

## Ledelsesaflønning

### Hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv?

Bechmann, Ken L.

*Document Version*

Final published version

*Published in:*

Finans/Invest

*Publication date:*

2018

*License*

Unspecified

*Citation for published version (APA):*

Bechmann, K. L. (2018). Ledelsesaflønning: Hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv? *Finans/Invest*, (2), 22-27, 35.

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

#### General rights

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

#### Take down policy

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

Download date: 04. Jul. 2025

# Ledelsesaflønning – hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv?

Ledelsesaflønning er vedvarende et emne, som stort set alle har en holdning til med ophedede diskussioner til følge. Denne artikel er den første til at måle temperaturen blandt et bredt udsnit af primært bestyrelsesmedlemmer og direktører ved at præsentere og diskutere resultaterne af en større spørgeskemaundersøgelse om emnet foretaget blandt medlemmer af Bestyrelsesforeningen. Selv om respondenterne generelt finder niveauet passende, rejses der bl.a. kritik af både enkeltsager og af den generelle transparens om ledelsesaflønning. Endvidere viser resultaterne, at respondenterne generelt finder det relevant at stramme op i forhold til design af incitamentsaflønning specielt med henblik på større fokus på den langsigtede værdiskabelse i virksomhederne.

## AF FORFATTER



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

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

**Note:** Forfatteren takker Bestyrelsesforeningen og dets medlemmer for bidraget til denne artikel gennem udsendelse og besvarelse af en spørgeskemaundersøgelse. Endvidere takkes en række personer for kommentarer til udformningen af spørgeskemaet. Endelig skal der lyde en stor tak for en række kommentarer fra deltagerne ved præsentationer af de foreløbige resultater ved Bestyrelsesforeningens seminarer om ledelsesaflønning 18. april 2017 og 15. november 2017 og en session på VL Døgnet på CBS 1. juni 2017.

Ledelsesaflønning giver løbende anledning til kritik. Som bare et eksempel kan nævnes følgende kritiske udsagn fra en storaktionær:

*"Men vi synes, at en bonusordning i den størrelsesorden er helt ude af trit med virkeligheden. En god direktør skal have en god løn, og han skal også have en god bonusordning. Men det, de har lavet her, er altså ude af trit med alting og helt uset efter danske forhold..."*

Det interessante ved ovenstående citat er, at det går helt tilbage til 2003 og er kritik af en bonus til Laurids Jessen, direktør VT Holding, jf. Berlingske Business (2003). Dengang var det en bonus på 30 mio. kr., der blev rejst kritik af – i dag er der eksempler på bonusser på over 500 mio. kr., som det er tilfældet med en bonus til direktør i NETS Bo Nilsson, jf. Berlingske Business (2017a). Spørgsmålet er, hvad bestyrelsesmedlemmer og direktører egentlig selv siger til niveauet og andre centrale aspekter af ledelsesaflønning og i forlængelse heraf, om stigningen i ledelsesaflønning bare er skruen uden ende.

Det er disse spørgsmål, som denne artikel primært prøver at give et svar på med udgangspunkt i den første større spørgeskemaundersøgelse om emnet rettet mod et bredt udsnit af bestyrelsesmedlemmer og direktører. I forlængelse heraf vil resultaterne blive fortolket og mulige implikationer for blandt andet fremtidens aflønning blive diskuteret.

## Det empiriske grundlag

De primære data for artiklen er som nævnt en spørgeskemaundersøgelse foretaget i regi af Bestyrelsesforeningen. Resultater-

**TABEL 1: Baggrundsinformation om respondenterne**

Samlet antal respondenter: 233

Den primære rolle som respondenterne har i forbindelse med ledelsesaflønning:

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| Aktionær                   | 9%  |
| Bestyrelsesmedlem          | 39% |
| Rådgiver                   | 15% |
| Direktion (daglig ledelse) | 32% |
| Akademiker                 | 3%  |
| Andet                      | 2%  |

Det primære virksomhedssegment som respondenterne svarer ud fra:

|                                                      |     |
|------------------------------------------------------|-----|
| Børsnoterede virksomheder                            | 25% |
| Store ikke-børsnoterede virksomheder                 | 21% |
| Mindre og mellemstore ikke-børsnoterede virksomheder | 28% |
| Små ikke-børsnoterede virksomheder                   | 11% |
| En kombination                                       | 14% |

**Note:** Tabellen viser, baseret på spørgeskemaets indledende spørgsmål, baggrundsinformation om respondenterne i spørgeskemaundersøgelsen foretaget til medlemmer af Bestyrelsesforeningen.

ne herfra er dog suppleret med to andre undersøgelser. De følgende afsnit beskriver kort det empiriske grundlag for artiklen.

## Spørgeskemaundersøgelsen

Spørgeskemaundersøgelsen blev foretaget i foråret 2017 i regi af Bestyrelsesforeningen. Undersøgelsen blev gennemført ved at sende en mail ud til 728 medlemmer af Bestyrelsesforeningen med angivelse af et link til spørgeskemaet, der kunne besvares elektronisk i Survey-Xact på forventeligt 8-10 min. Der blev efterfølgende udsendt en reminder. Samlet har 233 besvaret spørgeskemaet, hvilket både må siges at være et pænt antal og en ret høj svarprocent (32%) i forhold til, hvad der ofte ses i den type spørgeskemaundersøgelser, jf. eksempelvis diskussionen af svarprocenter i Quick m.fl. (2017). Tabel 1 angiver baggrundsinformation om respondenterne.<sup>1</sup>

1. I nogle enkelte tilfælde er der spørgsmål, der ikke er besvaret af alle.

Som det fremgår af Tabel 1, er de to største grupper af respondenter bestyrelsesmedlemmer med 92 besvarelser (39%) og direktører (daglig ledelse) med 75 (32%). Endvidere har 35 rådgivere svarende til 15% besvaret spørgeskemaet, mens aktionærer indgår med 20 (9%), og akademikere kun indgår med 6 (3%) besvarelser. De 5 (2%), der angiver andet, forklarer dette med forskellige kombinationer af grupperingerne og en repræsentant for medierne. I det følgende vil resultaterne generelt blive repræsenteret for alle respondenter under ét, men resultaterne er generelt også betragtet på tværs af de tre største grupper af respondenter, og der vil blive kommenteret herpå, i den udstrækning disse resultater kan bidrage med yderligere nuancer.

I forhold til virksomhedssegmenter observeres der en relativt jævn fordeling på tværs af forskellige virksomhedssegmenter, om end der er lidt færre, der primært svarer ud fra de små virksomheder. Tilsvarende ses også en forholdsvis stor andel, der svarer ud fra en kombination af de angivne virksomhedssegmenter. En analyse af de her angivne kombinationer viser, at ud af de 33, der angiver en kombination, indeholder denne i 17 tilfælde en henvisning til små ikke-børsnoterede virksomheder. Med andre ord er de små ikke-børsnoterede virksomheder bedre ”repræsenteret”, end tallene i Tabel 1 umiddelbart synes at indikere.

I forhold til virksomhedssegmenter vil resultaterne generelt også blive afrapporteret overordnet men igen suppleret med yderligere resultater, i den udstrækning forskelle på tværs af virksomhedssegmenter er interessante.

### To andre holdningsundersøgelser

Udover ovennævnte spørgeskema er der suppleret med resultaterne fra to yderligere undersøgelser. Først og fremmest indrages også en større opinionsundersøgelse foretaget af Jyllands-Posten (2017) ved hjælp af Wilke, hvor et repræsentativt udsnit på 2002 danskere i maj 2017 blev interviewet om spørgsmål i relation til lønninger til topchefer.

For det andet blev der i forbindelse med VL Døgnet 2017 den 1. juni 2017 på CBS gennemført en elektronisk spørgeskemaundersøgelse blandt de knap 70 VL medlemmer, der deltog i en session om Fremtidens ledelsesaflønning.<sup>2</sup> Her blev deltagerne spurgt om udvalgte spørgsmål fra spørgeskemaet men specielt også spurgt ind til de tre centrale spørgsmål fra undersøgelsen foretaget af Jyllands-Posten. Dette blev gjort for bedre at kunne sammenligne holdningen i den brede danske befolkning med virksomhedsledere.

## Resultater

Resultaterne fra spørgeskemaundersøgelsen foretaget i regi af Bestyrelsesforeningen beskrives og diskuteres i det følgende, og i den udstrækning det er relevant, sammenholdes de med resultaterne fra de to andre nævnte undersøgelser.

### Niveauet af ledelsesaflønning

Som det fremgår af Tabel 2, svarer et stort flertal svarende til 67%, at niveauet af ledelsesaflønning i Danmark er passende,

**TABEL 2: Grundlæggende aspekter af ledelsesaflønningen i Danmark**

#### Hvad karakteriserer bedst niveauet af ledelsesaflønning i Danmark?

|              |     |
|--------------|-----|
| Alt for lavt | 1%  |
| For lavt     | 19% |
| Passende     | 67% |
| For højt     | 9%  |
| Alt for højt | 0%  |
| Uafklaret    | 2%  |

#### Hvad karakteriserer bedst niveauet af ledelsesaflønning i Danmark i forhold til vores nabolande?

|              |     |
|--------------|-----|
| Meget lavere | 1%  |
| Lavere       | 31% |
| Tilsvarende  | 46% |
| Højere       | 8%  |
| Meget højere | 0%  |
| Uafklaret    | 15% |

#### Øget brug af benchmarking (geografisk og branchespecifik) er med til at presse ledelsesaflønningen op?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 3%  |
| Uenig       | 13% |
| Hverken     | 31% |
| Enig        | 45% |
| Meget enig  | 7%  |

#### Generelt er der tilstrækkelig tilgængelig information og transparens om ledelsesaflønning i danske virksomheder?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 9%  |
| Uenig       | 39% |
| Hverken     | 24% |
| Enig        | 26% |
| Meget enig  | 2%  |

#### Hvad er det væsentligste formål med incitamentsprogrammer?

|                                                                                              |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tiltrække                                                                                    | 2%  |
| Fastholde                                                                                    | 5%  |
| Motivere (sikre fokus på værdiskabelse og sammenfaldende interesser mellem ledelse og ejere) | 58% |
| En kombination (henvis gerne til ovenstående kategorier):                                    | 36% |

mens 19% og 1% svarer, at niveauet er henholdsvis for lavt og meget for lavt. Omvendt svarer 9%, at det er for højt, mens ingen svarer, at det er alt for højt.<sup>3</sup> En række respondenter supplerer dog med kommentarer om, at det i nogle tilfælde er ”helt ude af proportioner” blandt andet med eksplicit henvisning til NETS, og flere bemærker også, at der er tale om en (for) stor spredning på tværs af selskaber.

Med udgangspunkt i at det primært er bestyrelsesmedlemmer og direktører, der har deltaget i undersøgelsen, skulle man nok ikke forvente, at mange ville mene, at lønniveauet var for højt. Set i det lys er det interessant, at der trods alt er 9%, der

2. Session blev afholdt i et samarbejde mellem artiklens forfatter og aktiechef Claus Wiinblad, ATP.

3. VL-undersøgelsen viser meget tilsvarende resultater. Mere præcist svarede 64%, at det var passende, mens henholdsvis 23% og 2% svarede, at det henholdsvis var for lavt og meget for lavt. 11% svarede, at det var for højt, mens der igen ikke var nogen, der svarede, at det var alt for højt.

finder niveauet for højt, og at så stort et flertal rent faktisk finder det passende. I denne forbindelse er det også interessant, at yderligere analyser viser, at fordelingen er relativ ens på tværs af de forskellige roller i relation til aflønning. Eksempelvis varierer andelen, der finder niveauet passende mellem 59% og 74% for de fire største grupper, dvs. for aktionærer, bestyrelsesmedlemmer, rådgivere og direktører. Den højeste andel findes blandt aktionærer og den laveste blandt rådgivere, hvor der blandt aktionærer omvendt er meget få, der finder niveauet for lavt (i alt 10%) – og blandt rådgivere er der en lidt højere andel, der finder niveauet for højt (i alt 20%).

Betragtes tilsvarende holdningen på tværs af virksomheds-segmenter, viser yderligere analyser, at respondenter fra de større (herunder børsnoterede) selskaber generelt finder niveauet passende (varierer mellem 68% og 78%). Lidt anderledes ser det ud blandt respondenter fra små og mindre virksomheder, hvor kun 45% finder niveauet passende, mens 23% finder niveauet for højt. Flere af kommentarerne peger også i denne retning. Således angiver flere, at der findes to niveauer, hvor de større virksomheder sammenligner sig med andre internationale virksomheder og dermed giver markant højere aflønning end mindre danske virksomheder.

### Aflønningen i forhold til nabolande

I forlængelse af ovenstående er det også relevant at stille spørgsmålet, hvad der karakteriserer niveauet af ledelsesaflønning i Danmark i forhold til vores nabolande. Til dette spørgsmål svarer 46%, at det er tilsvarende, 31% (1%) svarer, at det er (meget) lavere, mens 8% svarer, at det er højere, jf. Tabel 2.

Disse resultater forekommer igen interessante givet udgangspunktet for den gruppe, der her har besvaret spørgeskemaet. Specielt er det ofte blevet fremført, at der er et – måske endda betydeligt – løn efterslæb i forhold til udlandet, og at dette er den primære forklaring på de kraftige stigninger i danske ledelsesaflønninger, jf. eksempelvis Berlinske Business (2017b). Udover det interessante i, at flertallet af respondenter altså ikke finder den danske ledelsesaflønning for lav – heller ikke når der sammenlignes med nabolande – skal der her knyttes et par kommentarer til den vigtige diskussion om niveauet for ledelsesaflønning i forhold til udlandet.

For det første er det vigtigt at forstå, at der er en række udfordringer i forhold til sammenligninger af lønniveauet på tværs af forskellige lande. Det er specielt velkendt, at ledelsesaflønning afhænger af selskabernes størrelse, selskabets branche, og selve lønpakkens sammensætning og beskattningen heraf. Det betyder, at man ikke bare kan sammenligne gennemsnitslønnen for topdirektører på tværs af lande, da netop selskabsstørrelser, brancher og lønpakker kan variere betydeligt på tværs af lande. Forfatteren til denne artikel har tidligere, baseret på løndata for 2010, korregeret for danske virksomheders størrelse og branchetilhørsforhold og herefter sammenlignet med tilsvarende tal for udlandet, jf. Conyon m.fl. (2013).<sup>4</sup> Konklusionen var her, at ledelsesaflønningen i danske børsnoterede virksomheder godt nok lå under det europæiske gennemsnit, men at ledelsesafløn-

ningen var på niveau med lande som Belgien og Frankrig og kun lidt under Sverige. Og dette vel at mærke uden, at der er korregeret for, at de danske lønpakker i international sammenhæng har haft relativt lidt variabel løn, jf. Bechmann og Nielsen (2012).

Det er naturligvis et godt spørgsmål, om dette billede har ændret sig siden 2010. Det er dog umiddelbart svært at tro, at de danske ledelsesaflønninger skulle være sakket bagud i forhold til udlandet i perioden 2010 til 2017. Det må dog være op til fremtidig forskning at opdatere analyserne af niveauet for dansk ledelsesaflønning i forhold til udlandet.<sup>5</sup>

### Danskernes holdning til niveauet og internationaliseringen

Overordnet må det således konkluderes, at selv om flere var kritiske og generelt fandt niveauet for højt eller i kommentarerne var kritiske overfor spredningen og enkeltteksempler, så fandt respondenterne generelt niveauet passende.

Dette er væsentligt forskelligt fra holdningen i den brede danske befolkning. Her viser det sig, at mere end to ud af tre (68%) finder, at topchefernes aflønninger er for høje eller alt for høje, jf. Jyllands-Posten (2017). Det er endvidere tankevækkende, at denne holdning er ganske udbredt på tværs af indkomst-grupper og politisk observans.

Tilsvarende har den brede befolkning tilsyneladende heller ikke helt forståelse for argumentet om, at topcheferes aflønning er fastsat mere internationalt. I Jyllands-Posten (2017) blev der således også spurgt, om virksomheder skal tilbyde en international konkurrencedygtig aflønning for at kunne tiltrække, fastholde og motivere dygtige udenlandske topchefer til danske virksomheder. Hertil svarede kun 32% ”Ja: Markedet for ledertalenter er globalt”, mens hele 52% svarede ”Nej: Udenlandske topchefer skal ikke komme til Danmark udelukkende for lønnens skyld”. 16% svarede ”Ved ikke”.

Grunden til, at der er så stor fokus på den brede befolknings holdning til niveauet og udviklingen i ledelsesaflønning, er, at denne holdning kan have konsekvenser for sammenhængskraften i det danske samfund. Dette spørgsmål spørger Jyllands-Posten (2017) også direkte ind til gennem spørgsmålet ”For at sikre sammenhængskraften i det danske samfund skal der være en rimelig sammenhæng mellem udviklingen i topchefer og de menige medarbejderes aflønning?”. Hele 73% af den brede danske befolkning er enten enige eller meget enige i dette udsagn, hvilket klart understreger, at rimelighed i forhold til aflønning kan have betydning for andre vigtige aspekter af det danske samfund.<sup>6</sup>

### Benchmarking og information om ledelsesaflønning

Som angivet forklarer nogle respondenter niveauet med øget fokus på sammenligninger af lønninger på tværs af virksomheder og lande. Adspurgte mere direkte er 45% enige i og 7%

4. Resultaterne er aldrig blevet publiceret, men en præsentation af disse kan fås ved henvendelse til forfatteren.

5. Der arbejdes på en opdatering af disse resultater med fokus på en sammenligning på tværs af de nordiske lande.

6. Dette spørgsmål indgik ikke i den større undersøgelse i regi af Bestyrelsesforeningen men blev stillet i den nævnte session på VL Døgnet. Selv her var der et (om end lidt spinkelt) flertal, der var enige eller meget enige i udsagnet (48% i forhold til 43%).

meget enige i, at øget brug af benchmarking (geografisk og branchespecifik) er med til at presse ledelsesaflønningen op. Kun henholdsvis 13% og 3% er uenige og meget uenige, jf. igen Tabel 2.

I forlængelse af netop benchmarking er det også interessant at se, hvorledes respondenterne ser på information og transparens omkring aflønningsforhold. På spørgsmålet om der generelt er tilstrækkelig tilgængelig information og transparens om ledelsesaflønning i danske virksomheder er 9% meget uenige, 39% uenige, 24% hverken uenige eller enige, mens 26% er enige og kun 2% meget enige, jf. Tabel 2. Så selv om der er spredning i respondenternes holdning til spørgsmålet, er der en betydelig andel på 48%, der direkte finder, at transparensen er mangelfuld, mens 28% finder den tilfredsstillende.

De, der er utilfredse med informationen, blev også spurgt ind til, for hvilke aflønningskomponenter transparensen især er mangelfuld. Disse svar viser, at det især er detaljer om bonusprogrammer (KPI, mv.), der mangler, men at også information om aflønning på individniveau, fratrædelsesordninger og aktieaflønning med fordel kunne være mere fyldestgørende.

I forlængelse heraf var der også bred enighed om, at det er et selvstændigt problem, at mere komplekse incitamentsprogrammer er vanskeligere at vurdere og værdiansætte, eftersom hele 77% var enten enige eller meget enige i dette.

### Formål med og sammensætningen af lønpakken

Der er udbredt enighed om, at det væsentligste formål med incitamentsprogrammer er at motivere (sikre fokus på værdiskabelse og sammenfaldende interesser mellem ledelse og ejere), eftersom hele 58% har angivet dette som eneste væsentligste formål med incitamentsprogrammer, jf. Tabel 2. Blandt de 36%, der angiver, at det er en kombination, henviser langt de fleste til motivationsfaktoren som en vigtig del af kombinationen.

Som det fremgår af Tabel 3, blev respondenterne også spurgt om, hvilken sammensætning en lønpakke ideelt (og på langt sigt) skal have. Her mener respondenterne, at lønpakken i gennemsnit bør bestå af ca. 61% fast løn, ca. 22% kontant bonus og ca. 17% aktieløn.

Disse resultater dækker dog – som man nok kunne forvente – over ret store spredninger på tværs af besvarelsenerne. Således er der syv respondenter, der er tilhængere af, at aflønningen er 100% fast, mens flere andre respondenter mener, at kontant bonus og aktieløn ideelt set bør udgøre 50% af lønpakken, i det nogle mener, at det er bonus, der skal udgøre 50%, mens andre mener, at det er aktieløn. Eftersom den mindste andel af fast løn ses at være 30%, kan det endvidere konkluderes, at de største tilhængere af variabel løn (kontant bonus og aktieløn) finder, at den ideelle samlede andel af variabel løn bør udgøre de resterende 70%.

### Incitamentsaflønning

Fra det ovenstående følger, at et stort flertal af respondenterne altså er tilhængere af, at ledelsesaflønningen indeholder et vist element af incitamentsaflønning. Spørgeskemaet spurgte også ind til flere centrale aspekter af netop incitamentsaflønningen, jf. Tabel 4.

For det første er der flest (47%), der er enige i, at det skal være absolut frem for relativ performance, der er bestemmende for incitamentsaflønningen, mens der kun er 21%, der er uenige.

**TABEL 3: Lønpakkens sammensætning**

En lønpakke vil ideelt (og på langt sigt) have følgende sammensætning (fordeling i % af værdien af den samlede lønpakke):

|                                           | Gennemsnit | Median | Minimum | Maksimum |
|-------------------------------------------|------------|--------|---------|----------|
| Andel fast løn                            | 60,8       | 60     | 30      | 100      |
| Andel kontant bonus                       | 22,5       | 25     | 0       | 50       |
| Andel aktieløn (aktier og/eller optioner) | 16,7       | 20     | 0       | 50       |

**Note:** Gennemsnitstallene summer til 100, men da tallene for median, minimum og maksimum typisk vil komme fra forskellige respondenter, vil disse tal typisk ikke summe til 100.

I forhold til sammensætningen af et aktieprogram, mener 38%, at det ideelt set bør bestå af et simpelt aktieprogram med eksempelvis betingede aktier, mens 7% mener, at det bør være et gearret program med eksempelvis optioner. 30% er tilhængere af, at det skal være en kombination af de to typer programmer, mens de resterende 26% er uafklarede.

Endvidere ses, at der er forholdsvis bred enighed om, at der på nogle punkter godt kan strammes op i forhold til at sikre en tydeligere sammenhæng mellem aflønning og resultater samt at sikre en højere grad af rimelighed i incitamentsaflønningen.

Eksempelvis er 63% enten enige eller meget enige i, at fratrædelsesordninger bør være situations- eller performanceafhængige, mens kun 16% er uenige eller meget uenige. Tilsvarende er 79% enige eller meget enige i, at der bør være et eller andet maksimum for, hvad et incitamentsprogram samlet kan give af gevinst, mens kun 13% er uenige eller meget uenige. I forhold til clawback-klausuler (fx mulighed for at kræve tidligere udbetalt variabel løn betalt tilbage, hvis udbetaling er sket på forkert grundlag), så mener 77%, at disse generelt bør være indbygget i incitamentsprogrammer, mens kun 8% er uenige heri. Endelig er 75% enige eller meget enige i, at der generelt bør være betingelser, der sikrer, at incitamentsprogrammer også er knyttet til virksomhedens performance efter fratrædelse (eksempelvis at en vis portion aktier først kan sælges 6 måneder efter fratrædelse).

Det er umiddelbart svært at vurdere ovenstående forhold i de nuværende aflønningskontrakter, blandt andet fordi det ikke er detaljer, der generelt oplyses om, og det som konsekvens heraf heller ikke er noget, der systematisk er blevet undersøgt. I forhold til de børsnoterede selskaber er det dog forfatterens klare vurdering, at ovenstående forhold ikke er særligt udbredte, jf. blandt andet Bechmann og Nielsen (2012) og Bechmann og Thorsell (2016). Ovenstående resultater må derfor tages som et udtryk for, at deltagerne i spørgeskemaundersøgelsen godt kan se behovet for opstramninger.

Et sidste resultat (ikke gengivet i tabel), der indikerer ønske om ”opstramninger”, er, at et pænt flertal (54% er enige mod 29%, som er uenige) mener, at bestyrelsen også skal spille en rolle i forhold til fastlæggelse af niveau og sammensætning af aflønningen for andre end direktionen.

### Bestyrelsens egen honorering

Honoreringen af bestyrelsen er naturligvis også relevant i diskussionen af ledelsesaflønning generelt. Her svarer 41%, at bestyrelsen alene bør have et fast honorar, mens 17% finder, at



**TABEL 4: Anvendelsen af incitamentsaflønning**

Det bør primært være absolut (frem for relativ) performance, der er bestemmende for incitamentsaflønningen?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 2%  |
| Uenig       | 19% |
| Hverken     | 29% |
| Enig        | 39% |
| Meget enig  | 8%  |
| Uafklaret   | 3%  |

Et aktieprogram (langsigtet incitamentsprogram) bør ideelt set have følgende komponenter?

|                                                        |     |
|--------------------------------------------------------|-----|
| Betingede aktier o. lign. (simple 1:1 aktieprogrammer) | 38% |
| Optioner o. lign. (gearedede aktieprogrammer)          | 7%  |
| En kombination af betingede aktier og optioner         | 30% |
| Uafklaret                                              | 26% |

Fratrædelsesordninger bør være situations- eller performance afhængige?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 3%  |
| Uenig       | 13% |
| Hverken     | 17% |
| Enig        | 53% |
| Meget enig  | 10% |
| Uafklaret   | 4%  |

Der bør være et eller andet maksimum for, hvad et incitamentsprogram samlet kan give af gevinst?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 3%  |
| Uenig       | 10% |
| Hverken     | 8%  |
| Enig        | 47% |
| Meget enig  | 32% |

Der bør generelt være clawback-klausuler indbygget i incitamentsprogrammer (fx mulighed for at kræve tidligere udbetalt variabel løn betalt tilbage, hvis udbetaling er sket på forkert grundlag)?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 2%  |
| Uenig       | 6%  |
| Hverken     | 15% |
| Enig        | 44% |
| Meget enig  | 33% |

Der bør generelt være betingelser, der sikrer, at incitamentsprogrammer også er knyttet til virksomhedens performance efter fratrædelse (eksempelvis at en vis portion aktier først kan sælges 6 måneder efter fratrædelse)?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 1%  |
| Uenig       | 9%  |
| Hverken     | 15% |
| Enig        | 58% |
| Meget enig  | 17% |

Hvad er din holdning til incitamentsprogrammer til bestyrelsen? (blandt de tre sidstnævnte kan flere vælges)

|                                             |     |
|---------------------------------------------|-----|
| Bør kun modtage fast honorar                | 41% |
| Kan godt tildeles kontant bonusprogram      | 17% |
| Kan godt tildeles et (simpelt) aktieprogram | 48% |
| Kan godt tildeles et optionsprogram         | 14% |

Bestyrelsen bør være aktionærer i selskabet, evt. ved at de køber aktier for dele af honoraret efter skat op til en vis minimumsbeholdning?

|             |     |
|-------------|-----|
| Meget uenig | 7%  |
| Uenig       | 17% |
| Hverken     | 28% |
| Enig        | 31% |
| Meget enig  | 16% |
| Uafklaret   | 2%  |

bestyrelsen godt kan tildeles et kontant bonusprogram, 48% finder, at bestyrelsen godt kan tildeles et (simpelt) aktieprogram, og 14% finder, at bestyrelsen godt kan tildeles et (simpelt) aktieprogram, jf. Tabel 4. Det faktum, at sidstnævnte andele summer til 79% ( $>59\%=100\%-41\%$ ), er et udtryk for, at en del af respondenterne finder, at bestyrelsen godt kan aflønnes med mere end ét incitamentsprogram.

I forhold til spørgsmålet om bestyrelsesmedlemmerne endvidere bør være aktionærer i selskabet svarer 47%, at de er enige eller meget enige, mens 24% er uenige eller meget uenige, jf. igen Tabel 4.

## Fortolkninger og implikationer

Ovenstående resultater kan med sikkerhed fortolkes på en række forskellige måder afhængig af øjnene, der ser. Det følgende skal derfor alene tages som et udtryk for forfatterens fortolkninger og syn på mulige implikationer.

### Manglende information om ledelsesaflønning

Det er alt andet lige bemærkelsesværdigt, at så stor en andel af respondenterne er enige i, at informationen om ledelsesaflønning på en række punkter stadig er mangelfuld. Det er jo hverken lovkrav eller anbefalinger om transparens, der har manglet over tid. Kritikken af den manglende information er bestemt heller ikke af nyere dato, men går som minimum tilbage til blandt andet Bechmann og Jørgensen (2002), der rejste kritik af den information, de børsnoterede selskaber leverede om optionsaflønning, mens Bechmann og Thorsell (2017) konkluderer, at en række selskaber stadig ikke leverer information om aktieprogrammer – specielt i relation til programmer med betingede aktier o. lign.

Det kan stadig undre, at det skal være så svært, eller at der simpelthen ikke er tilstrækkelig fokus på at leve op til såvel lovgivning som anbefalinger om transparens. Forundringen bliver ikke mindre af, at billedet generelt er, at de danske selskaber ikke synes at have noget at skjule, og at den manglende transparens heller ikke er udtryk for ond vilje, jf. konklusionen i Bechmann og Hjortshøj (2009).

Eneste mulige forklaringer må således være, at der i Danmark ikke er tradition for den type åbenhed, at de toneangivende ejere (storaktionærer) her udviser tillid til bestyrelsen eller på anden måde har passende indsigt i centrale aflønningsforhold, og at der ikke er et tilstrækkeligt stort pres for mere information blandt andre aktionærer eller analytikere.

Disse – måske ellers gode forklaringer – nytter dog ikke noget, når den manglende transparens bare giver anledning til mytedannelse og medvind til kritik af grådighed mv. Man kan håbe, at Aktionærrettighedsdirektivet, jf. herunder og det øgede pres for aktivt ejerskab blandt de større aktionærer kan bidrage til en positiv udvikling på området, jf. Komitéen for god Selskabsledelse (2016), der netop nævner ledelsesaflønning som et vigtigt emne for det aktive ejerskab.

### Anvendelsen af incitamentsaflønning

Der er stor enighed i undersøgelsen om, at det væsentligste formål med specielt incitamentsaflønning er at motivere, således at der sikres fokus på værdiskabelse og sammenfaldende interesser mellem ledelse og ejere. Endvidere giver mange udtryk for kritik af de enkelttilfælde, hvor især incitamentsaflønning er

kommet ud af proportioner, og omkring tre ud af fire er enige i, at der på flere punkter godt kan strammes op omkring design af incitamentsaflønningen.

Dette er også bedre sent end aldrig. Som det specielt fremgår af nogle af de andre citerede undersøgelser om ledelsesaflønning, så finder store dele af den danske befolkning, at ledelsesaflønningen helt generelt enten er for høj eller meget for høj, og at man risikerer at mindske sammenhængskraften både i de enkelte virksomheder og samfundet generelt, hvis ikke der er en rimelig balance mellem udviklingen i topchefer og de menige medarbejders aflønning.

I forhold til især bestyrelsesmedlemmer fordrer ovenstående, at det enkelte medlem kan *forstå* incitamentsaflønningen og *kan forklare og kommunikere* aflønningen, så også aktionærer og andre relevante interessenter har mulighed for at *forstå* og *acceptere/godkende* denne.

### Fremtidens ledelsesaflønning

Det er naturligvis altid svært at spå om fremtiden, men med udgangspunkt i ovenstående og andre resultater om ledelsesaflønning er der en række grunde til, at man kan forvente fortsatte stigninger i ledelsesaflønningen – og vel at mærke stigninger, der er højere end stigningerne i de almindelige lønninger.

For det første vil incitamentsaflønning fortsat vinde udbredelse, og der vil være stigende fokus på, at denne i højere grad skal være knyttet til de skabte resultater – med andre ord, at den variable løn rent faktisk også skal være variabel. En sådan mere ”krævende” (eller risikabel om man vil) aflønning giver typisk anledning til højere samlet aflønning som konsekvens af det, man kan kalde en risikopræmie for denne øgede risiko, jf. eksempelvis diskussionen heraf i Conyon m.fl. (2013).

Tilsvarende må der forventes en fortsat øget internationalisering og stigning i anvendelsen af benchmarking, hvilket kan få niveauerne for ledelsesaflønning til at stige, jf. ovenstående resultater. Der er nok en tendens til, at mange virksomheder i forbindelse med rekruttering har et ønske om at aflønne svarende til gennemsnittet – eller måske endda over gennemsnittet. Og hvis bare dette er tilfældet for hver andet selskab, så vil gennemsnittet jo automatisk stige.

Tilsvarende må der som nævnt også forventes fortsat øget transparens om aflønningen. Dette ikke kun fordi en stor del af respondenterne finder, at transparensen pt. er for dårlig. Det skyldes også anbefalinger om øget transparens i eksempelvis Anbefalinger om god Selskabsledelse men også stigninger i de mere regulatoriske krav – herunder specielt i Aktionærrettighedsdirektivet som gennemgået i Connie (2017). Der kan argumenteres for, at en sådan øget transparens enten kan føre til faldende eller stigende aflønning. Et hovedargument for, at øget transparens vil holde aflønningen i ave, er, at den øgede transparens vil disciplinere bestyrelser og ledelser, da for høje aflønninger vil blive opdaget og kritiseret offentligt. Hovedargumentet for, at øget transparens vil bevirke højere lønninger, er anvendelsen af benchmarking og det faktum, at specielt ledelser selektivt vil kunne henvise til aflønninger, som de finder vil være relevante i fastlæggelsen af egen aflønning, jf. eksempelvis Faulkender og Yang (2010).

Her er det igen vigtigt, at aktionærer og bestyrelser har fokus på området for at sikre, at udviklingen er rimelig og understøtter værdiskabelsen i virksomhederne, således at aflønningen

i sidste ende også vil fremstå rimelig. Holdningen i den brede befolkning fremgår også med al tydelighed af den læseværdige kronik, som Per Stig Møller skrev i Berlingske d. 10. marts 2017. Under overskriften ”Grådigheden er gået over gevind” skriver Per Stig Møller blandt andet, at ”Truslen består netop i, at det folkelige pres fører til indgreb og reguleringer mod erhvervslivet.... Derfor er der brug for, at kapitalismen begynder at erkende sit samfundsansvar.”

### Konklusion

Hvis ikke aktionærer og de valgte bestyrelser sikrer en rimelig udvikling, der kan forklares, og herunder specielt undgår de største fejlskud, så risikerer man endnu større negativ fokus fra den brede befolkning, hvilket blandt andet kan være ødelæggende for den sammenhængskraft, som store dele af samfundet bygger på. Tilsvarende vil der også være øget risiko for fortsat detailregulering eller direkte politiske indgreb på et område, der må være et anliggende for aktionærer og de valgte bestyrelser.

De beskrevne resultater fra spørgeskemaundersøgelsen indikerer generelt en opmærksomhed på og forståelse for disse aspekter. Endvidere synes der et behov for og en vilje til at arbejde videre med emnet på ledelsesniveau. Det er håbet, at denne artikel kan bidrage til dette arbejde, således at ledelsesaflønning ikke ender med at være skruen uden ende, men i stedet understøtter værdiskabelsen i virksomheder til gavn for aktionærer og hele samfundet.

### Litteratur

- Bechmann, Ken L. og Toke Hjortshøj, 2009: Disclosed Values of Option-Based Compensation – Incompetence, Deliberate Underreporting or the Use of Expected Option Life? *European Accounting Review*, Vol. 18 (3), s. 475-513.
- Bechmann, Ken L. og Peter Løchte Jørgensen, 2002: Incitamentsprogrammer og oplysningsforpligtelsen. *Finans/Invest*, 1/02, s. 4-11.
- Bechmann, Ken L., Casper F. Junge og Joel A. Madsen, 2012: Er topdirektørerne i samme båd som aktionærerne? – effekten af aktie- og optionsbeholdninger. *Finans/Invest*, 4/12, s. 5-11.
- Bechmann, Ken L. og Kirsten T. Nielsen, 2012: Fremtidens ledelsesaflønning – hvad siger de børsnoterede selskabers overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning? *Finans/Invest*, 4/12, s. 12-19.
- Bechmann, Ken L. og Christopher Thorsell, 2016: Optioner eller betingede aktier? Seneste udvikling i de børsnoterede selskabers aktieaflønning. *Finans/Invest*, 4/16, s. 30-38.
- Berlingske Business, 2003: *VT Holding-bestyrelse går efter hård kritik*. [www.business.dk](http://www.business.dk), 25. april, 2003.
- Berlingske Business, 2017a: *Nets-chef efter år med rekord-bonusser: Lad os nu fokusere på fremtiden*. [www.business.dk](http://www.business.dk), 28. februar, 2017.
- Berlingske Business, 2017b: *Danske topchefer lønninger stiger igen - det gør skepsissen også*. [www.business.dk](http://www.business.dk), 3. april, 2017.