ofte på bekostning af selskabernes optionsprogram.

Sluttelig kan det konkluderes, at selskaber med incitamentsaflønning synes at gøre det mere systematisk – eksempelvis med løbende tildelinger i de eksisterende programmer. Specielt for mange af de større selskaber synes tendensen også at gå imod, at incitamentsaflønning udgør en større andel af den samlede lønpakke.

Litteratur

- Bechmann, Ken L., 2011: Optionsaflønning efter finanskrisen: Død eller levende? *Finans/Invest*, 6/11, 21-27.
- Bechmann, Ken L. og Toke Hjortshøj, 2009: Disclosed Values of Option-Based Compensation – Incompetence, Deliberate Underreporting or the Use of Expected Option Life? *European Accounting Review*, Vol. 18 (3), s. 475-513.
- Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen, 2002: Incitamentsprogrammer og oplysningsforpligtelsen. *Finans/Invest* 1/02, s. 4-11.
- Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen, 2003: Optionsaflønning i danske børsnoterede selskaber. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol. 141, s. 68-87.
- Bechmann, Ken L., Casper F. Junge og Joel A. Madsen, 2012: Er topdirektørerne i samme båd som aktionærerne? – effekten af aktie- og optionsbeholdninger. *Finans/Invest*, 4/12, s. 5-11.
- Bechmann, Ken L. og Michael Møller, 2003: Optimalt design af optionsprogrammer: valget af exercisemuligheder og exercisekurser. *Finans/Invest*, 2/03, s. 17-27.
- Bechmann, Ken L. og Kirsten T. Nielsen, 2012: Fremtidens ledelsesaflønning – hvad siger de børsnoterede selskabers overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning? *Finans/Invest*, 4/12, s. 12-19.
- Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord? *Finans/Invest*, 6/09, s. 16-25.
- Conyon, Martin J., Nuno Fernandes, Miguel A. Ferreira,

- Matos Pedro og Kevin J. Murphy, 2013: The Evolution of Executive Compensation: The US Experience. Chapter 1 in *Executive Remuneration and Employee Performance-Related Pay: A Transatlantic Perspective*. Edited by Tito Boeri, Claudio Lucifora og Kevin J. Murphy. Oxford University Press, 2013.
- Equilar, 2015: *CEO Pay Strategies Report. Rapport*, Equilar Inc.
- Faulkender, Michael og Jun Yang, 2010: Inside the black box: The role and composition of compensation peer groups. *Journal of Financial Economics*, 96, s. 257-270.
- Finansforeningen, 2015: *Anbefalinger & Nøgletal 2015*. Vejledning, Finansforeningen.
- Frydman, Carola og Dirk Jenter, 2010: CEO Compensation. *Annual Review of Financial Economics*, 2, s. 75-102.
- Hall, Brian J. og Jeffrey Liebman, 1998: Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113, s. 653-691.
- Komitéen for god Selskabsledelse, 2008: *Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning*. Vejledning udarbejdet af Komitéen for god Selskabsledelse.
- Komitéen for god Selskabsledelse, 2013: *Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning*. Justeret udgave af Komitéen for god Selskabsledelse (2008).
- Morse, Adair, Vikram Nanda og Amit Seru, 2011: Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? *Journal of Finance*, 66, s. 1779-1821.
- Thorsell, Christopher, 2015: *Equity-Based Compensation in Denmark – An Empirical Study*. Kandidatafhandling, Copenhagen Business School. ■