

Shareholder value- i kølvandet på Finanskrisen

Af Peter Berthelsen

Vejleder Per H. Hansen

Antal anslag 93.595

3. maj 2016

Indholdsfortegnelse

Indledning	3
Problemformulering	3
Afgrænsning	5
Metode	5
Teori	6
Analyse	8
Artikler for shareholder value før Finanskrisen	8
Artikler imod shareholder value før Finanskrisen	14
Artikler for shareholder value efter Finanskrisen	17
Artikler imod shareholder value efter Finanskrisen	18
Analyse af årsrapporter	23
Danske Bank	23
A.P. Møller Mærsk	31
Novo Nordisk A/S	38
Solar A/S	50
Konklusion	58
Perspektivering	59
Litteraturliste	60

Indledning

Shareholder value-tankegangen blev sparket i gang i starten af 70'erne i USA, hvor især økonomen Milton Friedman skabte indflydelse med sit essay i The New York Times "The Social Responsibility Of Business is to Increase its Profits". Her argumenterede Friedman for, at det er virksomhedens primære ansvar at maksimere aktionærernes afkast (Friedman, 1970). Det startede en kulturændring væk fra tidligere tiders stakeholder value-tankegang, som gik ud på at tage hensyn til samtlige af virksomhedens interesser.

Denne måde at drive en virksomhed på har været under beskydning fra flere sider i USA siden Finanskrisen. Den beskyldes for at have ført til finansiell ustabilitet, kortsigtede perspektiver, ulighed og dårligere vilkår for medarbejdere, forbrugere og samfundet som helhed.

Eksempelvis skriver Laurence Fink, bestyrelsesformand og CEO i BlackRock, i et essay, at incitamentsaflønning, kvartalsregnskaber samt politiske og skattemæssige tiltag medfører en kortsigtet kultur, der går ud på at gå efter gevinsten nu og her, hvilket stjæler fremtiden fra CEO's, aktionærer og resten af samfundet (Fink, 2015).

Gautam Mukunda, professor ved Harvard Business School, skriver i sit essay "How the financial sector's outsize influence is undermining business" om den finansielle sektor- og i særdeleshed Wall Street's magt og indflydelse på virksomheder, der tvinges til at tænke i optimering af shareholder value gennem blandt andet outsourcing på bekostning af forskning og udvikling, langsigtede strategier, medarbejdere og forbrugere (Mukunda, 2014).

Som en af verdens største økonomier har USA stor indflydelse på Danmark og præger måden, hvorpå vi tænker og handler. Jeg ønsker med denne opgave at undersøge, om shareholder value-tankegangen også er kommet i fokus og har ændret sig i Danmark siden Finanskrisen.

Problemformulering

Shareholder value er i sig selv ikke et problem. At skabe værdi til aktionærerne er en vigtig del af en virksomheds opgave, og uden denne egenskab ville der højst sandsynligt ingen aktionærer/investorer være at finde. Men når forskellige ledelsesmæssige handlinger fører til kortsigtede strategier, hvor det gælder om at optimere kursværdien af firmaet her og nu af individuelle og personlige årsager, bliver shareholder value-strategien et problem. Få

executives og enkelte aktionærer drager fordel heraf, mens resten af virksomhedens interessenter på sigt må betale regningen. Interessant nok skriver Lynn A. Stout i "The Shareholder Value Myth" om empiriske beviser for, at aktionærer de seneste år ikke har fået højere afkast end tidligere på trods af fokus på maksimering af shareholder value (Stout, 2013).

Finanskrisen, der ramte det meste af verden med et brag, vidner om overvurderede og spekulative værdier, der brast.

Uhensigtsmæssig, kortsigtet optimering af shareholder value kan gøres på flere måder. Grundlæggende er det sådan, at skæres der i udgifterne øges profitten og med den aktiekursen. Regnskabsposter som eksempelvis forskning og udvikling kan reduceres og pynter på balancen her og nu, men koster virksomheden fornyelse, innovation og konkurrencemæssige fordele på længere sigt.

Vækst ved opkøb af andre selskaber kan ligeledes skabe værdi, god stemning og godt humør på børsen, men er finansieringen for risikabel og udebliver synergieffekterne, kan det blive en dyr affære i det lange løb.

Aktietilbagekøb og annullering af aktier gør, at de resterende aktier vægter mere og dermed er mere værd, og udbetaling af dividende er ligeledes måder at belønne aktionærer på.

Endelig kan aflønningsprogrammer i form af aktier og optioner give ledende medarbejdere incitament til at gøre deres til at øge kursen på virksomhedens aktie. Koste hvad det vil.

Incitamentsaflønning er en måde at bekæmpe principal-agent problematikken på, hvor ejere og lederes interesser ikke er ens. Men denne løsning er ikke altid lige populær og kritiseres blandt andre af Michael Skapinker i en artikel i Financial Times. Her giver Skapinker udtryk for, at shareholder value-problemet skyldes incitamentsstrukturen blandt CEO's, der plejer egne interesser mere end aktionærernes, og således løses problemet altså ikke (Skapinker, 2015).

Ovennævnte handlinger behøver ikke altid at være negative og kan være nødvendige i bestræbelserne på at drive en forretning på forsvarlig vis. Det kan eksempelvis ikke undgås ind i mellem at afskedige medarbejdere for at overleve som virksomhed, og ville man som virksomhed ikke foretage sådanne ikke-interessentvenlige tiltag, kan det i yderste konsekvens føre til en endnu mere ikke-interessentvenlig konkurs.

Ikke desto mindre vil jeg med denne opgave forsøge at finde tegn på, om der i Danmark er sket ændringer på, hvordan virksomheder handlede før og efter Finanskrisen ud fra

shareholder value-venlige kriterier, og det leder mig frem til følgende problemformulering og undersøgelsesspørgsmål:

Hvillen indflydelse har Finanskrisen haft på shareholder value-tankegangen i Danmark?

-Fylder shareholder value mere i danske medier efter Finanskrisen?

-Anvendes aktietilbagekøb, dividendeudbetaling og incitamentsaflønning i større danske virksomheder i forhold til tiden før Finanskrisen?

-Afspejler årsrapporterne fra større danske virksomheder ændringer i handlinger og i holdningen til shareholder value?

Afgrænsning

Undersøgelsen omfatter kun Danmark og er afgrænset til tiden fra 1. januar 2003 til 15. marts 2016. Jeg har valgt at starte undersøgelsen i 2003 for at få et tilpas indblik i holdninger og handlinger forud for Finanskrisen men samtidig få lagt lidt afstand til dot.com boblen i 2001, som efterfølgende påvirkede samfundet væsentligt.

Der medtages kun større danske, børsnoterede virksomheder i undersøgelsen, da offentliggørelse af virksomhedsinformation fra disse er påkrævet og dermed let tilgængelig. Af hensyn til opgavens omfang har indsamling af data fra mindre virksomheder ikke været mulig, hvorfor disse er valgt fra.

Metode

Jeg starter denne opgave med en analyse af avisartikler fra dagbladet Børsen omhandlende shareholder value. Jeg har valgt dette medie, da jeg anser Børsen som Danmarks førende erhvervsavis og dermed en repræsentativ kilde for danske erhvervsaktører, journalister, professorer og skribenter. Søgningen på emnet på Børsen fra 1. Januar 2003 til 15. Marts

2016 gav 234 resultater. Ved gennemlæsning af samtlige artikler er 64 fundet relevante i forhold til denne undersøgelse. Kriterierne er, at shareholder value, aktietilbagekøb eller udbytte/dividende optræder i en sammenhæng i forhold til shareholder value. Emnet skal være beskrevet, og der skal være taget stilling til, om man er for eller i mod shareholder value. Jeg har delt artiklerne op i for og i mod henholdsvis før og efter Finanskrisen og laver en kvantitativ undersøgelse i vurderingen af, om fokus herpå har ændret sig efter krisen. Den næste analyse er en kvalitativ undersøgelse, hvor jeg gennemgår årsrapporter fra fire større virksomheder i Danmark. Jeg har valgt tre store virksomheder fra det danske C20 indeks samt et mid cap selskab. Der er lagt væk på at finde virksomheder fra forskellige brancher og i forskellige størrelser for at belyse problemstillingen fra flere sider. Udvælgelsen af virksomheder inden for samme branche er tilfældig. I analysen af årsrapporterne har jeg ledt efter handlinger som aktietilbagekøb, udbytteudbetaling, afskedigelse af medarbejdere, donationer til velgørende formål samt holdninger til miljø og klima, vækst, langsigtede strategier, finansiel gearing og ikke mindst aktionærerne.

Teori

Shareholder value:

Når man leder efter en definition af shareholder value-tankegangen støder man på flere muligheder. Gyldendal definerer grundlæggende shareholder value som et "begreb, der udtrykker, at den vigtigste opgave for et selskab og dets ledelse er at skabe merværdi (value) for dets aktionærer (shareholders)"¹, og denne definition er helt i tråd med min egen opfattelse af shareholder value-tankegangen og derfor fundet anvendelig til opgaven. Shareholder value-tankegangen er således en teori, der sætter aktionæren først fremfor virksomhedernes andre interessenter værende kunder, medarbejder, leverandører, samfundet og miljøet.

¹ http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Jura/Selskabsret/shareholder_value

CSR:

CSR står for Corporate Social Responsibility og er et udtryk for virksomhedens sociale ansvar overfor samfundet. Med dette menes, at en virksomhed udover egne resultater også kan tage hensyn til menneskerettigheder, miljø og klima, sociale vilkår og arbejdsforhold².

Corporate Governance:

Corporate Governance handler om principper for god selskabsledelse. Disse stiller krav til ledelsens måde at drive en virksomheden på og tager blandt andet hensyn til etik og åbenhed overfor aktionærer³.

Principal-agent-teorien:

Når ejeren (principalen) ansætter en leder (agent) til at udføre et stykke arbejde kan der opstå en interessekonflikt, hvor lederen ikke har samme incitament som ejeren. Ejeren ønsker det bedste for sin virksomhed, mens lederen plejer egne interesser. Da ejeren kan ikke kontrollere lederen fuldt ud, giver det et tab for ejeren, og heri ligger problematikken (Brealey, Myers and Allen, 2014, p. 12)

Incitamentsaflønning:

Incitamentsaflønning er en måde, hvorpå man kan tilpasse lederens interesse med virksomhedens og dermed komme ovennævnte principal-agent-problem til livs. Dette sker typisk med aktier eller optioner, så lederens honorar er afhængigt af virksomhedens resultater. Det giver lederen en "hånden-på-kogepladen" effekt, hvor vedkommende selv opnår tab, hvis virksomheden også gør. Omvendt opnås der gevinst, hvis virksomheden leverer gode resultater (Brealey, Myers and Allan, 2014, p. 295).

²

http://denstoredanske.dk/Erhverv,_karriere_og_ledelse/Erhvervsliv/Management/corporate_social_responsibility

³

http://denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Jura/Selskabsret/corporate_governance

Kapitalstruktur:

Kapitalstrukturen beskriver forholdet mellem egen- og fremmedkapital i en virksomhed. Jo mere egenkapital, desto lavere gearing og mere konservativ kapitalstruktur. Hvorimod højere andel af fremmedkapital betyder højere gearing og højere risiko.

Analyse

Artikler for shareholder value før Finanskrisen:

"GN vil fortsat døje med indtjeningen"

I forbindelse med frasalget af den tabsgivende virksomhed NetTest samt fremlæggelsen af ny fokuseringsstrategi i GN retter bestyrelsesformand Mogens Hugo Jørgensen kritik af opretholdelsen af et overtagelsesværn i form af stemmeretsbegrænsning, der ifølge Jørgensen ikke hører tiden til og ikke harmonerer med virksomhedens shareholder value-strategi (Bendsen, 2003).

"DSV er aktien for små investorer"

I forbindelse med DSV's gode resultater vurderes, at aktionærene også kan se frem til værdistigninger fremover. DSV slår fast, at der arbejdes med shareholder value som målsætning (Børsen, januar 2003).

"Krigsfrygten tog over på Fondsbørsen"

I en opsummering på børsen denne dag omtales korn- og foderstofvirksomheden, Treka, i forbindelse med en forøgelse af udlodningen til aktionærene og deres shareholder value-strategi (Nielsen, 2003).

"Jurister: Forsøg på at redde aktieklasser er dumt og omsonst"

I en artikel om et planlagt EU direktiv, der skal tjene det formål at ophæve værn mod overtagelse af aktieselskaber, kommer Professor Erik Werlauff på banen og udtaler, at det bedste værn mod overtagelse er en høj aktiekurs, der opnås ved at tænke i shareholder value. Derudover er Werlauff fortalende for at øge sammenfaldet mellem ledelsens- og ejernes

interesser, og man kunne sagtens forestille sig, at Werlauff med dette mener incitamentsaflønning (Børsen, april 2003).

"Bankledelser holder sig fra egne aktier"

I denne artikel om danske bankers lave aktieandel blandt ledelsen stiller Bjarne Jensen fra Bjarne Jensen Consult sig kritisk over for, at ledelsen mangler incitament og ikke har hånden på kogepladen. Jensen mener, der går hyggeklub i den med få eller ingen aktier i banken og udtrykker klart og tydeligt, at banken tilhører aktionærene, og at det bør være udgangspunktet for bestyrelsens arbejde (Andersen, maj 2003).

"Fokus på indtjening og bløde værdier"

På en generalforsamling i Aarhus Olie høstede ledelsen ros fra aktionærene for øget fokus på shareholder value. Adm. direktør Erik Højsholt tilføjede i dog øvrigt, at virksomheden samtidig har øje for sit sociale ansvar og for miljøet (Oskar, 2003).

"Ny formand forgylder A.P. Møller-aktionærer"

I forbindelse med sin tiltrædelse som ny bestyrelsesformand i A.P. Møller beskrives Michael Pram Rasmussen som en Mr. Shareholder Value, der blandt andet forventes at udbetale større udbytter til aktionærene (Jakobsen, 2003).

"Ingen vinterferie til Anders Dam"

I forbindelse med en skattesag bekendte Jyske Bank kulør og erklærede sig tilhænger af shareholder value frem for stakeholder value. Denne artikel handler om den dårlige omtale af banken, kurstabet, imageforringelsen og kundeflugten, der fulgte i kølvandet på sagen, hvor Jyske Bank ønskede at udnytte et hul i skattelovgivningen (Wie, 2004).

"Fokus på konsolidering hos DSV"

I en analyse af virksomheden DSV kort før forelæggelsen af deres regnskab kommer flere analytikere med deres bud på udfaldet. I den forbindelse nævnes muligheden for at blive opkøbt af et større amerikansk selskab, hvilket ikke vurderes usandsynligt, da DSV er kendt for at fokusere på shareholder value (Gerdes, 2004).

"Ny MAN-chef går fremad som en elg"

I et portræt af den nye leder af den tyske lastbils- og maskinfabrik MAN, Håkan Samuelson, sættes der fokus på Samuelsons ledelsesstrategi. Samuelson betegnes som en hård og kynisk leder og tilhænger af shareholder value-tankegangen. Der bebudes fyringer i blandt andre den danske afdeling i bestræbelserne på at efterleve dette (Gården, november 2004).

"Don Ø vil se europæisk succes på to år"

Bestyrelsesformand for Parken Sport & Entertainment, Flemming Østergaard, udtrykker i denne artikel en klar forventning til sportslig og dermed økonomisk succes til fodboldholdet F.C. København ud fra holdets aktuelle trup. Østergaard udtaler: "Det er mit job at varetage aktionærernes interesser- det har jeg sagt fra dag ét" og lægger dermed ikke skjul på, at han arbejder ud fra shareholder value-tankegangen (Kronenberg & Tüchsen, 2004)

"Det er let at vokse men profitten skal følge med"

I denne artikel omhandlende vækst i en virksomhed giver John Jensen, partner og shareholder value-specialist i PA Consulting Group, sin opskrift på , hvornår man som virksomhed skal vækste. Ifølge Jensen skal fokus være på afkast af kapital, og man skal kun vækste, når det er profitabelt. Han taler om en rendyrket shareholder value-tilgang (Tüchsen, 2004).

"Kurser skal bidrage til bundlinjen"

I en artikel omhandlende virksomheders stigende anvendelse af uddannelse af personale udtaler flere virksomheder, at denne investering i medarbejdere skal kunne måles og ses på bundlinjen, før man vil gøre brug af dette. Afdelingsdirektør i Danske Bank, Søren Rahbek, udtaler: "Den nye trend i forretningsorienteret personaleudvikling, som tager udgangspunkt i koncernens strategi i en shareholder value-drevet organisation som vores, skal vi kunne retfærdiggøre effekten af hver krone, vi bruger" (Tholstrup, 2004).

"Notespalte"

I en notespalte anbefales Novozymes aktien. I analysen påpeges, at Novozymes ledelse har stor fokus på shareholder value og planlægger et massivt aktietilbagekøbsprogram (Spliid, 2004).

"Bestyrelserne mister deres optioner"

I en undersøgelse foretaget af lektor ved Handelshøjskolen i København, Ken Bechmann, viser det sig, at brugen af aktieoptioner til bestyrelsesmedlemmer er faldende. I den forbindelse udtaler bestyrelsesformand for Neurosearch og Bavarian Nordic, Asger Aamund, at bestyrelsen er stedfortræder for aktionærerne, og at aktieoptioner er kernen i styringen af shareholder value. Aamund går dermed ind for denne form for incitamentsafløkning og shareholder value, om end han foreslår et loft på optionerne, så man undgår alt for voldsomme lønninger (Horn, 2004).

"Fagbevægelsen bundet til usælgelige virksomheder"

Denne artikel handler om dårlige afkast fra Fagbevægelsens investeringsfond AKF Holding's porteføljevirkomheder og problemerne med at slippe af med de dårlige på grund af restriktive bestemmelser om frasalg af andele. Man har i fonden besluttet sig for at gå over til en mere shareholder value-betinget tankegang i forsøget på at forbedre økonomien (Sommer, 2004).

"Lundbeckfonden sætter ny kurs"

Lundbeckfonden, der har stemmeflertallet i virksomhederne H. Lundbeck og Chr. Hansen og dermed sætter dagsordenen, har ændret politik på bestyrelsesområdet. Formanden for fonden, Arne V. Jensen, udtaler, at man er nødt til at beskæftige sig med shareholder value, og at det ikke handler om følelser, men om at optimere aktionærernes værdi (Børsen, 25. November 2004).

"Cheflønninger er løbet løbsk i USA"

I en artikel, der retter kritik mod skyhøje cheflønninger, nævner danskeren Daniel Meiland, som er bestyrelsesformand i rekrutteringsfirmaet Egon Zehnder International, at shareholder value begrebet som sådan er et godt system (Bundgaard, Thomsen & Raastrup, 2005).

"Analytiker: Stærk vækst i Topdanmark"

I forbindelse med offentliggørelsen af regnskabet fra Topdanmark udtaler analytiker Duncan Russell fra Fox-Pitt, Kelton, at han bifalder virksomhedens fokus på høje cash flows og shareholder value (Børsen, 9. Marts 2005).

"Vokseværk i SBS Broadcasting"

I en artikel om et stærkt halvårsregnskab fra SBS Broadcasting lægger CEO Markus Tellenbach ikke skjul på målsætningen om yderligere vækst og forøgelse af shareholder value (Munch, 2005).

"Formænd skal holde sig på afstand"

I denne artikel, der handler om bestyrelsesformandens rolle i en virksomhed, mener formanden for Daniscos bestyrelse, Anders Knutsen, at der er blevet større fokus på bestyrelsen i takt med, at kravet om resultater fra aktionærene er steget. Knutsen udtaler: "Med den store interesse og fokus, der er kommet på aktier og dermed aktiekurser, shareholder value... så bliver der fokus på bestyrelsen, for den skal være med til at skabe resultater til aktionærene" (Thomsen, 2005).

"Ingen priskrig trods pæne overskud"

Forsikringsbranchen havde i 2005 et godt år og oplevede pæne overskud. I denne artikel udtaler aktieanalytiker fra Jyske Bank, Torsten Bech Jensen, at disse overskud ikke vil komme forbrugerne til gode i form af lavere priser, men derimod aktionærene. Bech Jensen udtaler: "... fordi shareholder value fortsat er oppe i tiden" (Børsen, 11. November 2005).

"Topledelser presset af kapitalfonde"

Kapitalfonde har lagt pres på danske virksomheder og øget kravet om at skabe mere værdi til aktionærene. Adm. direktør i Novo Nordisk, Henrik Gürtler, udtaler at shareholder value kommer før stakeholder value. Koncerndirektør for Coloplast, Lene Skole, udtaler, at hvor det førhen var det overordnede mål at skabe værdi for stakeholder'ne, vægter ambitionen om at fordoble økonomisk profit hvert femte år lige så meget i målsætningen for Coloplast (Santh, 2006).

"Nye sunde gulerødder til toplederne"

Denne artikel handler om en tendens til ændring af incitamentsaflønnning fra aktier til aktieoptioner, der ifølge aktieanalytiker Henrik Breum har et meget stærkere fokus på shareholder value. Breum udtaler i øvrigt, at de nye optionsprogrammer er strikket sådan

sammen, at de er mere moderate og sundere i forhold til aktiemarkedets kollaps i 2001 og er i stand til bedre at tilgodese og honorere medarbejdere på kort og lang sigt (Tholstrup, 2006).

"GM og Renault forhandler igen"

I denne artikel omhandlende samarbejdet mellem GM, Nissan og Renault udtaler begge parter: "... potentielle synergier mellem alle tre bilproducenter, idet de fokuserer på, hvordan en alliance kan skabe betydelig shareholder value for alle selskaber" (Rosendahl, 2006).

"New SAS CEO is met with great expectations"

I forbindelse med ansættelsen af Mats Jansson som ny CEO for SAS, udtaler SAS Group's interiem CEO, Gunnar Reitan, at yderligere besparelser er nødvendige for at kunne forny flåden og skabe shareholder value som i andre brancher (Hansen, 2006).

"Investorer kræver kæmpe udbytte"

I en artikel omhandlende Monberg & Thorsens succesfulde frasalg af virksomheden Denerco Oil, argumenterer seniorporteføljemanager Per Jørgensen fra Nykredit for, at overskuddet fra salget enten bør udbetales til aktionærene eller bruges på aktietilbagekøb fremfor at få den skrantende virksomhed Dyrup tilbage på benene, hvilket er i god overensstemmelse med shareholder value-teorien (Raastrup, 2007).

"Merrill Lynch frygter mega-bankkollaps"

Merrill Lynch sætter spørgsmålstegn ved likviditeten i Countrywide Financial, der er USA's største udbyder af boliglån. Samtidig vækker det bekymring i Merrill Lynch, at Countrywide Financial må tage dyre skridt for at fastholde shareholder value (Børsen, 15. August 2007).

"Carlsberg-rival vil søge vækst udenlands"

I en artikel om det amerikanske bryggeri Anheuser-Buschs opkøbsønske af Scottish & Newcastle udtrykker koncernfinansdirektør Randy Baker: "Anheuser er interesseret i internationale bryggeriaftaler, der kan forstærke væksten og shareholder value" (Børsen, 25. Oktober 2007).

"Markant styrkelse af bestyrelsen"

Artiklen handler om ændringen i A.P. Møller Mærskes bestyrelse og med den nye optionsprogrammer til ledelsen. Steen Thomsen, CBS udtrykker: "Med nye optionsprogrammer til ledelsen bekender selskabet sig for første gang til shareholder value..." og "Vi ser en mere gammeldags indstilling til soliditet og konservative regnskabsprincipper blive afløst af større tryk på maksimeringen af værdiskabelsen, og det må virke betryggende blandt investorerne" (Tholstrup & Lykke, 2008).

"Anparter for milliarder i skibe"

Denne artikel handler om topledelsen i A.P. Møller Mærsk og deres skibsanparter. I tråd med shareholder value og incitamentsaflønning ejer flere topledere i Maersk skibsanparter. "Hr. Møller har den opfattelse, at ledende medarbejdere i rederiet, som havde ansvaret for andre folks penge, også skulle kunne mærke på egen krop, hvordan det er at drive skibsvirksomhed" (Friis & Dyrekilde, 2008).

"ING expresses Maersk leadership concerns, reduces share rating"

Artikel omhandlende ING's bekymring om, at Maersk ikke tager nok hensyn til aktionærene. ING mener, at Maersk bør skille sig af med business units, som ikke hører til kernekompetencerne for dermed at give et klart statement om, at man har i sinde at skabe værdi til aktionærene (Børsen, 26. juni 2008).

Artikler imod shareholder value før Finanskrisen:

"Jyske Bank tilbage i varmen hos analytikere"

I en anbefaling af Jyske Bank aktien af det internationale finanshus Fox-Pitt, Kelton påpeges, at Jyske Bank ikke er tilhænger af shareholder value (Andersen, februar 2003).

"Solide tal i software"

Adm. direktør i IT-virksomheden Systematic, Michael Holm, udtaler sig i denne artikel om Systematics fine resultater, og at man ikke har shareholder value med hurtige afkast til aktionærene på dagsordenen som de fleste andre virksomheder. I stedet drejer det sig om medarbejdere, kunder, leverandører og ejerkreds (Selsø, 2003).

"Provokerende udmeldinger skaber succes"

Adm. direktør i virksomheden Artpeople, Jan Degner, udtaler i forbindelse med virksomhedens gode resultater, at man naturligvis gerne vil levere sorte tal på bundlinjen men ikke på bekostning af alt andet. Degner har tidligere arbejdet ud fra shareholder value, men det sluttede, da han blev ansat i Artpeople (Nielsen, 2003).

"Gambleren Sørensen"

I en artikel om Chr. Hansens sats med en ny medicin, beskyldes virksomheden for ikke at tilgodese aktionærene med hurtige gevinster. Men adm. direktør Erik Sørensen fastholder, at Chr. Hansen tænker langsigtet og ikke i shareholder value (Børsen, 23. Maj 2003).

"Bjarne Jensen Consult vil rådgive tyske investorer"

I forbindelse med Bjarne Jensen Consults indtog på det tyske marked udtaler Bjarne Jensen sig omkring, hvordan han har tænkt sig at angribe det tyske marked med sin finansrådgivning og sine analysedatabaser. Jensen mener, at shareholder value har en negativ indflydelse med kortsigtet strategi og for høj fokus på kursudvikling. Jensen vil i stedet rådgive de tyske investorer til at investere i virksomheder, der tænker langsigtet og anvender finansiell sikkerhed (Gården, 2003).

"Strategi skal være unik"

På en konference i World Business World i Frankfurt talte Professor ved Harvard University, Michael Porter, om virksomhedsstrategi, om vigtigheden af at have én, og om at den skal være unik. Porter argumenterede for, at shareholder value ikke er en strategi, og at shareholder value kan hindre en strategisk udvikling. Det at skulle leve op til børsmarkedets krav og forventninger kan ødelægge den langsigtede udvikling (Gården, november 2004).

"Skarp kritik af aktiemarkedet"

Fremtidsforsker fra London Business School, Patrick Dixon, argumenterer i sin nye bog for, at aktiemarkedet vil miste virksomheder, hvis disse ikke driver forretning ud fra et langsigtet synspunkt fremfor et kortsigtet. Dixon mener, at det at skabe værdi for aktionærene som primær målsætning ikke er den rette strategi. Da op mod 80% af aktierne i nogle amerikanske

børsnoterede virksomheder handles i løbet af et år ifølge Dixon, fører denne kortsigtede ejerkreds til en kortsigtet strategi, hvilket koster på den lange bane. Dixon mener, det er demotiverende for medarbejdere, hvis lederne kun tænker kortsigtet og i afkast til aktionærerne, hvilket alt andet lige må have en negativ effekt på virksomhedens produktion på den lange bane (Kronenberg, 2005).

"Topledelsen glemmer sit ansvar"

Artiklen handler om implementeringen af en ny form for ledelse kaldet lean, der stammer fra Toyotas produktionsproces. I denne forbindelse kommer fabriksdirektør for Vola, Bo Fischer Larsen, ind på, at virksomheder i vesten arbejder kortsigtet og tænker mere i shareholder value frem for japanernes langsigtede og tålmodige måde at drive forretning på (Høyer, 2006).

"Virksomheder bliver jaget vildt i 2007"

I en artikel omhandlende købelyst blandt investorer og et stadigt stigende antal virksomhedsopkøb, siger chefen for europæisk kreditvurdering for Standard & Poor's, Blaise Ganguin: "Europæiske virksomheder bliver i stigende grad alene drevet med shareholder value for øje, og dermed skrottes de mere forsigtige principper om finansiel sikkerhed, der vandt genhør efter den seneste cykliske krise" (Nielsen, 2007).

"Mintzberg: Ledelse er en balanceakt"

Denne artikel handler om et foredrag af Henry Mintzberg, professor i ledelse ved McGill University i Montreal, der afholdtes i Billund. Mintzberg kommer blandt andet ind på, at der ved moderne ledelse bør tages mere hensyn til stakeholdere fremfor shareholder samt at have et langsigtet perspektiv (Hildebrandt, 2007).

"Den autoritære leder på vej ud"

I denne artikel, der handler om moderne ledelse, tager topchefen for virksomheden Insead, Frank Brown, ikke afstand fra shareholder value som sådan, men lægger stor vægt på, at der skal tages hensyn til CSR og fokuseres på langsigtede strategier og bæredygtighed (Lykke, 2008).

"Artpeople ekspanderer"

I en artikel om virksomhedens Artpeople's ekspansion understreger adm. direktør Jan Degner, at Artpeople ikke er en shareholder value-virksomhed. Det handler ikke om at skabe store overskud, men om at skabe og udvikle (Dubgaard, 2008).

Artikler for shareholder value efter Finanskrisen:

"Ny gaveregn over Wall Street"

Artiklen omhandler en opgørelse over bonusudbetalinger til medarbejdere, der arbejder på Wall Street. Direktør for Weinberg Center of Corporate Governance, Charles Elson, udtaler: "Indtil fokus i disse institutioner skifter fra profitmaksimering til shareholder value, vil vi fortsat se disse uhyrlige bonusser og lønninger". Elson tager dermed afstand fra enorme belønninger til medarbejdere i den finansielle sektor i kølvandet på Finanskrisen men giver samtidig udtryk for sin positive holdning til shareholder value (Nyhedsbureauet Direkt, 2010).

"Glæd jer over markedskapitalismen"

Niels Westy Munch-Holbek, cand.polit, kæder markedskapitalismen og den faldende globale fattigdom sammen i et historisk perspektiv. Munch-Holbek giver i helt klare vendinger udtryk for, at shareholder value-tankegangen er skyld i dette og fortsat er vejen frem (Munch-Holbek, 2012).

"Nu kommer turen til andre CEO'er"

Denne artikel handler om ændring i incitamentsafløningen i form af en aktieaftale til Apples CEO, Tim Cooks, der udelukkende har til formål at øge shareholder value (Rosendahl, 2013).

"Ud af baglokalet og hen til beslutningsbordet"

I denne artikel diskuterer en partner og senior manager fra Deloitte, hvad der skal til for at være en dygtig business partner i dagens Danmark. Der bliver lagt vægt på, at man skal tage udgangspunkt i at skabe shareholder value i forretningen ved fokusering på kunder, prissætning, salg, drift, skat, lagerbeholdning, eller eksterne forhold som

markedskompleksitet, forretningsrisici. Der nævnes intet om medarbejder, miljø og leverandører (Jensen & Bülow, 2015).

Artikler imod shareholder value efter Finanskrisen:

"Banker, social ansvarlighed og branding"

Per H. Hansen stiller i denne blog spørgsmålstegn ved, om Nordea Invests kontroversielle investering i Burma til støtte for militærdiktaturet. Nordea Invest forsvarer sig ved at påpege, at afkastet til aktionæren kommer i første række og dermed det moralske ansvar derefter. Spørgsmålet er, om forbrugeren/aktionæren foretrækker større moralsk ansvar, og om Nordea Invest og andre institutioner bør tænke i sådanne baner (Hansen, november 2008).

"Ponzi Finance"

I denne blog af Per H. Hansen kædes pyramidespil og virksomhedssvindel sammen med deregulering, finanskapitalisme og shareholder value's fokus på kortsigtede gevinster (Hansen, 16. December 2008).

"Finanskapitalisme og Corporate Governance"

I sin blog kommer Per H. Hansen blandt andet ind på, at principal-agent-problemstillingen, incitamentsafslønning og shareholder value fokus fører til større risikovillighed blandt ledere til skade for stakeholder'ne (Hansen, 23. december 2008).

"De erhvervsdrivende fonde og finanskrisen"

I en artikel om erhvervsdrivende fonde og deres kapitalstruktur kommer Steen Thomsen, Center for Corporate Governance ved CBS, ind på fordelene ved i krisetider ikke at følge shareholder value-modellen i forbindelse med kapitalstruktur, der går ud på ikke at ligge inde med mere kapital, end der er nødvendig til investeringer. Dette gør virksomheder sårbare i krisetider, når aktiekurser og dermed værdien af virksomheden er faldende (Thomsen, 2009).

"Revurdering af 1950-1970'erne?"

Per H. Hansen skriver i denne blog om skiftet fra stakeholder value til shareholder value i starten af 1970'erne, hvor neoklassisk teori igen kom på mode med dens deregulering og

liberalisering af finansmarkederne medførende ubalance og økonomisk uro. Hansen lægger op til debat om, hvorvidt man efter Finanskrisen igen skal tage efterkrigstidens regulering og stakeholder value-fremmende politik i brug (Hansen, 2009).

"Farvel til kvartalskapitalismen"

Denne artikel omhandler en ny ledelsesstil blandt danske topledere med fokus på innovation og bæredygtighed. Ved at inddrage og udnytte flere medarbejderes ideer og fantasi i organisationen opnås et bedre beslutningsgrundlag. I artiklen siger adm. direktør i headhuntervirksomheden, Odgers Berndtson, at fokus vil ændre sig fra shareholder value til stakeholder value med fokus på bæredygtig energi, fattigdom og forurening (Tholstrup, 2009).

"Shareholder value... og medierne"

Denne blog handler om, hvordan mediernes daglige fokus på aktiekurser og shareholder value påvirker virksomheder til at tænke og handle kortsigtet, hvilket fører til dårligere resultater på længere sigt, som ikke gavner samfundet (Hansen, 2010).

"Samfundsansvar på bestyrelsens dagsorden"

Forfatterne, som er henholdsvis koncerndirektør og funktionschef for Novo Nordisk, diskuterer en ny trend, der tager mere hensyn til stakeholder value, hvilket på den lange bane fører til øget shareholder value (Kingo & Stormer, 2010).

"Ryggraden i en stærk strategi er CSR"

Journalisten beskriver her, hvordan socialt ansvar, CSR, vinder frem som ny trend blandt virksomhedsledelse. Novozymes nævner bæredygtighed i produktionen til gavn for miljøet som en væsentlig strategisk faktor samt socialt ansvar over for medarbejdere. Derudover påstår Novozymes, at de ikke benytter sig af skatteunddragelse til fordel for det danske samfund. Den svenske virksomhed Ericson påpeger, at de flytter fokus fra shareholder value til stakeholder value blandt andet ved ligeledes at tage hensyn til miljøet i deres produktion (Børsen, 2011).

"Merkur-direktør vil tilbage til væsentligheden"

Adm. Direktør i Merkur Andelskasse, Lars Pehrson, snakker her om, at "den konstante fokus på aktionærprofit står for fald" i finanssektoren. Pehrson argumenterer for, at der skal gøres op med shareholder value-tankegangen, så sektoren kommer tilbage til udgangspunktet at være en gavnlige del af samfundet (Bach, 2011).

"Aktiemarkedet leverer ikke varen"

Professor fra CBS, Steen Thomsen, påpeger, at afkastet på aktiemarkedene ikke har været tilfredsstillende det sidste årti. Årsagen skal ifølge Thomsen findes i presset på netop aktiekursen, der forventes konstant at skulle forbedres og overgå tidligere aktiekurser. Dette fører til kortsigtede strategier og uhensigtsmæssige incitamentsaflønningsformer. Thomsen fremhæver, at konkurrenceevne, innovation og kundetilfredshed også bør være mål for virksomhedsledelse (Thomsen, 2012).

"Finansieringsteorien må omskrives"

Denne artikel handler om udgivelsen af bogen "Firm Commitment" skrevet af en professor fra Oxford ved navn Colin Mayer. Colin Mayer gør op med traditionel finansieringsteori og argumenterer blandt andet for, at shareholder value tankegangen er forældet og, at der skal fokuseres mere på langsigtede og moralske strategier (Thomsen, 2013).

"Erhvervsspidser er også politikere"

Forfatteren Nils Vilhelm Benn, konsulent, retter et skarpt angreb på en tidligere artikel i Børsen og kritiserer blandt andet en for unuanceret holdning til virksomheders primære formål; at tjene penge til ejerne. I den forbindelse påpeger Benn, at GE's tidligere CEO Jack Welch, som anses som værende en af shareholder value's grundlæggere og fortalere herfor, har udtalt, at "Shareholder value is the dumbest idea in the world", og at virksomhedernes andre interesser er vigtigere (Benn, 2013).

"Brugeroplevelsen bør være vores kommercielle religion"

Forfatteren Lars-Christian Brask, CCO i Artha Kapitalforvaltning, argumenterer for, at hvis man sætter kundernes behov i centrum, vil afkastet til ejerne automatisk følge med. Brask stiller sig dermed kritisk overfor shareholder value som primært fokusområde og fremhæver vigtigheden af en anden af virksomhedernes interesser (Brask, 2014).

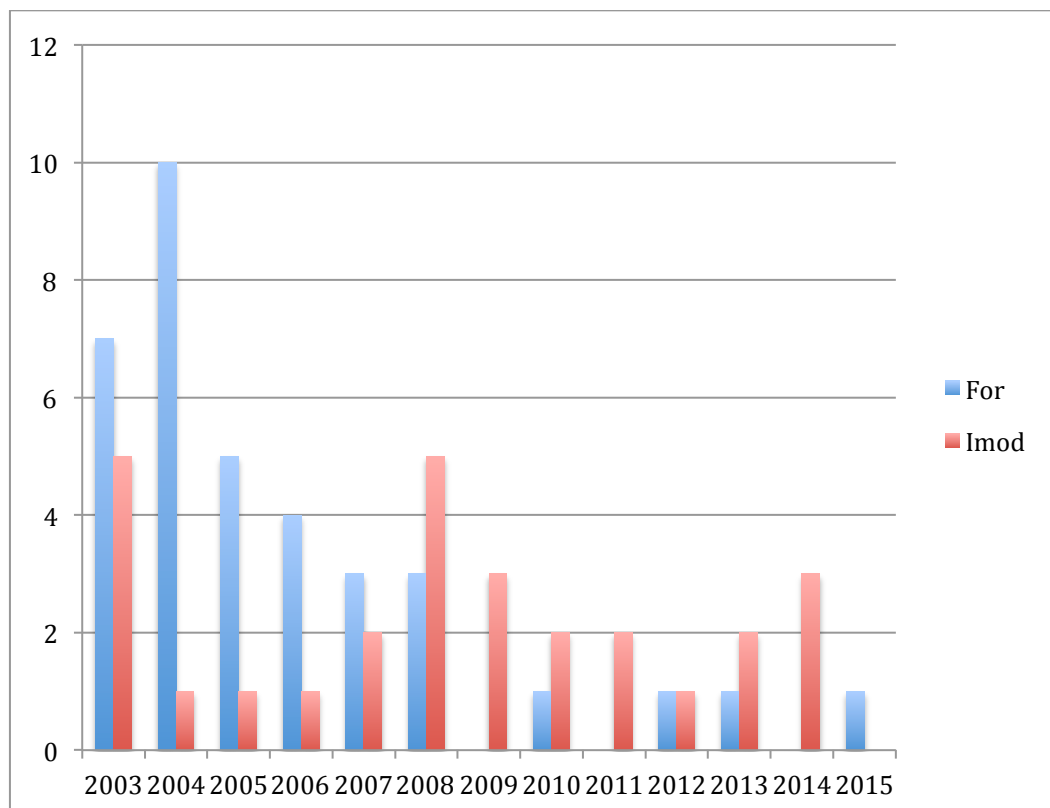
"Nykredit om Tryg: Guld kan også blive for dyrt"

Nykredit vurderer Trygs stigende aktiepris og stiller sig kritisk over for Trygs strategi om fokus på shareholder value og aktietilbagekøb (Horn, 2014).

"Topchefens Integritet"

Skribenten snakker her om et paradigme skift fra kortsigtet værdiskabelse til langsigtet strategier med fokus på bl.a. medarbejdere og etik (Krautwald, 2014).

Ovenstående artikler er talt op og resultatet ses skitseret nedenfor.



Af søjlediagrammet ser man, at der er overvægt af artikler i kategorien "for shareholder value" op til Finanskrisen, hvorimod der er en overvægt af artikler i kategorien "imod shareholder value" efter Finanskrisen. Der er altså en tendens at spore, der tyder på en ændring i forhold til fokus på shareholder value-temaet.

Der ses ydermere en svag tendens til et faldende fokus på temaet siden Finanskrisen, der kunne tyde på, at temaet bliver mindre interessant jo længere tid, vi bevæger os væk fra krisen.

Analyse af årsrapporter

Danske Bank⁴:

<i>Danske Bank</i>	
<i>2003</i>	
<i>Generelt</i>	Danske Bank leverer det bedste resultat hidtil i koncernens historie. Den overordnede generelle målsætning er at levere et konkurrencedygtigt afkast til aktionærerne. "Ledelsen fokuserer på at varetage aktionærernes interesser".
<i>Aktien</i>	Aktien stiger 18,2% og udbyttet udgør 4%. Udbyttepolitikken øges fra at udgøre 40% af overskud efter skat til udgøre 50%. Der udføres aktietilbagekøb for 5 mia., og der planlægges annullering af 20 mio. aktier, hvilket vil øge aktiekursen.
<i>Medarbejdere</i>	Tilgang af 280 nye medarbejdere. 1150 medarbejdere forlader koncernen, hvoraf 550 er med fratrædelsesordning. Fokus på videreuddannelse, arbejdsmiljø, røverier og indeklime. Indførelse af pilotprojekt omhandlende sundhedsfremmende aktiviteter betydning for helbred, sygefravær og produktivitet.
<i>Andre Interessenter</i>	Danske Bank anser et godt forhold til alle interessenter for en forudsætning for værdiskabelse. Der nedsættes et interessentudvalg til løbende at følge interessentgrupperne: kunder, investorer, medarbejdere samt myndigheder. Der rapporteres om stigende kundetilfredshed.
<i>Incentivsaflønning</i>	Aktieoptioner med indfrielsesfrist på 3-7 år for 90 chefer. Købsrettigheder til betingede aktier for 900 personer. Medarbejderaktier med 50% rabat.
<i>2004</i>	

⁴ www.danskebank.dk

<i>Generelt</i>	Danske Bank leverer det bedste resultat hidtil i koncernens historie. Den overordnede generelle målsætning er at levere et konkurrencedygtigt afkast til aktionærerne. "Ledelsen fokuserer på at varetage aktionærernes interesser". Der opkøbes banker i Nordirland og Irland. IT-driften outsources.
<i>Aktien</i>	Aktien stiger 20,7%, og udbyttet ligger på 4,7%. Udbyttet udgør 50% af overskuddet efter skat. Der udføres aktietilbagekøb på 5 mia., og der annulleres 39 mio. aktier, hvilket øger aktiekursen.
<i>Medarbejdere</i>	Tilgang af 800 nye medarbejdere, mens 1400 fratræder. Der foretages medarbejderundersøgelser, og tilfredsheden blandt disse rapporteres at være stigende. Stor fokus på videreuddannelse og kompetenceudvikling af de ansatte.
<i>Andre interessenter</i>	Der føres en miljøpolitik med fokus på ressourcebegrænsning.
<i>Incentamentsaflytning</i>	Aktieoptioner med indfrielsesfrist på 3-7 år for 90 chefer. Købsrettigheder til betingede aktier for 900 personer. Medarbejderaktier med 50% rabat.
<i>2005</i>	
<i>Generelt</i>	Danske Bank leverer det bedste resultat hidtil i koncernens historie. Den overordnede generelle målsætning er at levere et konkurrencedygtigt afkast til aktionærerne. De irske banker overtages. Der fokuseres nu på klassisk detailbankvirksomhed, hvilket medfører lukning af filial i New York samt reducere af bankaktiviteterne i London. HandelsFinans frasælges.
<i>Aktien</i>	Aktien stiger 32%, og udbyttet til aktionærerne ligger på 6,2%. Udbyttet udgør 50% af overskuddet efter skat. Der annulleres 34 mio. stk. aktier, hvilket er med til at øge aktiekursen.
<i>Medarbejdere</i>	Medarbejdere modtager for 118 mio. aktier på grund af det ekstraordinære gode årsresultat. 1100 ansættes, mens 1100 fratræder. Der indføres rygepolitik af hensyn til de ansattes helbred og sundhed.

<i>Andre interessenter</i>	Danske Videns-partnerskab lanceres og har til formål at fremme frie, kreative tanker samt ideer til innovation og vækst til gavn for hele samfundet. Der gives støtte til danske kulturinstitutioner. Der arbejdes sammen med og gives sponsorater til danske idrætsforeninger. Miljøpolitikken udbygges med fokus på CO2 udslip.
<i>2006</i>	
<i>Generelt</i>	Godt finansielt resultat og betydelig vækst med opkøb af finske Sampo Bank. Banken nyder godt af de gode konjunkturer i økonomien. Den overordnede generelle målsætning er fortsat at levere et konkurrencedygtigt afkast til aktionærerne
<i>Aktien</i>	Aktien stiger 13%, og udbyttet ligger på 5%. Udbyttet svarer til 40% af det samlede overskud efter skat og er således faldet 10% i forhold til de foregående to år. Til finansiering af opkøbet af Sampo Bank foretages en aktieemission på 60.500.000 aktier.
<i>Medarbejdere</i>	
<i>Andre interessenter</i>	
<i>2007</i>	
<i>Generelt</i>	Finansiell uro på markedet og startende økonomisk opbremsning. Til trods for det opnåede tilfredsstillende vækst og resultat om end faldende. Målsætning om konkurrencedygtigt og endda stigende afkast til aktionærer. Plan om aktietilbagekøb i 2008.
<i>Aktien</i>	Kursfald på 20%, og udbytteudbetaling på 40% af overskuddet.
<i>Medarbejdere</i>	Stadig fokus på videreuddannelse og personaleudvikling samt at skabe rammer, der skal bidrage til et godt helbred blandt ansatte. Målsætning om at øge antallet af kvindelige ledere i koncernen.
<i>Andre interessenter</i>	Ny CSR strategi med primært fokus på viden. Især unge mennesker skal oplyses og dermed opnå en bedre forståelse for deres privatøkonomi. Langsigtet miljøstrategi med målsætning om at være

	CO2 neutral i 2009. Fokus på at mindske air travel.
<i>2008</i>	
<i>Generelt</i>	Finanskrisen har meldt sin ankomst. Store nedskrivninger er årsag til en utilfredsstillende resultat, der dog er et overskud. Danske Bank deltager i en statsgarantiordning for pengeinstitutters indlåns- og gældsforpligtelser. Målsætningen ændres til at sikre en god kreditvurdering samt fokus på servicering af nuværende kunder.
<i>Aktien</i>	Fald på hele 74%. På grund af hjælpepakken må der hverken udbetales udbytte eller foretages aktietilbagekøb i de næste to år.
<i>Medarbejdere</i>	Der afskediges 350 ansatte, og der udbetales ingen bonus til direktionen. Man indgår en rammeaftale til at sikre ordentlige og fair vilkår.
<i>Andre interessenter</i>	Samme CSR strategi om viden blandt børn, unge og nye familier.
<i>2009</i>	
<i>Generelt</i>	Der leveres et ikke tilfredsstillende resultat, der trods alt vurderes acceptalt givet de ekstremt vanskelige økonomiske forhold. Der må foretages store nedskrivninger på udlån, og der optages lån fra den danske stat i form af Bankpakke 2.
<i>Aktien</i>	Aktien når i løbet af 2009 sit laveste med en kurs på 33,5, men stiger senere på året og udgår ultimo kurs 118. Ingen udbytteudbyttebetaling eller aktietilbagekøb på grund af optagelsen af statslige hjælpepakker.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af ansatte er reduceres og er 6% lavere siden 2008. Kontante bonusprogrammer samt aktieincitamentsprogrammer suspenderes.

<i>Andre interessenter</i>	CSR programmet kører videre med samme fokus på at oplyse børn og unge til en sund privatøkonomi. Virksomheden er nu CO2 neutral. Tidernes ugunst tillader ikke samme omfang af legater og sponsorater, så der prioriteres, hvilket resulterer i et mindre tilskud til projekterne i form af både tid og penge.
<i>2010</i>	
<i>Generelt</i>	Acceptabelt resultat, men langt fra det niveau, der bør leveres til aktionærene. Bankpakke 1 udløber.
<i>Aktien</i>	Aktien stiger i løbet af året og udgør ultimo 143. Det udbetales intet udbytte, men der planlægges fremover at udbetale 30% af overskud i dividende.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af ansatte i koncernen reduceres med 2,5% i forhold til 2009.
<i>Andre interessenter</i>	Samme fokus som tidligere. Antallet af deltagere i projekter arrangeret af Danske Bank er faldende, om end timeantallet, der bruges af arrangørerne er stigende. Størrelsen af donationer er faldet 7 mio. i forhold til året før.
<i>2011</i>	
<i>Generelt</i>	Endnu et vanskeligt år for koncernen med aktieemission på 20 mia. samt deltagelse i to statslige hjælpepakker. Resultatet er utilfredsstillende og værre end ventet. Der skiftes ud på direktør- og bestyrelsesformandsposten. Ambitionen om et konkurrencedygtigt afkast til aktionærene vender tilbage.
<i>Aktien</i>	Aktien falder i løbet af 2011 og udgør ultimo kurs 73. En lille del af forklaringen skal findes i en udvanding på grund af aktieemissionen.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere reduceres fortsat i bestræbelserne på at effektivisere virksomheden.

<i>Andre interessenter</i>	Fokus på viden, CO2 udslip og medarbejdersundhed forbliver uændret. Antallet af deltagere samt arbejdstimer investeret i koncernens udvalgte arrangementer stiger, mens donationer foretaget falder med 1 mio. i forhold til året før.
<i>2012</i>	
<i>Generelt</i>	Året bød på et bedre resultat end i de foregående og indfrie forventningerne. Der måtte foretages en ny aktieemission på 7,1 mia. i forsøget på at forbedre koncernens kreditvurdering ovenpå en nedgradering af Moody's samt Standard & Poor's. Der lanceres en ny strategi med målsætning om at fokusere på at ville levere konkurrencedygtige produkter til kunderne samtidig med at forbedre afkastet og imødegå den lave kundetilfredshed på visse af koncernens markeder.
<i>Aktien</i>	Aktien stiger og lander på kurs 95,7 ultimo 2012, hvor aktieemissionen presser kursen lidt ned. Der udbetales intet udbytte i 2012, men der gives udtryk for, at man igen vil tilstræbe at udbetale 40% af overskuddet, så snart det igen er forsvarligt.
<i>Medarbejdere</i>	Medarbejderstaben reduceres med 5%.
<i>Andre interessenter</i>	Fokus på viden, CO2 udslip og medarbejdersundhed forbliver uændret. Antallet af deltagere samt arbejdstimer investeret i koncernens udvalgte arrangementer stiger, mens donationer foretaget falder med 5 mio. i forhold til året før.
<i>2013</i>	
<i>Generelt</i>	Dette år bød på en fremgang på 50%, der dog stadig ikke er tilfredsstillende. Danske Bank har en højere målsætning for forrentningen af egenkapitalen, som man stadig stræber efter at nå op på. Målsætningen er nu at være kundernes mest betroede finansielle partner, og hovedfokus ligger på kundetilfredshed. I første række kommer kundetilfredshed, og så skal værdiskabelse til

	aktionærerne nok følge efter, hedder det. Der snakkes nu om et ønske om langsigtet og vedblivende rentabilitet.
<i>Aktien</i>	Aktien steg til kurs 124,4, og stadig intet udbytte til aktionærerne. Målet er stadig at nå op på en udbytteudbetaling på 40% af overskuddet, når det er forsvarligt.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere er stadig faldende.
<i>Andre interessenter</i>	Antallet af timer brugt på frivilligt arbejde er stort set uændret, mens beløbet brugt på donationer faldt med over 50%. Fokus ligger nu helt klart på tilfredse kunder. Miljøhensynet er faldet i forhold til tidligere- det er især air travel, der er steget.
<i>2014</i>	
<i>Generelt</i>	Signifikant fremgang med det bedste resultat siden 2007. Tilbagebetalingen af statslige lån er udført og kreditvurderingen er gået op. Der snakkes om et forstærket kundeforhold, der stadig er det primære fokus.
<i>Aktien</i>	Aktien steg fortsat og udgjorde 167,4 ultimo 2014. Med det gode resultat er det fundet forsvarligt at udbetale dividende svarende til 43% af overskuddet, og der planlægges aktietilbagekøb på 5 mia. i 2015. Målsætningen for udbytteudbetaling ændres til 40%-50% af overskuddet. Vi er altså tilbage til samme ambitioner som før Finanskrisen.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere er fortsat faldende grundet effektivisering.
<i>Andre interessenter</i>	Man snakker nu om langsigtet værdi for stakeholdere ved at være i konstant dialog med disse. Kundeforholdet kommer i første række. Det samlede anslåede CO2 udslip er svagt faldende.

<i>2015</i> <i>Generelt</i>	Endnu et godt år med signifikant fremgang. Hovedfokus ligger stadig på forholdet til kunderne, og man ytrer nu ønske om at være en effektiv bank til fordel for alle interessenter- og det på lang sigt. Man betragter sig selv som mere risikoavers og kreditvurderingen er gået yderligere op i forhold til året forinden.
<i>Aktien</i>	Aktiekursen endte i kurs 185,2 på årets sidste dag, og der udbetales dividende svarende til 46% af overskuddet. Der planlægges aktietilbagekøb på 9 mia. for 2016.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet er ansatte er stigende.
<i>Andre interessenter</i>	Fokusområder er uændret i forhold til året før. CO2 udslippet er halveret i forhold til 2014 og altså gået markant ned.

Danske Bank opnår særdeles profitable resultater i årene i op til Finanskrisen og fører en åbenlys strategi om maksimering af aktionærernes værdi. Det foregår med fokus på aktiekursen, udbetaling af dividender og aktietilbagekøb. Samtidig er der stor fokus på CSR med diverse legater, sponsorater og støtte til kulturinstitutioner.

Under Finanskrisen og årene derefter er virksomheden presset, og man er af den grund hverken i stand- eller har lov til at udleve tidligere tiders målsætning om udbytteudbetaling og aktietilbagekøb. Medarbejderantallet er konstant faldende og hensynet til andre interessenter ligeså.

Fra til dels 2013 og i særdeleshed 2014 kommer Danske Bank på fode igen og leverer nu engang solide, finansielle resultater. Tonen fra ledelsen er ændret, og den før så klare shareholder value-strategi kommer nu i anden række efter forholdet til kunderne, der er det nye vigtigste hensyn at tage. Derudover observeres nye udtryk som "langsigtet og vedblivende rentabilitet" og "at skabe langsigtet værdi for stakeholdere". Til gengæld viser aktionærhensynet at være tilbage på samme niveau som før Finanskrisen med målsætningen om udbytteudbetaling på op til 50% af overskuddet samt aktietilbagekøb. Der ses en faldende aktivitet i donationer, sponsorater og velgørehed, mens man har fået godt styr på miljøet i form af faldende CO2 udslip. Alt i alt vurderes, at Danske Bank foretager en lille ændring i holdningen til shareholder value i retningen væk fra denne.

A.P. Møller Mærsk⁵:

<i>A.P. Møller Mærsk</i>	
<i>2003</i>	
<i>Generelt</i>	Fremgang både forretningsmæssigt og resultatmæssigt. Formand Mærsk Mc-Kinney Møller fratræder og erstattes af Michael Pram Rasmussen. Corporate governance er oppe i tiden, og virksomheden følger diskussionen nøje, men understreger at ansvarlighed er ledelsens fornemmeste opgave.
<i>Aktien</i>	Der udbetales udbytte på 300 kr. pr. aktie.
<i>2004</i>	
<i>Generelt</i>	I 2004 kunne rederiet fejre 100 års fødselsdag med et godt resultat, der var bedre end forventet. Debatten om corporate governance fortsætter, og man engagerer sig heri til trods for, at man er af den mening, at stærkt fundere værdier og virksomhedskultur er vigtigere.
<i>Aktien</i>	Der udbetales dividende på 450 kr per aktie.
<i>Medarbejdere</i>	Det påpeges, at virksomheden ikke anvender aktiebaseret incitamentsaflønnning i ledelsen.
<i>Andre interessenter</i>	A.P. Møller Mærsk A/S deltager aktivt i det internationale arbejde til bekæmpelse af terror i transportkæden. Man bidrager til beskyttelse og bevarelse af havmiljøet og arbejder med over 100 projekter til optimering af brandstofbesparende udstyr, der skal sænke CO2 udledningen.
<i>2005</i>	
<i>Generelt</i>	Dette år bød på et højt aktivitetsniveau med betydelige investeringer og frasalg af Maersk Air. Årets resultat var godt.
<i>Aktien</i>	Udbetaling af udbytte på 550 kr. per aktie.

⁵ www.maersk.com

<i>Medarbejdere</i>	Der foretages sundheds- og sikkerhedskurser for medarbejdere, og der lægges vægt på at uddanne og træne de ansatte. Det påpeges igen, at virksomheden ikke anvender aktiebaseret incitamentsaf lønning i ledelsen.
<i>Andre interessenter</i>	Virksomheden deltager i forskellige samarbejder omkring forskning og videndeling indenfor tekniske, sundheds-, sikkerheds- og miljømæssige områder. Der arbejdes stadig på at reducere CO2 udledningen til gavn for miljøet og bevarelsen af havmiljøet. I Januar indvies Operahuset i København, hvor Mærsk Mc-Kinney Møller er initiativtager og mæcen.
<i>2006</i>	
<i>Generelt</i>	Der opnås et positivt resultat, som forventet.
<i>Aktien</i>	Udbytte dette år udgør 550 kr. per aktie.
<i>Medarbejdere</i>	Uddannelse og udvikling af medarbejdere er fortsat af central betydning for rederiet. Medarbejderes sundhed og sikkerhed samt miljøet er af stor vigtighed, hedder det. En afdeling ved navn HSE (Health, Safety & Environment) etableres, der skal sikre fortsat fokus på områderne. Med hensyn til aflønning, så forpligtes ledende ansatte nu til at købe aktier i virksomheden til markedspris.
<i>Andre interessenter</i>	I gennem uddannelse og forskning søges stadig at mindske udledningen af CO2. Alle containerskibe opfylder miljøkravene. Ansatte i ledende stillinger opfordres til at tænke i følgende principper: lokalsamfund, medarbejdere, miljø, sundhed og sikkerhed samt sikring.
<i>2007</i>	
<i>Generelt</i>	Niels Smedegaard erstatter Jess Søderberg som CEO. Betydelig resultatmæssig fremgang. Dog er man stadig ikke helt tilfreds.
<i>Aktien</i>	Der udbetales 650 kr. i dividende. Der er mulighed for, og der spekuleres i at foretage aktietilbagekøb på op til 10% af selskabets

	aktieværdi.
<i>Medarbejdere</i>	Man arbejder fortsat videre med HSE-gruppen. Medarbejderundersøgelse viser fremgang i tilfredsheden og motivationen blandt ansatte i forhold til året før.
<i>Andre interessenter</i>	Man er klar over virksomhedens store forbrug af energi og medfølgende CO2 udledning, og man forsøger at producere så effektivt som muligt. Man har som målsætning at reducere udledningen med 5% over de kommende år.
<i>2008</i>	
<i>Generelt</i>	Pænt og tilfredsstillende resultat, der dog blev lavere end forventet på grund af påvirkningen af den økonomiske afmatning sidst på året.
<i>Aktien</i>	Der udbetales 650 kr. per aktie som for året før. Aktietilbagekøb blev ikke udført.
<i>Medarbejdere</i>	Uændret fokus i forhold til tidligere. Dette år blev virksomheden udsat for en kaping ud for Somalias kyst med gidseltagning som følge. De involverede slap uskadt, og virksomheden understreger, at man fortsat har stor fokus på sikkerheden blandt de ansatte.
<i>Andre interessenter</i>	Der indføres en ny miljøstrategi ved navn Eco-efficient med formål at udvikle miljøvenlige og energieffektive løsninger.
<i>2009</i>	
<i>Generelt</i>	Selskabet oplever et tabsgivende resultat som følge af Finanskrisen. For at sikre det langsigtede likviditetsberedskab udstedes obligationer og en del af egne aktier sælges. Der er fokus på at nedbringe omkostninger og forbedre forholdet til kunderne.
<i>Aktien</i>	Der udbetales 325 kr. per aktie i dividende.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere reduceres. Der indføres et aktieoptionsprogram for ledende medarbejdere.

<i>Andre interessenter</i>	Virksomheden tilslutter sig Global Contact, der er et FN initiativ til fremme af virksomhedsetik indenfor menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og antikorrruption, da man er sig sit sociale ansvar bevist ifølge virksomheden. Arbejdet med brændstofbesparelser intensiveres til fordel for miljøet (og bundlinjen).
<i>2010</i>	
<i>Generelt</i>	Virksomheden leverer igen et resultat med overskud ovenpå forrige års underskud. Der er tale om A.P. Møller Mærskts bedste resultat hidtil. Ledelsens prioriteter er at forbedre selskabets konkurrenceevne og styrke det finansielle beredskab, udnytte opståede muligheder som følge af Finanskrisen samt atter at gøre virksomheden lønsom. Der stræbes efter langsigtet vækst. Målsætningen for virksomhedens afkast er 10% ROIC.
<i>Aktien</i>	Der udbetales 1000 per aktie i udbytte til aktionærerne
<i>Medarbejdere</i>	Der reduceres yderligere i staben. På trods af dette meldes om øget medarbejdertilfredshed i virksomhedens egne målinger. Det formodes, at de afskedigede medarbejdere ikke deltog i undersøgelserne.
<i>Andre interessenter</i>	Der måles den største kundetilfredshed hidtil, og fokus herpå understreges. Man indfører en ny strategi, der tager hensyn til bæredygtighed, og man erkender sit ansvar som en global virksomhed. Målet for selskabets CO2 reduktion i 2012 opnås allerede dette år. Der afgives en bestilling på 10 skibe, der er endnu mere miljøvenlige end den nuværende flåde.
<i>2011</i>	
<i>Generelt</i>	Der leveres dette år igen et fint og acceptabelt resultat, der dog ikke lever helt op til ledelsens forventning. Man vedholder fortsat ambitionen om langsigtede vækstplaner. Ledelsen udtaler, at man

	står stærkere nu end før Finanskrisen.
<i>Aktien</i>	Der udbetales igen dividende på 1000 kr. per aktie. Virksomheden har til hensigt at øge dividendeudbetalingerne fremadrettet på baggrund af indtjeningsstyrken.
<i>Medarbejdere</i>	Der meldes om øget tilfredshed i medarbejderundersøgelserne.
<i>Andre interessenter</i>	Serviceniveauet og kundernes tilfredshed er fortsat i høj fokus. Visionen er, udover at være en lønsom virksomhed, at agere ansvarligt i forhold til sociale og miljømæssige hensyn til fordel for virksomheden selv og det globale samfund.
<i>2012</i>	
<i>Generelt</i>	Virksomheden leverede et tilfredsstillende resultat for 2012. Strategien indeholder fortsat fokus på investeringer og vækst. Der gives udtryk for lidt bekymring for resultatet af visse investeringer på kort sigt, men forventning om positive, langsigtede resultater. Væksten skal finansieres ved en konservativ kapitalstruktur.
<i>Aktien</i>	Dividende lå dette år på 1200 kr. per aktie. Der arbejdes fortsat på stigende udbytteudbetaling fremover.
<i>Medarbejdere</i>	Fokus på uddannelse og udvikling af medarbejdere.
<i>Andre interessenter</i>	Samme fokus på bæredygtighed, miljø som tidligere. Der samarbejdes med leverandører om optimering af leveringer af produkter.
<i>2013</i>	
<i>Generelt</i>	Resultatet dette år var godt og bød på fremgang i forhold til det foregående år. Man fører fortsat en langsigtet vækststrategi for dermed at få det optimale ud af aktionærernes midler. Kapitalstrukturen ønskes tilpasset til en stærk kreditvurdering. Virksomheden har en klar målsætning om at levere en ROIC på 10%.

<i>Aktien</i>	Der foretages udbytteudbetaling på 1400 kr. per aktie. Udbyttet ønskes fortsat at stige fremover.
<i>Medarbejdere</i>	Der rettes fokus på kønsmæssig sammensætning af ledelsen. Direktøren retter fokus mod vigtigheden af medarbejdernes sikkerhed.
<i>Andre interessenter</i>	Forholdet til kunderne fremhæves endnu en gang og vigtigheden af deres tilfredshed. Virksomheden lancerer deres Sustainability Report, der indeholder tiltag, projekter og initiativer til gavn for samfund og miljø. Sikkerhed, reducere af CO2 og oliespild, menneskerettigheder, ofre for naturkatastrofer samt bekæmpelse af korrupsion er på dagsordenen i rapporten.
<i>2014</i>	
<i>Generelt</i>	Der opnås et stærkt økonomisk resultat. Man har stadigvæk fokus på vækst og målsætningen om et afkast på 10%. Strategien om en robust kapitalstruktur med reserver er stadig til stede.
<i>Aktien</i>	Der udbetales er dividende, der er 7% højere end året før. Der er i mellemtiden foretaget et aktiesplit, hvorfor den nominelle værdi af udbyttet på 300 kr. per aktie er lavere end foregående år. Der udtrykkes stadig ønske om at hæve dividenden fremover. Der foretages flere aktietilbagekøb.
<i>Medarbejdere</i>	Fokus på innovation til udvikling og forbedring af ansattes sikkerhed. Der stræbes efter at ansætte og udvikle motiverede og engagerede medarbejdere.
<i>Andre interessenter</i>	Der iværksættes diverse initiativer til gavn for miljø og samfund. Eksempelvis projekter, der forbedrede tunfiskeriet i Indonesien og samhandlen for bønder i Østafrika. Effektiviteten i begrænsningen af CO2 udslip forbedres i tråd med virksomhedens fokus på bæredygtighed. Der ydes en donation på 1 mio. USD til bekæmpelse af ebola i Vestafrika.

A.P. Møller Mærsk A/S yder donationer og støtte til diverse velgørende projekter både før og efter Finanskrisen. Især Mærsk McKinney Møllers gave til København i form af et nyt operahus i 2005 har vækket opsigt, og virksomheden gør sig bemærket med deres hensyn og involvering i lokalsamfund rundt om i verden.

Tonen ændres en smule i ledelsesberetningerne efter Finanskrisen, hvor begreber som "langsigtet vækst" og "konservativ kapitalstruktur" begynder at optræde, hvilket taler for en lille ændring i retningen væk fra den hurtige gevinst og dermed shareholder value.

Til gengæld udbetaler Mærsk-gruppen dividende til aktionærerne i alle de år, undersøgelsen løber. Selv i 2009, hvor virksomheden leverer et underskud, tages der hensyn til aktionærerne med udbytteudbetaling- vel at mærke samtidig med, at der afskediges medarbejdere i bestræbelserne på at tilpasse omkostningerne. I 2009 indføres tilmed incitamentsafslønning, og i 2014 føres der et aktietilbagekøbsprogram, hvilket ikke taler for en ændring i holdningen til shareholder value.

I A.P. Møller Mærsk A/S er der altså initiativer, handlinger og ord, der taler både for og i mod synet på shareholder value, og det vurderes, at Finanskrisen i denne virksomhed ikke har haft indflydelse på synet på dette.

Novo Nordisk A/S⁶:

<i>Novo Nordisk A/S</i>	
<i>2003</i>	
<i>Generelt</i>	Der leveres et tilfredsstillende økonomisk resultat. Administrerende direktør, Lars Rebien Sørensen, starter denne årsrapporten med at udtrykke, at Novo Nordisk ønsker at være engageret, ansvarlig og redelig over for kunder, medarbejdere, aktionærer og samfundet. Novo Nordisk bekender sig i velkomstbrevet i årsrapporten til en stakeholder-strategi for den vej rundt at tilfredsstille aktionærernes langsigtede interesser. Der er fokus på vækst, stram omkostningsstyring og innovation i virksomheden.
<i>Aktien</i>	Der udbetales et udbytte på 4,40 kr. per aktie, og der udføres et aktietilbagekøbsprogram på 1,6 mia. kr. Det tilstræbes at kunne levere et konkurrencedygtigt afkast til aktionærerne.
<i>Medarbejdere</i>	På trods af omkostningsreduceringer, har det ikke forværret arbejdsmiljøet for de ansatte ifølge den årlige medarbejderundersøgelse. Der indføres en langsigtet aktiebaseret incitamentsaflønnning til ledelsen fremfor tidligere tiders optionsprogram.
<i>Andre interessenter</i>	Det vedtages på generalforsamlingen, at "virksomheden vil tilstræbe at gennemføre sine aktiviteter på en økonomisk, miljømæssigt og social ansvarligt måde". Der samarbejdes med WHO om forbedret adgang til diabetesmedicin i udsatte og fattige områder. Novo Nordisk bestræber sig på at begrænse, effektivisere og erstatte dyreforsøg i forskningen. Der arbejdes på at producere mere for mindre, og man er lykkedes med at reducere vand- og energiforbrug per producerede enheder.

⁶ www.novonordisk.dk

2004	
<i>Generelt</i>	<p>Resultatet for 2004 er meget tilfredsstillende. Der fokuseres på vækst på nye markeder i takt med globaliseringen. En skærpet konkurrence kræver et langsigtet og bredt perspektiv ifølge ledelsen.</p> <p>Virksomheden tilstræber stadig at udføre sine aktiviteter på en økonomisk, miljømæssigt og socialt ansvarlig måde. Novo Nordisk arbejder med en tredobbelt bundlinje, som består af en social, miljømæssig og økonomisk del. Etik er en vigtig faktor i medicinalbranchen, og Novo Nordisk er sig sit ansvar bekendt i forbindelse af prissætningen af produkter, så disse når ud til så mange patienter som muligt, samtidig med man driver en lønsom forretning. Man fører af den grund en prispolitik i 33 af verdens mindst udviklede lande, hvor produkterne sælges billigere end normalt.</p>
<i>Aktien</i>	<p>Der udbetales en dividende på 4,8 kr. per aktie. Der foretages et aktietilbagekøb på 2 mia. kr., og man regner med yderligere tilbagekøb i 2005.</p>
<i>Medarbejdere</i>	<p>Der tilbydes medarbejdere rygestopkurser, kampagner for motion og bedre kost, virksomhedsbetalte sportsaktiviteter samt bekæmpelse af stress i kampen mod at forebygge livsstilssygdomme. Man ønsker at skabe et arbejdsmiljø og en kultur, der understøtter en sund livsstil. Ledelsen fortsætter med langsigtede, aktiebaserede incitamentsprogrammer til deres ledere.</p>
<i>Andre interessenter</i>	<p>Man arbejder på og stræber efter at bekæmpe diabetessygdommen og erkender sit ansvar over for samfundet i forbindelse hermed. Man deltager i et initiativ om at gøre verdenssamfundet opmærksom på, at en sundere livsstil især i vestlige lande er påkrævet for at forebygge livstruende sygdomme. Der ydes støtte til humanitære, videnskabelige og sociale formål. Novo Nordisk fører en politik om ansvarlighed i leverandørkæden. Det er påvist at fokus på sociale og miljømæssige hensyn blandt leverandørerne er med til at forbedre</p>

	<p>bundlinjen. Virksomhedens holdning til dyreforsøg er uændret i forhold til året før. Der produceres mere for mindre energi dette år til gavn for miljøet. Dog har Novo Nordisk haft to uheld med udslip af genmodificeret organismer.</p>
<i>2005</i>	
<i>Generelt</i>	<p>Der leveres et godt resultat. Novo Nordisk indfrier stort set deres finansielle målsætning, og man vækster. Virksomheden arbejder ud fra en vision om at levere et konkurrencedygtige forretningsresultater, forsvare virksomhedens førende position indenfor bekæmpelse af diabetes, tilbyde innovative produkter og serviceydelser samt gøre virksomheden til en udfordrende arbejdsplads. Der arbejdes forudsat ud fra målsætningen at skabe et langsigtet værdiskabende resultat for aktionærene. Det kræver at virksomheden fortsat vækster, med det understreges at der ikke skal vækstes for en hver pris, men på en balanceret måde.</p>
<i>Aktien</i>	<p>Udbytteudbetalingen stiger til 6 kr. per aktie. Et aktietilbagekøbsprogram planlægges for 2006.</p>
<i>Medarbejdere</i>	<p>Antallet af medarbejdere stiger. Der indføres et globalt aktieincitamentsprogram for alle medarbejdere. Sundhedsprogrammet for de ansatte fortsætter.</p>

<i>Andre interessenter</i>	Novo Nordisk når i mål med hensyn til deres femårsstrategi om reducere af energiforbrug og vandudledning på henholdsvis 5% og 4%. Der indføres en ny målsætning hvad angår miljøet, hvor bæredygtighed, klimaforandring, miljøansvar i produktionen samt transport og bæredygtighed i leverandørkæden er nogle af nøgleordene. Der vedtages konkrete mål om nedbringelse af CO2 udslip. Diabetesstrategien ændres til at fokusere på bedre behandling og forebyggelse for folk i risikogruppen, mens visionen om at bekæmpe sygdommen på sigt er intakt. Der udarbejdes klare etiske retningslinjer med det formål at nedbringe interessekonflikter, bestikkelse, markedsføring af lægemidler over for læger og sygeplejesker. Novo Nordisk er stadig deltagende i hjælpen til verdens fattigste lande og andre velgørende formål.
<i>2006</i>	
<i>Generelt</i>	Der leveres et solidt og forbedret resultat i forhold til året før. Strategien om en tredobbelt bundlinje er uændret. Ud fra konkurrencedygtige resultater og vækst ønsker Novo Nordisk at øge investeringerne i forskning og udvikling, hvilket skal øge mulighederne for virksomheden på lang sigt og sikre værdiskabelse for aktionærerne.
<i>Aktien</i>	Det planlagte aktietilbagekøbsprogram er i gang og forhøjes til 10 mia. Der udbetales 7 kr. per aktie i dividende.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere stiger igen på grund af den globale vækst, der dog koster arbejdspladser i Danmark om end kun få. Det aktiebaserede incitamentsprogram for direktører indeholder også krav om resultater indenfor forsknings- og udviklingsprojekter. Andre ledende medarbejdere tildeles nu også aktieoptioner i deres incitamentsprogram, og her succeskriteriet udelukkende finansielle resultater. Optionerne kan dog først udnyttes fra fem år frem i tiden. Den årlige medarbejderundersøgelse giver stort set samme resultat

	<p>som året før og forbliver over målsætningen.</p>
<i>Andre interessenter</i>	<p>Det understreges at de vigtigste interessenter er kunderne/patienterne. Diabetes-kampagnen og kampen mod sygdommen fortsættes ufortrødent. Der observeres fremgang begrænsningen af CO2 udslip, vandudledning og energiforbrug. Der er stadig høj tilstedeværelse i udviklingslandene, og antallet af anvendte forsøgsdyr falder.</p>
<i>2007</i>	
<i>Generelt</i>	<p>Virksomheden opnår igen stærke finansielle resultater og vækst på globalt plan. Strategien om den tredobbelte bundlinje, bekæmpelse af diabetes, bæredygtighed, miljøhensyn og langsigtet værdiskabelse til aktionærene forbliver intakt. Der investeres mere end nogensinde før i forskning og udvikling.</p>
<i>Aktien</i>	<p>Dividenden udgør dette år 4,50 kr. per aktie, og da der er foretaget et aktiesplit siden sidste årsrapport, er der igen tale om en stigning i udbytteudbetalingen til aktionærene. Aktietilbagekøbsprogrammet kører videre, og der annulleres samtidig en del af de tilbagekøbte aktie, hvilket medfører en kursstigning i de tilbageværende aktier.</p>
<i>Medarbejdere</i>	<p>Antallet af medarbejdere stiger endnu engang, og det gør resultatet af medarbejderundersøgelsen også. Den langsigtede, aktiebaserede incitamentsaflønnings fortsætter for direktører og topledere. Der eksisterer tilmed en kortsigtet incitamentsaflønnings i form af en kontant bonus til enkelte direktører ud fra opnåelse af funktionsmæssige og individuelle forretningsmål, der ikke fremgår af årsrapporten. Sundhedsprogrammet for de ansatte fortsætter.</p>

<i>Andre interessenter</i>	<p>Der leveres også fine og forbedrede ikke-finansielle resultater. Energibesparelsen stiger og CO2 udledningen falder. Leverandørerne auditeres løbende til sikring af social ansvarlighed blandt disse. Man anser sundhed som drivkræften for økonomisk vækst og en forudsætning for at opnå større social lighed i samfundet, hvilket man ved hjælp af diverse medicinske produkter ønsker at forøge. Der er stadig fokus på at opretholde en god etisk adfærd.</p>
<i>2008</i>	
<i>Generelt</i>	<p>På trods af starten på den økonomiske krise, leverer Novo Nordisk et fint og tilfredsstillende resultat, der er bedre end året før. Men som ledelsen påpeger, har patienter brug for deres medicin uanset, hvor man befinder sig i den økonomiske cyklus. Det tredobbelte bundlinjeprincip er der ikke pillet ved, og visionen og bekæmpelse af diabetes er ligeledes gældende. Grundet den økonomiske afmatning har man fokus på forsigtig omkostningspolitik, men stadig vækst på markeder med langsigtet potentiale. Der ændres ikke på de langsigtede finansielle mål om vækst, lønsomhed, likviditet og afkast. Den nuværende kapitalstruktur vurderes at være passende på trods af den økonomiske uro, og ambitionen er stadig at udbetale overskydende kapital til aktionærerne.</p>
<i>Aktien</i>	<p>Der udbetales en dividende på 6 kr. per aktie, og virksomheden fortsætter dermed trenden om et stadigt stigende udbytte til aktionærerne. Aktietilbagekøbsprogrammet er stadig i gang, og det ventes at fortsætte ind i 2009. Igen annulleres en del af de tilbagekøbte aktier.</p>
<i>Medarbejdere</i>	<p>Antallet af medarbejdere stiger igen. Incitamentsaflønningsprogrammet vurderes at køre tilfredsstillende, og der ændres ikke på dette. Resultatet af den årlige medarbejderundersøgelse stiger igen. Ergonomi og arbejdsulykker kommer nu også i fokus.</p>

<i>Andre interessenter</i>	Fokus på hjælpen i verdens fattigste lande vedbliver, og blandt andet deles der gratis insulin ud til 10.000 børn visse steder. Der arbejdes fortsat på en bedre adgang til behandling af diabetes. Man er godt på vej til at nå målsætningen om reducere af CO2 udslip såvel som energi og vandforbrug, og besparelsesprogrammet fortsætter. Affaldshåndtering indlemmes i miljøprogrammet.
<i>2009</i>	
<i>Generelt</i>	Udfordringer med global økonomisk krise og lavere tilskud til medicin gør det positive, finansielle resultat for 2009 til endnu et tilfredsstillende ét af slagsen. En øget produktivitet har ført til flere investeringer i forskning og udvikling, og innovation er det stadig mere fremtrædende nøgleord i bestræbelserne for at sikre aktionærerne langsigtet værdiskabelse. De langsigtede finansielle mål forbliver uændrede. Posten investeringer er højere end året før.
<i>Aktien</i>	Udbyttet dette år er på 7,50 kr. per aktie og er således stigende. Det planlagte aktietilbagekøbsprogram gennemføres og afsluttes, og der planlægges yderligere annulleringer af egne aktier i 2010.
<i>Medarbejdere</i>	Der ansættes flere medarbejdere, og resultatet af medarbejderundersøgelsen er endnu engang stigende.
<i>Andre interessenter</i>	Virksomheden har været involveret i en sag om returkommission til den irakiske regering for at opnå ordrer, hvilket beklages. Projektet om gratis insulin til børn i verdens fattigste lande udvides og inkluderer nu også Bangladesh. Derudover doneres også til andre velgørende formål. De overordnede ikke-finansielle mål om bedre adgang til behandling og skåning af miljøet fortsætter.
<i>2010</i>	

<i>Generelt</i>	Verdensøkonomien er i bedring og Novo Nordisk leverer endnu et positivt resultat, der overgår forventningerne. Konkurrenceforhold og valutakurser har ændret sig til virksomhedens fordel, og man har indfriet økonomiske målsætninger før tid. Der investeres endnu mere i forskning i forhold til året før. Eventuelt overskydende kapital vil skal fortsat udbetales til aktionærerne.
<i>Aktien</i>	Der udbetales en dividende på 10 kr. per aktie. Der er tilbagekøbt aktier i 2010, og man planlægger at købe yderligere tilbage i 2011.
<i>Medarbejdere</i>	Der ændres i reglerne for incitamentsaflønningerne, der nu giver virksomheden mulighed at kræve tilbage, hvad man har belønnet medarbejdere med, hvis resultaterne efterfølgende har vist sig at være fejlagtige. Resultatet af medarbejderundersøgelsen lander på samme niveau som året før, hvilket er over målsætningen.
<i>Andre interessenter</i>	Effektiviteten i produktionen er stigende, hvilket sænker belastningen af miljøet. Novo Nordisk fjernede produkter i Grækenland, da den græske regering annoncerede prisnedsættelser på 27% på medicin. Adm. Direktør Rebien Sørensen udtaler at der er grænser for virksomhedens velgørenhed, og at man må tænke på den langsigtede rentabilitet for at eksistere som virksomhed. Der doneres stadig store beløb til velgørende formål såsom forbedring af adgangen til behandling i udviklingslande. Derudover udvides projektet med gratis insulin til børn i verdens fattigste lande på ny.
<i>2011</i>	
<i>Generelt</i>	At verdensøkonomien var i bedring, som man troede året før, viste sig ikke at være tilfældet, og der skæres i de offentlige sundhedsbudgetter verden over. Det til trods opnår Novo Nordisk et stærkt, positivt resultat, der er bedre end året før, og virksomheden vokser stadig. Innovation er firmaets mantra og anses for den eneste bæredygtige vækstmotor. Virksomhedens nye vision lyder: "Vi går aldrig på kompromis med kvalitet og forretningsetik". De finansielle

	mål er uændret og man arbejder stadig på at øge aktionærværdien på lang sigt ud fra princippet om den tredobbelte bundlinje.
<i>Aktien</i>	Der vedtages et udbytte på 14 kr. per aktie. Aktietilbagekøbsprogrammet fuldføres, og et ny program for 2012 vedtages.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere er stødt stigende, og den årlige medarbejderundersøgelse viser et uændret resultat, der ligger over målsætningen.
<i>Andre interessenter</i>	Der er fremgang og forbedringer over hele linjen hvad angår hensynet til miljøet. Der reduceres minimalt i udgiften til donationer. Prisdifferentiering af produkterne i udviklingslande udvides og øger adgangen til insulin og behandling af diabetes for mennesker med få eller ingen midler. Virksomheden afholder kurser i forretningsetik, og auditering af leverandørerne til sikring af sociale standarder fortsættes.
<i>2012</i>	
<i>Generelt</i>	2012 var et godt år med både fine og bedre end forventede finansielle- og ikke-finansielle resultater under ellers vanskelige økonomisk forhold. Strategien og de overordnede målsætninger er uændret i forhold til tidligere år, mens to enkle finansielle mål er rettet til. Innovation er kodeordet i bestræbelserne på at skabe mest mulig værdi for patienter, aktionærer og samfundet. Adm. Direktør Rebien Sørensen påpeger, at Novo Nordisk betaler sin skat, som den er forpligtet og ikke benytter sig af skatteunddragelse, som visse andre virksomheder.

<i>Aktien</i>	Der udbetales en dividende på 18 kr. per aktie, og endnu et aktietilbagekøbsprogram sparkes i gang.
<i>Medarbejdere</i>	Der ansættes løbende nye medarbejdere og staben vokser stødt. Medarbejderundersøgelsen ligger dette år på samme niveau som året før. Der arbejdes stadig med både kort- og langsigtede incitamentsaflønninger.
<i>Andre interessenter</i>	De tre overordnede sociale målsætninger om bedre adgang til behandling, godt arbejdsklima samt samfundsmæssigt bidrag er intakt. Antallet af dyr til dyreforsøg steg. Der er fortsat fokus på forretningsetik, og leverandørauditeringen udføres stadig til sikring af sociale forhold dér. I takt med, at virksomheden vokser produceres der mere, hvilket øger udledning af CO2, energi- og vandforbrug.
<i>2013</i>	
<i>Generelt</i>	Årets resultat var godt og tilfredsstillende til trods for svære betingelser. Den langsigtede strategi ændres der ikke ved, og de finansielle, sociale og miljømæssige mål forbliver de samme.
<i>Aktien</i>	Der udbetales en dividende på 22,50 kr. per aktie, og aktietilbagekøbet fortsættes.
<i>Medarbejdere</i>	Der opstilles nye mål til mangfoldigheden i bestyrelsen med hensyn til køn og nationalitet. De kort- og langsigtede aktieincitamentsaflønninger fortsætter.
<i>Andre interessenter</i>	Kunderne er stadig i primær fokus, mens hensynet til miljøet og samfundet med diverse donationer er intakt, og strategien om den tredobbelte bundlinje er uændret. Undervisning i forretningsetik for medarbejdere er nu obligatorisk.
<i>2014</i>	

<i>Generelt</i>	2014 blev endnu et godt år for Novo Nordisk til trods for, at man løb ind i flere udfordringer undervejs. Den langsigtede strategi og de finansielle målsætninger, der årligt tages op til revidering, ændres ikke. Mantraet lyder "Stay focused, think long-term". Konkurrencen er steget på især det amerikanske marked, og virksomheden forventer ikke at kunne opretholde samme vækstrate fremover. Investeringen i forskning og udvikling prioriteres fortsat højt.
<i>Aktien</i>	Udbyttet til aktionærerne stiger med 11%, og aktietilbagekøbet fortsætter.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejder stiger fortsat stødt, og resultatet af medarbejderundersøgelsen ligger stabilt på et niveau som i de foregående år.
<i>Andre interessenter</i>	Ingen ændringer i hensynet til patienter, medarbejdere samt miljø og samfund- den tredobbelte bundlinje er kommet for at blive.
<i>2015</i>	
<i>Generelt</i>	Året 2015 bød på et godt og tilfredsstillende resultat med lancering af flere nye produkter. Dette er ifølge bestyrelsesformanden resultatet af en robust og langsigtet strategi. Den administrerende direktør, Rebien Sørensen, udtaler at man i Novo vil gøre sit bedste til at opfylde patienternes krav om stadig bedre medicin og samtidig skabe værdi for aktionærer og for samfundet i form af skattevederlag og nye arbejdspladser. Visionen om at bekæmpe diabetes og andre kroniske sygdomme er intakt.
<i>Aktien</i>	Dividenden stiger med 28% i forhold til året før og fortsætter trenden opad. Der planlægges endnu et aktietilbagekøbsprogram for 2016 samt et ekstra udbytte dette år.
<i>Medarbejdere</i>	Medarbejderstaben øges med endnu 1%, og medarbejderundersøgelsen ender med samme resultat, som i de foregående år.

<i>Andre interessenter</i>	Der tænkes stadig i den tredobbelte bundlinje, hvorfor fokus og hensyn på patienter/kunder, miljø og samfund er højt og tages alvorligt i Novo Nordisk.
----------------------------	---

Novo Nordisk A/S arbejder i undersøgte periode ud fra princippet om en tredobbelt bundlinje, hvor der tages hensyn til både aktionærer, kunder/patienter og samfundet. Man bekender sig allerede i 2003 til en stakeholder value-strategi, og selv om man undervejs hæver udbyttet til aktionærerne, fører flere store aktietilbagekøbsprogrammer med annullering af aktier og benytter sig af kortsigtede incitamentsaflønninger, føres denne strategi konsekvent ud i livet. De gode finansielle resultater, der konstant leveres, forsvarer og gør de aktionærvenlige tiltag mulige efter min mening.

Der udskiftes ikke på direktørposten i hele perioden, og Rebien Sørensen ændrer hverken i tonen eller strategien. Man arbejder for at bekæmpe sygdom til fordel for patienter og samfund.

I virksomheden Novo Nordisk A/S er der altså ingen ændring i holdningen til shareholder value-tankegangen. Den føres simpelthen ikke.

Solar A/S⁷:

<i>Solar A/S</i>	
<i>2003</i>	
<i>Generelt</i>	Solar A/S opnår i 2003 et positivt resultat og indfrier forventningerne. Man påpeger, at der på lang sigt er et interessesammenfald mellem selskabets interessenter værende aktionærer, medarbejdere, leverandører, kunder og kreditorer, og at man ønsker at tilgodese disse langsigtede, fælles interesser.
<i>Aktien</i>	Der udbetales et udbytte på 4,50 kr. per aktie.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere reduceres dette år med 155 til samlet 2280. Der anvendes ikke aktiebaseret incitamentsaflønnning.
<i>Andre interessenter</i>	Der gives som sagt udtryk for hensyntagen til alle virksomhedens interessenter.
<i>2004</i>	
<i>Generelt</i>	Det finansielle resultat forbedres i forhold til året før og overstiger forventningerne.
<i>Aktien</i>	Aktie kursen stiger markant med 32%, og der udbetales 7 kr. per aktie i dividende.
<i>Medarbejdere</i>	Effektive tiltag har medført, at 160 medarbejdere de seneste to år er blevet overflødige og som følge heraf afskediget.
<i>Andre interessenter</i>	
<i>2005</i>	
<i>Generelt</i>	2005 ender med et godt finansielt resultat og er på niveau med forventningerne. Målsætningen offentliggøres i denne årsrapport, og den består af tre delmål; at være en attraktiv samarbejdspartner for kunder og leverandører, at skabe værdi og et tilfredsstillende afkast

⁷ www.solar.dk

	til aktionærer samt at bibeholde et attraktivt arbejdsklima for medarbejdere. Dette skal gøres muligt gennem kontrolleret vækst.
<i>Aktien</i>	Der foretages et aktiesplit, og der udbetales udbytte på 1,41 kr. per aktie, hvilket udgør en stigning på 50% i forhold til 2004. Det svarer til 35% af årets resultat. Aktien stiger med 107% og ender i kurs 72,1
<i>Medarbejdere</i>	Vigtigheden af kompetente og veluddannede medarbejdere fremhæves, og man sætter sig som sagt som målsætning at bibeholde et attraktivt arbejdsklima. Investeringer i effektivisering af IT og produktion har medført yderligere besparelser og afskedigelser af 22 ansatte.
<i>Andre interessenter</i>	Solar er sig sit ansvar bevist i forhold til etik og miljø, og at man er forpligtet til at yde en effektiv og ansvarlig forretningsførelse over for samfundet, hedder det.
<i>2006</i>	
<i>Generelt</i>	Solar Holding og Nordisk Solar Kompagni fusionerer og danner sammen det nuværende Solar A/S. I den forbindelse defineres virksomhedens mission og vision, der går ud på at være kundernes foretrukne og empatiske samarbejdspartner. Strategien ændres også, og der skal fremover fokuseres primært på vækst, effektivitet og mennesker. Særligt vækst fremhæves i denne rapport, og man planlægger at vækste såvel organisk som ved opkøb af andre virksomheder. Senere i rapporten gives udtryk for et ønske om en langsigtet udviklings- og vækststrategi. Årets resultat er positivt, tilfredsstillende og på niveau med forventningerne.
<i>Aktien</i>	Der vedtages en målsætning om udbetaling af udbytte på 35-45% af årets resultat, hvilket er en opjustering i forhold til tidligere. Fusionen har rykket ved aktiestrukturen, så udbyttet lyder på 17 kr. per aktie. Det svarer til en dividende på 36% af årets resultat- kun

	marginalt højere end året før. Aktien steg 32% og endte i kurs 712.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere stiger med 3%. Incitamentsaflønnning tages nu i brug, og direktionen involveres i en bonusordning og et aktieoptionsprogram.
<i>Andre interessenter</i>	Holdningen til etik og miljø og ansvaret over for samfundet er uændret i forhold til året før. Der foretages en undersøgelse blandt kunderne, der betegner Solar som en empatisk virksomhed, der involverer sig i sine kunder.
<i>2007</i>	
<i>Generelt</i>	Solar oplever et godt år 2007 og indfrier stort set alle finansielle mål om afkast, overskudsgrad og vækst. Strategien forbliver den samme med vækst, effektivitet og mennesker for øje.
<i>Aktien</i>	Der udbetales 19 kr. i dividende, hvilket igen udgør 36% af årets resultat. Aktiekursen tager et markant dyk på 22% til kurs 554.
<i>Medarbejdere</i>	Virksomheden vækster og med det antal af ansatte, der ultimo 2007 udgør 2658, hvilket er en tilgang på 16%. Der etableres et internt uddannelsesprogram, der understreger virksomhedens fokus på vigtigheden af medarbejdernes kompetencer i tråd med den overordnede strategi. Der iværksættes en medarbejderundersøgelse i bestræbelserne på at bibeholde og forbedre arbejdsmiljøet.
<i>Andre interessenter</i>	Virksomheden nævner, at man kun gennem vækst kan skabe værdi for sine kunder og leverandører.
<i>2008</i>	

<i>Generelt</i>	<p>Den begyndende finanskriser påvirker virksomheden, der leverer et dårligere resultat sammenlignet med foregående år. Man når dog stort set sine finansielle delmål, men skruer ned for forventningerne til 2009 grundet den økonomiske afmatning, der har ramt globalt. Mission, vision og strategi forbliver den samme siden fusionen. I forbindelse med opkøb af virksomheder og grundet generelle fald i værdsætning af selskaber og deres aktiver i kølvandet på</p> <p>Finanskrisen er gearingen steget, så man har rettet fokus mod dette, og inkluderet det i overvågningen af nøgletal.</p>
<i>Aktien</i>	<p>Der udbetales en dividende på 15 kr. per aktie, hvilket er hele 44% af årets resultat og dermed væsentligt højere end årene før. Derudover har man har foretaget aktietilbagekøb.</p>
<i>Medarbejdere</i>	<p>Medarbejderstaben forbliver konstant, når nye medarbejdere fra opkøbte selskaber ikke medregnes. Uddannelse af lederne prioriteres højt, og der rapporteres om stigende medarbejdertilfredshed. Der benyttes fortsat incitamentsaf lønning.</p>
<i>Andre interessenter</i>	<p>Hensynet til miljøet og den voksende klimadebat finder nu sin plads i Solar, hvor man mærker en efterspørgsel efter klimavenlige løsninger. Der lanceres en kampagne med fokus på de mest energieffektive produkter og løsninger. Solars egen holdning til etik og miljø er uændret. Der bruges ikke meget spaltepads på dette, og det er identisk med de foregående år.</p>
<i>2009</i>	
<i>Generelt</i>	<p>Årets resultat er stærkt påvirket af den økonomiske krise og udgør kun en tredjedel af det foregående år og næsten kun en femtedel af resultatet fra 2007. Missionen og visionen fra 2006 er uændret. Strategien ændres og har restrukturering og effektivisering højt prioriteret i bestræbelserne på at styrke indtjeningen og på fortsat at vækste.</p>

<i>Aktien</i>	Der udbetales udbytte svarende til 44% af årets resultat, hvilket udgør 4,25 kr. per aktie. Der sælges egne og udstedes nye aktier med formål at frigøre og rejse kapital til investeringer og vækst.
<i>Medarbejdere</i>	Som følge af restrukturering og effektivisering afskediges 400 medarbejdere. Det til trods viste medarbejderundersøgelsen fremgang i forhold til den seneste fra 2007.
<i>Andre interessenter</i>	Et stærkt kundefokus skal være nøglen til at komme styrket igennem Finanskrisen. Et fortsat fokus på klimavenlige løsninger driver virksomheden i denne retning. Virksomheden tilmeldte sig FN's Global Compact-program, der forpligter Solar til at indføre et rapporteringssystem om de aktiviteter virksomheden foretager sig inden for menneskerettigheder, arbejdsmiljø, miljø og antikorruption. Det skal tjene det formål, at reducere og forbedre selskabet på disse områder.
<i>2010</i>	
<i>Generelt</i>	Selskabet leverer et klart forbedret resultat i forhold til året før. Efter en opkøbspause i 2009 vækster Solar igen ved akkvisition af andre virksomheder. Effektivitet og forbedret indtjening er stadig to væsentlige nøgleord i årets rapport.
<i>Aktien</i>	Der udbetales en dividende på 10 kr. per aktie svarende til 43% af årets resultat.
<i>Medarbejdere</i>	Effektiviseringen af virksomheden betyder igen, at der skæres i medarbejderstaben. Der fokuseres fortsat på uddannelse og udvikling af medarbejderne. Ledende medarbejdere er stadig involveret i et aktieoptionsincitamentsprogram. Der rapporteres nu om sygefravær blandt de ansatte, som virksomheden stræber efter at holde nede til begge parter fordel.
<i>Andre interessenter</i>	Solar fortsætter i og støtter op om Global Compact-programmet med fokus på "bløde værdier", og leverandørerne forventes nu også at leve op til visse standarder på disse områder. Reduktion af CO2

	udledning på koncernniveau kommer nu i fokus, og flere miljøtiltag er i pipeline'en.
<i>2011</i> <i>Generelt</i>	De økonomiske lavkonjunkturer ødelægger Solars planer om fortsat vækst, og denne strategi lægges foreløbigt på hylden. I stedet rettes fokus mod effektivisering og øget indtjening på kort sigt. Flere langsigtede finansielle mål sættes på standby, indtil der igen kommer gang i de samfundsøkonomiske hjul. Finanskrisen er vedvarende, hvilket koster Solar et beskedent resultat igen på niveau med det i 2009.
<i>Aktien</i>	Der udbetales en dividende på 5,20 kr. per aktie, hvilket er 45% af årets resultat.
<i>Medarbejdere</i>	Der ansættes igen flere medarbejdere i koncernen, og udvikling af disse er i fokus. Incitamentsprogrammet kører ufortrødent videre.
<i>Andre interessenter</i>	Der er ingen ændringer i forhold til 2010 med hensyn til miljø og samfund. Solar noterer sig at vedvarende energi får stadig større betydning for deres kunder.
<i>2012</i>	
<i>Generelt</i>	Virksomheden opnår kun en minimal forbedring i det samlede resultat i forhold til året før, og er således stadig stærkt påvirket af lavkonjunkturerne. Effektivisering med formål at øge indtjeningen har fortsat højeste prioritet.
<i>Aktien</i>	Der udbetales udbytte på 6,65 kr. per aktie, som udgør knap 45% af årets resultat. Ydermere planlæggerbestyrelsen at udbetale ekstraordinært udbytte til aktionærene.
<i>Medarbejdere</i>	Antallet af medarbejdere stiger fortsat. Der tildes stadig aktieoptioner i bestræbelserne på at øge incitamentet blandt ledende medarbejdere.

<i>Andre interessenter</i>	Efterspørgslen efter energieffektive løsninger stiger fortsat og har Solars fulde opmærksomhed til fordel for kunder og miljø. Deltagelsen i Global Compact-programmet fortsætter.
<i>2013</i>	
<i>Generelt</i>	Solar oplever endnu et svært år med modgang, som smitter af på årets resultat, der er det ringeste i nyere tid og selvfølgelig ikke indfrier forventningerne. Konsekvensen bliver, at man dropper de kortsigtede finansielle målsætninger, men bibeholder de langsigtede. Der er fortsat fokus på effektivisering og forbedring af indtjeningsevnen. Virksomheden har formået at sænke gearingen, der tidligere har været oppe på over 3, til 1,2 og fremstår alt andet lige mere robust.
<i>Aktien</i>	Der udbetales 12 kr. per aktie i udbytte til aktionærene, hvilket svarer til en udlodningsprocent på hele 421%, der klart over stiger målsætningen.
<i>Medarbejdere</i>	Der reduceres i medarbejderstaben. Brugen af aktieoptioner i incitamentsprogrammer for ledende medarbejderarbejder fortsætter.
<i>Andre interessenter</i>	Der er fortsat deltagelse i Global Compact-programmet.
<i>2014</i>	
<i>Generelt</i>	Solar oplever for første gang i analyseperioden et negativt resultat, og virksomheden vurderer det er tid til forandring i bestræbelserne på igen at opnå profitabel vækst. Gearingen forbliver på et lavt niveau og udgør 1,3.
<i>Aktien</i>	Der udbetales en dividende på 7,00 kr. per aktie.
<i>Medarbejdere</i>	Som et led i bestræbelserne på at restrukturere og tilpasse selskabet afskedigedes der endnu en gang medarbejdere. Det optionsbaserede incitamentsprogram fortsættes.

<i>Andre interessenter</i>	Kundernes behov tillægges endnu en gang høj betydning for igen at komme tilbage på sporet. En øget fokus på kundebehov og adfærd er en del af den nye strategi. Solar er stadig involveret i Global Compact-programmet, hvor "bløde værdier" kommer under lup.
----------------------------	--

Solar har som højeste prioritet at vækste i hele perioden. Grundet svingende resultater som følge af Finanskrisen lykkes det ikke i alle årene. Den økonomiske afmatning får som en naturlig følge virksomheden til at fokusere på effektivisering og reducere af omkostninger, heriblandt medarbejdere. Det til trods vælger Solar alle årene at udbetale dividende til aktionærerne- sågar også i år 2014, hvor virksomheden oplever et underskud. Der føres altså en konsekvent og behård udbyttepolitik til gavn for aktionærerne.

Undervejs indføres et aktiebaseret optionsprogram for ledende medarbejdere med formålet at øge incitamentet til at levere gode, finansielle resultater.

Mod slutningen af analyseperioden retter selskabet fokus mod miljøvenlige produkter og løsninger og starter deltagelse i Global Compact-programmet, der fokuserer på interessent-venlige områder.

De få interessent-venlige tiltag til trods og med udbyttepolitikken og incitamentsprogrammet in mente vurderes Solar A/S at være en virksomhed, der opererede ud fra en shareholder value-tankegang før, under og efter Finanskrisen, og der er altså ingen ændring at spore her.

Konklusion

Undersøgelsen af tilstedeværelsen af begrebet shareholder value i Børsen viser, at interessen for shareholder value er stigende under og lige efter Finanskrisen, men at den efterfølgende er faldende. Der har altså kun været et øget fokus på emnet, da krisen var på sit højeste, men i takt med at Finanskrisen er dampet af er interessen for shareholder value-temaet ligeså.

Danske Bank anvender incitamentsaflønning før Finanskrisen, men bliver pålagt at stoppe disse programmer, da krisen sætter ind, og hjælpepakkerne tages i brug. A.P. Møller Mærsk, Novo Nordisk og Solar indfører alle incitamentsaflønning før og efter Finanskrisen.

Alle fire virksomheder udbetaler dividende til aktionærene. Solar og A.P. Møller Mærsk endda i et underskudsgivende år. Danske Bank holder en ufrivillig pause i udbytteudbetalingerne, da man er pålagt restriktioner i forbindelse med hjælpepakkerne. Men fra 2013 og frem udbetales igen dividende fra landets største bank.

Der foretages løbende aktietilbagekøb jævnt fordelt over perioden i alle fire virksomheder. Hvis man ser bort fra perioden med Danske Banks pålagte restriktioner, ændres der altså ikke væsentligt i måden, hvorpå lederne driver virksomhed ud fra aktietilbagekøb, udbytte- og incitamentsaflønningspolitik i forbindelse med Finanskrisen.

I Danske Bank ændres tonen fra en klar shareholder value-baseret ledelsesstrategi til en mere stakeholder-venlig én med fokus på langsigtede mål og hensyntagen til andre interessenter. Det samme gør sig gældende for A.P. Møller Mærsk om end i en mindre grad.

Mens Novo Nordisk klart giver udtryk for en stakeholder value-strategi hele perioden i gennem, peger holdninger og prioriteter i Solar i retningen af en shareholder value-tankegang i hele perioden.

Alt i alt er resultaterne af undersøgelse blandede. Selvom tonen i enkelte virksomheder ændrer sig, og selvom der observeres en lille overvægt i antallet af shareholder value-fjendtlige artikler efter krisen, taler de shareholder-venlige tiltag i alle fire analyserede virksomheder et tydeligere sprog. Et er ord, noget andet er handling. Noget kunne tyde på, at de ledende medarbejdere godt er klar over, hvad omverdenen ønsker at høre, men kun delvist handler herefter.

Set i lyset af dette, vurderer jeg, at Finanskrisen kun har haft en minimal indflydelse på holdningen til shareholder value-tankegangen i Danmark, og at denne indflydelse er stadigt faldende, jo længere væk fra krisen vi bevæger os.

Perspektivering

Problemstillingen i denne opgave er besvaret ud fra et forholdsvis snævert perspektiv, bestående af et medie og fire større virksomheders årsrapporter. Havde man inddraget flere forskellige medier og benyttet andre og mindre virksomheder ville konklusionen muligvis have set anderledes ud. Ligeledes kunne dataindsamling i form af interview eller spørgeskemaer med ledende ansatte have givet et mere realistisk billede af stemningen i de større virksomheder. Dette har desværre ikke været muligt i denne opgave, men kunne være interessant i forhold til, hvordan virksomheder tænker, handler og derigennem præger vores samfund.

Litteraturliste

- Andersen, Lene (februar 2003): *"Jyske Bank tilbage i varmen hos analytikere"*. Børsen, 4. Februar 2003.
- Andersen, Lene (maj 2003): *"Bankledelser holder sig fra egne aktier"*. Børsen, 5. Maj 2003.
- Bach, Dorthe (2011): *"Mercur-direktør vil tilbage til væsentligheden"*. Børsen, 16. November 2011.
- Bendsen, Jørgen (2003): *"GN vil fortsat døje med indtjeningen"*. Børsen, 3. Januar 2003.
- Benn, Nis Vilhelm (2013): *"Erhvervsspidser er også politikere"*. Børsen, 30. Juli 2013.
- Brask, Lars-Christian (2014): *"Brugeroplevelsen bør være vores kommercielle religion"*. Børsen, 11. Juni 2014.
- Brealey, Myers and Allen (2014): *"Principles of Corporate Finance"*, 2014, 11th global edition.
- Bundgaard, Vera, Jens Thomsen & Nicolai Raastrup (2005): *"Cheflønninger er løbet løbsk i USA"*. Børsen, 26. Januar 2005.
- Dubgaard, Ulla (2008): *"Artpeople ekspanderer"*. Børsen, 25. Juni 2008.
- Fink, Laurence (2015): *"Our gambling culture"*. McKinsey & Company, april 2015.
- Friedman, Milton (1970): *"The Social Responsibility of a Business is to Increase its Profits"*. New York Times Magazine, 13. september 1970.
- Friis, Lasse & Birgitte Dyrekilde (2008): *"Anparter for milliarder i skibe"*. Børsen, 25. Juni 2008.
- Gerdes, Peter (2004): *"Fokus på konsolidering hos DSV"*. Børsen, 30. April 2004.
- Gården, Hugo (2003): *"Bjarne Jensen Consult vil rådgive tyske investorer"*. Børsen, 20. Oktober 2003.
- Gården, Hugo (juni 2004): *"Ny MAN-chef går fremad som en elg"*. Børsen, 10. Juni 2004.
- Gården, Hugo (november 2004): *"Strategi skal være unik"*. Børsen, 5. November 2004.
- Hansen, Per H. (november 2008): *"Banker, social ansvarlighed og branding"*. Børsen, 11. November 2008.
- Hansen, Per H. (16. December 2008): *"Ponzi Finance"*. Børsen, 16. December 2008.
- Hansen, Per H. (23. december, 2008): *"Finanskapitalisme og Corporate Governance"*. Børsen, 23. December 2008.
- Hansen, Per H. (2009): *"Revurdering af 1950-1970'erne?"*. Børsen, 10. Maj 2009.
- Hansen, Per H. (2010): *"Shareholder value... og medierne"*. Børsen, 19. Maj 2010.

Hansen, Uffe (2006): *"New SAS CEO is met with great expectations"*. Børsen, 20. December 2006.

Hildebrandt, Steen (2007): *"Mintzberg: Ledelse er en balanceakt"*. Børsen, 27. April 2007.

Horn, Ulrik (2004): *"Bestyrelserne mister deres optioner"*. Børsen, 1. November 2004.

Horn, Ulrik (2014): *"Nykredit om Tryg: Guld kan også blive for dyrt"*. Børsen, 18. November 2014.

Jakobsen, Søren Linding (2003): *"Ny formand forgylder A.P. Møller-aktionærer"*. Børsen, 19. November 2003.

Jensby, Christian & Michael Lykke Bülow (2015): *"Ud af baglokalet og hen til beslutningsbordet"*. Børsen, 21. Oktober 2015.

Kingo, Lise & Susanne Stormer (2010): *"Samfundsansvar på bestyrelsens dagsorden"*. Børsen, 30. Oktober 2014.

Krautwald, Alexandra (2014): *"Topchefens Integritet"*. Børsen, 26. November 2014.

Kronenberg, Kasper (2005): *"Skarp kritik af aktiemarkedet"*. Børsen, 8. April 2005.

Kronenberg, Kasper & Henrik Tüchsen (2004): *"Don Ø vil se europæisk succes på to år"*. Børsen, 16. August 2004.

Lykke, Pia (2008): *"Den autoritære leder på vej ud"*. Børsen, 8. Februar 2008.

Mukunda, Gautam (2014): *"How the financial sector's outsize influence is undermining business"*. Harvard Business Review, june 2014.

Munch, Nina (2005): *"Vokseværk i SBS Broadcasting"*. Børsen, 1. August 2005.

Munch-Holbek, Niels Westy (2012): *"Glæd jer over markedskapitalismen"*. Børsen, 30. April 2012.

Nielsen, Dorthe (april 2003): *"Provokerende udmeldinger skaber succes"*. Børsen, 15. April 2003.

Nielsen, Simon R. (2003): *"Krigsfrygten tog over på Fondsbørsen"*. Børsen, 24. Januar 2003.

Nielsen, Simon R. (2007): *"Virksomheder bliver jaget vildt"*. Børsen, 2. Januar 2007.

Nyhedsbureauet Direkt (2010): *"Ny gaveregn over Wall Street"*. Børsen, 12. Oktober 2010.

Oskar (2003): *"Fokus på indtjening og bløde værdier"*. Børsen, 5. Maj 2003.

Raastrup, Nicolai (2007): *"Investorer kræver kæmpe-udbytte"*. Børsen, 5. Marts 2007.

Rosendahl (2013): *"Nu kommer turen til andre CEO'er"*. Børsen, 28. Juni 2013

Rosendahl, Peter (2006): *"GM og Renault forhandler igen"*. Børsen, 28. September 2006.

Santh (2006): *"Topledelser presset af kapitalfonde"*. Børsen, 13. Januar 2006.

Selsø, Kim Kaas (2003): *"Solide tal i software"*. Børsen, 8. April 2003.

Skapinker, Michael (2015): *"Shareholder value is a cover for over-mighty chief executives"*. Financial Times, 29. juli 2015.

Sommer, Nicolaj (2004): *"Fagbevægelsen bundet til usælgelige virksomheder"*. Børsen, 5. November 2004.

Spliid, Robert (2004): *"Notespalte"*. Børsen, 12. Oktober 2004.

Stout, Lynn A. (2013): *"The Shareholder Value Myth"*. The European Financial Review, 19. april 2013.

Thielst, Gro Høyer (2006): *"Topleddelsen glemmer sit ansvar"*. Børsen, 9. Juni 2006.

Tholstrup, Susanne (2004): *"Kurser skal bidrage til bundlinjen"*. Børsen, 1. Oktober 2004.

Tholstrup, Susanne (2006): *"Nye sunde gulerødder til toplederne"*. Børsen, 20. Januar 2006.

Tholstrup, Susanne (2009): *"Farvel til kvartalskapitalismen"*. Børsen, 17. April 2009.

Tholstrup, Susanne & Pia Lykke (2008): *"Markant styrkelse af bestyrelsen"*. Børsen, 14. Marts 2008.

Thomsen, Jens (2005): *"Formænd skal holde sig på afstand"*. Børsen, 2. September 2005.

Thomsen, Steen (2009): *"De erhvervsdrivende fonde og finanskrisen"*. Børsen, 20. Februar 2009.

Thomsen, Steen (2012): *"Aktiemarkedet leverer ikke varen"*. Børsen, 30. November 2012.

Thomsen, Steen (2013): *"Finansieringsteorien må omskrives"*. Børsen, 11. April 2013.

Tüchsen, Henrik (2004): *"Det er let at vokse men profitten skal følge med"*. Børsen, 16. September, 2004.

Wie, Jan (2004): *"Ingen vinterferie til Anders Dam"*. Børsen, 10. Marts 2004.