

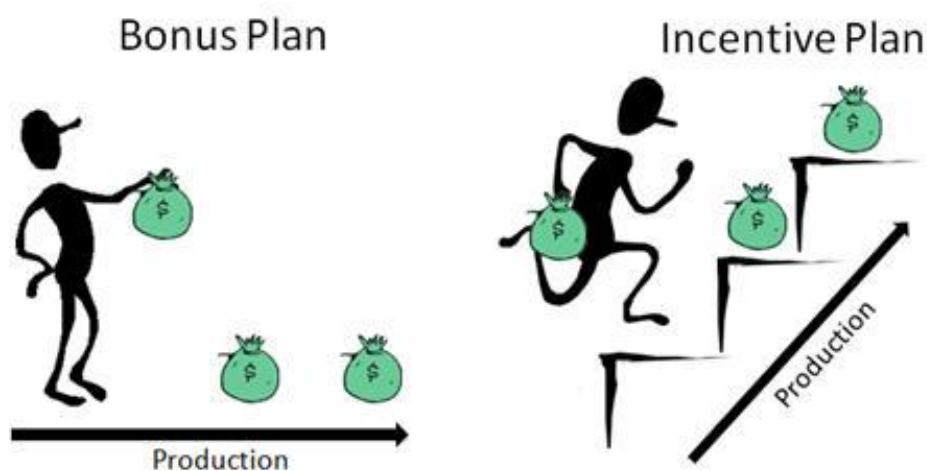


Kandidatafhandling 2018

Resultatbaseret incitamentsaf lønning af ledelsen

English title:

Accounting-based incentive plans for executives



Navn: Christian Rye Holm

Studienummer: 107178

Uddannelse: Cand. merc. fir. - Copenhagen Business School

Afleverings dato: 15-05-2018

Vejleder: Caspar Rose

Antal sider: 81

Antal tegn: 184.489 ~ 81,04 normal sider

1. Abstract

The purpose of the master's thesis is to clarify the theoretical thoughts behind the use and design of incentive contracts and bonus schemes for the management of the Danish firms listed on Copenhagen Stock Exchange. Furthermore, this master's thesis analyses the empirical use of incentive contracts and bonus schemes for the management and reveals whether it is different from to theoretical recommendations.

There exists a principal-agent relationship in listed firms. The relationship appears when the board of directors appoint the management to take care of the daily operation of the firm. According to theory, this will create a problem, due to the fact, that the management and shareholder's interests are different.

The use of incentive contracts can reduce or prevent this problem by alignment of interests of the management and the shareholders.

A list of bonus criteria has been identified in this paper, and they can be seen as a framework of conditions, which has to be met in order to design a proper incentive contract. The criteria are used to assess the quality of the performance measure, standard and structure in the contract.

The theory recommends the use of relative performance measures and external standards in the design of the incentive contracts for creating a strong congruence between the interests of the management and shareholders. Furthermore, the theory advocates use of a bonus bank in order to deal with shortsighted management, and to secure that poor performance can be punished without the management having to pay the company with money from their own pocket.

The theoretically recommendations are different to the findings of the empirical analysis. The empirical findings are conducted on an analysis of 103 companies. The analysis shows that the companies in a broad range make use of absolute performance measures in form of net earnings or EBIT, and use internal standards in form of either budgets or discretionary standards. Moreover, only a few of them make use of a bonus bank in their incentive contracts, which potentially leads to short-term thinking. Overall, the empirical findings show a lack of theoretically alignment of the interests of shareholders and the management.

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	1
Kapitel - 1 Introduktion og metode	4
2 Indledning	4
2.1 Problemformulering	5
2.2 Formål og disposition med afhandlingen	5
2.3 Afgræsning.....	7
3 Metode	8
3.1 Analysestrategi	8
3.2 Dataindsamlingsmetode.....	8
3.3 Kvalitetsvurdering data	9
3.4 Valg af teori og litteratur	10
3. 5 Videnskabsteoretisk afsæt.....	10
3. 6 Induktion eller deduktion	11
Kapitel 2 - Teorigrundlag, lovgivning og anbefalinger	12
4 Teori.....	12
4.1 Corporate Governance	12
4.2 Agentteori.....	14
4.3 Incitamentsaflønning jf. selskabsloven:	21
4.4 Komitéen for god selskabsledelse	22
4.5 Soft og hard laws	24
5 Teori om vederlag i incitamentskontrakter	25
5.1 Bonuskriterier	27
5.2 Komponenter i en incitamentskontrakt	33
Kapitel 3 - Analyse	55
6 Analyse.....	55
6.1 Introduktion til analyse.....	55
6.2 Analyse af indsamlede data.....	55
Kapitel 4 - Sammenligning af teori og data, samt retningslinjer	69
7 Teoretiske data vs. Empiriske	69
7.1 Præstationsmål.....	70
7.2 Præstationsstandard	71
7.3 Præstationsstruktur.....	72

8 Retningslinjer for incitamentskontrakt.....	73
9 Diskussion	77
9.1 Kritik af agentteori og compensation.....	77
9.2 Kritik af designet af en incitamentskontrakt af høj kvalitet	78
Kapitel 5 - Konklusion og videregående studier	80
10 Konklusion	80
11 Idéer til videregående studier	81
12 Litteraturliste	82
12.1 Videnskabelige artikler	82
12.2 Bøger.....	84
12.3 Årsrapporter	84
12.4 Internethjemmesider.....	85
12.5 Politikker fra børsnoterede selskaber	86
12.6 Andet	87
13 Bilag	88
13.1 Bilag 1 Detaljeret indholdsfortegnelse	88
13.2 Bilag 2 Oversigt over anvendte forkortelser.....	91
13.3 Bilag 3 Anvendte synonymmer i opgaven	92
13.4 Bilag 4 Oversigt med forklaringer. Selskaber som ikke anvender eller oplyser om incitamentsaflønnning.....	92
13.5 Bilag 5 Figur- og tabelliste	94
13.6 Bilag 6 Ekstra figurer.....	96
13.7 Bilag 7 Datagrundlag - Screenshot fra Excel	97

Kapitel - 1 Introduktion og metode

I dette kapitel vil emnet, og baggrunden for valget af emnet, blive introduceret. Introduktionen til emnet leder naturligt over i afhandlingens problemformulering og dertilhørende underspørgsmål. I kapitlet findes en disposition over afhandlingen og en afgrænsning af emner og områder, som afhandlingen ikke vil berøre, samt de metodiske overvejelser som er gjort i forbindelse med udarbejdelsen.

2 Indledning

Mediernes fokus på ledelsens lønninger i de danske børsnoterede selskaber er voksende. Udbetalingerne af store bonusser har vagt opsigt blandt både medier, aktionærer og befolkningen, og til trods for dette, så er størrelsen på bonusserne stadig voksende. Leonhardt Pihl, adm. direktør i Dansk Aktionærforening udtrykte i 2017 sin skepsis på området:

”Vi begynder at blive bekymret, når det kravler op i den størrelsesorden, for så rejser der sig nogle spørgsmål om, hvad det er for incitamenter, som begynder at blive de drivende for topledelsen”¹

Når spørgsmålet rejser sig om, hvilke incitamenter ledelsen har for dens handlinger, så forsvinder tilliden til ledelsen fra aktionærerne. Det kan i sidste ende medføre, at det er mindre attraktivt at investere i selskabet. Det er en af grundene til, at man fra Erhvervsstyrelsens side har nedsat Komitéen for god selskabsledelse, som har til formål at fremme både ansvarlig og værdiskabende ledelse i selskaberne, hvorigennem det skal gøre attraktivt at foretage investeringer i selskaberne.²

Begrebet incitamentsaflønning har eksisteret i mange år, hvorigennem man har forsøgt, at forene aktionærernes og ledelsens interesser, men der har ikke altid været det nødvendige fokus på designet af incitamentskontrakterne. Jensen og Murphy stillede tilbage i slut 1980'erne spørgsmålstegn ved, hvordan aflønning af ledelsen foregik, og kommenterede på, at det ikke var størrelsen af bonussen, som var problemet, men snarere hvordan incitamentskontrakten og bonusaflønningen designes.

”It's not how much you pay, but how”³

Petersen & Plenborg og Merhanct har efterfølgende arbejdet videre med problemstillingen og fundet frem til en række bonuskriterier, som har til formål at sikre kvaliteten af incitamentskontrakten. Begge udgivelser bakker op om vigtigheden af at skabe interessesammenfald mellem aktionærernes og ledelsens interesser,

¹ Honoré, D. R., Nielsen, M. K. & Laugesen, Morten (04-04-2017), Landets dyreste direktører henter store summer i bonusser. Berlingske Business.

<https://www.business.dk/ledelse/landets-dyreste-direktoerer-henter-store-summer-i-bonusser#>

² Komitéen for god selskabsledelse, (2017). Anbefalinger for god selskabsledelse, Erhvervsstyrelsen, https://corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalinger_for_god_selskabsledelse_2017.pdf

³ Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990), Foundations of organizational strategy, Harvard University Press, 1998; Harvard Business Review, No. 3, May-June 1990

at sikre langsigtet værdiskabelse i selskabet. De erkender dog, at der er problemstillinger i forbindelse med udarbejdelsen af incitamentskontrakter, som der skal tages hånd om, før incitamentskontrakterne har den ønskede effekt.⁴⁵

2.1 Problemformulering

Ovenstående har ført til følgende problemformulering og underspørgsmål:

Hvordan designer man en bonuskontrakt, som er værdiskabende i relation til teorien og hvordan relaterer sådan bonuskontrakt sig til den anvendte praksis for ledelsen i de danske børsnoterede selskaber?

- Hvad ligger til grund for anvendelsen af bonuskontrakter?
- Hvilke anbefalinger, samt politiske og lovgivningsmæssige forhold skal selskaberne være bevidste om i forhold til aflønning af ledelsen?
- Hvilke kriterier skal opfyldes for opnåelse af en kvalitetsfuld bonuskontrakt?
- Hvilke problemstillinger bør man være opmærksomme på, i forbindelse med designet af bonuskontrakter og hvordan kan disse afhjælpes?
- Hvilke incitamenter skabes ved anvendelse af resultatbaseret bonusaflønning, og hvordan bør man behandle disse incitamenter?
- Adskiller bonusaflønningen af ledelsen i danske børsnoterede selskaber sig fra den teoretiske forståelse for, hvad som er værdiskabende?

2.2 Formål og disposition med afhandlingen

Formålet med denne afhandling har været, at skabe klarhed over den teoretiske tankegang bagved anvendelsen og udarbejdelsen af incitamentskontrakter og aflønningen heraf. Dertil er det blevet undersøgt og analyseret, hvordan de danske børsnoterede selskaber anvender incitamentskontrakter i praksis, og undersøgt om denne anvendelse adskiller sig fra teorien. Det er sket på baggrund af en analyse af 103 danske børsnoterede selskaber.

Opgavens skrives fra et aktionærsynspunkt, hvor man ønsker at undgå situationer, hvor ledelsen har incitamenter til at agere og handle for egen vindings skyld, over hensynet til selskabet og aktionærerne. Det kræver en nærmere analyse, af hvilke designs og valg af præstationsmål, standarder og strukturer, som anvendes i incitamentskontrakterne. Afhandlingen vil derfor tilstræbe, at give et dybere indblik og en forståelse af, hvilke problemstillinger, som vil fremkomme ved valget af forskellige designvalg. Formålet med afhandlingen er ydermere, at udarbejde retningslinjer for, hvilke forhold man i forbindelse med udarbejdelsen af incitamentskontrakter skal være opmærksomme på. I afhandlingen vil der blive fokuseret på, hvilke juridiske forhold som gør sig gældende i den danske lovgivning, samt hvilke anbefalinger for god

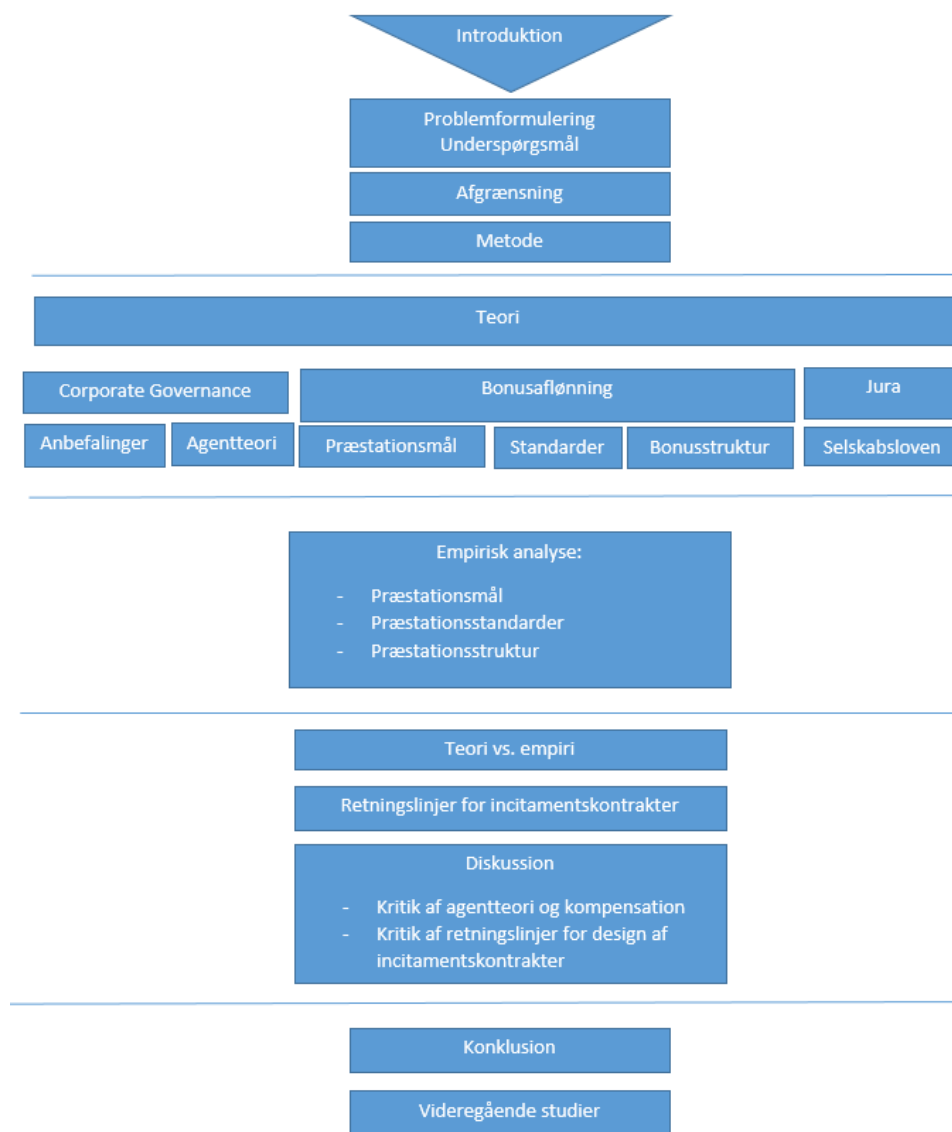
⁴ Merchant, K. A. (2006). Measuring general managers' performances: Market, accounting and combination-of-measures systems. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 19 Issue: 6.

⁵ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) *Financial Statement Analysis*, Pearson

selskabsledelse som eksisterer i samfundet. Derudover vil moral og etik i et let omfang blive vendt i forhold til afhandlingens primære beskæftigelsesområde, incitamentsaflønnning. Afhandlingen er skabt til vejledning for beslutningstagere, men vil også kunne anvendes for andre interesserede, som for eksempel aktionærer og medarbejdere, som vil kunne tilegne sig en forståelse for, hvilke motiver som ligger til grund for udformningen og designet af incitamentskontrakterne.

2.2.1 Disposition

Dispositionen i opgaven er tænkt som nedenstående figur 2.1 illustrerer:



Figur 2.1 - Disposition - Egen tilvirkning

2.3 Afgræsning

I afhandlingen er der fokuseret på, at opnå en dybere indsigt og forståelse af, hvordan bonusaflønningen af ledelsen i danske børsnoteret selskaber er struktureret og sammensat. Derfor vil det kun være bonusaflønningen af netop ledelsen, som vil blive undersøgt.

Denne afhandling fokuserer på brugen af regnskabsbaseret bonusaflønning, og betydningen af designet af denne. Der vil blive taget udgangspunkt i den ydre belønning i form af kontante bonusordninger. Det betyder, at aktiebaserede incitamentsprogrammer ikke vil blive berørt i denne afhandling. Ligeledes betyder det, at den indre belønning og indre motivation i form af blandt andet omdømmeeffekter, ekstra ansvar m.m. ikke bliver behandlet.

Al data om incitamentsaflønning i de undersøgte børsnoterede selskaber er fundet via offentlig tilgængelige medier og lignende ressourcer. Det betyder, at der ikke er taget direkte kontakt til de undersøgte selskaber, og dermed ikke foretaget interviews herom. Begrundelse herfor findes i dataindsamlingsmetoden i afsnit 3.2

Det har ikke været muligt, at indsamle informationer om incitamentsaflønning i de undersøgte selskaber fra samme årstal. Det skyldes, at det ikke er alle selskaberne, som årligt opdaterer deres vederlagspolitikker og generelle retningslinjer på deres hjemmeside, eller detaljeret uddyber deres aflønningsforhold i hver af deres årsrapporter. Der er derfor blevet anvendt de nyeste tilgængelige offentlige data.

Alle data stammer fra danske børsnoterede selskaber fra henholdsvis small-, mid- og large cap. De diskuterede elementer i forhold til designet af en bonuskontrakt, skal ses i forhold til dansk regnskabsstandard og generelt i en dansk kontekst og kultur. Dette betyder at resultaterne og konklusionerne i opgaven, sandsynligvis, ikke direkte vil kunne overføres til børsnoteret selskaber i andre lande.

Der gælder særlige regler for lønpolitik og aflønning af ledelsen i finansielle selskaber, som findes i lov om finansiell virksomhed §77a-d. På baggrund af denne lovgivning, så vil afhandlingen ikke beskæftige sig med disse selskaber, og der er dermed foretaget en positiv afgrænsning væk fra disse.⁶

⁶ Brenøe, T. & Hjertting, M. & Simonsen, M. & Stadil, M. (2016) Lov om finansiell virksomhed. Karnov Group.

3 Metode

3.1 Analysestrategi

Afhandlingen tager udgangspunkt i en deskriptiv tilgang, samt både en kvalitativ og kvantitativ analyse. Dette gøres, da man gennem et samspil mellem analyseformerne og den deskriptive tilgang, er i stand til at opnå en større, bredere og dybere viden om et konkret emne. De indsamlede data og resultater fra den deskriptive del, er velegnet til at blive sammenholdt med eksisterende teorier, hvor igennem det er muligt at analysere sig frem til problemer i forhold til teorien og de indsamlede empiriske data.

Kvantitative analyser giver ligeledes mulighed for, at danne sig et overblik over større mængder af data, som er kvantificerbare. Den kvalitative analyse giver mulighed for, at dykke ned i det undersøgte, og besvare spørgsmål som ikke kan læses ud fra tal og statistikker. Det er en mere dybdegående tilgang, som kan være med til at afdække holdninger og motiver. På baggrund af udsagn og lignende forsøger man med den kvalitative tilgang, at besvare spørgsmål som, "hvorfor".⁷

I afhandlingen vil der både indgå en teoretisk og empirisk analyse. Det er valgt, da spørgsmålene, som denne afhandling forsøger at afdække, varierer i type, og det derfor er hensigtsmæssigt og nødvendigt, at benytte forskellige tilgange til besvarelsen af disse.

*" Nogle spørgsmål kan stilles og besvares direkte ved hjælp af teorierne (teoretisk analyse). Besvarelsen af andre spørgsmål kræver desuden inddragelsen af data (kombineret teoretisk og empirisk analyse)."*⁸

3.2 Dataindsamlingsmetode

Til udarbejdelsen af denne afhandling, er der indsamlet relevant data om anvendelsen af incitamentskontrakter og aflønning af ledelsen i børsnoteret selskaber fra Nasdaq OMX Copenhagen. Den primære kilde til indsamling af disse data har været selskabernes årsrapporter, vederlagspolitikker, aflønningspolitikker og generelle retningslinjer for incitamentsaflønning. De er fundet via selskabernes egne hjemmesider.

Brugen af selskabernes egne dokumenter til indsamling af data angående incitamentskontrakter er anvendt, da det ressourcemæssigt har været fordelagtigt, da indsamlingen af disse data kan ske gennem desk-research, hvilket har gjort det muligt, at indsamle data flest mulige selskaber. Det gør det således muligt, at have en større mængde data til rådighed til anvendelse i analysen, og dermed og en mere omfattende analyse.⁹

⁷ Olsen, P. B. & Pedersen, K. (2014) Problemorienteret projektarbejde. Roskilde Universitetsforlag, side 152

⁸ Sundgaard, E. (2006) Hvorfor teori? Søren Voxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag. Side 118

⁹ Rienecker, L. & Jørgensen, P. S. (2017) Den gode opgave - Håndbog i opgaveskrivning på videregående uddannelser. Samfundslitteratur. Side 145-149

Valget for indsamling af data via selskabernes egne dokumenter, er tildes truffet på baggrund af komitéen for godselskabsledelses anbefalinger om oplysninger og rapportering af vederlag til direktionen, samt de lovgivningsmæssige krav om rapportering, som stilles til børsnoterede selskaber. Ligeledes har det været med i overvejelserne, at det er disse data, som eventuelle investorer af selskaber vil have til rådighed ved overvejelser om investering i selskaberne.

En analyse fra konsulentfirmaet Damvad afdækker desuden, at selskabernes årsrapport er den mest troværdige og kvalitetsfulde kilde til information om selskabet.¹⁰

I afhandlingen er der, så vidt det har været muligt, anvendt originale artikler, dokumenter og udgivelser, med de dertilhørende forfattere. Det er et aktivt tilvalg for at undgå, at blive påvirket af anden parts fortolkninger af teorierne, som vil kunne resultere i, at dele af indholdet fra teorierne var blevet fjernet eller misfortolket, hvilket vil kunne have betydning for analysen og konklusionen i afhandlingen.¹¹

Indsamlingen af disse er primært sket gennem de databaser, som stilles til rådighed for CBS-studerende, som indbefatter Infomedia, Navne & Numre erhverv, Karnov, samt en række akademiske tidsskrifter. Derudover er diverse offentlige biblioteker blevet anvendt til indsamlingen af litteratur fra bøger.

I afhandling har der været en begrænsning i udvalget af dansk litteratur om incitamentsaflønning i de danske børsnoterede selskaber. Der er derfor blevet suppleret med udenlandsk litteratur, som på trods af ikke at være udarbejdet med henblik på det danske børsmarked, stadig vil kunne bidrage til at afdække og give indsigt i problemstillingerne og løsningerne ved incitamentskontrakter.

3.3 Kvalitetsvurdering data

Udvælgelsen af data, teorier, litteratur og forfattere er sket med en kritisk tilgang, som har resulteret i fravalg af kilder, hvis disse kilder ikke har kunnet efterleve afhandlingens krav og kriterier for troværdighed. I forbindelse med indsamlingen af data, er der taget stilling til kildens og dokumentets kontekstualitet, for at forstå hvilken sammenhæng dokumentet er udarbejdet i.¹²

I opgaven er der både anvendt primære og sekundære datakilder. Brugen af sekundære datakilder vil kunne påvirke validiteten og reliabiliteten negativt. Problemstillingen ved anvendelse af sekundære data er, at forfatteren bag de sekundære data har anvendt disse data i forbindelse med behandlingen af en anden problemstilling end den gældende for denne afhandling. Dermed vil forfatteren bag de sekundære data have andre forudsætninger for forståelsen af datene og teorien, og der vil derfor være risiko for, at denne

¹⁰ FSR - Danske Revisorer, 20-11-2014, Ny analyse dokumenterer: Årsrapporten vigtigste kilde til information om virksomhederne. (Senest besøgt d. 05-05-2018)

¹¹ Andersen, R. (2006) Sekundære data - Brug af eksisterende data. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag. Side 172-182

¹² Andersen, R. (2006) side 172-182

fortolkning vil ændre på den oprindelige forståelse.¹³ For at imødekomme denne problemstilling, så er der forsøgt anvendt metodetriangulering i de tilfælde, hvor det har været muligt. Det er således forsøgt, at få bekræftet de indsamlede informationer fra forskellige datakilder, hvilket skulle medvirke til at højne reliabiliteten i opgaven.¹⁴

Referencerne i opgaven skal fortolkes således, at referencerne hører til det forudgående afsnit, og viden, fakta og teorier som er præsenteret i de forskellige afsnit stammer fra de pågældende referencer. Direkte citater er skrevet i kursiv og centreret, og ophavsstedet eller ophavsmanden er angivet i referencen.

3.4 Valg af teori og litteratur

I afhandlingen er der så vidt muligt anvendt dansk litteratur til afdækningen af problemstillinger, som omhandler eller er specifikke for Danmark og danske børsnoterede selskaber. Det er gjort med antagelse og forventning om, at denne litteratur finder bedst anvendelse i en undersøgelse af danske børsnoterede selskaber. Begrænsninger i dansk litteratur har medført, at der er inddraget både teori og litteratur fra udlandet, som har til formål at afdække huller og supplere den danske litteratur.

Litteratur om incitamentsaflønnning blandt ledelsen i danske selskaber er som nævnt snæver. Derfor er store dele af teorien bag indholdet i incitamentskontrakterne lagt an på litteratur fra Thomas Plenborg og Christian Vriberg Petersen. I afhandlingen er det forsøgt, at få bekræftet og nuanceret deres perspektiv på incitamentskontrakter, ved at inddrage udenlandsk litteratur på området fra Merchant m.fl.

3.5 Videnskabsteoretisk afsæt

Al videnskab, inklusiv samfundsvidenskab, er styret af det paradigmesæt, som ligger til grund for videnskaben. Egon Guba definerede i 1990 et paradigme som:

"Et basalt sæt værdier som styrer vores handlinger - både hverdagshandlinger og handlinger forbundet med disciplinerede undersøgelser".¹⁵

Det vil sige, at alle handlinger vi som mennesker foretager os, sker på baggrund af et sæt værdier som ligger gemt i os, og på baggrund af den opfattelse hvert individ har af verden omkring sig. Det har betydning for udarbejdelsen af denne afhandling, idet, man som individ, på trods af et ønske herom, således aldrig vil være i stand til fuldt ud, at fralægge sig sin forforståelse og betragtning af verden omkring

¹³ Rod, P. (2006) Praksisorienteret projektarbejde. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag. Side 35-51

¹⁴ Buch-Madsen, K. (2006) Hvad er teori, hvor kommer den fra og hvordan anvender du den?. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag. Side 88-100

¹⁵ Darmer, P & Nygaard, C (2006) Paradigmer: Forståelse, anvendelse og begrænsninger. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag. Side 52-66

sig, og sammenhængen i den. Hvor nogle mennesker vil opfatte noget som sandt, vil andre mennesker, på grund af deres forforståelse, se tingene anderledes, hvilket fører til spørgsmålet om, hvad der er den sande virkelighed. Ens paradigme har betydning for ens skabelse af viden, i det epistemologien, ontologien og metodologien bliver påvirket. Dermed bliver ens erkendelse af viden, lovmæssigheder og metoder til afprøvning af teorier anfægtet. Det kan være svært, at trække et specifikt paradigme ned over et projekt, da paradigmer ikke kan anses som en entydig størrelse. Til trods for dette, så vil der i denne afhandling blive taget udgangspunkt i konstruktivismen, hvor opfattelsen går på, at der ikke eksisterer en endegyldig virkelighed, som alle har mulighed for at opnå viden omkring. Virkeligheden vil blive opfattet forskelligt på baggrund af ens egne fortolkninger, og da ikke alle har de samme forudsætninger og forforståelse for deres fortolkninger, så vil "virkeligheden" komme til at fremstå forskelligt fra individ til individ.

Dermed vil denne afhandling også bære præg af subjektivitet, da det ikke anses for muligt, at fralægge sig al forforståelse af det undersøgte i forbindelse med undersøgelsen. Sammen med den fortolkning, som vil blive foretaget i analysen, vil det have indflydelse på forståelsen og fortolkningen af resultaterne af analysen. Det skyldes, at individers tanker og motiver bag handlinger kan fremstå tvetydige, hvorfor forståelsen af dette vil være påvirket af ens subjektive forståelse for emnet.¹⁶

3. 6 Induktion eller deduktion

Der er i afhandling arbejdet deduktivt. Det vil sige, at der i afhandlingen er taget udgangspunkt i teorien om incitamentsafklønning, hvor den generaliserende teori først er blevet præsenteret, og efterfølgende er empirien blevet undersøgt på baggrund af teorien. Dette kan blandt andet ses ved, at den indsamlede empiri af anvendte præstationsmål er indsamlet på baggrund af de præstationsmål, som er gennemgået i teorien. Det er i afhandlingen således forsøgt, at finde bekræftelse mellem teorien og empirien.¹⁷ Da der er anvendt en deduktiv tilgang i afhandlingen, vil der kunne argumenteres for, at reliabiliteten af de fundne resultater kan være svækket. Afhandlingen har forsøgt, at afhjælpe denne problemstilling, ved at inddrage en stor del af den samlede population i undersøgelsen. Det antages på baggrund heraf, at det er muligt at generalisere over den samlede population gennem de observationer og resultater, som findes i afhandlingen. Hvorfor hele populationen ikke indgår i undersøgelsen, er beskrevet i afgrænsningen.¹⁸

¹⁶ Svendsen, S. & Løber, L. (2016), Det gyldne overblik - Akademisk opgaveskrivning. Eget forlag. side. 25-31

¹⁷ Nielsen, K. S. (2006) Samspillet mellem teori og empiri - anvendelse af hypotetisk/deduktiv metode i projekter. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag. Side 101-113

¹⁸ Olsen & Pedersen (2014) side 151

Kapitel 2 - Teorigrundlag, lovgivning og anbefalinger

I dette kapitel vil corporate governance og dertilhørende agentteori blive gennemgået. Det vil blive efterfulgt af anbefalinger for god selskabsledelse og lovgivningsmæssige forhold, som selskaberne skal være opmærksomme på i deres udarbejdelse af incitamentskontrakter. Til sidst vil der være en detaljeret gennemgang af teorien, designet og indholdet i incitamentskontrakterne. De berørte områder skal danne grundlag for den senere analyse og diskussion.

4 Teori

4.1 Corporate Governance

4.1.1 Definition af corporate governance

Ifølge den danske komité for god selskabsledelse, så kan corporate governance defineres som:

”Det system, som anvendes til at lede og kontrollere en virksomhed, dvs. som kontrol og styring af virksomheder gennem ejerskab, bestyrelsesstrukturer, aflønningssystemer, selskabslovgivning m.v..”¹⁹

ECB har følgende definition på corporate governance begrebet:

” Procedures and processes according to which an organization is directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organization – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making”²⁰

Corporate governance, på dansk selskabsledelse, skal altså ses som en måde, hvorpå virksomheder kontrolleres og ledes. Det omfatter store dele af de beslutninger, som ledelse foretager sig, og det ansvar som følger med disse beslutninger. Corporate governance har til hensigt, at influere både bestyrelsen, ledelsen, medarbejdere, aktionærer og øvrige interessenter for virksomheden.

4.1.2 Hvorfor corporate governance

Berettigelsen for corporate governance ligger i, at man i børsnoterede selskaber finder adskillelse mellem ejerskab og kontrol. Adskillelsen finder sted, da aktionærerne ejer selskabet, mens det er den siddende ledelsen, som skal varetage driften af selskabet. Adam Smith satte helt tilbage i 1776 fokus på problemstillingen. Adam Smith beskrev dengang i ”The Wealth of Nations”, hvorfor problemstillingen opstår:

¹⁹ Komitéen for god selskabsledelse, Corporate Governance

<https://corporategovernance.dk/corporate-governance> (senest besøgt 05-05-2018)

²⁰ European Central Bank, Annual Report 2004, side 219

*” Being the managers of other people’s money rather than their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own”*²¹

Adam Smith mener altså ikke, at det er forventeligt, at ledelsen vil varetage aktionærernes interesser i samme grad, som hvis det var aktionærerne selv, som stod for den daglige ledelse. Problemstillingen med det spredte ejerskab er accelereret efter den teknologiske udvikling har gjort muligt og meget simple, at købe og sælge aktier på tværs af lande grænser og kontinenter.

Det har medført, at der i selskaberne forekommer mere spredt ejerskab end tidligere, da investorer jævnfør porteføljeteori ønsker at bortdifferentiere den selskabsspecifikke risiko, også kaldet den usystematisk risiko²², for derved at maksimere deres sharpe ratio = $\frac{R_p - r_f}{\sigma_p}$, som er afkastet divideret med risikoen. Differentieringen sker ved, at holde mange forskellige aktier i sin portefølje.²³

Ønsket om differentiering i ens portefølje har medført, at mange aktionærer er blevet passive investorer, som ikke længere selv varetager kontrollen af ledelsens handlinger, hvorfor disse aktionærer har været interesseret i at få indført en best practice-standard, der vil kunne virke som en minimumstandard for dispositioner truffet af ledelsen. Det spredte ejerskab har intensiveret vigtigheden af én af bestyrelsens primære opgaver, at sætte retningslinjer for ledelsen og monitorering denne.²⁴

I og med, at bestyrelsen er udpeget til at varetage aktionærernes interesser, så er bør retningslinjerne for ledelsen også sættes herefter.

For hovedparten af alle investorer gælder det, at deres investeringer, på børsmarkedene, sker med et ønske om en positiv forrentning af den investerede kapital. Typisk vil man som investor have et afkastkrav til sin investering som et procentuelt mål for, hvornår ens investering er succesfuld. Afkastkravet udregnes som en sum af henholdsvis den risikofrie rente og en risikopræmie, som fastsættes efter risikoen for selskabet som der investeres i, samt de alternative investeringsmuligheder, som de finansielle marked tilbyder. Afkastet på investeringer udregnes i forhold til aktiekursen for selskabet som der er investeret i:

$\frac{P_{t=1} + D_{t=1} - P_{t=0}}{P_{t=0}}$ hvor P=aktiekursen på tidspunkt t og D er udbyttet.

Hvis en ledelse skal varetage aktionærernes interesser, så skal der tilstræbes at skabe en langsigtet værdiskabelse i selskabet.²⁵ Det vil man kunne gøre ved at give ledelsen en incitamentskontrakt i forhold til

²¹ Smith, A. (1776). An Inquiry the Nature and Causes of The Wealth of Nations. London. G. Bell and sons.

²² Cuthbertson, K. & Nitzsche, D. (2001), Investments, John Wiley & Sons, Ltd. Side 7

²³ Allen, F. & Bealey, R. A. Myers, S. C. (2017). Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, Kapitel 8,

²⁴ Selskabsloven §115 stk. 4

²⁵ Watson, D. & Head, A. (2016). Corporate Finance - Principles and Practice. Pearson. 7 udgave. Side 11

udviklingen i aktiekursen, men der findes forskellige regnskabsmæssige problemstillinger, hvorved der kan manipuleres med dette, indenfor lovens rammer. Nogle af disse vil blive behandlet senere i afhandlingen i afsnittet om incitamentskontraktens delelementer. At ledelsen skal varetage aktionærernes interesser indgår i ledelsens loyalitetsforpligtelse, som er en forpligtelse om, at ledelsen skal sætte egne interesser under hensynet til selskabet, og derved aktionærerne.²⁶

Ifølge Oliver Hart, så skal to ting være opfyldt for at corporate governance har sin berettigelse.

- Der skal være agentproblemer
- Transaktionsomkostningerne skal være for høje til, at det er muligt at aftale sig ud af det med en kontrakt.

Agentproblemet kan opstå ved asymmetrisk information, som ligger forud for moral hazard og adverse selection, som vil blive gennemgået i det følgende afsnit.²⁷

4.2 Agentteori

Agentteorien har til formål, at beskrive forholdet og problemstillingerne mellem en principal og en agent, i en situation hvor principalen uddelegerer udførelsen af en arbejdsopgave til agenten. Agentproblemet opstår når agenten agerer i strid med principalens instrukser, og dermed ikke følger et fælles mål.²⁸

Agentproblemer opstår i forhold til børsnoterede selskaber på baggrund af specielt 3 faktorer:

- Når der opstår adskillelse mellem ejerskabet og kontrollen. Det sker når aktionærerne ikke selv står for den daglige drift, eller monitoreringen af ledelsen, men i stedet uddelegerer arbejdet til henholdsvis ledelsen og bestyrelsen.
- Hvis direktionen har andre målsætninger end aktionærerne. Det skyldes, at mennesker har en naturlig drift og trang til at maksimere sin egen nytte, hvilket vil kunne tilsidesætte hensynet til aktionærernes nytte.
- Asymmetrisk information mellem agent og principal.²⁹

Agentteorien er en af de væsentligste teorier inden for corporate governance, og kan bruges til afdække problemer i forhold til kompensation, performancemålinger, monitorering, incitamentskontrakter, self-delivering, risikoaversion for både agenten og principalen m.m.³⁰

²⁶ Rose, C. (2004). Stakeholder Orientation vs. Shareholder Value, *European Journal of Law and Economics*, 18: 77–97

²⁷ Hart, O. (1995), Corporate Governance: Some Theory and Implications, *The Economic Journal*, Maj 1995, side 678-689.

²⁸ Bebchuk, L. & Fried, J. (2004) Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation.

Kapitel 1

²⁹ Watson, D. & Head, A. (2016) Side 12-14

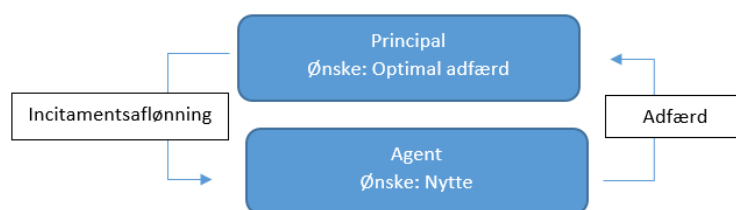
³⁰ Allen, F. & Bealey, R. A. Myers, S. C. (2017). Kapitel 8,

I børsnoterede selskaber består agentproblemerne af en 3-ledet kæde, som indeholder aktionærerne, bestyrelsen og direktionen. I denne kæde findes forskellige agent-principal forhold. Første forhold består i, at aktionærerne agerer principal ved at vælge bestyrelsen og udpege denne til at varetage opgaven med ansættelse og monitorering af direktionen. Derudover findes der et agent-principal forhold mellem bestyrelsen og direktionen, hvor bestyrelsen agerer principal og udpeger direktionen som agent til at varetage den daglige drift af selskabet med det mål for øje, at maksimere nytten for aktionærerne. Det er sidst nævnte forhold, som afhandlingens hovedfokus hviler på. I dette flerleddet agent-principal forhold kan det være vanskeligt, at fastholde direktionen til holde fokus på tredjeparts interesser, og det er grunden til, at incitamentskontrakterne kan have deres berettigelse, da de kan skabe interessesammenfald mellem aktionærernes og direktionens interesser.³¹

4.2.1 Principal-agent teori

Formålet med teorien i denne afhandlings perspektiv er, at finde frem til den optimale kontrakt mellem agenten og principalen, i forhold til de to variable: adfærd og løn.³²

En simpel illustration af principal-agent forholdet er illustreret i figur 4.1



Figur 4.1 - Principal-agent model - egen tilvirkning

Teorien gør antagelse om, at agenten handler rationelt og derved ønsker at maksimere sin egen nytte gennem sine handlinger.³³

Ved principal-agent teori skelnes der mellem to situationer. En situation med perfekt information og en situation med asymmetrisk information.

Ved perfekt information gælder følgende:

- Principalen kan overvåge agenten uden omkostninger.
- I denne situation vil agenten have en nyttefunktion $u_a(w, e) = w - e$.

³¹ Tosi, H. L., Katz, J. P & Gomes-Mejia, L. R. (1997) Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making, *Academy of management journal*, (jun 1997) vol 40 issue 3.

³² Eisenhardt, K. M. (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1 (Jan 1989)

³³ Biede, H. J., Kjær, H. & Vibe-Pedersen, M. (2011). Mikroøkonomi - Videregående uddannelser, Hans Reitzels Forlag, side 13

- Agenten vil være risikoneutral, da den monetære nytte er lineær.
- Eftersom principalen kan observere agentens indsats, gør kontrakten, at lønnen bliver betinget af indsatsen: $w = w(e)$.
- Principalens nyttefunktion er: $u_p = R(e) - w$.
 - Principalen er også risikoneutral, eftersom den monetære nytte er lineær.³⁴

Hertil kommer der en deltagerbegrænsning for agenten som gør, at at lønnen (w) skal være højere end indsatsen (e), svarende til en positiv nytte $u_a = w(e_x) - e_x > 0$. Dertil gælder også, at nytten skal være større end de alternative muligheder, som agenten har fra andre steder. Sagt med andre ord, så skal principalen være bevidst om, hvad agenten kan få hos konkurrenten. Deltagerbegrænsninger skal være med til, at sætte fokus på niveauet for incitamenterne, før agenten vil være villig til at acceptere indgåelse af kontrakt med principalen. Hertil gælder antagelserne om perfekt information og risikoneutralitet.³⁵ Derudover er der begrænsninger i den indsats, som agenten vil være villig til at udføre. For at agenten vil være villig til at yde en stor indsats, så skal netto nytten for at arbejde hårdt være større end netto nytten ved en lav indsats. $w(e_{stor}) - e_{stor} > w(e_{lille}) - e_{lille}$ ³⁶

Ved asymmetrisk information ændres situationen. Her skelnes der mellem om principalen kan monitorere agentens indsats eller ej.

1. Hvis principalen kan monitorere agentens indsats:

- Så vil agenten acceptere kontrakten og arbejde hårdt
- Samme resultat som når der er perfekt information
- Forudsætter det at både agent og principal er risikoneutral

2. Principalen kan ikke monitorere agentens indsats:

- Her forekommer problemstillingerne, da principalen ikke længere har viden om agentens indsats, og dermed ikke kan vurdere om agenten har været heldig/uheldig i forhold til output. Det vil sige opnåelse af et stort output ved lav indsats, eller lavt output ved høj indsats.
- Dette medfører at principalen ikke vil kunne aflønne agenten på baggrund af hans indsats, da den ikke kan observeres, men i stedet må aflønnes på baggrund af det faktiske resultat $R(e)$.
- Her forudsættes det at agenten og principalen er risikoneutrale.³⁷

³⁴ Gardner, R. (1995) Games for Business and economics. Wiley, New York kapitel 10.

³⁵ Gardner, R (1995), Kapitel 10

³⁶ Gardner, R (1995), Kapitel 10

³⁷ Gardner, R (1995), Kapitel 10

Det ovenstående er meget forsimplet, men det giver ikke desto mindre en indikation af, at når der er asymmetrisk information, og det ikke længere direkte er muligt, at måle agentens indsats, så bliver man i stedet nødt til at måle på det faktiske resultat. Målinger af resultatet påvirkes af eksterne faktorer, som agenten ikke har indflydelse på, som f.eks. generel økonomiske konjunkturudsving i samfundet og konkurrencesituationen på markedet, hvilket gør, at der er problemer med at aflønne direkte efter det målte resultat. I stedet så kan følgende være en metode til at finde frem til en indikation for den indsats, som agenten har udført. $z = e + x$, hvor z er en indikator for den samlede indsats, og x er et stokastisk restled, som agenten ikke har kontrol over. Derudover findes en anden variabel y , som ikke er påvirket af e , men er statistisk relateret til x , som udtryk for støjen mellem e og det observerede z . Det ville give følgende formel for aflønning af agenten med både fast og variabel løn.³⁸

$$w = \alpha + \beta \left(\underbrace{e + x}_z + \gamma y \right) \quad \text{hvor:}$$

$z = e + x \rightarrow e + x$ ikke kan observeres separat, kun deres sum.

Forklaring af faktorer

w = summen af fast og variabel løn

α = den faste løn

β = intensiteten af incitamenterne. Hældning kan være stejl/flad

e = Agentens indsats (kan ikke observeres)

x = stokastisk restled uden for agentens kontrol

γ = angiver hvor meget vægt vi skal lægge på den alternative indikator y , gamma

Når man designer incitamentskontrakter, så maksimerer man altid den totale værdi ved at medregne et performancemål, som, med rette vægtning reducerer fejlene, der er forbundet med at estimere agentens handlinger, samt ved at ekskludere performancemål, der øger fejlene der er forbundet med at estimere agentens indsats. Det kunne eksempelvis være når performancemålene udelukkende reflekterer vilkårlige faktorer uden for agentens kontrol. Dette vil blive gennemgået nærmere i afsnittet om kontrollerbarhed senere i afhandlingen.

I situationer hvor y og x er positivt korreleret, så vil en positiv observation af resultatet afspejle eksogene faktorer, mere end en høj indsats fra agenten. Det kunne f.eks. være at y er udtryk for det generelle

³⁸ Milgrom, P. & Roberts, J. (1992) Economics, Organization & Management, University of California, Prentice-Hall, kapitel 7,

marked, og x udtrykker det specifikke marked. Hvis x er højt fordi y er højt, så vil det teoretisk betyde, at γ skal være negativ, da det medfører, at γ sænker lønnen, når det generelle marked er godt. Hvis markederne er negativt korreleret, så vil fortegnet for γ ændres til at være positiv, hvilket vil have den modsatte effekt på lønnen i forhold til ovenstående.

Selvom sådanne simple lineære incitamentskontrakter er lette at forstå, så har de også sine svagheder. En af svaghederne ligger i, at agenten bliver udsat for risiko, når agentens aflønning ikke blot kan udregnes på baggrund af indsatsen. Når risikoen bringes med ind i modellen, så ændres antagelserne og agentens risiko sig også. Man antager således nu, at agenten er risikoavers og handler begrænset rationelt.

Ved udarbejdelsen af incitamentskontrakter findes specielt 4 faktorer, som man bør være opmærksomme på. Disse faktorer er defineret som intensitetsprincippet, og har til formål at være bestemmende for, hvor stor en andel af agentens løn principalen bør lade være afhængig af performance, deraf intensiteten. Intensiteten i kontrakten er, som nævnt ovenfor, udtrykt som β . De 4 faktorer som indgår i forhold til den optimale intensitet af kontrakten er: ³⁹

1. Profitabiliteten af ekstra indsats
 - Man kan ikke forvente at agenten øger sin indsats, hvis ikke aflønning øges tilsvarende.
2. Agentens risikoaversion
 - Jo højere grad af risikoaversion, des mindre intens kontrakt.
3. Præcisionen hvormed performance kan måles
 - Des større præcision (lavere varians) des mere intens kontrakt.
 - Hvis der er lille varians, så vil man være sikker på at agenten har været flittig.
 - Det vil være fornuftigt at øge intensiteten når god performance nemt kan identificeres
 - Dette bliver nærmere gennemgået i det senere afsnit om nøjagtighed.
4. Agentens reaktion og justering af indsats i henhold til kontrakten
 - Intensiteten bør være stærk når agenten har mulighed for at reagere på kontrakten. Noget som Petersen & Plenborg senere omtaler som kontrollerbarhed.

Risikoaversion er forskelligt fra individ til individ, men dækker overordnet set over, i hvor høj grad agenten ønsker at undgå risiko. Hvis agenten udsættes for risiko, så skal agenten kompenseres for det.

Begrebet kan beskrives ud fra følgende bredt anvendte eksempel fra spilteorien:

Som agent så vil man hellere modtage 1kr. på tidspunkt 0 end at deltage i et spil, hvor sandsynligheden for at modtage 2 kr. = 50% og sandsynligheden for at modtage 0 kr. = 50%. Så på trods af, at den forventede værdi af spillet er 1 kr., så ønsker man ikke at deltage, da man ikke bliver kompenseret for den risiko man udsættes for. ⁴⁰

³⁹ Gardner, R (1995),

⁴⁰ Dutta, P. K. (1999), Strategies and Games: Theory and Practice, The MIT Press. side 440

Med udspring i samme tankegang kan der drages paralleller til, hvorledes agenten forholder sig til sin løn. For agenten gælder det, at han kun vil indgå en incitamentskontrakt, såfremt den incitamentskontrakt principalen tilbyder er tilstrækkelig attraktiv i forhold til en sammenligning på forhånd fastlagt fast aflønning. Med andre ord, så skal den forventede værdi i incitamentskontrakten være større end den faste løn, før den risikoaverse agent vil have interesse i at acceptere kontrakten.⁴¹

Antagelsen om at agenten handler begrænset rationelt forudsættes på baggrund af, at principal-agent teorien kan opfattes som en analyse af rationelle valg ved informationsmæssige begrænsninger i et økonomisk perspektiv.⁴² Dette fører til en af de helt store diskussioner i principal-teori, som er problemstillingen med asymmetrisk information og derved adverse selection og moral hazard.

4.2.2 Asymmetrisk information

Det kan være værdifuldt, at definere begreber inden, man begynder at foretage analyse af betydningen af dem. Asymmetrisk information er når principalen har mindre information end agenten om henholdsvis agentens evner og agentens handlinger. Denne asymmetriske information kan føre til to typer af adfærd, adverse selection og moral hazard.⁴³

Adverse selection beskrives af Laffont og Tirole⁴⁴, som en situation, hvor der er asymmetrisk information mellem principal og agent om eksogene variabel. Dertil bidrager Hanley et al. med:

*"adverse selection exists when one person cannot identify the type of character of the second person"*⁴⁵

Et klassisk eksempel på adverse selection er skitseringen af et forsikringsselskab. Situationen er når forsikringsselskabet tilbyder en person en forsikring imod cykeltyveri. Først undersøger forsikringsselskabet markedet grundigt, og finder efterfølgende frem til sandsynligheden for tyverier er varierende fra område til område. Hvis forsikringsselskabet kun tilbyder en gennemsnitlig forsikring, så vil forsikringsselskabet formentlig gå konkurs, og hvorfor dette?

Ved at tilbyde kun én forsikring på baggrund af et gennemsnit af alle de undersøgte områder, så vil folk bosiddende i lavrisikoområderne skulle betale en højere takst i forhold til risiko, og det vil derfor ikke være attraktivt for dem at købe forsikringen. Omvendt så vil personer bosiddende i højrisikoområderne kunne købe en forsikring, som vil være for billig i forhold til risikoen. Dette vil medføre at det kun vil være personer i højrisikoområderne, som vil investere i en cykelforsikring, og derfor vil raterne for de

⁴¹ Milgrom, P. & Roberts, J. (1992) Kapitel 7

⁴² Holm, H. H, (2018), Beslutningsprocesteori, Den Store Danske, Gyldendal.

⁴³ Gerhart, B. & Rynes, S. L. (2003), Compensation, Theory, Evidence and Strategic Implications, SAGE Publications side 138

⁴⁴ Laffont, J. J. & Tirole, J. (1997), A theory of incentives in procurement and regulation, MIT Press

⁴⁵ Hanley, N., Shogren, J.F. & White, B. (1997), Environmental economics in theory and practice, Macmillan.

gennemsnitlige tyverier være en fejlindikator for forsikringskravet. Det betyder, at forsikringsselskabets kunder ikke vil være en gruppe af unbiased forsikringstagere, men snarere en adverse selection.⁴⁶

Moral Hazard bliver af Laffont og Tirole beskrevet som en situation, hvor, modsat adverse selection, det er de endogene variable som ikke er observerbare, eller at det er for omkostningstungt at observere.⁴⁷ Og i tråd med det så definerer Prajit K. Dutta moral hazard som:

*"A principal-agent problem arises when one economic agent the agent takes an action that affects another economic agent the principal. A principal-agent problem has a moral-hazard component when the principal is unable to simply force the agent to act according to his interests."*⁴⁸

For yderligere at forklare moral hazard begrebet, så kan før nævnte eksempel med forsikringsselskabet fremhæves igen. Hvis man antager, at der er ens forhold og risiko i alle områder, så vil der ikke længere være tale om adverse selection. Men risikoen for tyveri af cykler er ikke blot afhængig af området, hvor forsikringstageren bor. Forsikringstagerens egne handlinger har også indflydelse på risikoen for tyveri. Ved at anskaffe sig en forsikring, så kan forsikringstagerne have en tendens til, ikke i samme omfang som tidligere, at låse deres cykler. Denne handling bliver i betegnet som en forebyggende handling.

Ved prisfastsættelse af forsikringer er det nødvendigt for forsikrings selskabet, at tage højde for kundernes incitament til at udføre forebyggende handlinger. Uden forsikring vil personen foretage forebyggende handlinger for at undgå tyveri, men hvis personen, ved at købe en forsikring, kan minimere omkostningerne ved et tyveri, så er der ikke længere samme incitament til at foretage de forebyggende handlinger. Da agenten altid vil stræbe mod at maksimere sin egen nytte frem for principalens. Netop dette manglende incitament til forebyggelse af handlinger betegnes som moral hazard.⁴⁹

4.2.3 Asymmetrisk informations betydning for udarbejdelse af incitamentskontrakter

En af de primære formål med udarbejdelsen af incitamentskontrakter er, at begrænse problemerne med moral hazard. Fra principalen side sker det med et ønske om, at øge agentens incitamenter til at foretage forebyggende handlinger, som stemmer overens med principalens mål. Ved moral hazard er agentens handlinger en endogen variabel, som principalen ikke kan observere. Det gælder derfor for principalen om at øge sandsynligheden for at agenten foretager bestemte handlinger. Principalen ønsker at skabe incitamenter for agenten til at træffe beslutninger og foretage handlinger, som er nyttemaksimerende for principalen. Teorien beskriver, at dette gøres ved at udarbejde kontrakter, hvor agentens aflønning er

⁴⁶ Jensen, F & Vestergaard, N & Frost, H (1998). En introduktion til asymmetrisk information. DIFER. Kapitel 1 & 2

⁴⁷ Jensen, F & Vestergaard, N & Frost, H (1998) Kapitel 1 & 2

⁴⁸ Dutta, P. K. (1999) Side 293

⁴⁹ Jensen, F & Vestergaard, N & Frost, H (1998) Kapitel 1 & 2

korreleret med performance af selskabet, for at man på den måde skaber interessesammenfald mellem principal og agent. Kontrakterne udarbejdes på baggrund af agentens risikoprofil og risikoaversion, hvor det fastsættes, hvor hårdt agenten skal straffes eller kompenseres for værdiskabelsen eller værdiforringelsen af værdien for principalen.⁵⁰

I forhold til adverse selection, så vil man som principal ikke have al viden omkring den agent, som man sætter til at varetage arbejdsopgaverne. Principalen vil ikke have en komplet viden om agentens evner og dispositioner i forskellige situationer. Ved at hyre en agent til at varetage opgaver med et stort fokus på omkostningsbesparelse, så ved man først efter perioden om agenten har været i stand til at varetage denne opgave tilfredsstillende. Generelt kender principalen først til agenten kvalifikationer efter agenten har foretaget forskellige handlinger og stået overfor diverse problemstillinger.⁵¹

4.3 Incitamentsaflønning jf. selskabsloven:

Selskabslovens første paragraf giver en beskrivelse af lovens anvendelsesområde.

”§ 1

Denne lov finder anvendelse på alle aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber)”^{52, 53}

Definitionen af aktieselskaber er givet jf. selskabsloven §5:

I denne lov forstås ved:

Aktieselskab:

Et capitalselskab, herunder et partnerselskab, hvor kapitalejernes indskudskapital er fordelt på aktier. Aktier kan udbydes til offentligheden. Kapitalejerne hæfter alene med deres indskud i selskabet.”⁵⁴

Dermed finder selskabsloven anvendelse på børsnoterede selskaber, som er kendetegnet ved at aktierne er udbudt til offentligheden, og at kapitalejerne udelukkende hæfter for deres indskud.⁵⁵

Jf. §138 i selskabsloven kan medlemmer af direktionen enten aflønnes med et fast eller variabelt vederlag. Det gør sig hertil gældende, at vederlaget ikke må overstige, hvad der må anses for sædvanligt i forhold til hvervets art og arbejdets omfang, som vurderes ud fra hvad lignende selskaber udbetaler for tilsvarende

⁵⁰ Eisenhardt, K. M. (1989)

⁵¹ Gerhart, B. & Rynes, S. L. (2003), Compensation, Theory, Evidence and Strategic Implications, SAGE Publications side 138

⁵² Gomard, B. & Schaumburg-Müller, P. (2015). Capitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, Jurist- og økonomiforbundets forlag, 8 udgave.

⁵³ Retsinformation.dk. Bekendtgørelsen af lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=174205> (senest besøgt d. 05-05-2018)

⁵⁴ Retsinformation.dk. Bekendtgørelsen af lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=174205> (senest besøgt d. 05-05-2018)

⁵⁵ Jyske Bank. Hvad er en børsnoteret aktie? <https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/e28cf35d-de7b-49ec-b777-20081b386368/aktier.pdf?MOD=AJPERES> (senest besøgt 05-05-2018)

arbejdsopgaver. Desuden gælder det, at aflønningen skal være forsvarlig i forhold til selskabets økonomiske situation, hvilket betyder at betalingen af honoraret ikke må ske på bekostning af andres interesser, herunder aktionærernes.⁵⁶

I selskabslovens §139 er en beskyttelse af aktionærerne i forhold til variable vederlag til direktionen. Det gør sig gældende i børsnoterede selskaber, at kapitalselskabets øverste ledelsesorgan, inden indgåelse af aftale om variabelt vederlag til direktionen, skal fastsætte nogle overordnede retningslinjer for kapitalselskabets politik i forhold til incitamentskontrakter. Disse retningslinjer skal behandles og godkendes på generalforsamling i kapitalselskabet. Retningslinjerne skal efterfølgende fremgå af selskabets vedtægter, samt offentliggøres på selskabets hjemmeside. Retningslinjerne bør som minimum indeholde informationer om, hvem som incitamentskontrakterne kan blive tildelt til, de primære betingelser for hvornår ydelserne kan tildeles, en forventet nutidsværdi af ydelserne, samt et tidsmæssigt perspektiv på incitamentskontrakterne.⁵⁷ Det er en betingelse og forudsætning for indgåelse af incitamentskontrakter, at dette er opfyldt.⁵⁸ Retningslinjerne bør desuden indeholde information om hvilke principper aftaler om incitamentsaflønning kan indgås efter, og bør være opstillet på en måde, således at den enkelte aktionær forstår indholdet af opgørelser og konklusioner.⁵⁹ Det er gældende, at det øverste ledelsesorgan i selskabet, i forbindelse med indgåelse af incitamentskontrakter med direktionen, forsat skal varetage deres arbejde i aktionærernes interesse.⁶⁰ Jf. Karnov Groups noter til selskabsloven, så opfattes incitamentsaflønning som følgende:

”Incitamentsaflønning omfatter enhver variabel aflønning. Incitamentsaflønning er således ikke begrænset til aktiebaseret aflønning, ... Ikke-aktiebaserede bonusordninger, resultatkontrakter og lignende instrumenter, hvor den endelige aflønning ikke er kendt på forhånd, vil således også være omfattet af bestemmelsens anvendelsesområde.”⁶¹

4.4 Komitéen for god selskabsledelse

I Danmark har erhvervsstyrelsen nedsat en komité, komitéen for god selskabsledelse. Komitéen er nedsat med henblik på, at fremme udviklingen af god selskabsledelse i børsnoterede selskaber. Denne komité består af 11 medlemmer, som hver især udpeges til en 2-årig periode ad gangen. Komitéen er i sit virke uafhængigt, og skal dermed ikke følge instrukser, og er ej heller underlagt kontrol fra Erhvervsministeriet.

⁵⁶ Karnov Grup, Karnovs Lovsamling, Noter til §138 i selskabsloven

⁵⁷ Langer, M. & Offendal, N. (2015) Incentives og bonusordninger, Karnov Group

⁵⁸ Karnov Grup, Karnovs Lovsamling, Noter til §139 i selskabsloven

⁵⁹ Erhvervsstyrelsen (2013). Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning jf. selskabslovens §139, <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/vejledning-om-incitamentsafloenning.pdf> (senest besøgt 05-05-2018)

⁶⁰ Karnov Grup, Karnovs Lovsamling, Noter til §139 i selskabsloven

⁶¹ Karnov Grup, Karnovs Lovsamling, Noter til §139 i selskabsloven

Anbefalingerne skal ses som et supplement til den eksisterende selskabsretlige og børsretlige regulering. Grundlag for kendskab til disse reguleringer er derfor en forudsætning for anvendelse af anbefalingerne.⁶² Medlemmerne tæller blandt andet statsautoriserede revisorer, administrerende direktører og en advokat.⁶³

De første anbefalinger for god selskabsledelse udkom i 2001, og er siden blevet revideret eller opdateret 6 gange. Mest interessant i forhold til denne afhandling er opdateringerne fra 2008 og 2010. Her skærpede komitéen anbefalingerne om ledelsens aflønning på baggrund af aktieselskabslovens regler om incitamentsaflønning. Komitéen foretog desuden en revision af anbefalingerne om aflønning af medlemmer i direktion i børsnoterede selskaber grundet ændringer i selskabsloven i 2009.⁶⁴

4.4.1 Anbefalinger for god selskabsledelse om ledelsens vederlag

Komitéen for god selskabsledelse påpeger vigtigheden af åbenhed og transparens om alle væsentlige forhold i henhold til politikken og størrelsen af direktionens vederlag. Komitéen påpeger vigtigheden af, at vederlaget stemmer overens og understøtter den langsigtede strategi for selskabet, men fremhæver også, at vederlaget skal ses som en forudsætning for, at kunne fastholde eller tiltrække kvalificeret arbejdskraft. Selskabets vederlagspolitik bør derfor fastsættes derefter, så den faste og variable aflønning til sammen ligger på et niveau, som afspejler ledelsens indsats og ansvar, samt den værdiskabelse som deres handlinger bringer til selskabet. Det anbefales, at den variable del af aflønningen sker på baggrund af realiserede resultater over en periode, og sker med et langsigtet perspektiv. Denne anbefaling har til formål, at skabe et interessesammenfald mellem aktionærerne og ledelsen, og derved undgå at ledelsen sætter egne interesser over selskabets. Komitéen har fremsat 5 anbefalinger til vederlagspolitikens form og indhold, og 3 anbefalinger til oplysning om vederlag.⁶⁵ Nedenfor vil de mest relevante i forhold til afhandlingen blive præsenteret.

4.4.1.1 Anbefalinger om vederlagspolitikens form og indhold

- 1) Bestyrelsen anbefales at udarbejde en vederlagspolitik, som er gældende for bestyrelsen og ledelsen. Denne vederlagspolitik anbefales at indeholde følgende:
 - a. Beskrivelse af de vederlagskomponenter, der indgår i vederlæggelsen af bestyrelsen og ledelsen, samt en begrundelse for valget af netop disse vederlagskomponenter

⁶² Komitéen for god selskabsledelse, Vedtægter for Komitéen for god Selskabsledelse, side 1-5
https://corporategovernance.dk/sites/default/files/vedtaegter_for_komitten_for_god_selskabsledelse_-_januar_2017.pdf (senest besøgt 05-05-2018)

⁶³ Komitéen for god selskabsledelse. Om Komitéen for god Selskabsledelse
<https://corporategovernance.dk/om-komiteen> (senest besøgt 05-05-2018)

⁶⁴ Komitéen for god selskabsledelse, Anbefalinger om god selskabsledelse
<https://corporategovernance.dk/anbefalinger-god-selskabsledelse> (senest besøgt 05-05-2018)

⁶⁵ Komitéen for god selskabsledelse, (2017). Anbefalinger for god selskabsledelse, Erhvervsstyrelsen, side 19
https://corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalinger_for_god_selskabsledelse_2017.pdf side 19

- b. Beskrivelse af de fremsatte kriterier, som danner balance mellem vederlagskomponenterne
 - c. En forklaring af sammenhængen mellem selskabets vederlagspolitik og de langsigtede mål for selskabet.
- 2) Hvis vederlagspolitikken indeholder variable komponenter, så anbefales det at selskabet:
- a. Fastsætter grænser for andelen af vederlaget, som må være variabelt.
 - b. Skaber en balance mellem ledelsens vederlag og den værdiskabelse som måtte forekomme for aktionærerne, både på kort og langt sigt.
 - c. Sikrer en målbarhed i de fastsatte resultatkriterier for udbetaling af variabelt vederlag.
 - d. Sikrer muligheden for at modtagerne af de variable vederlagsandele kan kræves at skulle tilbagebetale disse, hvis udbetaling er sket på baggrund af forkerte informationer.⁶⁶

4.4.1.2 Oplysning om vederlag

- 1) Selskabet bør udarbejde en rapport, hvori information og oplysninger om alle medlemmer af bestyrelsen og direktionens samlede vederlag fremgår.⁶⁷

4.5 Soft og hard laws

Anbefalingerne om god selskabsledelse er såkaldte "soft laws", hvilket gør dem mere fleksible end den traditionelle lovgivning, som betegnes som "hard laws". Noget af det som gør anbefalingerne særligt interessante er, at hvor lovgivningsmæssige reguleringer ofte har til formål, at fremsætte en form for minimumsstandard for de børsnoterede selskabers ageren, så adskiller anbefalingerne sig herfra ved at fremsætte mål for, hvordan selskaberne kan leve op til at udføre en best practice. Soft laws er kendetegnet ved, at det er op til selskaberne selv, om de ønsker at følge anbefalingerne, hvilket giver selskaberne en fleksibilitet og mulighed for selv at kunne følge implementeringen af anbefalinger i takt med at de interne og eksterne forhold i selskabet tillader det.⁶⁸

En af de helt klare fordele ved anvendelse af anbefalinger i forhold til traditionel lovgivning, er den fleksibilitet og dynamik, som anbefalingerne har. Det kræver ikke lange høringer og behandlinger i folketinget, for at revidere i anbefalingerne. Dette gør at anbefalingerne kan løbende kan tilpasses i forhold til den omverden som selskaberne og komitéen befinder sig i, og derved gør det muligt at opretholde anbefalinger som er tidssvarende.

Til trods for at selskaberne ikke direkte er forpligtede til at implementere og overholde anbefalingerne om god selskabsledelse fra komitéen, så gælder der en særlig regel for de børsnoterede selskaber, som er

⁶⁶ Komitéen for god selskabsledelse, (2017) side 20-21

⁶⁷ Komitéen for god selskabsledelse, (2017) side 21

⁶⁸ Komitéen for god selskabsledelse, (2017) side 5

optaget på den københavnske fondsbørs, Nasdaq OMX København A/S. Jf. årsregnskabslovens §107b er selskaberne forpligtet til at udarbejde en redegørelse for virksomhedsledelse, hvor i selskabet skal redegøre for deres brug af anbefalingerne for god selskabsledelse. Selskabet skal gøre brug af det såkaldte følg eller forklar princip, som betyder at selskaberne gerne må undlade at følge anbefalingerne, men de er pålagt at forklare, hvorfor de har undladt at inddrage anbefalingerne i deres selskabsledelse. I praksis fungerer det således, at selskabet skal redegøre for, hvorfor man har valgt ikke at følge den givne anbefaling, samt hvordan selskabet i stedet for valgt at indrette sig, i forhold til anbefalingen.⁶⁹

5 Teori om vederlag i incitamentskontrakter

Ovenstående teori beskriver, at et af de primære formål ved anvendelse af incitamentskontrakter til direktionen i børsnoterede selskaber er, at man ønsker at skabe et interessesammenfald mellem aktionærernes interesser og direktionen. Man ønsker dette for at undgå situationer, hvor direktionen handler og agerer for egen vindings skyld. Ligeledes ønsker man med incitamentskontrakterne, at skabe en sammenhæng mellem direktionens ageren og selskabets langsigtede mål om værdiskabelse. Med incitamentskontrakterne behøver bestyrelsen ikke monitorere alle direktionens handlinger. Undersøgelser viser, at man ved at skabe interessesammenfald, ved anvendelse af incitamentskontrakter, opnår bedre resultater i selskaberne end ved anvendelse af monitorering.⁷⁰

Tanken bag incitamentskontrakter er relativ let at forstå, men designet og udformningen af dem er det ikke. Indholdet og strukturen i incitamentskontrakterne har i mange år været diskuteret teoretisk og i praksis, men der findes stadig ikke en endegyldig formel for, hvordan en incitamentskontrakt bør udformes. Incitamentskontrakter vil typisk være udformet således, at de er afhængige af enten udviklingen i aktiekursen, årets resultat eller andre key-performance-indicators (KPI'er), som enten kan være af en økonomisk eller ikke-økonomisk karakter.⁷¹ I afhandlingen vil der primært blive fokuseret på de økonomiske resultatmål.

⁶⁹ Retsinformation.dk, Bekendtgørelse af årsregnskabsloven, §107 b.

<https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=175792>

⁷⁰ Tosi, H. L. & Gomes-Mejia, L. R. (1997)

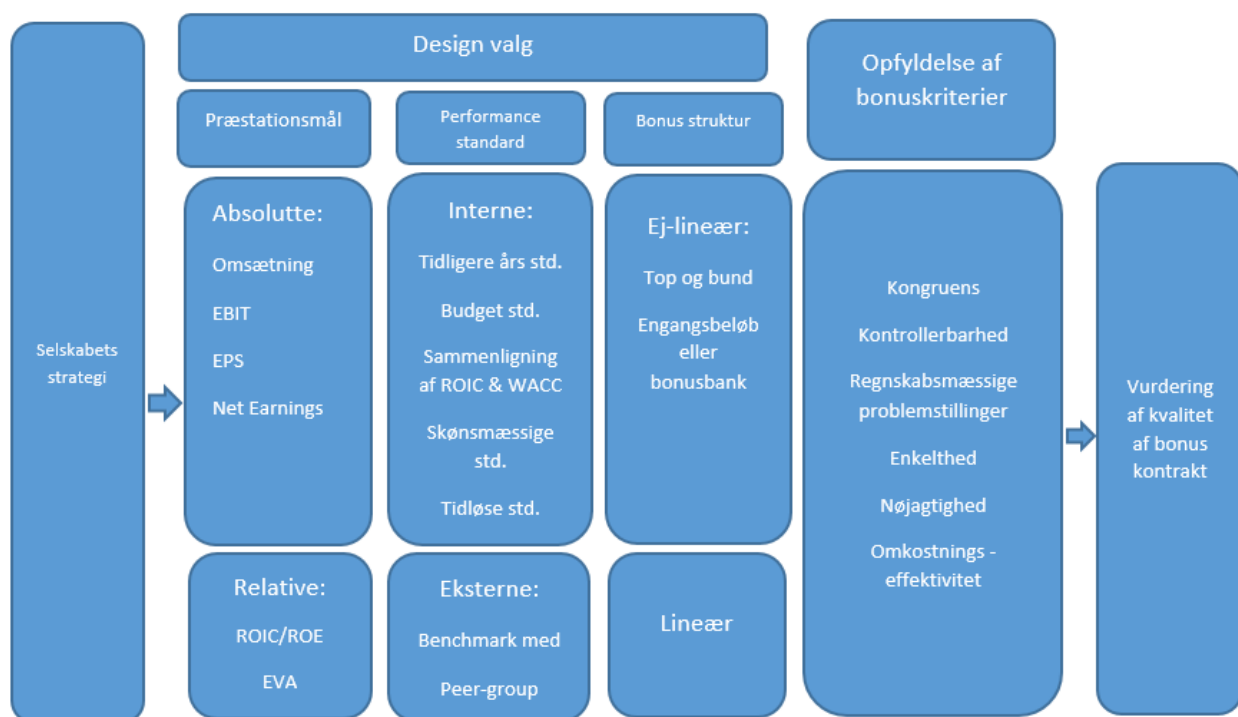
⁷¹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Financial Statement Analysis, Pearson kapitel 12

I de følgende afsnit vil teorien bag designet af incitamentskontrakten og den resultatbaserede incitamentsafløbning blive gennemgået.

Ved udarbejdelsen af incitamentskontrakter handler det om, at finde frem til en kontrakt, som er attraktiv for direktionen, således at man både kan ansætte og fastholde direktionen, som skaber værdiskabende resultater for selskabet.⁷² I forbindelse herved findes der en række kriterier, som vederlagsudvalget bør være opmærksomme på, i bestræbelserne på at udforme en incitamentskontrakt af høj kvalitet.⁷³

- Kongruens
- Kontrollerbarhed
- Enkelthed
- Omkostningseffektivitet
- Nøjagtighed⁷⁴
- Regnskabsmæssige problemstillinger⁷⁵

Alle de ovenstående kriterier vil i større eller mindre omfang blive påvirket af, hvorledes incitamentskontrakten designes. Denne afhandling vil, med udgangspunkt i nedenstående model, undersøge, hvordan valget af de enkelte komponenter i incitamentskontrakter vil influere de fremsatte kriterier for en kvalitetsfuld incitamentskontrakt.



Figur 5.1 - Oversigt over design af incitamentskontrakt - egen tilvirkning

⁷² Boye m.fl., (2001). Aktiebaserede incitamentsprogrammer. Dansk Industri. Side 8

⁷³ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) S. 301

⁷⁴ Merchant, K. A. (2006). Measuring general managers' performances: Market, accounting and combination-of-measures systems. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 19 Issue: 6. Side 894

⁷⁵ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) S. 301

5.1 Bonuskriterier

Der vil i følgende afsnit blive foretaget en redegørelse af, hvordan og hvorfor bonuskriterierne er relevante i forhold til udarbejdelsen af incitamentskontrakter. Denne redegørelse vil danne grundlag for den senere teoretiske analyse af de enkelte designkomponenter.

5.1.1 Kongruens

Vigtigheden af at skabe et interessesammenfald mellem direktionen og ejerne kan ikke understreges nok. Man ønsker kun at kompensere direktionen, såfremt de varetager aktionærernes interesser og bidrager værdiskabende til selskabet. Det kan dog være vanskeligt, at udarbejde et compensationssystem, hvor man varetager af dette interessesammenfald. Resultatbaseret præstationsmål har til formål, at understøtte selskabets strategi, og samtidig maksimere værdien for aktionærerne. For at dette kan lade sig gøre, så er det nødvendigt, at de anvendte KPI'er afspejler den reelle værdiskabelse for selskabet.

*"... what gets measured gets attention, the kind of performance an organization chooses to measure will motivate actions that improve the measure"*⁷⁶

For børsnoterede selskaber vil man kunne finde frem til værdiskabelsen, henover en periode, ved tage differencen i aktiekursen på to givne tidspunkt. Ved at gange udviklingen i aktiekursen med antallet af udstedte aktier vil man kunne finde frem til, om der er sket en værdiforøgelse eller værdiforringelse. Dette forudsætter, at der ikke er udbetalt udbytte, tilføjet yderligere kapital eller sket opkøb af egne aktier.

Det ville være optimalt, hvis man kunne fremsætte en KPI, som nøjagtigt kunne afsløre, hvor stor en andel af værdiskabelsen, som var sket på baggrund af direktionens handlinger og ageren. Selvom man kan finde en KPI, som er kongruent med selskabets langsigtede mål, så kræver det også, at direktionen gennem deres handlinger direkte har været medvirkende til at påvirke denne KPI.⁷⁷

*"If a measure does not reflect progress toward the desired ends, or if it so incompletely, then motivating managers to work to improve the measure will be unproductive, no matter how well the measure satisfies the other measurement criteria"*⁷⁸

Anvendelse af KPI'er, hvor der ikke er kongruens mellem aktionærernes interesser og det målbare resultat, kan være skadeligt for selskaberne. Det skyldes, at man kan skabe incitamenter for direktionen til, at handle i egen interesse. Et eksempel herpå på kunne være, at man fremsatte en KPI, hvor direktionen blev gjort ansvarlig for en øget profit på en 6-måneders periode. Det vil betyde, at direktionen i stedet for at

⁷⁶ Verma, K. (1992) , Total-Factor productivity measurement, Pertinent or Passé?, Bruns Jr., W. J. Performance Measurement, Evaluation, and incentives, Harvard Business School Press. Side 279

⁷⁷ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 301

⁷⁸ Merchant, K. A. (2006) 894-895,

følge selskabet langsigtet strategi, vil være motiveret til, at lægge deres energi i at skabe kortsigtede resultater. Det vil for kunne lade sig gøre ved, at holde igen med afskrivninger eller spare på forsknings- og udviklingsomkostninger, som ellers ville kunne gavne selskabet på et længere sigt. Ligeledes vil det kunne afholde ledelsen fra, at investere i projekter med positiv NPV, (net present value), hvis disse projekter vil skade selskabets indtjeningen på kort sigt. Overordnet set, så er kongruens det altoverskyggende i udarbejdelsen af en effektiv incitamentskontrakt, for selvom en incitamentskontrakt måske er kontrollerbar, enkel og omkostningseffektiv etc., så vil den være af lav kvalitet, hvis ikke der er kongruens med værdiskabelsen i selskabet.⁷⁹

5.1.2 Kontrollerbarhed

Ovenstående beskrivelse, af kongruens og vigtigheden af denne, er ej at forklejne, men ikke desto mindre, så er kan kongruens ikke stå alene, som parameter for kvalitet i en incitamentskontrakt, det er ikke tilstrækkeligt i sig selv. Som Merchant beskriver det:

*"..., even a measure that is perfectly congruent with the organization's objectives will not motivate the right behaviors if the manager has no control over it."*⁸⁰

Også Petersen og Plenborg deler denne opfattelse, om vigtigheden af, at incitamentskontrakten er kontrollerbar:

*"An important premise in any bonus plan is that there is a strict link between management's effort and the performance measure bonus is based on."*⁸¹

Med andre ord, så er det en nødvendighed, hvis incitamentskontrakten skal fungere som en motivationsfaktor for direktionen, at direktionen gennem deres handlinger har mulighed for, at påvirke den valgte KPI. Kontrollerbarhedskriteriet bygger således videre på agentteorien, som beskrev nødvendigheden for, at minimere indflydelsen af eksogene variable. Hvis den valgte KPI ikke kan påvirkes af direktionen, så vil man havne i en situation, hvor direktionen vil blive aflønnet for en præstation, som de ikke har indflydelse på. Det vil betyde, at al incitament for dem forsvinder.

Selvom man har et ønske om, at udarbejde en incitamentskontrakt, som i høj grad indeholder en kontrollerbarhed af de valgte KPI'er, så vil performance i et selskab altid blive påvirket af makroøkonomiske- og andre eksterne faktorer. Renteniveau, lovgivning, politiske tendenser, konkurrenceintensiteten i markedet, samt skatteforhold er blot nogle af eksterne faktorer, som direktionen ikke direkte har indflydelse på, men som har indflydelse på selskabets performance. Umildbart vil man

⁷⁹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 302

⁸⁰ Merchant, K. A. (2006) side 895

⁸¹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 302

typisk vurdere, at salg og bruttomargin vil være elementer, som direktionen vil kunne kontrollere, men dette vil konkurrenceintensiteten i markedet i grove træk sætte rammerne for, hvor direktionen indenfor disse rammer vil kunne agere.⁸² Det er yderst vanskeligt at inkorporere hensyntagen til disse elementer i en incitamentskontrakt, og det vil derfor være nødvendigt for vederlagsudvalget i hvert selskab, at løse denne opgave. Det vil blandt andet kunne gøres ved, at reformulere selskabet årlige performance, således at der justeres for de faktorer, som direktionen ikke har indflydelse på. Ved at anvende denne metode, så vil man kunne øge kontrollerbarheden i incitamentskontrakten, men man vil til gengæld gå på kompromis med andre bonuskriterier som f.eks. omkostningseffektivitet og enkelthed.⁸³

5.1.3 Enkelthed

Enkelthed som bonuskriterie, stammer fra deisen om, at hvad man holder enkelt både er let at forstå, efterleve og kommunikere ud.⁸⁴ Ved at holde elementerne i en incitamentskontrakt enkle sikrer man, at direktionen er bevidst om, hvad der forventes af dem, og hvad deres aflønning afhænger af.⁸⁵ I mange selskaber anvendes eksempelvis EBIT eller årets resultat, da det er KPI'er, som er relativt enkle indikatorer for hvordan det går i et selskab. Ved anvendelse af disse simple KPI'er, så sikrer man, at ledelsen holder sit fokus herpå. Dermed undgår man, at ledelsen begynder, at spekulere i, hvordan deres incitamentskontrakt er sammensat, som vil kunne flytte fokuset fra den daglige drift af selskabet.

I vederlagsudvalget bør man holde sig for øje, at enkelthed ikke altid vil være værdiskabende for selskabet. Ved at vedlægge enkeltheden for stort et fokus, kan man skabe interessekonflikter mellem aktionærerne og direktionen. Ved anvendelse af EBIT som KPI, så vil man kunne opleve en række regnskabsmæssige problemstillinger, da man fra direktionens side vil have et fokus på at maksimere EBIT, hvilket kan føre til earnings management og kortsigtet tankegang.⁸⁶

5.1.4 Nøjagtighed

Værdien og vigtigheden af at man kan stole på målingerne af ledelsens præstationer, bør ikke være svær at argumentere for. Merchant laver én to delte beskrivelse af indholdet i begrebet nøjagtighed:

*"The term accuracy includes two concepts - precision and objectivity."*⁸⁷

⁸² Merchant, K. A. (2006) side 895

⁸³ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 302

⁸⁴ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 302

⁸⁵ Merchant, K. A. (2006) side 897

⁸⁶ Petersen, C. V., (2011), Regnskabsbaseret bonusaflønning, Børsens ledelseshåndbøger.

http://ledelse.borsen.dk/article/view/511/praestationsmaalings-og-ledelsesstyringssystemer/artikel/regnskabsbaseret_bonusafloenning.html (senest besøgt d. 05-05-2018)

⁸⁷ Merchant, K. A. (2006) side 896

Præcision beskrives som den inverse af variansen i henhold til præstationsmålet. Der er tale om den manglende støj i forhold til målingen, som gør at målingen opfattes præcis og nøjagtig. Det er vigtigt i forhold til incitamentsaflønning, at det er muligt at måle nøjagtige resultater af KPI'en, så man kan opnå et retvisende billede af, hvordan performance har været. Hvis der findes et target på 150 solgte biler hos en bilforhandler, så er information om et salg mellem 100-300 ikke give retvisende information. I forhold til resultatbaseret bonusaflønning i børsnoterede selskaber, så vil der i mange tilfælde være tale om KPI'er, som kan læses ud fra de årlige finansielle rapporter, som er påkrævet at vise et retvisende billede.

I nogle tilfælde vil man kunne anvende KPI'er, som er svære at måle. Det kan for eksempel være kundetilfredshed eller effektivisering af processer, her vil målingerne være forbundet med en varians.⁸⁸

Den anden del betegner Merchant, som nævnt, som objektivitet. Merchant forklarer relevansen af objektiviteten, som et element af nøjagtighed, i det man foretager målingerne fri for bias fra agenten. Ved kvalitetskontroller eller lign., hvor det er agenten selv, som står for kontrollen, så vil der være risikoforbundet ved det, og agenten vil muligvis komme frem til et resultat, som vil være påvirket af at det netop er ham selv som står for kontrollen, og ikke en udefrakommende uafhængig part.⁸⁹

Aktieselskaber og anpartsselskaber i Danmark er underlagt lovpligtig revision, som betyder at der skal føres revision af en statsautoriserede eller registrerede revisorer.⁹⁰ I den regnskabsbaseret incitamentskontrakt bevirker dette, at det er sværere for direktionen at foretage handlinger til egen nytte.

5.1.5 Omkostningseffektivitet

Ved design af incitamentskontrakter anvendes præstationsmål til vurdering af performance. Som i andre situationer, så er monitorering forbundet med omkostninger til at fremskaffe informationer, som kan anvendes til evaluering af performance. Det er ikke altid tilfældet i børsnoterede selskaber, at informationsindsamlingen behøver at være tilknyttet store omkostninger. Ved anvendelse af finansielle performance mål som EBIT, omsætning eller årsresultat, som allerede findes til andre rapporteringsformål, vil det stort set være omkostningsfrit at anvende. Hvis man i stedet anvender mål som for eksempel kunde- eller medarbejdertilfredshed, så vil det typisk kræve iværksættelse af nye processer i organisationen, som vil være forbundet med betydelige omkostninger. Specielt udviklingsomkostninger og implementeringen vil være forbundet med omkostninger. Derfor er det vigtigt at holde sig for øje, i forbindelse med udarbejdelse af incitamentskontrakter, hvorvidt informationer om de fremsatte præstationsmål er til rådighed eller kan fremskaffes økonomisk forsvarligt relativt til formålet.⁹¹

⁸⁸ Merchant, K. A. (2006) side 896

⁸⁹ Merchant, K. A. (2006) side 896

⁹⁰ E-conomic.dk. Revision - Hvad er revision?, Regnskabsordbog fra e-conomic.

<https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/revision>

⁹¹ Merchant, K. A. (2006). Side 897

5.1.6 Regnskabsmæssige problemstillinger

I årsregnskabslovens § 9 gør følgende sig gældende:

” Når årsrapporten er udarbejdet, skal alle medlemmerne af de ansvarlige ledelsesorganer underskrive den og datere underskriften. De skal give deres underskrift i tilknytning til en ledelsespåtegning, jf. dog § 9 a, hvori de erklærer: ... 2) hvorvidt årsregnskabet og et eventuelt koncernregnskab giver et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling og resultatet. ”⁹²

Årsregnskabsloven §9 har til hensigt, at sørge for, at rapporteringen om selskabet generelle- og finansielle situation er retvisende. Selvom årsregnskabsloven sørger for, at de rapporterede tal er retvisende, så kan det være problematisk, at anvende tal fra de omtalte regnskab direkte i forbindelse afgørelse om opnåelse af præstationsmål. Der er risiko for, at de rapporterede regnskabstal vil være påvirket af støj fra flere faktorer. En af disse er earnings management, hvor ledelsen for eksempel kan foretage store afskrivninger i perioder, hvor opnåelse af bonus synes urealistisk, og dermed øger muligheden for bonus den efterfølgende periode, da afskrivningerne i denne periode, alt andet lige, vil ligge under normalen.

Ligeledes kan der fremkomme støj i regnskabet fra transitoriske- og særlige poster. Disse støj faktorer bevirker, at de rapporterede tal bør korrigeres, så de afspejler de sande resultater, og således at opnåelse af bonus sker på et retvisende beslutningsgrundlag.⁹³

For vederlagsudvalget vil det være givende at afklare, hvordan man i incitamentskontrakterne vil forholde sig til henholdsvis transitoriske poster, ændringer i regnskabspraksis og ændringer i regnskabsmæssige skøn. Det vil kunne være med til at højne kvaliteten af incitamentskontrakten.⁹⁴

5.1.6.1 Særlige- og transitoriske poster

Man vil fra et aktionærsynspunkt have forskellige opfattelser af indtjening i selskabet, afhængigt af, hvor indtjeningen stammer fra. Indtjening skabt kerneforretningen vil anses for at være en tilbagevendende indtægt, og dermed være mere værd end indtjening ved transitoriske poster, som for eksempel gevinster ved salg af ejendomme, retssager, omstrukturering etc., der omvendt pr. definition må opfattes som enkeltstående begivenheder. Det er vigtigt at skabe klarhed over, hvorvidt de transitoriske poster skal have indflydelse på incitamentskontrakten, og hvem der i givet fald står med den endelige afgørelse for definitionen af, hvad som anses som en transitorisk post.⁹⁵ I situationer, hvor ledelsen bliver aflønnet på baggrund af driftsmæssige resultater, vil man relativt let kunne argumentere for, at der bør korrigeres for

⁹² Retsinformation.dk, Bekendtgørelse af årsregnskabsloven

<https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=175792#id6861f456-e079-4ba5-ad4d-a2ed09765735>

⁹³ Petersen, C. V. & Plenborg, T. (2017) side 303

⁹⁴ Petersen, C. V. & Plenborg, T. (2017) side 303

⁹⁵ Petersen, C. V., (2011)

særlige- og transitoriske poster, da disse poster, ved f.eks. en omstrukturering, vil have en negativ indflydelse på selskabet driftsresultat det pågældende år, og dermed vil gøre det vanskeligere for direktionen at opnå bonus, til trods for at omstruktureringen kan medvirke til at øge selskabets konkurrenceevne, og dermed være en nødvendighed, samt være værdiskabende for fremtiden. Ved større frasalg af divisioner i selskabet, eller ved positive handler med ejendomme, vil det fra sag til sag skulle vurderes, hvordan disse transitoriske poster bør behandles. Ved at vurdere de transitoriske poster fra sag til sag, og hvorvidt de skal have indflydelse på direktionens aflønning, så kan man modhjelpe horisontproblemet. Horisontproblemet opstår, når direktionen foretager handlinger, som sikrer den langsigtede værdiskabelse i selskabet, men som samtidig påvirker indeværende periode negativt. Det vil også kunne afhjælpes, hvis man i incitamentskontrakten indbygger flerperiodemål.⁹⁶

5.1.6.2 Ændringer i anvendt regnskabspraksis

For selskaber kan ændringer i anvendt regnskabspraksis ske på baggrund af enten lovgivningsmæssige obligatoriske ændringer, eller ved at selskabet selv, inden for de regnskabsmæssige rammer, frivilligt ændrer sin regnskabspraksis. Ændringer i regnskabspraksis kan føre til ændringer i de rapporterede finansielle tal i årsrapporten, hvilket kan have indvirkning på præstationsmålet i incitamentskontrakten. De frivillige ændringer i regnskabspraksis, og de ændringer som det må medføre i de rapporterede tal, bør kun anvendes i incitamentskontrakten, hvis de skaber et mere retvisende billede af selskabets performance end tallene ved den tidligere anvendte praksis. Hvis ikke det er tilfældet, så bør ændringerne ikke medtages i vurderingen af performance for selskabet.⁹⁷ Ligesom transitoriske poster, så er det alt andet lige vigtigt, at man i vederlagsudvalget har gjort sig tanker om, hvordan man forholder sig til ændringer i regnskabspraksis, samt har beskrevet, hvordan korrektionen af disse vil blive foretaget.

5.1.6.3 Ændringer i regnskabsmæssige skøn

I selskaber vil det fra tid anden være nødvendigt, at foretage forskellige regnskabsmæssige skøn. Skøn over levetid på aktiver, nedskrivninger på tilgodehavende, samt hensatte forpligtelse er blot nogle af de skøn, som direktionen over tid vil være nødsaget til at skønne over. Ændringer af regnskabsmæssige skøn giver anledning til en vurdering af, hvorledes disse skøn bør håndteres i henhold til incitamentskontrakter. I kontrakten vil man kunne indbygge klausuler, som klart definerer, hvorledes de økonomiske påvirkninger, som opstår ved ændringerne i regnskabsmæssige skøn, bør håndteres. Ved at indbygge disse klausuler går

⁹⁶ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 304

⁹⁷ Petersen, C. V. (2011),

man på kompromis enkeltheden.⁹⁸ Men man kan omvendt argumentere for, at det mest retvisende billede altid bør ligge til grund for udbetalingen af bonus.

Som nævnt i teori afsnittet, så er det de ovenstående kriterier som danner det grundlaget for en kvalitetsfuld incitamentskontrakt, og dermed disse kriterier man skal have for øje i forbindelse med udarbejdelse af incitamentskontraktens design.

5.2 Komponenter i en incitamentskontrakt

Som det kunne ses i figur 5.1, som viste incitamentskontraktens opbygning, så skal man ved udarbejdelse af incitamentskontrakter tage stilling til 3 overordnede komponenter i designvalget.

1) Præstationsmål, 2) Performance standard og 3) Bonussens struktur.⁹⁹

Valget af præstationsmål, skal understøtte selskabets valgte strategi, og skal derudover støtte op om den generelle målsætning, om at skabe et incitament til en langsigtet værdiskabelse. Der bør desuden tages stilling til, hvorvidt incitamentskontrakten bør indholde en eller flere resultatbaseret performance indikatorer.

Vederlagsudvalget skal ved deres udarbejdelse af design til incitamentskontrakten tage stillingen til, hvilken præstationsstandard som skal anvendes i kontrakten. Der skal overordnet set tages stilling til, om man vil anvende interne eller eksterne standarder. For interne standarder skal der træffes beslutninger om, hvorvidt man ønsker at anvende den rapporterede indtjening, budgetter eller lignende, som standard for selskabets præstation. Ved brugen af eksterne standarder skal det afklares, hvilke benchmarks som er anvendelige, og som er sammenlignelige målt på størrelse, branche, risiko m.fl., hvilket kan være vanskeligt at finde. Yderligere kan der forekomme ændringer eksternt for selskabet, som kræver at benchmark skal justeres. Der bør foreligge en afklaring på dette i forbindelse med udarbejdelsen af incitamentskontrakten.

Der skal træffes beslutning om, hvorvidt bonusstrukturen i incitamentskontrakten skal være lineær eller ej, samt om der skal være fastsat en øvre og nedre grænse for udbetaling af bonus. Ligeledes skal der tages stilling til om udbetalingen af bonus skal ske som engangsbeløb, eller om der skal oprettes en bonusbank, som vil kunne skabe en udglatning i bonusudbetalinger mellem gode og dårlige år.

⁹⁸ Petersen, C. V. (2011),

⁹⁹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side. 306

Disse overvejelser skal gerne føre til, at man internt i selskabet stiller sig selv spørgsmål om, hvilke designvalg som passer bedst til selskabet i den konkrete situation, således at incitamentskontrakten tilpasses til selskabet.¹⁰⁰

5.2.1 Valg af præstationsmål

Udvælgelsen af præstationsmål er en af de mest essentielle dele af incitamentskontrakterne, da man gennem empirisk studier har påvist, at der er en korrelation mellem det output man får fra direktionen, og det man måler deres præstation efter, samt den aflønning de modtager.¹⁰¹ Som det også fremgår af teoriafsnittet om agentteori, så vil agenten, her direktionen, forsøge at maksimere sin egen nytte, hvilket sker gennem opnåelse af bonus ved opnåelse af standarden for præstationsmålet. Valget af præstationsmål bør derfor i høj grad være korreleret med den værdiskabelse, som man ønsker at opnå i selskabet. Ved valget af præstationsmål har man overordnet set to muligheder - enten kan der anvendes absolutte præstationsmål, som typisk måles i resultatopgørelsen i form af for eksempel omsætning eller EBIT, ellers kan man anvende relative præstationsmål som for eksempel ROIC, ROE eller EVA.¹⁰²

Valget af præstationsmål kræver stillingtagen til, hvorvidt man vil anvende af ét eller flere præstationsmål i incitamentskontrakten. Ved anvendelse af flere præstationsmål vil kunne skabe en kombination af præstationsmål, som vil kunne afhjælpe nogle af de problemstillinger, som er forbundet med de enkelte præstationsmål, samt tage højde for dele af horisontproblemet. Problemstillingerne vil blive diskuteret senere i afhandlingen.¹⁰³

Teoretikerne Feltham og Xie har den holdning til valget af præstationsmål, at de kun såfremt præstationsmålet er helt kongruent, vil anbefale at anvende kun ét præstationsmål. Ellers så ligger de i deres artikel op til, at man bør anvende mere end ét enkelt præstationsmål. Anvendelsen af flere præstationsmål vil kunne medføre, at direktionen vil igangsætte aktiviteter, som ikke blot har til formål at opfylde deres præstationsmål, men i stedet handle mere rationelt til selskabets fordel.¹⁰⁴ Anden teori går imod Feltham og Xies anbefalinger, da det menes, at man ved anvendelse af flere forskellige præstationsmål skaber for komplekse målinger, som kan føre til at ledelsen har svært ved at vurdere hvad de bliver målt på, og derved begynder at allokere deres ressourcer forkert, samt skaber forvirring og tvivl i beslutningsprocesserne.

¹⁰⁰ Petersen, C. V. (2011),

¹⁰¹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 307

¹⁰² Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 307

¹⁰³ Petersen, C. V. (2011)

¹⁰⁴ Xie, J. & Feltham G. A. (1994) Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations, *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 3, side 429-453

"Designers of performance evaluation and incentive compensation schemes should concentrate on developing short-term criteria and measurements that will lead to achieving long-term expectations. Under such schemes managers will be able to focus on specific tasks and activities, knowing that long-term expectations would be met." ¹⁰⁵

Denne kompleksitet kan føre til en øget grad af earning management, som ikke vil være værdiskabende for selskabet. Der argumenteres i stedet for, at man ved at holde incitamentskontrakterne simple, vil gøre det lettere for vederlagsudvalget, at overvåge og monitorere ledelsens handlinger og evne til at skabe værdi. ¹⁰⁶

Nedenstående afsnit vil forsøge at skabe et overblik over de fordele og ulemper, som vil være knyttet til valget af henholdsvis absolutte og relative præstationsmål, samt kombinationen af præstationsmål.

5.2.1.1 Absolutte resultatmål

Ved absolutte resultatmål forstås målinger som er baseret på regnskabstal, heriblandt EBIT, EPS (earnings per share), og net earnings. Empirisk er anvendelsen af absolutte resultatmål meget udbredt, hvilket skyldes, at der er nogle klare fordele forbundet med anvendelsen af disse ¹⁰⁷. Med øje for, at værdiskabelsen i selskabet sker gennem den fremtidige indtjening, så vil anvendelse af absolutte præstationsmål i incitamentskontrakter give et incitament til direktionen om at arbejde for at øge indtjeningen i selskabet, hvilket betyder, at der er en relativ høj kongruens mellem aktionærernes og direktionens interesser. Desuden så findes der også en forholdsvis høj grad af kontrollerbarhed ved anvendelse af absolutte resultatmål, da de handlinger og tiltag, som direktionen foretager sig, typisk vil have en indvirkning på indtjeningen, og alt andet lige, så er det også direktionen, som har det overordnet ansvar for selskabets bundlinje.

En anden væsentlig faktor, som tidligere også er blevet berørt er, at de absolutte resultatmål er i forvejen anvendes til andre formål, heriblandt rapportering, hvilket gør at det er resultatmål mål er omkostningseffektive for selskabet at anvende og enkle at forstå. ¹⁰⁸ Anvendelse af regnskabstal fra resultatopgørelsen eller EPS er forbundet med en stor nøjagtighed, da de tages direkte fra årsrapporten eller aktiekursudviklingen, hvilket understøtter kriteriet herom. ¹⁰⁹

Omvendt så argumentere andre for, at der er mulighed for udførelse af earnings management ved anvendelse af absolutte resultatmål, hvilket taler imod nøjagtigheden af præstationsmålene.

¹⁰⁵ Bruns Jr., W. J. & McKinnon S. M.(1992) , Performance Evaluation and Managers' Descriptions of Task and Activities, Bruns Jr. Performance Measurement, Evaluation, and incentives, Harvard Business School Press side 35,

¹⁰⁶ Petersen, C. V. (2011)

¹⁰⁷ Merchant, K. A. (2006) side 900

¹⁰⁸ Merchant, K. A. (2006) side 901

¹⁰⁹Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) S. 309

Incitamentskontrakter er komplicerede størrelser at have med at gøre, og derfor findes der også en række ulemper ved brugen af absolutte resultatmål. De rammes i høj grad af horisontproblemstillingen, da resultatmålene er én-periodiske, hvilket kan få direktionen til at tænke kortsigtet, hvilket vil skade aktionærernes interesse om langsigtet værdiskabelse, og dermed have en negativ påvirkning for kongruensen i incitamentskontrakten. Oxelheim og Wihlborg giver udtryk for deres bekymring ved anvendelsen af absolutte resultatmål, da de mener at målingerne i for høj grad vil blive påvirket af eksterne makroøkonomiske faktorer, som direktionen ikke har nogen mulighed for at påvirke gennem deres handlinger.¹¹⁰ Der tages heller ikke højde for, at de regnskabsmæssige resultatmål og cash flow i selskabet ikke matcher hinanden, da man ved investeringer i f.eks. anlægsaktiver ikke påvirker indtjeningen. En anden udtalt problemstilling er, at der ikke tages højde for de risici, som ligger til grund for opnåelsen af resultatet, da ejernes afkastkrav ikke medregnes i de absolutte præstationsmål.

5.2.1.1.1 Omsætning

For selskaber hvor vækst er nøgleordet, så kan anvendelsen af vækst i omsætningen, som præstationsmål, være nyttig. Ved indtrængen på nye markeder, eller ved markedspenetrering, vil væksten i omsætningen give relevant og nyttig information om, hvordan ledelsen har præsteret i den givne periode. Man kan argumentere for, at det er en fordel ved anvendelsen af vækst i omsætningen, at omsætningen ikke bliver påvirket af hvordan omkostninger omkostningsføres og aktiveres, således at man fra direktionens side ikke kan spekulere i earnings management heraf. Hvor der findes nogle få fordele ved brugen af omsætningsvækst som performancemål, så findes også en række problematikker ved anvendelsen. At omkostninger ikke medregnes til vurderingen af ledelsen og selskabets præstation gør, at omsætning er en dårlig indikator for værdiskabelsen i selskabet, der skabes ikke kongruens. Der tages heller ikke højde for den investerede kapital i selskabet, da det blot er den absolutte omsætning og ikke aktivernes omsætningshastighed, som er præstationsmålet. Dermed vil man ved at øge fremmedkapitalen i selskabet, og opkøb andre selskaber, kunne accelerere omsætningen voldsomt, uden nødvendigvis at have foretaget nogle værdiskabende handlinger. Afkast i det opkøbte selskaber behøver end ikke være højere end renteomkostningerne ved optagelse af gæld.¹¹¹ Yderligere tages der hverken højde for finansiell risiko eller driftsrisiko. Anvendelse af omsætningen skaber også problemer i forhold til eksterne faktorer, som har en direkte indflydelse på omsætningen. Eksempelvis så udsving i valutakurser direkte afspejle sig i omsætningen, hvilket giver anledning til i vederlagsudvalget, at man på forhånd diskuterer, hvordan man vil forholde sig til disse udsving. Skal man påføre direktionen en risiko, hvor de enten kan vinde eller tabe ved

¹¹⁰ Oxelheim, L. & Wihlborg, C. (2003) Recognizing macroeconomic fluctuations in value based management. *Journal of Applied Corporate Finance* 15.4. side 104-110.

¹¹¹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 309

udsvingene i kurserne? Ved at sætte direktionen i en situation hvor de bliver udsat for denne risiko, så giver man samtidig direktionen et incitament til at forsøge via finansielle instrumenter, at minimere deres egen risiko, hvilket kan fjerne fokus fra deres primære opgaver i selskabet.¹¹²

Andre problemstillinger, som kan give forkerte incitamenter for ledelsen, vil være, at man enten presser ekstra på for at få salg igennem i indeværende periode, hvilket kan ske ved, at man fylder lagerne op hos kunderne, enten gennem rabatordninger eller intensivering af markedsføringskampagner. Ledelsen vil på den måde kunne opnå target for bonus. En anden mulighed er, at hvis direktionen står i en situation, hvor opfyldelse af præstationsmålet ikke synes realistisk, så vil man kunne holde igen med salget, og sørge for at kunderne opbruger hvad de har liggende på lager, for derved at gøre klar til, at kunne fylde lagerne op hos kunderne i næste periode, og derved øge sandsynligheden for at opnå bonus.

5.2.1.1.2 EBIT

Brugen af EBIT, som performancemål, er empirisk bevist at være en af de mest anvendte. I Murphys undersøgelse fra 2000 af incitamentskontrakter, anvendte ca. 1/3 af de undersøgte selskaber EBIT som præstationsmål.¹¹³ Brugen af EBIT er anvendeligt, da det direkte er en måling af driften i selskabet, hvilket kan indeholde værdifuld information i henhold til at sikre en langsigtet værdiskabelse. EBIT holder således det skattemæssige og finansielle aspekt uden for målingen. Hvis man i vederlagsudvalget vælger at anvende EBIT, så er det essentielt, at man på baggrund af nøje vurderinger har foretaget beslutninger om, hvordan man vil forholde sig til transitoriske og særlige poster, R&D omkostninger m.m.

Indenfor medicinalindustrien vil drøftelser og beslutninger herom især være relevante. Det skyldes, at man i denne branche ofte ser meget store investeringer R&D, som skal sikre en indtægtskilde for selskabet når nuværende patenter på produkter udløber. Hvis man anvender en løbende omkostningsførelse, frem for aktivering af omkostningerne, vil det resultere i, at det vil være meget vanskeligt for en direktion at opnå deres bonus baseret på performancemålet. Regnskabsteknisk, så er der en problemstilling i, at EBIT-målet ikke medregner den investerede kapital. Det vil være muligt at øge EBIT, hvis der foretages investeringer med kapital, som er fremskaffet ved en forøgelse af den rentebærende gæld, hvor investeringerne giver et positivt afkast. Hvis ikke det positive afkast er tilsvarende eller højere end selskabets kapitalomkostninger, så vil der ikke blive skabt en værdiskabelse i selskabet, og det vil dermed heller ikke værdiskabende for aktionærerne.¹¹⁴

¹¹² Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 407

¹¹³ Murphy, K (2000), Performance standards in incentive contracts, *Journal of accounting & economics*, vol. 30, side 245-278

¹¹⁴ Petersen, C. V. (2011)

5.2.1.1.3 Earnings per share

Et andet muligt præstationsmål er earnings per share (EPS). EPS er et resultatmål, som er relativt let forståeligt for alle med interesse, og det er enkelt at måle. For aktionærerne vil en stigning i EPS normalt blive anset for et positivt signal. Baggrund for dette er, at en stigning i EPS, alt andet lige, er korreleret med en stigning i aktiekursen, hvilket vil være værdiskabende for aktionærerne, og dermed skabe kongruens mellem ledelsen og aktionærernes interesser. Men da der ikke findes noget perfekt præstationsmål, så er der også en række svagheder forbundet med anvendelsen af EPS. Som det også er tilfældet for nogle af de andre præstationsmål, så tager EPS ikke højde for risiko, investeringer eller tidsværdien af kapital.¹¹⁵ Det har betydning for direktionens incitament til at foretage langsigtede værdiskabende investeringer, da investeringerne vil være omkostningstunge for indtjeningen på kort sigt, og dermed mindske mulighederne for opnåelse af præstationsmålet. EPS er afhængigt af regnskabspraksis hvilket gør, at det kan være vanskeligt at sammenligne direkte med andre selskaber.¹¹⁶ En af de største udfordringer eller problemstillinger, som anvendelse af EPS som præstationsmål fører med sig, er, at hvis målet indbefatter en maksimering af EPS, så findes der en række metoder til at øge EPS uden at det nødvendigvis er værdiskabende for selskabet. Det er for eksempel muligt at øge EPS ved at fremskaffe fremmedkapital gennem lån, og investere denne kapital i projekter, som generer indtjening i selskab. Denne indtjening skal blot være højere i end lånerenten og de andre omkostninger som er forbundet, for at bidrage til en øget EPS. Der tages således ikke højde for ejernes afkastskrav. Det vil være muligt, at øge den investerede kapital i højere grad end man evner at øge EPS, og dermed vil rentabiliteten i selskabet forringes.¹¹⁷ Derudover kan man foretage tilbagekøb af egne aktier. Tilbagekøb kan ske ved anvendelse af frie midler i selskabet eller gennem optagelse af yderligere lån og øge den nettorentebærende gæld i selskabet. Ved en reduktion af udestående aktier, så vil ligningen: $EPS = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Udestående aktier}}$ ¹¹⁸ alt andet lige forøges. Ved at benytte sig af denne mulighed, øges risikoen i selskabet.

5.2.1.1.4 Nettoresultat

For anvendelse af periodens nettoresultat er det en klar fordel, i forhold til andre absolutte præstationsmål, at alle regnskabsmæssige indtægter og udgifter medregnes. Det er således ikke afgørende, hvordan omkostningerne og indtægterne bliver klassificeret. Der skal stadig tages stilling til, mange af de samme spørgsmål, som i de ovenstående absolutte præstationsmål i form af for eksempel R&D omkostninger, særlige og transitoriske poster, og derudover, så bør man i vederlagsudvalget være

¹¹⁵ Mauboussin, M. (2012) The True Measures of Success, *Harvard Business Review*, Oktober 2012.

¹¹⁶ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side. 310

¹¹⁷ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017). side. 141

¹¹⁸ Eggertsen, Oliver (08-03-2014) Earnings per share - EPS - Indtjening pr. Aktie, InvestEd.dk
<https://www.invested.dk/encyclopedia/earnings-per-share-eps-indtjening-pr-aktie/>

opmærksomme på, at man ej heller ved anvendelse af nettoresultatet tager højde for risiko og den investerede kapital.

Direktionen vil have mulighed for at ændre kapitalstrukturen i selskabet, således at man udsteder nye aktier, og dermed hæver aktiekapitalen i selskabet. Denne nye aktiekapital vil kunne bruges til at reduceres den rentebærende gæld, hvilket vil betyde at renteomkostningerne i selskabet vil falde, og det vil derfor ligne, at man har forbedret indtjeningen i selskabet, selvom der reelt set ikke er sket noget med driften. Det skyldes, at man i performancemålet ikke indregner ejernes afkastkrav, men medregner renteomkostningerne på fremmedkapitalen.¹¹⁹ En eksogen variabel, som vil have indflydelse på præstationsmålet nettoresultat, som hverken har indflydelse på omsætningen eller EBIT, er selskabsskatten. Selskabsskatten for selskaber i Danmark er ikke én endelig størrelse. Den er afhængig af politiske tendenser i samfundet, konjunkturer, hvilken politisk blok som sidder ved magten m.fl. I Danmark er selskabsskatten faldet fra 34% til 22% gennem de seneste 20-25 år. Det er umildbart i favør af direktionen, som alt andet lige, vil have lettere ved at kunne opnå præstationsmålet, hvis skatten falder. Men da direktionen ingen indflydelse på denne udvikling har haft, så bør man afklare hvorvidt der skal justeres i resultatmålet, eller om det er en risiko som direktionen får lagt på deres skuldre. Typisk vil en øget risiko medføre, at direktionen vil forlange en højere kompensation, men det vil ikke være hensigtsmæssigt, da selskabsskatten empirisk er faldet over tid.¹²⁰

5.2.1.2 Relative resultatmål

Brugen af relative præstationsmål muliggør i højere grad, sammenlignet med absolutte præstationsmål, at skabe kongruens. Et eksempel på det er EVA, som beregner værdien af et selskab, som den investerede kapital i bogført værdi + den tilbagediskonterede nutidsværdi af alle kommende perioders EVA. EVA er i høj grad korreleret med værdiskabelsen i selskabet, hvilket gør at kongruensen øges i incitamentskontrakten ved anvendelse af EVA som resultatmål. Yderligere relative resultatmål, som vil blive behandlet er afkastningsgraden (ROIC) og egenkapitalforrentningen (ROE).¹²¹

En klar fordele ved at anvende relative præstationsmål, i forhold til absolutte resultatmål, er, at de er selvkorrigerende over for investeret kapital i selskabet. Det er tidligere beskrevet, hvordan det er muligt at manipulere med EBIT som resultatmål, da man kan justere afskrivningerne fra år til år, og derved enten få EBIT til at stige eller falde.¹²² Med de relative resultat mål er det ikke i samme grad muligt at manipulere

¹¹⁹ Merchant, K. A. (2006) side 903

¹²⁰ Skatteministeriet (01-12-2017) Selskabsskattesatser i EU-landene.

<http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene> (senest besøgt 05-05-2018)

¹²¹ Petersen, C. V. (2011)

¹²² Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 310

med tallene, da man ved lavere afskrivninger og dermed lavere omkostninger, vil have en tilsvarende højere investeret kapital, som vil reducere betydningen af earnings management.

Anvendelse af relative resultatmål giver også mulighed benchmarking med en peer-group af konkurrerende selskaber, som har den fordel, at ledelsen ikke i samme grad vil være udsat for generelle markedsrisici. Det skyldes, at konkurrerende og sammenlignelige selskaber i højere eller mindre grad vil blive udsat for de samme eksterne faktorer som konjunkturer, trends, teknologiudvikling etc.. Med benchmarking vil man kunne vurdere, hvordan ledelsen har fået selskabet til at performe ved sammenligning med andre selskaber i samme branche.¹²³ Nærmere diskussion om benchmarking findes i afsnit 5.2.2.2 om eksterne performance standarder.

5.2.1.2.1 ROE/ROIC

De relative resultatmål ROE og ROIC er relativt lette, at forstå og regne med, hvilket gør dem anvendelige i incitamentskontakter. Som nævnt ovenfor tager de, i modsætning til de absolutte resultatmål, højde for den investerede kapital, hvilket taler for anvendelsen af disse. En af problemerne ved ROE og ROIC er, at der ikke bliver justeret for risiko. Det skyldes, at kapitalomkostningerne ikke medregnes, og der derfor ikke reelt bliver målt på hvor stor en værdiskabelse, som finder sted i selskabet. Hvis man ønsker, at medregne risikoen, så vil man skulle justere for kapitalomkostningerne, hvilket vil give samme resultat som EVA, som vil blive behandlet i det efterfølgende afsnit.¹²⁴ Der findes en række andre problemstillinger og ulemper ved anvendelse af ROIC og ROE som præstationsmål. Både ROIC og ROE måles som afkast på en-periodiske resultatmål, som kan føre til kortsigt tankegang hos direktionen, hvilket strider i mod aktionærernes ønske om en langvarig værdiskabelse. Værdiskabelsen i selskabet ved måling af ROIC forekommer først, hvis ROIC er større end kapitalomkostningerne. Der findes desuden et misforhold i, at ROIC og ROE måler værdiskabelse i bogført værdi, mens det for aktionærerne er mere interessant, hvordan udviklingen i markedsværdien er, hvilket i nogle tilfælde kan symbolisere to vidt forskellige værdier. Værdien af know-how, erfarne medarbejdere og lignende bliver for eksempel ikke indregnet i den bogførte værdi, hvilket kan medvirke til at den bogførte værdi vil være relativt lavere end markedsværdien. Derudover, så følger der stadig en række regnskabsmæssige problemstillinger med ROIC og ROE, da det er muligt for ledelsen, som i de absolutte mål, at foretage earning management, dog forbeholdt, at der ved ROIC og ROE tages højde for den investerede kapital. Man skal stadig være opmærksom på, at man kan fjerne direktionens incitamenter til, at foretage langvarige værdiskabende investeringer, da det vil belaste præstationsmålet på kort sigt, og dermed forringe mulighederne for opnåelse af bonus for direktionen.¹²⁵

¹²³ Petersen, C. V. (2011)

¹²⁴ Petersen, C. V. (2011)

¹²⁵ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 311

5.2.1.2.2 EVA

EVA er i sig selv et effektivt præstationsmål til måling af værdiskabelse i et selskab. EVA adskiller sig fra de andre gennemgåede resultatmål ved, at medregne kapitalomkostningerne for både egen- og fremmedkapitalen. Det er således ikke længere det regnskabsmæssige overskud, men det økonomiske overskud som måles. Ved at medregne kapitalomkostningerne skabes der incitament for direktionen til kun at investere i projekter, hvor det forventede afkast er højere end kapitalomkostningerne, og dermed sikres værdiskabelse i selskabet.¹²⁶ I forhold til sikring af aktionærernes interesse om værdiskabelse af markedsværdien af deres investering, så omtaler Merchant EVA således:

” One of EVA’s most powerful properties is its strong link to stock prices. The two numbers show a remarkable tendency to move up and down together”¹²⁷

Korrelationen mellem udviklingen i aktiekursen og EVA betyder, at man ved at give direktionen incitamenter til at skabe vækst i EVA, naturligt deraf også vil sikre en værdiskabelse for aktionærerne. Til trods for, at der følger en række af positive elementer med anvendelsen af EVA, så har EVA som alle andre resultatmål, også sine begrænsninger. EVA beregnes på baggrund af historiske data, og er dermed et mål for den historiske indtjening, hvilket betyder, at horisontproblematikken stadig eksisterer.¹²⁸ Et andet problem ved EVA er, at hvis EVA skal beregnes og måles korrekt, så foreskriver litteraturen, at det kræver flere end 150 justeringer af regnskabet før EVA kan anvendes korrekt. Litteraturen foreskriver for eksempel, at man bør øge den investerede kapital med den afskrevne goodwill, og at egenkapitalen skal tillægges de udskudte skatteforpligtelser. Mængden af disse korrektioner vil gøre det til et ressourcekrævende arbejde, som vil forringe omkostningseffektiviteten og enkeltheden i præstationsmålet.¹²⁹

Man kan afhjælpe problemet med at skulle foretage disse korrektioner ved at anvende ændringen i EVA fra periode til periode. Ved at benytte sig af ændringen i EVA, så medfølger i stedet en problemstilling i forhold til, at det ikke længere nok at skabe værdi for selskabet, man skal hele tiden slå sidste års performance, og det vil selvsagt ikke kunne lykkes i uendelig tid. Det vil kunne afhjælpes med løbende korrektioner for niveauet i EVA, men vil også øge kompleksiteten i incitamentskontrakten. Ved anvendelse vil man til gengæld kunne reducere de mange korrektioner og den regnskabsmæssige støj det medfører.¹³⁰

¹²⁶ Plenborg, T. (2017), Undervisningslides til regnskabsanalyse - Regnskabsbaseret bonuskontrakter cand.merc.fir

¹²⁷ Merchant, K. A. (2006) side 904

¹²⁸ Merchant, K. A. (2006) side 904

¹²⁹ Petersen, C. V. (2011)

¹³⁰ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 313

5.2.1.3 Kombination af præstationsmål

Som det er blevet beskrevet i den teoretiske gennemgang af de enkelte præstationsmål, så findes der ikke et perfekt resultatmål, som sikrer en god opfyldelse af alle 6 bonuskriterier. En metode, hvorpå det er muligt at afdække nogle af svaghederne ved valget af ét enkelt præstationsmål er, at anvende en kombination af resultatmål i incitamentskontrakten. Ved at anvende flere forskellige præstationsmål kombineret med ikke-resultatbaserede mål, kan man sikre sig, at målingerne reflekterer den retvisende brede værdiskabelse i selskabet. Det sker ved, at de enkelte mål komplimenterer hinandens svagheder, og inddrager aspekter af selskabets præstation, som ellers ikke ville være taget højde for eller vægtes tilstrækkeligt i vurderingen ved anvendelse af et enkelt præstationsmål.

Kombinationerne af præstationsmål kan sammensættes på et utal af måder i incitamentskontrakterne. Oftest er det primære mål, som vægtes tungest, et regnskabsbaseret resultat eller et andet finansielt mål. Det valgte præstationsmål kombineres med forskellige ikke-finansielle mål, som for eksempel kundetilfreds, ressourcspild, produktkvalitet eller specifikke engangshændelser eller forløb som opkøb af mindre selskaber eller opstart af en ny produktionsfabrik. Det er svært, hvis ikke umuligt, direkte at konkludere, hvordan opstarten af en ny produktionsfabrik er forløbet ud fra et selskabs EBIT. Det kan derfor være informationsgivende for bestyrelsen, til vurdering af direktionens præstation, at inddrage ikke-finansielle mål i incitamentskontrakten, da de kan være med til at give et dybere indblik i selskabets præstation, end ved blot at vurdere det på baggrund af de regnskabsmæssige tal.¹³¹

“Combination-of-measures systems give managers more direction than do the systems based on summary performance measures, either market or financial in nature. If the combination systems are well designed, they impart a better understanding as to what should be done to create value”¹³²

En anden fordel ved implementeringen af en kombination af præstationsmål i incitamentskontrakten er, at det kan afhjælpe en af de store svagheder, som regnskabsmæssige resultater har, at de som udgangspunkt er kortsigtet. Ved at inddrage aktiekursen, som typisk bliver udregnet på baggrund af forventede fremtidige cash flow (DCF-modellen), så vil målet kunne medvirke til et fokus på en langsigtet værdiskabelse. Aktiekursen som mål, vil dog have svært ved, at stå alene som præstationsmål. Det skyldes, at den bliver påvirket af mange eksogene faktorer, samt de regnskabsmæssige problemstillinger, som er forbundet med aktiekursen, som f.eks. problematikken med tilbagekøb af egne aktier. Derudover vil andre ikke-finansielle mål som for eksempel produktudvikling og kundetilfredshed kunne bidrage positivt til den fremtidige indtjening i selskabet. Man kan desuden skabe en bevidsthed og et fokus på andre interesser i selskabet

¹³¹ Gibbs, M. J. et al. (2009), Performance measure properties and incentive system design, Industrial Relations, Vol 48, No. 2 (april 2009)

¹³² Merchant, K. A. (2006) side 907

end aktionærene/ejerne. Det er vigtigt også at have et fokus på både medarbejdere, leverandører, kunder etc. for at kunne sikre en stabil og god drift af selskabet på langsiget, som i sidste ende vil komme aktionærene tilgode.¹³³

Med inddragelsen af flere mål i incitamentskontrakten gives der afkald på enkeltheden i kontrakten, og kompleksiteten øges hermed. Det er stadig muligt, at holde det simpelt, ved f.eks. at lave en vægtning på 50% i ROIC og 50% i vækst i omsætningen, så direktionen stadig præcist ved, hvad det er, som de bliver aflønnet efter. Hvis man derimod inddrager for mange forskellige parametre, som direktionen skal forsøge at holde fokus på og opnå mål indenfor, så kan der skabes der problemer.¹³⁴

Problemet kan delvist afhjælpes, hvis der i incitamentskontrakten udformes en vægtning af alle de opstillede mål, således at det for direktionen er muligt, at identificere, hvor de skal lægge deres fokus og kræfter. Med vægtningen følger til gengæld mere bureaukrati og kompleksitet i forbindelse med fastlæggelsen af vægtningen, samt udregningen af størrelsen på bonussen ved opnåelse af de enkelte elementer. Der ligger også en problemstilling i afklaringen af sammenhængende mellem de forskellige mål.

“ The importance weightings would be difficult to set even if the performance factors were independent, but they are not independent. Many, if not most, of the performance factors interact”¹³⁵

I og med at præstationsmålene ikke er uafhængige af hinanden, så vil der skulle afdækkes i hvor høj grad de er afhængige af hinanden, som vil skulle tages med i betragtning ved udarbejdelsen af vægtningen. Der vil for eksempel være en naturlig korrelation mellem dækningsbidraget og arbejdsproduktiviteten, da enhedsproduktionsomkostningerne vil falde, hvis effektiviteten stiger. Omvendt findes der også en række kombinationer med modsatrettede interesser. Hvis et selskab allerede har en god kundetilfredshed, så vil det være omkostningstungt at forbedre denne, og det vil i sidste ende genere flere omkostninger og brug af ressourcer fra direktionen og mellemledere, end det vil have af gavnlige effekt på indtjeningen.¹³⁶ Det er vigtigt at man hele tiden husker, at tilpasse sine designvalg i incitamentskontrakten til den situation, som selskabet og direktionen befinder sig i. Der skal være sammenhæng mellem selskabets strategi og vision, samt de mål som inkorporeres i incitamentskontrakten. Disse mål skal tilpasses i takt med selskabets og dets omverden forandres.

¹³³ Merchant, K. A. (2006) side 906

¹³⁴ Merchant, K. A. (2006) side 906

¹³⁵ Merchant, K. A. (2006) side 909

¹³⁶ Ittner C. D. & Larcker D. F. (2003), Coming Up Short on Nonfinancial Performance Measurement, Harvard Business Review, November, 81, side 88-95

5.2.2 Valg af præstationsstandard

Efter at have valgt et eller flere resultatmål til incitamentskontrakten, vil det være nødvendigt, at udarbejde en præstationsstandard, som skal sætte niveauet for, hvad der kræves af direktionen for at opnå bonus.

Murphy argumenterer for, at præstationsstandarden bør dannes på baggrund af et benchmark.¹³⁷

Begrundelsen for det er, at måling af absolutte- og relative resultatmål ikke i sig selv er sigende for, hvorvidt der skabes værdi i selskabet. Det er nødvendigt, at man har noget at måle disse resultater op imod, for at kunne vurdere, hvor godt et relativt resultat direktionen har leveret. Målet for opnåelse af bonus vil blive fremsat ud fra enten interne eller eksterne standarder.¹³⁸

5.2.2.1 Interne standarder

Interne standarder, er standarder, som direktionen har mulighed for at påvirke gennem deres handlinger. De interne standarder fremsættes i forhold det valgte resultatmål og nogle interne mål for den forventelige præstation. Det vil ofte være relativ nemt, at finde frem til og fastsætte de interne standarder, da man i selskabet allerede er i besiddelse af et bredt datagrundlag hertil, hvilket er en klar fordel ved anvendelse af interne standarder. Samtidig kan det også fungere som en svaghed, da man ved anvendelse af interne standarder kan give ledelsen incitament til at handle til egen interesse.¹³⁹ Det kunne for eksempel være ved at påvirke næste års budgetter i en mere lempelig retning, så opnåelse af bonus vil være lettere. Dermed vil nøjagtighedskriteriet, nærmere bestemt objektiviteten, blive svækket. Derudover har ledelsen, som nævnt i afsnittet om absolutte resultatmål, mulighed for at udføre earnings management. Hvis bonus ikke kan opnås det ene år, så kan ledelsen sørge for at udskyde indtjeningen til næste år. Det vil både påvirke igangværende års resultat negativt, og påvirke det kommende års resultat positivt, hvilket øge sandsynligheden for opnåelse af bonus, hvis sidste års resultat anvendes som standard.

I Murphys artikel "*Performance standards in incentive contracts*"¹⁴⁰ bliver 5 typer af interne standarder behandlet. Disse 5 typer vil danne grundlag for den teoretiske gennemgangen af interne standarder, samt den empiriske analyse af anvendelse af interne standarder i denne afhandling. De 5 interne standarder er: 1) tidligere års standarder, hvor man på baggrund af tidligere års opnåede resultater fastsætter et mål for hvornår bonus kan opnås. Det er primært på baggrund af opnåede resultater af absolutte resultatmål, at målet fremsættes. 2) budget-standarder, inden hver regnskabsperiodes begyndelse udarbejder næsten alle selskaber et budget for de forventede resultater i den kommende periode, og det er opnåelse af disse forventede resultater som udløser bonus til direktionen. 3) En anden mulighed for en intern standard er, at

¹³⁷ Murphy, K (2000) side 246

¹³⁸ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 315

¹³⁹ Murphy, K (2000) side 260

¹⁴⁰ Murphy, K (2000) side 253

sammenholde den realiserede indtjening i selskabet med kapitalomkostningerne. Dette kan for eksempel ske ved sammenligning af ROIC og WACC (weighted average cost of capital), hvor det er værd at bemærke, at WACC både tager højde for kapitalomkostningerne for både egen- og fremmedkapitalen.

4) Skønsmæssige standarder. Standarden fastsættes her ud fra en subjektiv helhedsvurdering fra vederlagsudvalget og den øvrige bestyrelse, hvor man på baggrund af en række interne og eksterne faktorer, finder frem til niveauet for standarden. 5) Sidste interne standard som Murphy omtaler er tidløse standarder. Det er standarder som er konstante fra periode til periode, og som ikke tager højde for den generelle økonomiske udvikling i samfundet, udviklingen og trends i brancher, renteniveauer eller andet. Der fastsættes afkast- eller vækstkrav, som selskabet hvert år enten lever op til eller ej.¹⁴¹

5.2.2.1.1 Tidligere års standarder

Hvis man udelukkende fokuserer på, at vil finde en omkostningseffektiv intern standard, så er tidligere års performance et godt værktøj. Mange af resultatmålene rapporteres i forvejen i selskabernes årsrapporter, og er derfor let tilgængelige for selskaberne. Omkostningseffektivitet og kvalitet går sjældent hånd i hånd, hvilket heller ikke er tilfældet med anvendelse af tidligere års præstations som standard. Selskaber, som er konjunkturfølsomme, vil i perioder med enten op- eller nedadgående konjunkturer blive ramt på deres drift af selskabet, som vil medføre økonomiskeudsving i deres performance. Det vil betyde, at selskaberne i tider med en positiv konjunkturudvikling vil have lettere ved at overgå forrige periodes performance og omvendt have svært ved at overgå perioden forinden i perioder med en negativ konjunkturudvikling. I disse situationer vil direktionens handlinger have en mindre betydning for, hvorvidt der opnås bonus, og dermed forringes styrken af kontrollerbarhed i kontrakten, hvilket vil svække kvaliteten i kontrakten.

Der er et stort problem i forhold til earnings management, hvor direktionen ved erkendelse af ikke at kunne opnå bonus, kan foretage store af- eller nedskrivninger, foretage en række hensættelser eller udskyde indtjening, for at forringe årets resultat. Ved udskydelse af indtjeningen øges den kommende periodes resultat, og man vil således kunne forbedre mulighederne for at opnå bonus i den kommende periode.¹⁴² Generelt set er mange af de regnskabsmæssige problemstillinger forbundet med anvendelsen af tidligere års standarder, som også er forbundet med de enkelte absolutte resultatmål. Anvendelsen af denne interne standard afhjælper derfor ikke problemstillingen.

5.2.2.1.2 Budget standarder

Opnåelse af forventningerne for en given periode kan umildbart virke som en god indikator for, om direktionen har gjort deres job tilstrækkelig godt. For nyere selskaber eller selskaber som ønsker at

¹⁴¹ Petersen, C. V. (2011)

¹⁴² Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 316

penetrere nye markeder indenfor et par år, så kan en budgettering af omsætning som et relativt mål eller vækst i omsætning være en god indikation på, om man har opnået det ønskede. Men også andre absolutte resultatmål kan anvendes i forhold til budgettet og opnåelsen af dette.

Budgetter er overordnet set gode til på forhånd at fastsætte mål og delmål, styre og planlægge driften af selskabet, samt gøre det lettere for direktionen at kommunikere sine forventning ud til hele selskabet og andre interessenter.¹⁴³

En stor kritik af anvendelse af budgetter i selskaber er, at de er meget bureaukratiske og ressourcekrævende at udarbejde, da man skal indsamle data fra hele selskabet for opnå det mest retvisende og forventelige billede.¹⁴⁴

På trods af indsamlingen af data fra hele selskabet, så er det i sidste stadig direktionen, som skal godkende det endelige budget for selskabet, hvilket betyder, at direktionen i sidste ende selv sidder og udarbejder kravene for opnåelse af deres egen bonus. Dette vil kunne føre til interessekonflikter mellem aktionærernes interesse om værdiskabelse og direktionens egen interesse for opnåelse af bonus. Det vil være forventeligt, jf. agentteorien, at ledelse grundet deres bias vil forsøge at påvirke de budgetterede resultatmål i en meget konservativ retning, for lettere at kunne opnå bonus.

“Managers have information that is important in setting their budget targets for next year. However, once a budget-target reward system is in place managers have no interest in seeing such information accurately incorporated in budget targets. Indeed, as Ichak Adizes so accurately summarised it in his 1989 book: ‘The more people lie about how much they cannot do, the more they are rewarded’. Being aware of this, superiors are then led to lie about how much their subordinates can do to counterbalance this bias.”¹⁴⁵

I forlængelse af, at fastsættelsen af niveauet for budget standarden, så medfører det også, at opnåelse af budgetterne ikke nødvendigvis er en indikator for værdiskabelse i selskabet.

Desuden er det vanskeligt at udarbejde et budget, som kan holde et helt år, da alle selskaber agerer i en meget omskiftelig omverden, hvor store ændringer kan finde sted på kort tid, og kan gøre budgettet mere eller mindre værdiløst. I nogle selskaber arbejder man med fleksible eller rullende budgetter, men det er sjældent brugbart i forhold til incitamentskontrakter, da det vil skabe en lang række af problemstillinger i forhold til, hvordan ændringerne skal påvirke incitamentskontrakten, samt hvornår en egentlig opnåelse har fundet sted.¹⁴⁶

¹⁴³ Seal, W. & Rohde, C. & Garrison R. & Noreen, E. (2015) Management Accounting, Mc Graw Hill Education, Side 463

¹⁴⁴ Seal, W. & Rohde, C. & Garrison R. & Noreen, E. (2015) Side 463-464

¹⁴⁵ Jensen, M. C., (2003) Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process, European Financial Management, Vol. 9, No. 3, 2003, side. 385

¹⁴⁶ Petersen, C. V. (2011)

5.2.2.1.3 Indtjening i forhold til kapitalomkostninger

Ved at indregne kapitalomkostningerne i målingen af den realiserede indtjening i selskabet kan man måle den reelle værdiskabelse i selskabet udtryk ved EVA. Måling kan ske på flere måder, enten ved ROIC i forhold til WACC eller ROE i forhold til r_e (ejernes afkastkrav). Så længe ROIC eller ROE er positivt i forhold til WACC eller r_e , så er EVA positivt og der skabes dermed værdi i selskabet.

Det er til stor værdi for både selskabet, bestyrelsen, direktionen og aktionærerne, at kende til selskabets reelle evne til at skabe værdi. Men der findes en række ulemper og problemstillinger for at finde frem til denne. Estimeringen af ejernes afkastkrav er vanskeligt, da det er afhængigt af en masse antagelser og subjektive vurderinger af den risiko, som er forbundet med det pågældende projekt. Det betyder at reliabiliteten og validiteten i udregningerne ikke er høje, hvilket skader nøjagtigheden i incitamentskontrakten. I større selskaber findes der i de forskellige afdelinger forskellige risikoprofiler, som betyder at der optimalt set skulle udregnes forskellige kapitalomkostningsniveauer i selskaberne for de enkelte projekter. Det vil være ressourcetung og bureaukratisk proces, at skulle estimere alle disse, og vil kunne føre til diskussioner internt i organisationen om niveauet, da man typisk vil have et incitament til at estimere sine egne kapitalomkostninger lavt, for at værdiskabelsen i ens afdeling vil fremstå højere og bedre end ellers.¹⁴⁷

5.2.2.1.4 Skønsmæssige standarder

Fordelen ved skønsmæssige standarder er, at de har en høj grad af fleksibilitet, og i højere grad giver ledelsen mulighed for at udforme incitamentskontrakten på baggrund af en helhedsvurdering af selskabet. Der kan inddrages information om selskabets tilstand, udviklingsmuligheder og risikoparametre i betragtningen, samtidig med, at der også inddrages informationer om makroøkonomiske- og konkurrencemæssige forhold, som kan og vil have indflydelse på selskabet performance i den kommende regnskabsperiode. Fleksibiliteten giver vederlagsudvalget, i samarbejde med den øvrige bestyrelse, mulighed for at fokusere på nøgleområder, som på langt sigt kan være værdiskabende for selskabet. Dette kan ske til trods for, at det eventuelt kan have en negativt indvirkning på regnskabet på kort sigt, men det vil blive taget med i betragtningen ved fastsættelse af standarden. Ved fastholdelse af muligheden for markedspenetrering, så vil man fra ledelsen side kunne fastsætte mål om en markant forøgelse i omsætningen, og kommunikere ud til ledelsen, at det gerne må ske ved at kompensere på dækningsgraden, EBIT eller lignende. De skønsmæssige standarder kan give anledning til en øget kompleksitet af incitamentskontrakten, og skabe usikker blandt ledelsen om, hvilke parametre som lægger til grund for deres opnåelse af resultatmål, og evaluering af deres præstation. Ved at anvende skøn, så kan

¹⁴⁷ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 316

subjektive vurderinger blive inddraget i beslutningsprocessen. Subjektive vurderingen er påvirkelig for mange ting, og man risikerer at en menneskelig relation mellem bestyrelsen og direktionen kan føre til en mavefornemmelse i udarbejdelsesprocessen, som kan påvirke standarden i incitamentskontrakten i en positiv eller negativ retning.¹⁴⁸

5.2.2.1.5 Tidløse standarder

Det gælder for tidløse standarder, at de efter at være blevet fastlagt, hverken påvirkes fra ledelsen eller vederlagsudvalget. Det taler for, at de bidrager til kvaliteten i incitamentskontrakten. Kvaliteten af dette vil være størst efter nogle år, da det ved den initiale aftaleindgåelse og fastsættelse af standarden vil være muligt for interesserede parter og beslutningstagere, at påvirke niveauet i den ene eller anden retning. Standarderne vil typisk blive fastlagt på baggrund af historiske eller til den tids nuværende forhold for selskabet og omverden, hvilket efter et enkelt år kan have ændret sig markant. Ændringer i teknologiske, økonomiske og demografiske forhold i omverden kan betyde, at for eksempel ROIC på 10%, som virkede muligt og fair ved aftaleindgåelse, efter et par år ikke længere er opnåeligt, eller for let at opnå.

Ved at anvende tidløse standarder, så tilpasser man ikke standarden til hverken selskabet, branchen eller omverden, hvilket helt kan fjerne incitamentet og motivationen for ledelsen, hvis det ikke er opnåeligt.¹⁴⁹

I forhold til bonuskriterierne, så er det svært at vurdere, hvorvidt en fastsat standard er udtryk for værdiskabelse, da konteksten for selskabet kan have ændret sig markant. Standarden er til gengæld enkel, meget omkostningseffektiv, og ved at anvende den samme standard år efter år, så må den betragtes som objektiv, da ledelsen ikke kan influere på den.

5.2.2.2 Eksterne standarder

Eksterne standarder er standarder, som, i modsætning til interne standarder, forholder sig til, at selskaber befinder sig i en dynamisk omverden, hvor der findes en lang række faktorer, som har indflydelse på ledelsen og selskabets performance. Når der tales om eksterne standarder, så refereres der typisk til benchmarking i forhold til andre konkurrerende selskaber. Typisk forgår benchmarkingen i forhold til en gruppe af konkurrenter, som kaldes peer-group. Peer-groupen er selvvalgt i forhold til, hvilke selskaber som anses for at være sammenlignelige med det pågældende selskab. Benchmarking kan ske i forhold til mange forskellige resultatomål, både absolutte og relative, og det er op til det enkelte selskab, hvilket resultatomål som man ønsker at benchmarke i peer-groupen.

En klar fordel ved eksterne standarder er, at de i sig selv tager højde for eksterne faktorer og på en måde korregerer for deres indflydelse. Når man sammenligner selskaber i samme branche, så vil de alt andet lige,

¹⁴⁸ Petersen, C. V. (2011)

¹⁴⁹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 317

relativt være udsat for de samme konjunkturændringer, makroøkonomiske forhold, samt andre eksterne forhold, som ligger uden for ledelsens kontrol, og dermed ikke er kontrollerbare. Tanken bag ved er, at hvis et selskabs indtjening bliver boostet, som følge af kraftige konjunkturmæssige udsving, så bliver konkurrenternes indtjening også boostet, og dermed vil direktionen præstationer ikke automatisk blive sendt til top i bonussystemet. Omvendt, så vil direktionen ikke blive straffet i situationer, hvor der for eksempel er en økonomisk recession, som påvirker selskabets indtjening negativt, da det også vil have negativ indflydelse hos konkurrenterne. Det vil dermed være op til direktionen, at få selskabets drift til at præstere bedre end konkurrenternes, uden indblanding fra eksterne faktorer, og man reducerer risikoen for at afskedige en ledelse, som målt absolut ikke præsterer særlig godt, men relativt i forhold til markedet har klaret sig godt.¹⁵⁰

I Murphys undersøgelse finder han frem til, at der er en forskel i indtjeningen i selskaber som anvender enten interne- eller eksterne standarder. Der er i højere grad udsving i indtjeningen i de selskaber som anvender eksterne standarder, end i de selskaber som anvender interne standarder. Murphys insinuerer, at det skyldes earnings management blandt direktionen i de selskaber som anvender interne standarder, for at leve op til enten tidløse-, budget- eller sidste års standarder.¹⁵¹ Dette sætter spørgsmålstegn ved, om direktionen i selskaber med interne standarder ikke stræber efter værdiskabelse når først præstationsstandarden er opnået? Man vil kunne argumentere for, at de eksterne standarder med større udsving er bedre til at incitament for værdiskabelse i selskabet, da direktionen ikke på forhånd kender til peer-groupen resultater, og dermed ikke kender til den endelige præstationsstandard.

Der er masser af åbenlyse fordele ved anvendelse af eksterne standarder, men de giver også anledning til række problemstillinger. Udvælgelse af selskaber til peer-groups kan være en vanskelig process. Peer-groups er også kendt fra selskabsværdiansættelsesmetoden multipler, hvor man ganger en price/earnings multiple på et selskab, og kan anvende denne P/E-multiple til at prisfastsætte lignende selskaber. Der er en række forhold som skal opfyldes før det giver mening at sammenligne selskaber.

Selskaberne, som man ønsker at anvende i sin peer-group, skal udover at være sammenlignelige på forretningsomfang, geografi og branche, også være sammenlignelige på regnskabspraksis, vækstforventninger og risiko. Hvis ikke disse kriterier er opfyldt, så vil kvaliteten af benchmarkingen ikke være tilstrækkelig høj til at skabe værdifuld information om direktionens præstationer.¹⁵² Hvis ikke der anvendes sammen regnskabspraksis, eller justeres for denne, så vil der kunne forekomme store afvigelser i

¹⁵⁰ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 317-318

¹⁵¹ Murphy, K. (2000)

¹⁵² Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 226-234

de rapporterede tal i årsregnskabet, hvilket vil betyde at en sammenligning på tværs af selskaberne ikke vil være til megen nytte. Alene behandlingen af særlige- og transitoriske poster kan give anledning til store udsving i regnskaberne. Det er nødvendigt, at der er samme risiko i for selskaberne som i peer-groupen, da afkast og indtjening skal sammenlignes i forhold til den risiko som er forbundet heraf. Det er ikke på alle markeder, at der er tilstrækkelige sammenlignelige selskaber til at man kan udvælge en perfekt peer-group, og her vil det være op til vederlagsudvalget, at vurdere, hvorvidt det er hensigtsmæssigt at avende eksterne standarder og peer-groups. Hvis man ønsker at holde fast i dette, så vil man skulle undersøge, hvilke selskaber som er bedst sammenlignelige, og justere og korrigere standarderne ud fra dem, i forhold til hvor der er afvigelser. Alene udvælgelsesproces er en ressourcekrævende proces, som kan give anledning til mange diskussioner og uenigheder. Alle disse forhold som går forud for anvendelsen af eksterne standarder, øger kompleksiteten og gør incitamentskontrakten mindre omkostningseffektiv.¹⁵³

5.2.3 Bonusstruktur

Udformningen af bonusstrukturen i en incitamentskontrakt kan have stor indvirkning på graden af motivation og incitamenter, som modtageren af kontrakten vil have. Der findes en række af muligheder for, hvordan man kan designe strukturen, og som ved andre valg i incitamentskontrakter, så vil det føre en række positive og negative konsekvenser med sig i forhold til bonuskriterierne. I teorien arbejdes der overordnet set med to variationer af bonusstrukturer, henholdsvis en lineærstruktur og en ikke-lineærstruktur. Den lineære bonusstruktur er kendetegnet ved, at der hverken er indlagt et maksimum eller minimum for bonusbeløbets størrelse, således at bonusbeløbet er direkte korreleret med selskabets præstationer, og derigennem direktionens præstationer. De ikke lineære bonusstrukturer er defineret ved, at der er sat begrænsninger i forhold til størrelsen på bonusbeløbets størrelse. Det kunne f.eks. være ved, at det ikke er muligt at opnå negativ bonus, at man ikke kan opnå udbetaling af bonus større end svarende til ens årsløn, eller at bonussen skal udbetales over en årrække gennem en bonusbank.¹⁵⁴

5.2.3.1 Lineær bonusstruktur

Ved at have linearitet mellem selskabets præstationer og bonus, så sikrer man, at bonusafslønningens størrelse stemmer overens med resultater, som er skabt i selskabet. En god præstation af ledelsen vil belønnes med en større bonus end en jævn præstation vil. Ved at holde bonusstrukturen lineær, så sikrer man, at uanset hvor godt det er gået i selskabet, så vil der altid være incitament til at gøre det bedre, da bonussens størrelse vil stige som afledt heraf. Dette vil reducere risiko for, at ledelsen vil udøve earnings

¹⁵³ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 317-318

¹⁵⁴ Petersen, C. V. (2011)

management til egen vinding, hvis enten kravet til bonus er blevet opfyldt, eller hvis det ikke synes muligt at opnå bonus i indeværende periode.¹⁵⁵

Noget af det som taler mest imod inkorporeringen af linearitet i bonusstrukturen i incitamentskontrakter er, at direktionen i tilfælde hvor selskabet underpræsterer, kan blive mødt med krav fra selskabet om, at betale en andel eller hele deres løn tilbage til selskabet, som følge af en negativ bonus. I særlige tilfælde, hvor selskaber klarer sig meget skidt, vil man kunne opleve, at ledelsen vil skulle betale mere end deres løn tilbage til selskabet, hvorfor det vil kunne have store økonomiske konsekvenser for både ledelsen og deres pårørende. Som det er omtalt i agentteorien, så vil de fleste menneskers risikoaversion sætte en begrænsning for, at deltage i sådanne aftaler. Ligeledes i agentteorien er der beskrevet, hvordan agenten ønsker, at blive kompenseret for risiko. I dette tilfælde vil der være en stor risiko forbundet med kontrakten, hvilket vil medføre at agenten, direktionen, skal have en meget høj compensation. Risikoen for negativ bonus kan også medføre, at ledelsen vælger at trække sig inden perioder, hvor de forventer, at der kan være risiko for at selskabet præsterer dårligt.¹⁵⁶

Dertil kommer en etisk og moralsk diskussion af den maksimale størrelse på bonusbeløbene. Det skabte stor debat og forargelse i den almene danske befolkning og de danske medier, da Nets' direktør i forbindelse med salget af Nets til den Amerikanske investeringsfond Hellman & Friedmann i starten af 2018 stod til indløse en gevinst på mere end 500 millioner kr.^{157, 158, 159}. Gevinsten her er primært sket gennem aktieoptioner, som Bo Nilsson tilegnede sig i forbindelse med børsnoteringen. Det er svært at forstille sig samme niveau for de kontante bonusaflynninger, men som Leonhardt Pihl også gav udtryk for i indledningen, så har bonusserne efterhånden nået en størrelse, hvorpå der kan stilles spørgsmålstejn ved ledelsens incitamenter.¹⁶⁰

¹⁵⁵ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 319

¹⁵⁶ Petersen, C. V. (2011)

¹⁵⁷ Euroinvestor (23-09-2016), Nets får markedsværdi på 30 mia. kr. i børsnotering.

<http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/09/23/nets-faar-markedsvaerdi-paa-30-mia-kr-i-boersnotering-ny4/13454308> (Senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁵⁸ Sommer, M (25-09-2017), Kapitalfond byder på Nets: Direktør står til at score 600 millioner kroner på aktier, Danmarks Radio. <https://www.dr.dk/nyheder/penge/kapitalfond-byder-paa-nets-direktoer-staar-til-score-600-millioner-kroner-paa-aktier> (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁵⁹ Harder, T. (26-09-2017) Nets-direktør kan score 599 millioner: Noget er helt galt, Ekstra Bladet <https://ekstrabladet.dk/nationen/nets-direktoer-kan-score-599-millioner-noget-er-helt-galt/6842165> (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁶⁰ Honoré, D. R., Nielsen, M. K. & Laugesen, Morten (04-04-2017), Landets dyreste direktører henter store summer i bonusser. Berlingske Business.

5.2.3.2 Ikke-lineære bonusstrukturer

Mange af de ovennævnte problemstillinger ved lineære bonusstrukturer kan reduceres eller helt fjernes ved anvendelse af ikke-lineære bonusstruktur. De ikke-lineære bonusstruktur giver mulighed for, at afgrænse bonussen som ledelsen kan opnå. Dette sker ved at indlægge en top og bund i incitamentskontrakten, som gør at al bonusaf lønning ikke må og kan overstige eller undergå de fremsatte grænseværdier.¹⁶¹ Ved indførelsen af top og bund i incitamentskontrakten fjerner man risikoen fra ledelsen, om tilbagebetaling af løn og eventuelle erstatningsforpligtelser for selskabets dårlige præstation. Her er der kun tale om erstatningsforpligtelsen i forhold til incitamentskontrakten og bonusaf lønningen heraf, hvorfor §361 i selskabsloven stadig er gældende:

” § 361. Stiftere og medlemmer af ledelsen, som under udførelsen af deres hverv forsætligt eller uagtsomt har tilføjet kapitalselskabet skade, er pligtige til at erstatte denne. Det samme gælder, når skaden er tilføjet kapitalejere eller tredjemand.”¹⁶²

Et tænkt eksempel på en udformning af en incitamentskontrakt med ikke-lineær bonusstruktur er, at man fastsætter en tærskelværdi på 80% af den standard eller det mål, som man i vederlagsudvalget har fundet frem til. Ved opnåelse af tærskelværdien vil ledelsen begynde at optjene deres bonus. Bonussen vil efterfølgende stige i korrelation med, at det valgte præstationsmål bliver bedre. Det vil den gøre indtil man når toppen, af det på forhånd fastsatte interval for bonussen. Typisk vil denne top ligge 20-50% over det fastsatte mål. Der er aftalefrihed i forhold til, hvordan udviklingen af bonusbeløbet er, indenfor rammerne af top og bund. Udviklingen kan således enten være konkav, konveks, lineær eller ske i trin. Præstationer som ligger over den fastsatte top vil ikke øge ledelsens bonus, hvilket fører frem til den helt store problemstilling ved brugen af ikke-lineære bonusstrukturer.¹⁶³

“Managers who are within reach of the bonus cap have incentives to not exceed the maximum because they get no rewards beyond that point (and these perverse incentives are even stronger if this, year’s performance is used in setting next year’s targets). In this situation managers have incentives to move expenses from the future to the present and revenues from the present to the future to increase bonuses in future years.”¹⁶⁴

Der vil ligeledes kunne forekomme situationer, hvor ledelsen anerkender, at det vil være vanskeligt at nå mindstemålet for bonus, hvilket vil give dem incitament til én af to handlingsmuligheder. Enten vil ledelsen

¹⁶¹ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 319-320

¹⁶² Danske love, selskabsloven §361 <https://danskelove.dk/selskabsloven/361> (senest besøgt d 05-05-2018)

¹⁶³ Jensen, M. C., (2003) side 387

¹⁶⁴ Jensen, M. C., (2003) side. 388

kunne acceptere ikke at kunne nå bonus i igangværende periode, og derfor udføre earnings management, som tidligere er blevet beskrevet, for at optimere mulighederne for at opnå bonus i den kommende periode.¹⁶⁵

Den anden mulighed for ledelsen er at begynde at tænke mere risikobetonet. Dette kunne ske ved stoppe eller pause langsigtede R&D processer, som kan skade selskabet fremadrettet. Ledelsen vil også kunne foretage risikofyldte beslutninger, som vil kunne give afkast på kort sigt, men samtidig også udsætte selskabet og aktionærerne for ekstra risiko, og et forventet afkast, som ikke kan stå mål med risikoen.

5.2.3.3 Udbetaling af kontantbonus

Overordnet set, så kan udbetalingen af kontantbonus ske på to måder. Enten ved at gøre brug af en bonusbank eller ved at udbetale hele bonussen som et engangsbeløb. Hver udbetalingsmetode medfører en række fordele og ulemper, som vederlagsudvalget skal være opmærksomme på, i deres udformning af incitamentskontrakten. Som komitéen for god selskabsledelse beskriver det:

”God selskabsledelse – corporate governance – har til formål at understøtte værdiskabende og ansvarlig ledelse, og dermed bidrage til selskabernes langsigtede succes”.¹⁶⁶

Fokusset skal forsat være på, at skabe en langsigtede og værdiskabende succes i selskabet til gavn for aktionærerne, og dermed undgå en kortsigtede selvprofitmaksimerende ageren fra ledelsen.

En implementering af en bonusbank i udbetalingen af den kontante bonus, vil kunne medvirke til det. Det skyldes, at man ved anvendelse af bonusbank fordeler udbetalingen af den optjente bonus på typisk 3-5 år. Den optjente bonus indsættes i bonusbanken, og derefter får ledelsen udbetalt et beløb tilsvarende 20-33% af indestående udbetalt som bonus. Bonusbanken fordeler den optjente bonus ud på en periode, hvilket har til formål at udjævne bonusbetalingerne, og føre til mindre udsving i beløbene.

Derudover hjælper bonusbanken også på horisontproblematikken, da det ikke længere i samme grad vil være gavnligt for ledelsen at udføre earnings management. Det skyldes, at direktionen ved at sikre et ekstraordinært godt resultat i periode ét, ved manipulation af regnskabet, ikke vil få udbetalt hele bonussen med det samme, men i stedet vil blive straffet det efterfølgende år, hvis manipulationen har negativ indvirkning på det efterfølgende års resultat, og dermed ikke vil udløse bonus til bonusbanken. For at bonusbanken fungerer bedst, så vil det være hensigtsmæssigt at designe og udforme incitamentskontrakten således, at en negativ præstation vil kunne føre til en negativ bonus, hvilket vil resultere i et fald i det indestående i bonusbanken.

¹⁶⁵ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) side 319-321

¹⁶⁶ Komitéen for god selskabsledelse (2014) Anbefalinger for god selskabsledelse, Erhvervsstyrelsen

Positivt ved anvendelse af bonusbank er, at man sikrer en belønning af gode præstationer og at dårlige præstationer straffes, samt at man skaber kongruens.¹⁶⁷

Nogle af de essentielle overvejelser, som skal drøftes i forbindelse med udarbejdelsen af incitamentskontrakten er, hvorvidt bonusbanken skal indeholde en initial beholdning forud for det første år, så der ikke vil være risiko for at beholdningen bliver negativ efter det første år. Ligeledes bør der foretages en diskussion af, hvordan man vil behandle en negativ saldo i bonusbanken. For mange ledere vil det gælde, at de ikke vil være tilfredse med at skulle tilbagebetale likvide midler til selskabet, hvilket vil kunne føre til en fratrædelse i den igangværende periode, hvor en mulig tilbagebetaling vil kunne finde sted. Man skal også være bevidst omkring, hvordan frivillig fratrædelse, dødsfald, firing etc. håndteres. Bør man udbetale indestående i bonusbanken eller skal der afregnes på anden måde. Hvis ikke disse diskussioner er taget på forhånd, så vil det kunne føre til store retslige konflikter.¹⁶⁸

Alternativet til bonusbanken er udbetaling af hele den optjente bonus som et engangskontantbeløb. Det er en enklere og en mere gennemskuelig metode til udbetaling af bonus, men med udbetalingsmetoden medfølger også en række af de problemstillinger, som også hører til de ikke-lineære bonusstrukturer, hvor direktionen incitimeres til at udføre earnings management i henhold til at maksimere sin egen profit. Det er specielt gældende i perioder, hvor den maksimale bonus er nået, og i perioder hvor mindste kravet for opnåelse af bonus ikke synes opnåeligt. Direktionens handlingsmuligheder består igen af udskydelse af salgsindsatser og indtjening, store afskrivninger, stop af R&D-aktiviteter, ekstra af-og nedskrivninger m.m..¹⁶⁹

På baggrund af ovenstående, anses det ikke at være hensigtsmæssigt, at anvende engangsbeløb fremfor bonusbank til aflønning af ledelsen. Hvis incitamentskontrakten designes med henblik på, at sikre kongruens, så vil det være mest fordelagtigt, at anvende linearitet, da ledelsen vil have incitament til at præstere gennem hele perioden. Samtidig hermed vil incitamenterne til earnings management reduceres.

¹⁶⁷ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 322-328

¹⁶⁸ Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Side 322-328

¹⁶⁹ Petersen, C. V. (2011)

Kapitel 3 - Analyse

I dette kapitel vil der blive foretaget en analyse af data indsamlet fra 103 danske børsnoterede selskaber. Selskabernes anvendelse og udarbejdelse af design i incitamentskontrakterne vil blive analyseret. Analysen vil danne grundlag for en senere sammenligning af teorien og empirien. De fundne resultater vil indgå i udformningen af retningslinjerne for designet af incitamentskontrakter.

6 Analyse

6.1 Introduktion til analyse

Der er til analysen indsamlet data om anvendelsen af præstationsmål, præstationsstandarder og bonusstrukturen i incitamentskontrakter til direktionen i børsnoterede selskaber på Nasdaq OMX Copenhagen. Selskaberne er fra henholdsvis small-, mid- og large cap.¹⁷⁰ Den indsamlede information er primære data, som er indsamlet via desk-research, og hovedsageligt stammer fra selskabernes årsrapporter, internethjemmesider, offentliggjorte vederlagspolitikker, samt selskabernes egne generelle retningslinjer for incitamentsaflønnning. Fælles for den indsamlede data er, at det hele er offentligt tilgængeligt, det vil sige, at informationerne er tilgængelige for alle interessenter og andre med interesse i selskaberne. Baggrunden for valget af indsamlingsmetode er, at det er minimum de samme informationer, som en mulig investor, til et pågældende selskab, vil have adgang til. Formålet med analysen er, at finde frem til og opnå en viden, omkring designet og indholdet i incitamentskontrakter i de pågældende selskaber. Der er foretaget en række afgrænsninger i forhold til fravalget af finansielle selskaber i analysen, hvilket er nærmere beskrevet i afgrænsningsafsnittet.

De fremskaffede og analyserede data vil i afsnit 7 blive sammenlignet med de teoretiske anbefalinger, for at finde frem til ligheder, men mere interessant forskellene herimellem, som vil blive forsøgt forklaret.

6.2 Analyse af indsamlede data

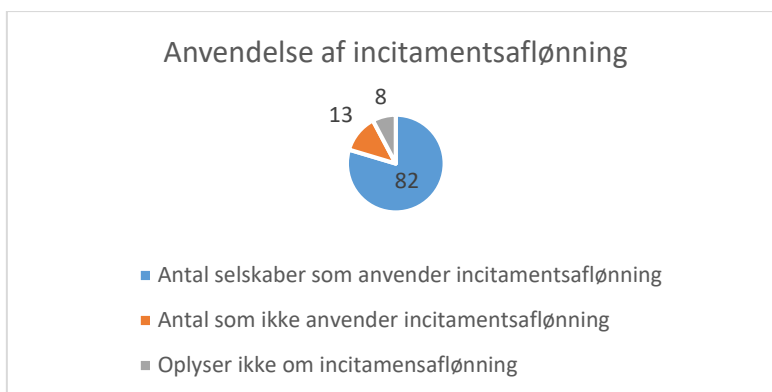
Der er indsamlet data fra 103 af de 138 børsnoterede selskaber, som er noteret på Nasdaq OMX Copenhagen¹⁷¹, svarende til ca. 75% af alle selskaberne. Som nævnt i afgrænsningen, så er det primært finansielle selskaber som er frasortet, da der gælder særlige regler og lovgivning for disse. Da undersøgelsen ikke omfatter alle børsnoterede selskaber i Danmark, så vil det reliabiliteten i undersøgelsen ikke være helt i top. Det vurderes til trods for dette, at det med data fra 75% af populationen, vil være muligt at finde frem til et relativt retvisende billede, som kan fungere som benchmark for hele populationen.

¹⁷⁰ Nasdaq. Industries, segment and indexes. <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nordic-main-market/industries-segment-indexes/index.html> (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁷¹ Nasdaq. Aktier <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> (senest besøgt d. 06-05-2018)

6.2.1 Anvendelse af incitamentsaflønning

Som figur 6.1 viser, så oplyser 82 selskaber, at de anvender incitamentsaflønning, 13 selskaber oplyser at de ikke anvender incitamentskontrakter til aflønning af direktionen, og 8 selskaber oplyser ikke omkring brugen af incitamentsaflønning.



Figur 6.1 - Anvendelse af incitamentsaflønning - egen tilvirkning

Selskaberne som har valgt ikke at offentliggøre deres vederlagspolitik, har det ofte været et hensyn til den enkelte medarbejder, konkurrencemæssige hensyn eller et valg på baggrund af selskabets størrelse, som har medført, at selskabets vederlagspolitik ikke er offentligt tilgængeligt. Det gælder for eksempel for henholdsvis Silkeborg IF A/S og ChemoMetec A/S:

*"For at beskytte medarbejderne, samt af konkurrencemæssige årsager, ønskes vederlagspolitikken ikke offentliggjort."*¹⁷²

*"Grundet selskabets størrelse og det begrænsede antal af medlemmer i det øverste ledelsesorgan og direktion, har bestyrelsen vurderet, at der for tiden ikke er behov for en egentlig vederlagspolitik."*¹⁷³

For de selskaber som har valgt at anvende incitamentsaflønning, og samtidig giver offentligheden adgang til information herom, begrundes valget om brugen hovedsageligt med, at incitamentsaflønning er et værktøj, som anvendes til at tiltrække eller fastholde kompetente nøglemedarbejdere, samt sikre et interessesammenfald mellem ledelsen og aktionærerne.

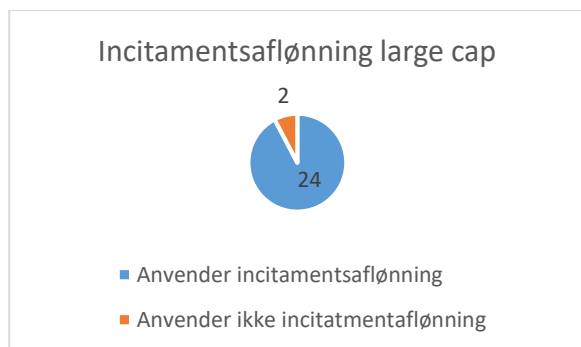
¹⁷² Silkeborg IF A/S. Redegørelse for virksomhedsledelse jf. årsregnskabsloven §107b. Perioden januar til december 2016 side 8 <http://www.silkeborgif.com/media/48442/CG%202016.pdf> (Senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁷³ ChemoMetec A/S. Lovpligtig redegørelse for virksomhedsledelse, jf. årsregnskabsloven §107b. Perioden 1.juli 2016-30 juni. 2017. side 12 <https://chemometec.com/wp-content/uploads/2017/09/Lovpligtig-redegørelse-for-virksomhedsledelse.pdf> Senest besøgt d. 05-05-2018)

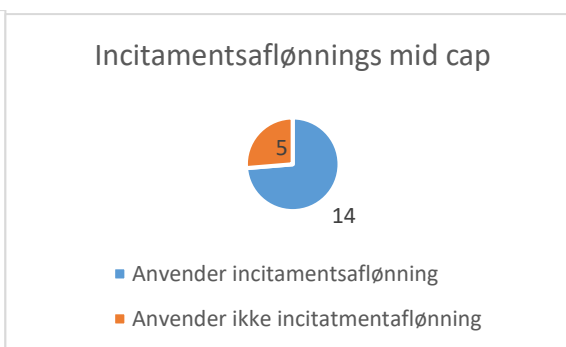
“The remuneration of Chr. Hansen’s Board of Directors and Executive Board shall contribute towards ensuring that the Company is able to maintain and attract highly qualified members to its Board of Directors and Executive Board. The remuneration and its composition shall be fixed so as to create a suitable alignment of the interests of the management and those of the shareholders. In this context, the remuneration shall contribute towards promoting the creation of value in the Chr. Hansen Group and support the Group’s long-term and short-term objectives.”¹⁷⁴

” Det er bestyrelsens opfattelse, at Selskabet er afhængigt af ledelsesressourcer på højt niveau. Det er endvidere bestyrelsens opfattelse, at incitamentsaflønnning af direktionen kan være et nyttigt instrument med henblik på at sikre Selskabets langsigtede værdiskabelse for aktionærerne. Incitamentsaflønnning vil blive udformet med henblik på at tiltrække, fastholde og motivere direktionsmedlemmer”.¹⁷⁵

Det kan ses i figur 6.2, 6.3 og 6.4, at udbredelsen og anvendelsen af incitamentsaflønnning er relativt størst blandt large cap selskaberne. En forklaring herpå kunne være, som de gør opmærksom på i Chr. Hansen A/S, at incitamentsaflønnning er et værktøj til at fastholde og tiltrække højt kvalificerede medarbejdere. Det kan ligeledes ses i figurerne, at det kun er blandt small cap selskaberne, at der er truffet beslutning om ikke at oplyse om anvendelsen af incitamentsaflønnning. En forklaring herpå kunne være, at investorernes og mediernes dækningen af selskaberne i small ikke er ligeså intensiv som f.eks. dækningen af de mest handlede aktier, som oftest er aktierne fra C25-indekset¹⁷⁶, og der derfor ikke stilles ligeså store krav til transparens og oplysninger i de mindre selskaber fra medier og investorer.



Figur 6.2 - Incitamentsaflønnning large cap - egen tilvirkning

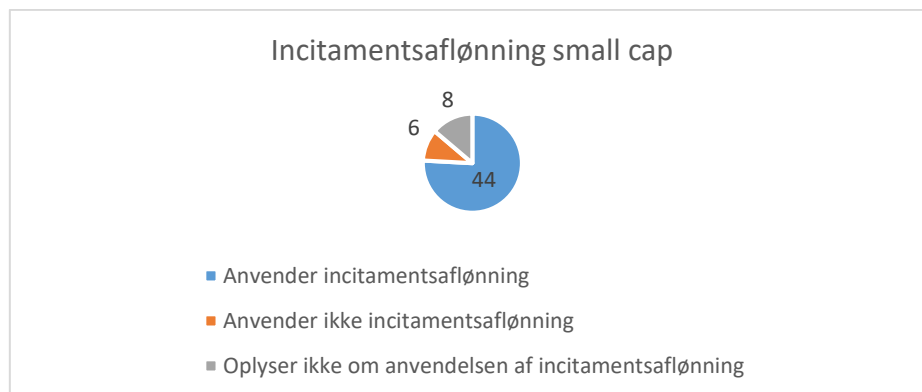


Figur 6.3 - Incitamentsaflønnning mid cap - egen tilvirkning

¹⁷⁴ Chr. Hansen A/S, Remuneration policy for Chr. Hansen Holding A/S November 2017, side 1

¹⁷⁵ Brdr. Hartmann A/S. Vederlagspolitik for bestyrelse og direktionen I Brødrene Hartmann A/S. Side 2-3 <https://hartmannazurecdn.azureedge.net/media/1624/6-vederlagspolitik-inklusive-overordnede-retningslinjer-for-incitamentsaflo-ning.pdf> (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁷⁶ Nordnet, Oversigt over mest omsatte danske aktier. <https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/marknadsinformation/mestomsatta/mestomsatta.html?marknad=Daemark&lista=0&antal=25> (senest besøgt d. 05-05-2018)



Figur 6.4 - incitamentsafløkning small cap - egen tilvirkning

6.2.2 Præstationsmål

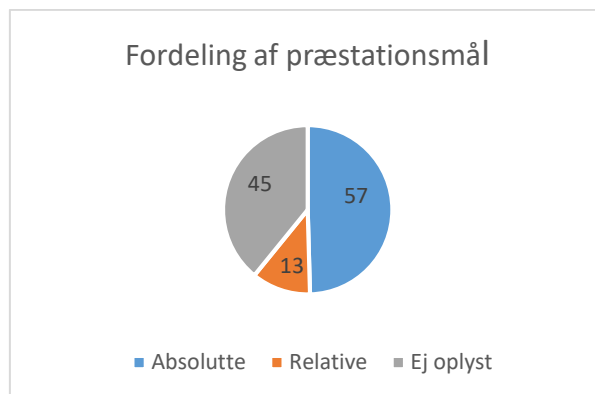
Der er i undersøgelsen observeret, at nogle selskaber både anvender relative og absolutte præstationsmål, samt nogle selskaber som har gjort brug af flere forskellige absolutte præstationsmål i deres incitamentskontrakter. Dataene i forhold til fordelingen af præstationsmål vil derfor repræsentere en observation af hyppighedsfrekvensen, og derfor vil summen af observationerne overstige antallet af selskaber, som anvender incitamentsafløkning, hvilket er 82.

I figur 6.5, på næste side, kan det ses, at der er 4 gange så mange observationer af selskaberne, som anvender absolutte præstationsmål i forhold til relative præstationsmål. Der er en stor andel af selskaber, som ikke oplyser om det eller de anvendte præstationsmål i forhold til tildelingen af bonus. Et eksempel herpå er Admiral Capital A/S:

“Selskabets vederlagspolitik for direktionen er indrettet efter, at der på direktionsniveau er en tradition for incitamentsbaseret aflønning. Bestyrelsen har mulighed for at udbetale bonus til direktionen efter en konkret vurdering og på baggrund af på forhånd fastlagte bedømmelseskriterier... Bonuselement for regnskabsåret tildeles efter en konkret vurdering, når bestyrelsen kender niveauet for årets nøgletal”.¹⁷⁷

Ofte er det selskaber, hvor udbetalingen af bonus finder sted på baggrund af skønsmæssige kriterier, som ikke oplyser nærmere om, hvilke præstationsmål som anvendes til den konkrete vurdering.

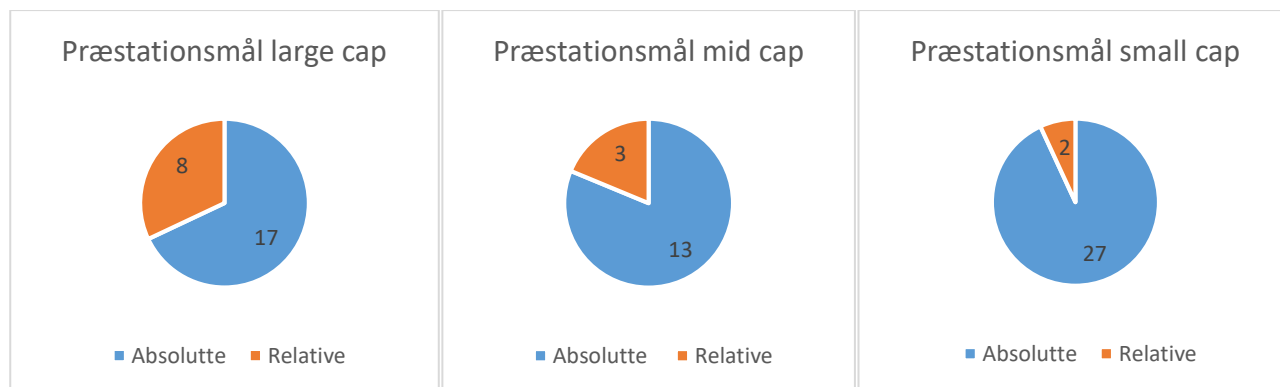
¹⁷⁷ Admiral Capital A/S. Årsrapport for perioden 1. juli 2016 - 30. juni 2017. Side 12 <https://www.admiralcapital.dk/wp-content/uploads/2017/10/Koncernregnskab-2016-17.pdf> (senest besøgt 05-05-2018)



Figur 6.5 - Fordeling af præstationsmål - egen tilvirkning

Det er en meget klar overvægt i antallet af observationer, som anvender absolutte præstationsmål. En forklaring herpå kan være, at der blandt beslutningstagere i selskaberne er kommet en fælles forståelse af en best practice, som bliver accepteret og anvendt i selskaberne.¹⁷⁸

Figur 6.6, 6.7 og 6.8 viser, at det er mest udbredt med relative præstationsmål i blandt large cap selskaberne. Mens det sjældent anvendes i small cap selskaberne. Der skal dog tages højde for, at der her er frasortet alle de selskaber, som ikke har oplyst om præstationsmålene, hvorfor resultaterne kan være forbundet med usikkerhed.



Figur 6.6 - Præstationsmål large cap
Egen tilvirkning

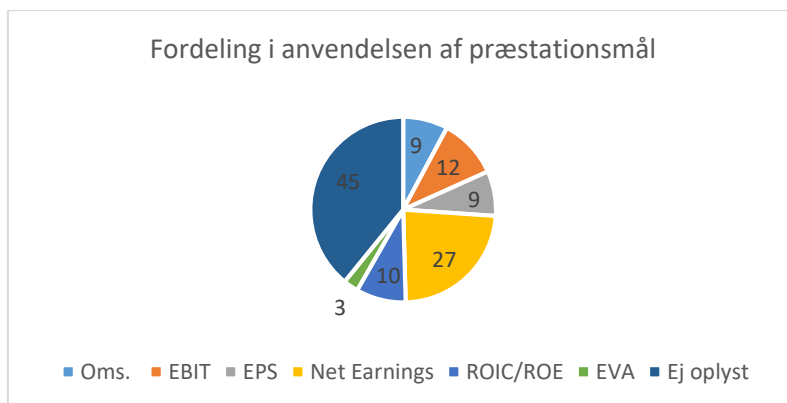
Figur 6.7 Præstationsmål mid cap

Figur 6.8 Præstationsmål small cap

I figur 6.9, på næste side, vises fordelingen for de enkelte præstationsmål. Der er taget udgangspunkt i de præstationsmål, som også er blevet præsenteret og beskrevet i det teoretiske afsnit i afhandlingen. Det viser, at alle de gennemgået præstationsmål bliver anvendt i praksis, men undersøgelsen viser også, at der er stor forskel på hyppigheden i anvendelsen af de forskellige præstationsmål. Net Earnings/nettoresultat er det klart mest anvendte præstationsmål med 27 observationer, hvilket er mere end det dobbelt af det

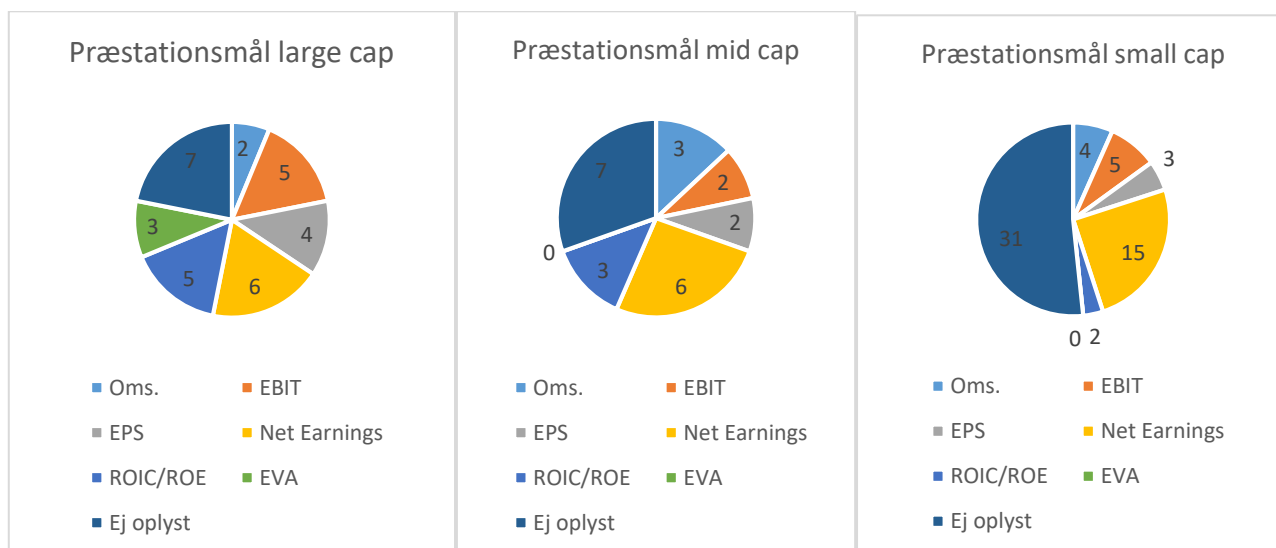
¹⁷⁸ Codling, S. (1998), Benchmarking, Gower Publishing Limited, Hampshire England, side 3-10

næst mest anvendte præstationsmål, EBIT, som der findes 12 observationer af. Der er igen en usikkerhed forbundet med at foretage en endegyldig konklusion på hyppigheden af de forskellige præstationsmål, da der, som tidligere nævnt, er en stor gruppe af selskaber, som ikke offentligt har oplyst detaljeret om deres design og præstationsmål i incitamentskontrakterne til direktionen.



Figur 6.9 - Fordeling i anvendelsen af præstationsmål - egen tilvirkning

Det er værd at ligge mærke til i figur 6.10, 6.11 og 6.12, at fordelingen i hyppigheden af observationer af anvendte præstationsmål blandt selskaber i large cap, er betydelig mere spredt blandt præstationsmålene, end tilfældet er for selskaberne i mid- og small cap. Det er desuden også kun blandt large cap selskaberne, at der anvendes EVA som præstationsmål. For både mid cap og specielt small cap selskaberne er net earnings det mest anvendte præstationsmål. Net earnings udgør mere end halvdelen af observationerne i small cap og ca. 40% af observationerne for mid cap selskaberne, når observationer af ej oplyst fraregnes.



Figur 6.10 Præstationsmål large cap
Egen tilvirkning

Figur 6.11 - Præstationsmål mid cap

Figur 6.12 - Præstationsmål small cap

6.2.2.1 Kombination af mål

I figur 6.13 kan det ses, at 72 ud af 82, svarende til 88%, af selskaberne i undersøgelsen anvender en kombination af flere præstationsmål. Mens blot 6 selskaber oplyser om, at de kun anvender ét resultatmål. Hvilket resultatmål som anvendes for de selskaber, som kun anvender ét resultatmål, varierer. Det er således både EBIT, EPS, Net Earnings og ROIC/ROE, som bliver anvendt som enkeltstående resultatmål.

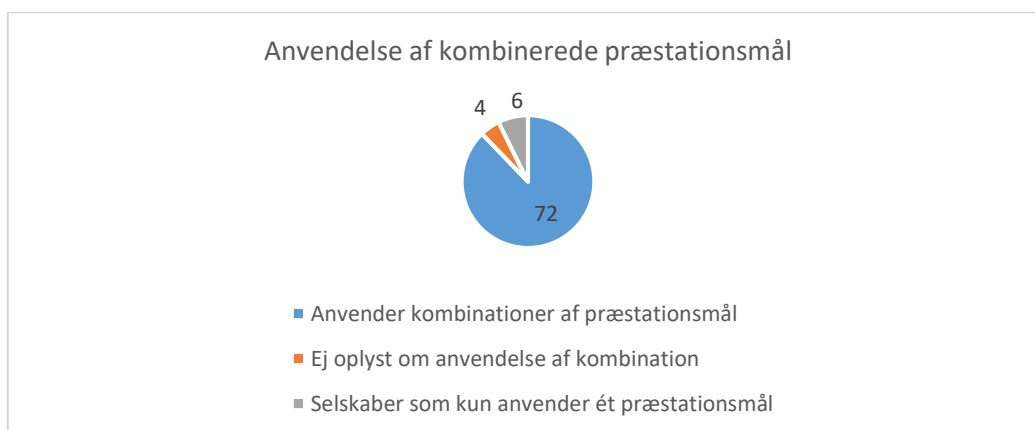
En af selskaberne som anvender en kombination af præstationsmål er Matas A/S:

” In addition to an annual base salary, members of the Executive Management may receive variable remuneration based on certain Key Performance Indicators (“KPIs”) on the individual performance and responsibility of the respective member as well as the performance of the Company including EBITDA growth, total shareholder return, cash, profit, and equity value creation.”¹⁷⁹

Flere selskaber som for eksempel NeuroSearch A/S oplyser mindre detaljeret, at der opnås bonus ved opfyldelse af samtlige mål eller af forskellige mål:

” Kontante bonusordninger består i en årlig fastsættelse af den maksimale bonus, direktionen kan opnå ved opfyldelse af samtlige mål for det pågældende år.”¹⁸⁰

Den deskriptive statistik fremstår en smule atypisk, da summen af observerede præstationsmål ikke stemmer overens med antallet af selskaber, som anvender en kombination af præstationsmål. Det skyldes, at selskaber som NeuroSearch A/S ikke nærmere præcisere, hvilke præstationsmål som anvendes.



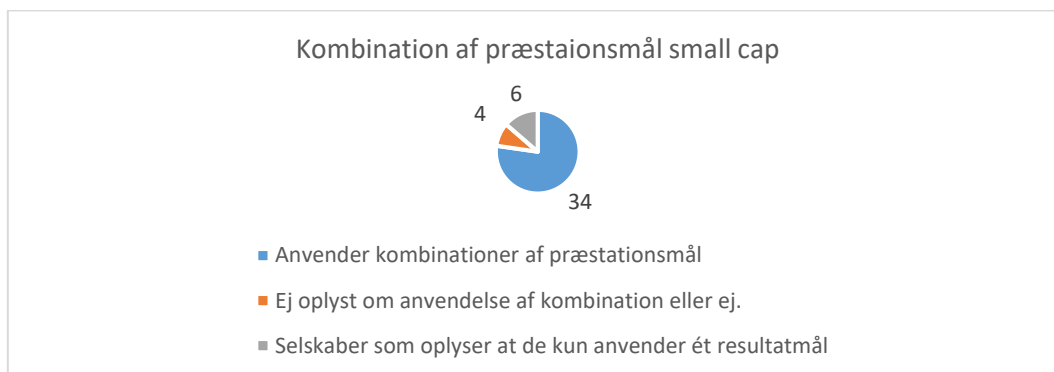
Figur 6.13 - Anvendelse af kombinerede præstationsmål - egen tilvirkning

Interessant er det, at alle large- og mid cap selskaberne anvender en kombination af præstationsmål, figur herfor findes i bilag 6. Alle observationerne for selskaber, som enten kun anvender ét resultatmål eller ikke

¹⁷⁹ Matas A/S, Remuneration Policy, side 2 <http://investor.en.matas.dk/governance.cfm> (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁸⁰ NeuroSearch A/S. Vederlagspolitik for bestyrelsen for direktionen <http://neurosearch.dk/Default.aspx?ID=8087> (senest besøgt d. 05-05-2018)

har oplyst om det findes således blandt small cap selskaberne, hvilket kan ses i 6.14. Til trods for disse observationer blandt small cap selskaberne, så er det meget udbredt, at anvende kombinationer af præstationsmål.



Figur 6.14 - Kombination af præstationsmål small cap - egen tilvirkning

Selvom key-driveren i incitamentskontrakterne er finansielle resultatmål, så er der også udbredt, at resultater af ikke-finansiell karakter inddrages i bonusordningerne. Med inddragelsen af ikke-finansielle resultatmål, så øges antallet af mål i incitamentskontrakterne, og dermed vanskeliggøres det, at estimere det nøjagtige antal af mål som anvendes, hvorfor der ikke er foretaget statistik på dette. Nedenstående citat fra Bang & Olufsen er et eksempel herpå, hvori de beskriver deres anvendelse af både finansielle og ikke-finansielle mål.

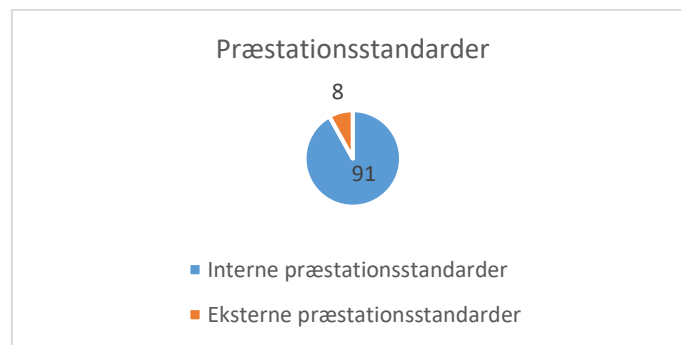
“These objectives will primarily relate to the achievement of the company’s budgeted results or the achievement of the financial ratios or other measurable personal results of a financial or non-financial nature.”¹⁸¹

6.2.3 Præstationsstandarder

For præstationsstandarderne gør det sig gældende, at nogle selskaber har valgt at anvende mere end en præstationsstandard, hvilket betyder, at det samlede antal af præstationsstandere overstiger antallet af selskaber i undersøgelsen. Formålet med undersøgelsen har, i samme grad som tilfældet med præstationsmål, været at finde frem til forholdet mellem de anvendte præstationsstandarder.

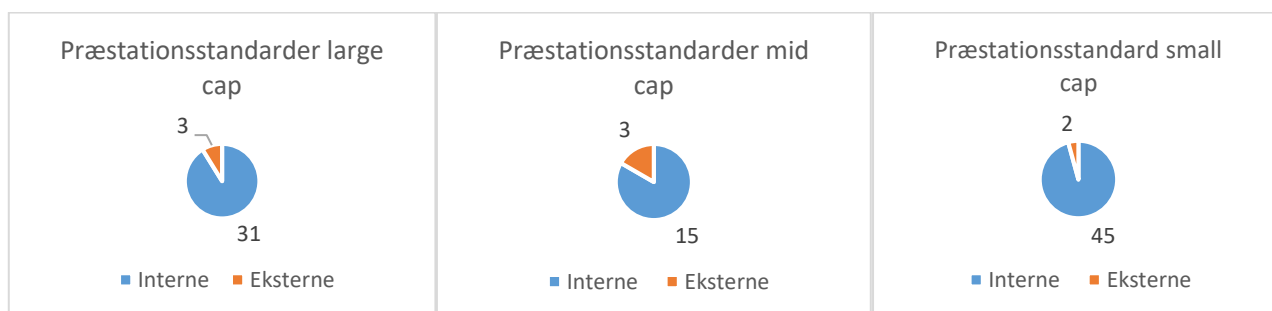
Figur 6.15, viser, at der i undersøgelsen har været 91 observationer af interne præstationsstandarder og 8 observationer af eksterne standarder. På trods af at nogle selskaber er sparsomme i deres detaljeringsgrad af offentlige tilgængelige oplysninger om indholdet i deres incitamentskontrakter, så er der en signifikant overvægt af observationer af interne præstationsstandarder relativt til eksterne præstationsstandarder.

¹⁸¹ Bang & Olufsen (10-03-2011) A/S, General guidelines concerning incentive-based remuneration, side 1 (Senest besøgt d. 05-05-2018)



Figur 6.15 - Præstationsstandarder - egen tilvirkning

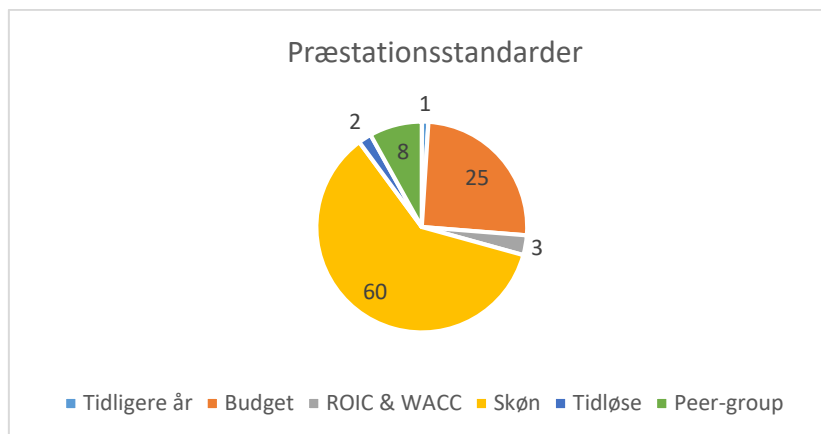
I figur 6.16, 6.17 og 6.18 kan det ses, at det, relativt, er mest udbredt blandt mid cap selskaberne, at anvende eksterne præstationsstandarder, hvor forholdet mellem eksterne og interne præstationsstandere er 1/5. For selskaberne i large og small cap er forholdet henholdsvis ca. 1/10 og ca. 1/20. Generelt set så gælder det stadig for alle 3 grupper af selskaber, at interne præstationsstandarder er de mest anvendte.



Figur 6.16-Præstationsstandarder large cap. Figur 6.17-Præstationsstandarder mid cap. Figur 6.18-Præstationsstandarder small cap Egen tilvirkning

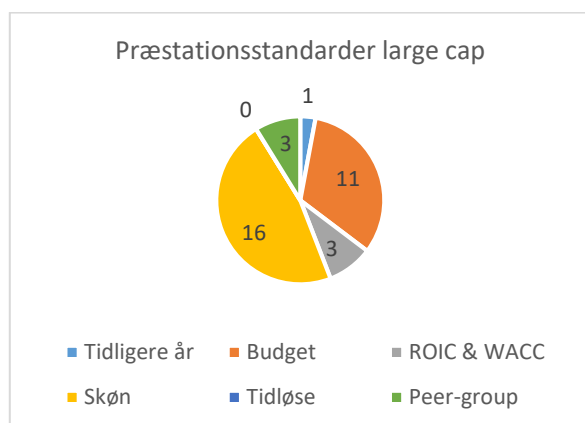
Figur 6.19, på næste side, viser, at de to interne præstationsstandarder skønsmæssige standarder og budgetter er de klart mest anvendte blandt de børsnoterede selskaber. Der har været 60 observationer af selskaber som anvender skøn, og 25 observationer af selskaber som anvender budgetter, som dets standard for udbetaling af bonus. Undersøgelsen viser også, at 2 selskaber anvender tidløse standarder, kun 1 selskaber bruger aktivt tidligere års resultat, mens 3 selskaber anvender forhold mellem ROIC og WACC.

Da undersøgelsen ikke har dybere adgang til, hvilke skønsmæssige betragtninger og forhold som ligger til grund for den skønsmæssige standard, så er det svært at konkludere noget endegyldigt. Det må kunne formodes, at bestyrelsen og vederlagsudvalget tildeler lægger vægt på, hvordan selskabet har præsteret i det aktuelle år i forhold til det forgangne år, samt at evnen til at skabe værdi målt i forholdet mellem ROIC og WACC ligeledes vil være med inde i overvejelserne i forhold til udbetaling af bonus. Men da der ikke foreligger observationer eller informationer om dette, så kan denne påstand ikke konfirmeres eller underbygges.

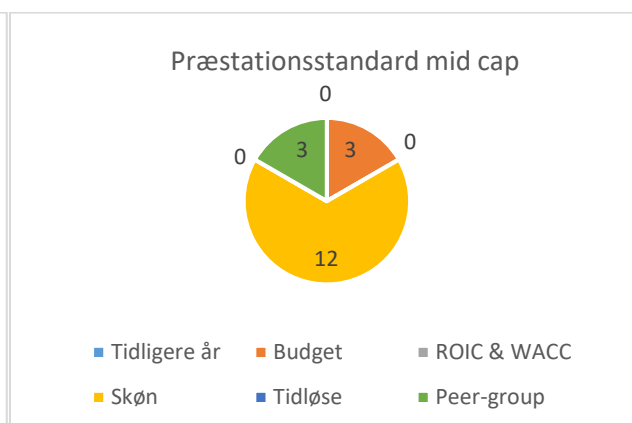


Figur 6.19 Præstationsstandarder for alle selskaberne - egen tilvirkning

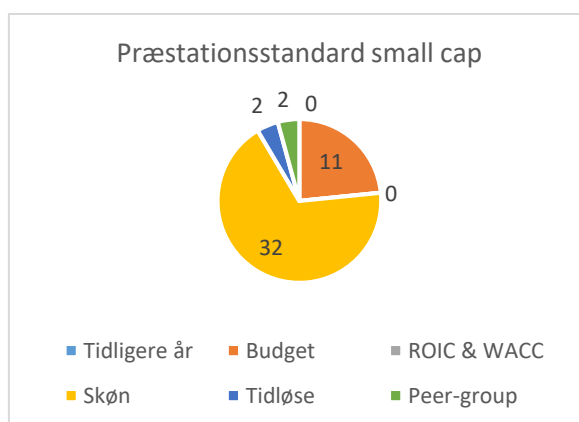
Observationerne af præstationsstandarder fordelt på de 3 grupperinger af selskaber i figur 6.20, 6.21 og 6.22 viser, at skønsmæssige standard er den mest udbredte standard i alle grupperne. Det er værd at lægge mærke til, at det kun er blandt large cap selskaberne, at forholdet mellem ROIC & WACC anvendes som standard. Det er desuden kun blandt small cap selskaberne, at der anvendes tidløse standarder.



Figur 6.20 - Præstationsstandarder large cap - egen tilvirkning



Figur 6.21 - Præstationsstandarder mid cap - egen tilvirkning



Figur 6.22 - Præstationsstandarder small cap - egen tilvirkning

Et eksempel på et selskab, som gør brug af eksterne standarder er ISS A/S, men som nedenstående citat fra deres vederlagspolitik viser, så er der tale om en kombination af standarder, da der også er tale om et skøn fra bestyrelsen.

”Key operational objectives on strategic targets and priorities, including cash, growth, profit, earnings per share, return on capital employed and total shareholder return relative to other Danish listed companies and/or ISS’ peers or other bonus objectives as determined by the Board of Directors, may be used as a measure of the performance.”¹⁸²

Et eksempel på en tidløs standard er fra TK Development, som i deres vederlagspolitik formulerer:

”Den kortsigtede incitamentsordning består af en årlig kontant bonus. Denne bonus udgør for hvert direktionsmedlem ½ % af koncernens resultat efter skat. Bonusbeløbet der ikke er maksimeret, kan alene opnås når koncernens resultat efter skat som minimum udgør en egenkapitalforrentning på 8 %.”¹⁸³

Der findes mange selskaber, som anvender benchmarking med tilsvarende selskaber i deres niveau for aflønning af ledelsen, som for eksempel DSV, men det er som sagt i niveauet for aflønning, og dermed ikke deres præstationsstandard:

”The overall level of remuneration is determined based on market level, taking into consideration the size of the organisation and its complexity, number of employees and development direction, etc.”¹⁸⁴

Det beviser dog, at de børsnoterede selskaber er opmærksomme på, hvorledes aflønning i konkurrerende selskaber foregår, og forsøger at lægge selskabets egen aflønning i et tilsvarende niveau. Det kan også opfattes som en indikator for, at bestyrelsen og vederlagsudvalget i de skønsmæssige standarder kan have fokus på en peer-group, således at selskabets præstationsstandarder ligger på et niveau, som er tilsvarende til konkurrenternes.

6.2.4 Præstationsstruktur

Figur 6.23, på næste side, er udarbejdet på baggrund den indsamlede data fra de 82 selskaber, som har oplyst at de anvender incitamentsaflønning. Det samlede antal af observationer overstiger igen antallet af selskaber i undersøgelsen, hvilket igen skyldes, at nogle selskaber både anvender engangsbeløb og bonusbank. Et eksempel herpå er TDC:

¹⁸² ISS A/S, Remuneration Policy, side 2. <http://inv.issworld.com/policies.cfm> (Senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁸³ TK Development, Vederlagspolitik www.tkdevelopment.dk/Default.aspx?ID=3733 (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁸⁴ DSV A/S, Remuneration Policy of DSV, side 1 <http://investor.dsv.com/policies.cfm> (Senest besøgt d. 05-05-2018)

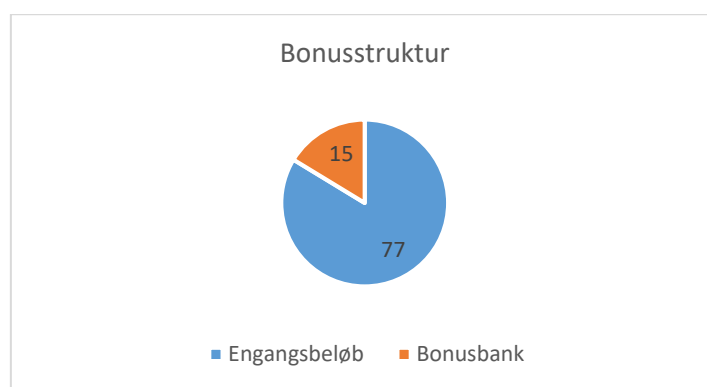
*"For direktionen anvendes et element af udskydelse. Medlemmerne af direktionen skal udskyde 50% af deres kortsigtede bonus i tre år med mulighed for at udskyde yderligere op til 50% af deres bonus i tre år."*¹⁸⁵

Generelt set, så har detaljeringsgraden af de offentlige tilgængelige oplysninger om præstationsstrukturen i incitamentskontrakterne været af en ringe kvalitet, som for eksempel for DLH A/S:

*" Individual members of Group Management can achieve an annual cash bonus of up to 30% of the fixed base salary... The general guidelines for this are as follows: The management member receives an annual cash bonus, the size of which depends on the degree of fulfilment of the individual targets the management member has previously agreed with the company's CEO"*¹⁸⁶

Der gives informationer om det maksimale beløb, som direktionen kan opnå, men ingen informationer om, hvorvidt det sker lineært, trinvist eller om det er med en konveks eller konkav fordelingsnøgle. Der er i undersøgelsen taget udgangspunkt i, at observationer tilsvarende ovenstående citat fra DLH A/S, bliver opfattet således, at udbetalingen af bonussen foregår som et engangsbeløb. Der er ligeledes i undersøgelsen taget udgangspunkt i, at hvis ikke det klart er defineret hvorledes beløbsstørrelsen bonussen udregnes, så sker det lineært i mellem top og bundgrænsen. Med udgangspunkt DLH A/S' citat, så anvendes graden af opfyldelse af målet, hvilket alt andet lige, i undersøgelsen opfattes som en lineær proces, som for eksempel vil blive målt i procent.

Figur 6.23 viser, at 77 af de undersøgte selskaber anvender engangsbeløb og 15 selskaber anvender en form for bonusbank. Det beviser, at det er mest udbredt at udbetale hele beløbet for den optjente bonus på en gang.



Figur 6.23 - Bonusstruktur - egen tilvirkning

¹⁸⁵ TDC A/S, Årsrapport 2016, side 115

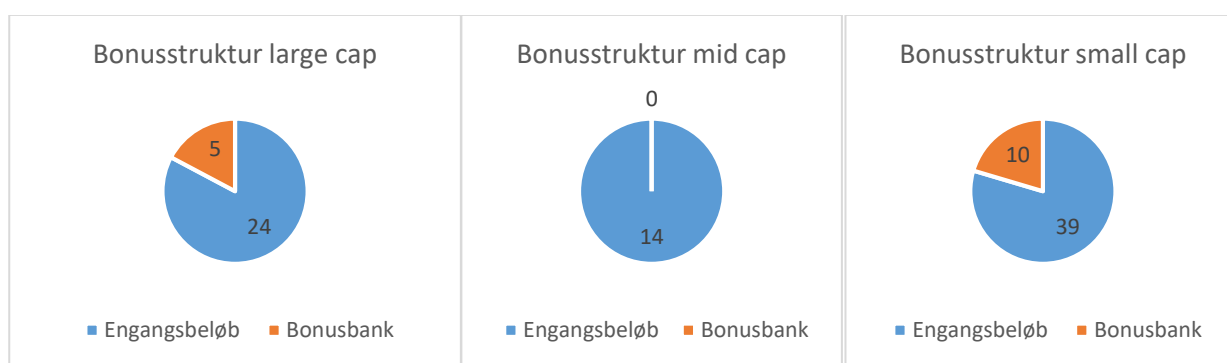
¹⁸⁶ DLH A/S, General guidelines for incentive remuneration, side 1

http://www.dlh.dk/Investor/Corporate_governance/Incentive_Remuneration.aspx (Senest besøgt d. 05-05-2018)

Selskabernes beskrivelse af anvendelsen af en reel bonusbank er en smule utydelig. Flere selskaber omtaler en løbende ikke-aktiebaseret udbetaling, som vil strække sig over en flere-periodisk tidsrække, hvilket i denne undersøgelse er blevet opfattet som en form for bonusbank, og dermed inddraget i observationerne.

I figur 6.24, 6.25 og 6.26 kan det ses, at ingen af mid cap selskaberne har inkorporeret bonusbank i deres incitamentskontrakter. Blandt large cap selskaberne er forholdet ca. 1/5 og for small cap selskaberne 1/4. Der er for alle tre grupperinger af selskaber en klar overvægt i anvendelsen af engangsbeløb.

Det er svært at konkludere noget endegyldigt om, hvorvidt størrelsen på selskabet har indflydelse på anvendelsen af bonusbank, da det er det midterste segment, som adskiller sig fra de resterende ved ikke at anvende det.



Figur 6.24 - Bonusstruktur large cap

Figur 6.25 - Bonusstruktur mid cap

Figur 6.26 - Figur small cap - egen tilvirkning

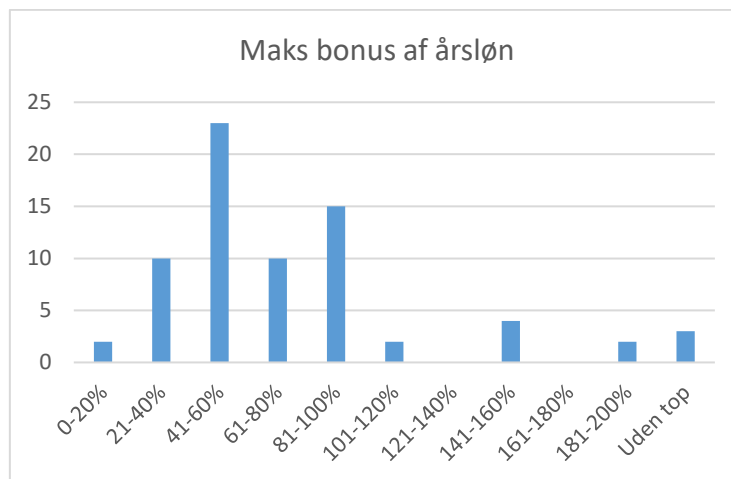
I undersøgelsen er det ikke fundet oplysninger om andre strukturer for beregning af bonusbeløbets størrelsen, end via non-lineær bonusstruktur, hvor alle selskaber operer med en bund og kun få selskaber uden top. Udregning af bonussen sker herefter lineært i forhold til opfyldelsen af de fremsatte målsætninger. Der er derfor ikke foretaget yderligere statistisk for dette.

Et af de få punkter, hvor selskaberne er villige til og har givet detaljeret informationer, er hvor stor en bonus direktionen kan opnå af deres årsløn. Det har 71 af de 82 selskaber givet informationer om. I tabel 6.1, på næste side, er der ved hjælp af et søjlediagram vist, hvorledes frekvensen af observationerne i 20%-intervaller er fordelt.

Det kan her ses, at det hyppigste interval for den procentvise maksimale grænse for bonus af årslønnen er 41-60%, hvor der findes 23 observationer svarende til 32%. Næstflest, 15, observationer findes i intervallet 81-100%. Der findes en centrering i intervallet 21-100%, hvor der er gjort 58 observationer, svarende til ca. 82%. Der er ikke tale om en normalfordeling af observationer. 3 selskaber har ikke sat noget maksimum på deres optjening af bonus.

Et af de selskaber er TK Development, som skriver følgende i deres vederlagspolitik:

"Bonusbeløbet der ikke er maksimeret, kan alene opnås når koncernens resultat efter skat som minimum udgør en egenkapitalforrentning på 8 %"¹⁸⁷



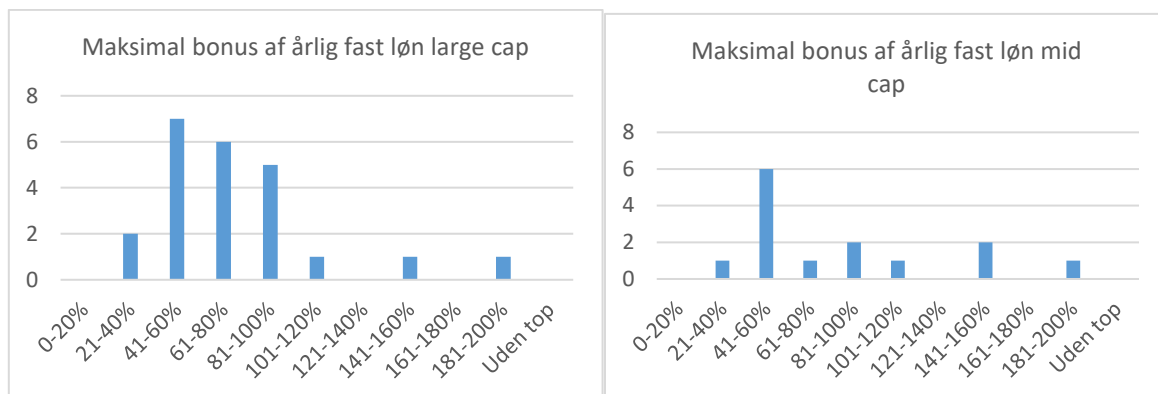
Tabel 6.1 - Maks bonus af årsløn - Egen tilvirkning

Tabellerne 6.2, 6.3 og 6.4, på næste side, skaber et overblik over fordelingen i large-, mid- og small cap. For mid cap selskaberne er der en meget høj centralisering omkring 41-60% intervallet, hvilket kan tyde på, at man har et øje til, hvordan markedet aflønner ledelsen i selskaber af samme størrelse, og har fået indført en form for best practice. Det er kun i small cap selskaberne, at man anvender incitamentskontrakter uden top.

Umildbart kan en forklaring herpå være at de mindre selskaber tager større risici end de større selskaber. Ved ikke at have implementeret en top grænse for bonussen, så skabes et incitament til ledelsen om at tage ekstra risici, da der skabes en asymmetrisk pay-off profil, hvor ledelsen kun risikerer ikke at opnå bonus, men samtidig ikke har nogen grænse for up-siden.

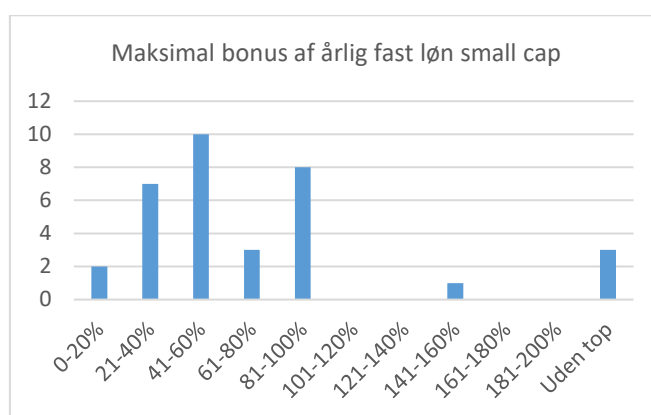
Det kan føre til større risiko i de investeringer og handlinger, som ledelsen foretager sig. Omvendt, så er der relativt få observationer af selskaber, hvor direktionen kan opnå bonus over 100% af deres årsløn blandt small cap selskaberne.

¹⁸⁷ TK Development, Vederlagspolitik www.tkdevelopment.dk/Default.aspx?ID=3733 (senest besøgt d. 05-05-2018)



Tabel 6.2 - Maksimal bonus af årlig fast løn large cap

Tabel 6.3 - Maksimal bonus af årlig fast løn mid cap - egen tilvirkning



Tabel 6.4 - Maksimal bonus af årlig fast løn small cap - Egen tilvirkning

Der er udelukkende indsamlet data og udarbejdet statistik for den maksimale grænse. Blandt selskaberne findes der mange forskellige udformninger af hvor stort et spænd der er mellem den mindste og maksimale grænse for bonus af årslønnen, hvilket har gjort, at det ikke har været hensigtsmæssigt at danne statistik ud for dette.

Kapitel 4 - Sammenligning af teori og data, samt retningslinjer

I dette kapitel vil de teoretiske- og de fundene empiriske resultater blive sammenlignet. På baggrund af kapitel 2 og 3 vil der blive udarbejdet retningslinjer for udarbejdelsen af incitamentskontrakter. Til sidst vil kapitlet indeholde en diskussion af resultaterne i afhandlingen, samt den anvendte teori.

7 Teoretiske data vs. Empiriske

Formålet med dette afsnit er, at undersøge ligheder og forskelligheder mellem de fundne empiriske data og den beskrevne teori. Hensigten med dette er, at muliggøre at udforme generelle retningslinjer for designet af incitamentskontrakter. Præstationsmål, præstationsstandard og præstationsstruktur vil blive sammenlignet.

7.1 Præstationsmål

De analyserede data viser, at absolutte præstationsmål er mest anvendt. Det er gældende samlet set, samt for selskaberne i både small-, mid- og large cap. Det mest anvendte præstationsmål er nettoresultat, hvilket også gør sig gældende for alle tre grupperinger af selskaber, dog med en større adspredelse mellem præstationsmålene for large cap selskaberne relativt set til mid cap og især small cap.

Anvendelsen af nettoresultat har bl.a. den fordel, at alle indtægter og udgifter medregnes i præstationsmålet, uafhængigt af klassificering af posterne i resultatopgørelsen. Der bliver således taget højde for både skat og kapitalstruktur.

Nettoresultatet er let at forstå, samt let at kommunikere. Desuden så opfylder det bonuskriterierne enkelthed og omkostningseffektivt, da det allerede udregnes og anvendes til rapporteringsformål.

Omvendt så kræver det, at man aftaler hvorledes særlige- og transitoriske poster bliver behandlet, og det skal afklares, hvordan man vil behandle ændringer i skatteprocenten. En generel svaghed ved anvendelsen af absolutte præstationsmål er, at de ikke medregner kapitalomkostningerne (WACC). Hvilket gør at det ikke er et ideelt præstationsmål til vurdering af værdiskabelse.

Netop værdiskabelsen i selskabet er noget af det som teorien lægger allermest vægt på. Jævnfør teorien så er de relative præstationsmål de mest anbefalelsesværdige, og specielt EVA som præstationsmål. Grunden til dette er, at man ved udregningen af EVA, i modsætning til absolutte præstationsmål, inddrager WACC. Dermed anses EVA for et bedre mål til vurdering af værdiskabelse i et selskab. Ved at anvende EVA vil man gå på kompromis med enkeltheden og omkostningseffektiviteten, da EVA er mere kompleks at udregne og forklare.

I praksis har det vist sig, at langt største delen af selskaberne anvender en form for kombination af præstationsmål i deres incitamentskontrakter. Teoretisk set bakkes der op omkring anvendelsen af flere forskellige præstationsmål, da man derved vil kunne kompensere og supplere for mangler ved det enkelte resultatmål. Teorien beskriver til gengæld også, man skal være forsigtig med at anvende for mange præstationsmål i incitamentskontrakterne, da det vil øge kompleksiteten i incitamentskontrakten og til sidst ende med, at der er ikke er klarhed over, hvad som kræves for at opnå bonus. Det har ikke været muligt, at undersøge det præcise antal af præstationsmål i incitamentskontrakterne nærmere.

7.2 Præstationsstandard

Undersøgelsen fandt frem til, at der var en klar overvægt i anvendelsen af interne standarder blandt de undersøgte børsnoterede selskaber. Den store overvægt er også gældende for selskaberne i de 3 grupperinger. Blandt de interne standarder, anvendes de skønsmæssige standarder oftest, hvilket også er gældende for alle 3 grupperinger af selskaber. Næstefter skønsmæssige standarder følger budgetter. Observationerne af eksterne standarder er fordelt udover alle 3 grupper af selskaber, dog med den højeste relative frekvens for mid cap selskaberne.

Ved at anvende skønsmæssige standarder, så opnår vederlagsudvalget og bestyrelsen en fleksibilitet i deres fastsættelse af standard, således at mange forskellige faktorer kan inddrages i deres vurdering af hvorledes selskabet kan forventes at præstere i den kommende periode, samt giver mulighed for at lægge fokus på særligt vigtige og interessante områder. Med denne fleksibilitet stiger kompleksiteten, og omkostningseffektiviteten vil falde. Desuden så medfører skøn også subjektive vurderinger, som typisk vil højne risikoen for fejlvurderinger og dermed udsætte direktionen for en øget risiko i deres incitamentskontrakt. Det vil kunne påvirke nøjagtighedskriteriet negativt.

Fordelene ved at anvende budgetter er, at de er lette at forstå og at de allerede bliver udarbejdet i større eller mindre omfang i de fleste selskaber. Derfor er det også meget naturligt, at mange selskaber vælger at anvende budgetter som standard. Da de allerede bliver udarbejdet, så er de omkostningseffektive, på samme måde som det er gældende for absolutte præstationsmål.

Ulemperne ved at anvende budgetter er, at direktionen ofte selv er med til at godkende budgetterne, hvilket gør at de kan have indflydelse på den standard deres bonus bliver udbetalt efter. Derved kan de opnå et incitament til at sætte standarden lavt, således at det er lettere at opnå bonus for dem selv, hvilket skader objektiviteten i incitamentskontrakten. Der er desuden ikke meget kongruens mellem værdiskabelsen i selskabet og opfyldelsen af budgetterne.

Teorien anbefaler, at man anvender eksterne standarder i form af en peer-group. Det skyldes, at man derved fjerner muligheden for, at have indflydelse på udformningen af standarden, fra direktionen. I praksis kan det være svært at finde frem til en god peer-group for selskaberne. Det skyldes, at det er vanskeligt at finde sammenlignelige selskaber, som matcher på forretningsområde og omfang, geografi, regnskabspraksis m.m., og hvis ikke det kan lykkes, så er det problematisk at sammenligne selskaberne. Disse problem kan være medvirkende til, at kun 8 af de undersøgte selskaber oplyste om anvendelse af en decideret peer-group.

7.3 Præstationsstruktur

Undersøgelsen viste, at størstedelen af selskaberne udbetaler bonus til direktionen, som et engangsbeløb. Ved nærmere undersøgelse af udbetalingsstrukturen for selskaberne i de tre grupperinger, viser det sig også at være gældende for disse.

Undersøgelsen fandt også frem til, at alle selskaber anvender en bund i deres struktur, og blot 3 selskaber opererer uden top. Der blev ikke fundet klare observationer af, at bonusaflønning mellem top og bund foregik trinvis, hvorfor det formodes at være sket lineært, som det også er beskrevet i analysen.

Ved at anvende top og bund, så fjerner man risikoen for at skulle tilbagebetale et beløb til selskabet fra ledelsen, hvis selskabet præsterer dårligt. Man risikerer også, at fjerne incitamenterne for ledelsen. Det sker hvis ledelsen enten indser, at det ikke er muligt at opnå bonus i indeværende år, og derfor vil være motiveret til at udføre earnings management, således at indtjening udskydes til det efterfølgende år. Det kan også ske, hvis topgrænsen af bonus er nået, og ledelsen dermed ikke får yderligere bonus af at præstere bedre i indeværende år. Udbetalingen af hele beløbet på engang kan få ledelsen til at tænke kortsigtet, og dermed ikke tænke på den langsigtede værdiskabelse for selskabet. Teorien henviser til anvendelse af bonusbank, hvilket kan medvirke til en mere langsigtet tænkning fra ledelsen. Hvis man anvender absolutte præstationsmål sammen med budgetter som standard, og selskabet klarer sig meget bedre end disse standarder, så vil ledelsen kunne få udbetalt en stor bonus uden en sikkerhed for, at det de har præsteret har været værdiskabende for selskabet.

Teoretisk set, så argumenteres der for, at anvende en lineær struktur, da det er denne struktur, som skaber den højeste kongruens. Desto bedre præstation, desto større bonus. Den asymmetriske pay-off profil afskaffes ligeledes med den lineær struktur. Man undgår desuden også nogle af de problemstillinger i henhold til earnings management, hvis der anvendes en lineær struktur. I praksis er det sjældent anvendt, da det er forbundet med stor risiko for modtageren af en sådanne kontrakt, hvilket vil kræve en høj kompensation i form af fast vederlag. I forhold den procentvisegrænse for den maksimale opnåelse af bonus i forhold til årslønnen, så beskriver teorien, at det er vigtigt, at størrelsen af bonussen giver anledning til, at ledelsen vil stræbe efter at opfylde målene og kriterierne for bonus. Hvis ikke det er tilfældet, så vil incitamentet i incitamentskontrakten forsvinde, og kvaliteten af kontrakten vil derfor være ringe. Bonussen bør omvendt heller ikke være for høj, da det vil kunne medvirke en for stor fokus fra ledelsen for opnåelse af denne, og påvirke ledelsens incitament. I praksis, er der en generelt stor spredning for det procentvise maksimum af årslønnen. Der en centrering af observationer i intervallerne 41-60 % og 81-100%. Da det er udtryk for den maksimale bonus, og dermed ikke den forventelige bonus, så vil man kunne argumentere for, at intervallet på 41-60 %, ligger i den lave ende, hvis grundbonussen her forventes at være lavere.

8 Retningslinjer for incitamentskontrakt

Agentteorien fokuserer, i et incitamentsaflønningsmæssigt perspektiv, på, at skabe interessesammenfald mellem direktionen og aktionærerne. Aktionærernes interesse ligger i, at skabe en langsigtet værdiskabelse i selskabet, og formålet med incitamentskontrakten er derfor, at hjælpe til at skabe et incitament for direktionen om netop dette.

Både Merchant, Plenborg og Vriberg beskriver en række kriterier, som danner grundlaget for en incitamentskontrakt af høj kvalitet, og som vederlagsudvalget og bestyrelsen bør fokuseres på, i forbindelse med udarbejdelsen af incitamentskontrakter. Det drejer sig om kongruens, kontrollerbarhed, enkelthed, regnskabsmæssige problemstillinger, nøjagtighed og omkostningseffektivitet.

Det er vigtigt at have fokus på alle kriterier, men Merchant, Plenborg og Vriberg er enige om vigtigheden af, at skabe kongruens mellem ledelsen og aktionærerne, og at skabe værdi for aktionærerne, hvorfor det også teoretisk set bliver fremstillet som det vigtigste kriterie i incitamentskontrakten.

*”Regnskabsbaserede bonusordninger bør understøtte virksomhedens strategi med henblik på at maksimere værdien for aktionærerne, og de finansielle præstationsmål skal derfor afspejle økonomisk indkomst.”*¹⁸⁸

Selskaberne, som for eksempel BioPorto A/S, udtrykker tilsvarende, at incitamentsprogrammerne er udformet for at ensrette interesserne for aktionærerne og ledelsen, og bidrager til opfattelsen af kongruens, som det vigtigste kriterie.

*”For the purpose of establishing common interests between the executive management and shareholders, and considering the company’s short-term and long-term goals, the board of directors deems it suitable to establish incentive-based programs for the company’s executive management.”*¹⁸⁹

Merchant, Plenborg og Vriberg er ligeledes enige om, at der ikke findes noget perfekt design af en incitamentskontrakt, som medfører at alle kriterier bliver opfyldt, men i stedet, så bør incitamentskontrakten tilpasses til det pågældende selskab og dets situation.

*”Not surprisingly, none of the measurement alternatives provides a perfect solution. All fail to satisfy one or more of the criteria, although some are better than others in specific situations.”*¹⁹⁰

¹⁸⁸ Petersen, C. V. (2011)

¹⁸⁹ BioPorto A/S. Remuneration policy and guidelines for incentive-based remuneration of the board of directors and executive management of BioPorto A/S <http://www.bioporto.com/Investor-Relations/Governance.aspx> (senest besøgt d. 05-05-2018)

¹⁹⁰ Merchant, K. A. (2006) side 894

“Som udgangspunkt skal det bemærkes, at “one-size-fits-all” bonusordninger ikke eksisterer; en bonusordning må tage udgangspunkt i de specifikke forhold, der gælder for den enkelte virksomhed og medarbejder”¹⁹¹

På baggrund af, at dette er anbefalinger for generelle retningslinjer for ikke-aktiebaserede incitamentskontrakter, så vil der ikke blive taget stilling til selskabernes aktuelle situation, vision og strategi, men derimod blive fokuseret på, hvorledes designet af incitamentskontrakten kan underbygge aktionærernes interesse og dermed selskabets formål; at sikre en langsigtet værdiskabelse. Designet af incitamentskontrakterne bygger på en kombination af valg om præstationsmål, præstationsstandarder og præstationsstruktur, hvis samlede formål skal være, at danne en kontrakt med høj kongruens i forhold til værdiskabelse.

Til det formål beskrives EVA, som det fortrukne præstationsmål:

“EVA hævdes at være den bedste proxy for eller forudsigelse af den fremtidige kursudvikling; en stigning i EVA bør derfor føre til en stigning i virksomhedens værdi”¹⁹²

Fordelen ved at anvende EVA er, at kapitalomkostningerne medregnes, hvorfor den økonomiske værdiskabelse først måles, når både regnskabsmæssige og økonomiske omkostninger er fratrasket. Her adskiller EVA sig fra alle de absolutte præstationsmål. EVA kræver i sin rene form en række justeringer, før det kan anvendes korrekt, men ved at anvende ændringen i EVA i stedet for det absolutte EVA-mål, så elimineres problemet med korrektionerne, hvorfor det anbefales at anvende ændringen i EVA. Det anbefales desuden, at gøre brug af eksterne standarder, nærmere bestemt peer-groups. Ved at anvende peer-groups bliver selskabets præstationer sammenholdt med sammenlignelige selskabers præstationer. Derved sikrer man, at ledelsen ikke blot opnår bonus på baggrund af en generel stigning i markedet. Det kræves derimod, at ledelsen præsterer tilsvarende eller bedre end de andre selskaber i markedet. En anden fordel ved at anvende eksterne standarder er, at ledelsen ikke har mulighed for direkte at påvirke niveauet for standarden, hvilket mindsker self-dealing problematikken.

I forhold til præstationsstrukturen, så anbefales det at anvende en lineær præstationsstruktur for at højne kongruensen mest muligt. Den lineære præstationsstruktur sikrer, at præstation og bonus er korreleret, samt at der gennem hele perioden vil være et incitament til præstere bedre, i modsætning til præstationsstrukturer med top og bund.

Incitamentskontrakterne er blevet kritiseret for, at være for kortsigtet. Udfordringer i forhold til kortsigtet

¹⁹¹ Petersen, C. V. (2011)

¹⁹² Petersen, C. V. (2011)

tankegang hos direktionen kan undgås ved lave ændringer i udbetalingen af bonusen. Det kan ske ved at anvende en bonusbank, som strækker sig over en flerårig-periode. Anbefalingerne for brugen af en bonusbank er, at udbetalingen af den optjente bonus sker over 3-5 år, og at der indsættes et initialbeløb i bonusbanket, således at ledelsen får udbetalt bonus for det første år. Det modvirket også, at bonusbanken ikke bliver negativ efter 1 år, hvis den kombineres med en lineær præstationsstruktur.

Kombination af præstationsmål kan afdække svaghederne ved et enkelt præstationsmål. Hvis strategien i et selskab er, at trænge ind på nye markeder eller markedspenetrere på eksisterende, så vil være svært at skabe incitament for det ved hjælp af EVA, da det ofte vil være omkostningstung på den korte bane. Det vil derfor være fordelagtigt, at lade noget af bonusen være afhængig af f.eks. væksten i omsætningen på et specifikt marked, da det vil supplere med værdifuldinformation.

I tilfælde hvor EVA anvendes som det primære præstationsmål, vil det være anbefalelsesværdigt, at anvende andre præstationsmål, som også medregner dele af den fremtidige indtjening. Udviklingen i aktiekursen kunne f.eks. være en mulighed, da aktiekursen i mange tilfælde beregnes ved hjælp af DCF-metode, som tilbagediskonterer den forventede fremtidige indtjening.

Som tidligere nævnt, så findes der ikke nogen gylden løsning, hvorfor der også medfølger en række ulemper ved at anvende ovenstående design i udformning af en incitamentskontrakt.

Hvis væksten i EVA anvendes som præstationsmål kræves det, at man hvert år skal præstere bedre end forrige år for at opnå bonus. Det er ikke nok længe at skabe økonomisk overskud ved EVA, da man for hvert år bliver målt i forhold til forrige års EVA. Således kan man sige, at man ved anvendelsen af ændringen i EVA også anvender en intern standard, forrige års resultat.

Ændringen i EVA tager desuden heller ikke højde for horisontproblemet, da det kun er den igangværendes periodes transaktioner som medregnes. Der vil derfor kunne indgå nogle omkostninger på projekter, som i sig selv vil have en positiv NPV, men som vil påvirke den igangværende periode EVA negativt. Det vil kunne medføre, at ledelsen vil holde sig fra, at foretage investeringer i disse projekter. Ved at anvende bonusbank vil ledelsen kunne opnå nytte af de forventelige senere positive indvirkninger fra de igangsatte projekter. Desuden skal kapitalomkostningerne estimeres, hvilket kan være forbundet med subjektive holdning, som vil forringe nøjagtigheden og objektiviteten i incitamentskontrakten.

For anvendelsen af peer-groups er det gældende, at det kan være vanskeligt at finde frem til sammenlignelige selskaber, som matcher på alle parametre i forhold til det pågældende selskab. Det kan derfor ende med, at man inddrager selskaber som ikke er helt sammenlignelige i ens peer-group, hvilket betyder at man enten skal kompensere eller justere for nogle af de forskelligheder som måtte finde sted. Det kan også være, at kvaliteten af de fundne standarder i peer-groupen ikke er tilstrækkelig høj til, at

levere et retvisende billede. Det vil komplicere indholdet i kontrakten, og skabe en ringere nøjagtighed. Lineære præstationsstrukturer medfører, at der er en stor risiko forbundet med incitamentskontrakten for agenten, direktionen. Det vil kunne føre til, at selskabet ender i en situation, hvor det vil have svært ved at tiltrække kvalificeret arbejdskraft eller i en situation, hvor det vil være nødvendigt at kompensere direktionen ekstraordinært ved at hæve beløbet for det faste vederlag, hvorfor det i praksis vil være svært at anvende til trods for, at det teoretisk er den bedste løsning i forhold til skabe kongruens. Noget af denne risiko vil kunne afdækkes med bonusbanken, så risikoen for at skulle betale penge tilbage til selskabet ved negativ bonus reduceres.

En kombination af anvendelse af EVA, peer-groups, lineær præstationsstruktur og bonusbank vil påvirke de 6 bonuskriterier, som det fremgår af tabel 8.1

Bonuskriterie	Positivt	Negativt
Kongruens	Vækst i EVA er en god indikator for værdiskabelse Peer-groups sikrer værdiskabelse i forhold til markedet. Tager højde for investeret kapital og kapitalomkostninger Lineære præstationsstruktur sikrer incitament gennem hele perioden	Projekter kan have positiv NPV, men have en negativ indflydelse på EVA på kort sigt.
Kontrollerbarhed	Ledelsen har indflydelse på udviklingen i EVA	Ledelsen kan blive inddraget i forhold til beregning af niveauet for kapitalomkostningerne.
Enkelthed	Anvendelse af udviklingen i EVA betyder at man slipper for regnskabsmæssige korrektioner af 150+ poster	Mere kompliceret at forstå end anvendelse af poster fra resultatopgørelsen Hvis ikke udviklingen i EVA anvendes, så skal der foretages korrektioner
Nøjagtighed	Ledelsen har ikke længere indflydelse på niveauet for præstationsstandarden	Estimering af kapitalomkostningerne kan medføre subjektive skøn, som kan forvrænge nøjagtigheden Svært at finde frem til peer-groups, hvilket kan føre til fejl i standarden.
Omkostningseffektivitet		Kræver ekstraberegninger at finde frem til EVA og kapitalomkostningerne. Kræver ressourcer at finde peer-group
Regnskabsmæssige problemstillinger	Ved anvendelsen af vækst i EVA minimere man de regnskabsmæssige problemstillinger og den regnskabsmæssige støj.	Kræver afklaring af behandlingen af transitoriske- og særlige poster, så ledelsen hverken bliver belønnet eller straffet for disse

Tabel 8.1 - Anbefalede retningslinjer for designs indflydelse på bonuskriterier - Egen tilvirkning

9 Diskussion

9.1 Kritik af agentteori og kompensation

Agentteorien som er anvendt i denne afhandling anvender en snæver nyttefunktion. Nyttens er således direkte afspejlet i lønnen, og medtager ikke andre benefits/fordele, som måtte være forbundet med jobbet. Kunz og Pfaff kritiserer agentteorien for dens forudsætning i forhold til adfærden blandt de involverede parter, og udfordrer samtidig, hvorvidt det er muligt, at sætte lighedstegn mellem resultatbaserede incitamenter og produktiviteten hos agenten.¹⁹³

Deci og Frey har formuleret en dybere kritik af agentteorien ensidige fokusering af de økonomiske incitamenter og de ydre belønningsformer, som for eksempel den resultatbaserede bonusafklønning. Deci beskriver forholdet mellem indre og ydre belønning, og motivationen som denne afføder. Det handler om årsagssammenhæng, og individets evne til at lokalisere årsagssammenhængen. Såfremt agentens adfærd er drevet af en indre motivation, så vil agenten efterspørge arbejde, da det giver en indre belønning. Omvendt, så vil agenter, som modtager en ydre belønning i form af for eksempel resultatlønsordninger, ikke agere i nogle aktiviteter, hvis ikke de kan se, at de vil blive kompenseret for deres arbejde.¹⁹⁴

Den overordnet kritik går på, at man ved at have for meget fokus på den ydre belønning til agenten, kan forsage at agentens adfærd ændres. Agentens adfærd vil kunne gå fra tidligere at være indre motiveret på baggrund af en opnåelse og nytte af indre belønningsformer, til fremadrettet at være drevet af nytteværdien fra de ydre belønningsformer. Man minimerer således nytteværdien af den indre belønning, som ellers er relativt mindre omkostningstung, i forhold til ydre belønningsformer. Dette vil kunne medvirke til, at der skabes et skred i det værdigrundlag, som eksisterer i en organisation, samt skabe problemer med loyaliteten overfor selskabet. Det skyldes, at der vil kunne opstå en kultur, hvor alle præstationer og handlinger forventes at blive belønnet med ydre belønningsformer.¹⁹⁵

“Contingent pay systems do not appear to be compatible with participative management systems”¹⁹⁶

Frey har efterfølgende arbejdet videre på Decis forskning, og udviklet en økonomisk teori, som også forholder sig kritisk til agent-principal teorien og dennes forsøg på at imødekomme motivationsproblemerne for agenten. Frey stiller spørgsmålstejn ved, hvorvidt de indre og ydre

¹⁹³ Kunz, A. H. & Pfaff, D. (2002) Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation, *Accounting, Organizations and Society*, 2002, vol. 27, issue 3, 275-295

¹⁹⁴ Deci, E. (1972) The effects of contingent and noncontingent reward and controls on intrinsic motivation, *Organizational behavior and human performance*.

¹⁹⁵ Ibsen, F. & Christensen, J. F. (2001) Løn som fortjent, Jurist- og økonomiforbundets forlag. Side. 132

¹⁹⁶ Deci, E. (1972) side 226

belønningsformer og dermed motivationsfaktorer er additive.¹⁹⁷ Frey forsøger at forklare det med 3 psykologiske processer:

Svækket selvbestemmelse, er når agenten oplever indblanding fra principalen angående, hvilket fokus som skal lægges på et specielt område, og dermed fratager agentens selvbestemmelse over arbejdet. I det tilfælde vil den indre motivation hos agenten blive erstattet af ydre motivation, da agenten ikke længere agere på baggrund af en indre motivation.

Svækket selvfølelse, når agenten ikke længere føler, at dens indre motivation og belønning bliver værdsat og anerkendt af en ekstern part. I tilfælde hvor agenten tilbydes ydre belønning, så vil agenten føle, at dens engagement og loyalitet ikke bliver værdsat.

Svækket udtryksmuligheder, når en agent som handler på baggrund af sin inde motivation bliver frataget muligheden for, at udtrykke sin nytte og indre belønning ved den indre motivation, så vil agenten have tendens til, som reaktion hertil, at give afkald på sine indre motivation, og i stedet handle på baggrund af motivationen fra ydre belønningsformer.¹⁹⁸

Dertil kommer en kritik af størrelsen på den ydre belønning. Ariely har på baggrund af tidligere undersøgelser diskuteret hvorvidt store finansielle belønninger, på baggrund af præstationer, kan være medvirkende til en ringere præstation. Han er kommet frem til, at til trods for, at finansielle incitamenter skaber en større motivation og arbejdsindsats hos modtageren, så er det kun gældende til et vist niveau. Hvis kompensationen bliver for stor, så vil det kunne medfølge en stagnering eller fald i modtagerens præstationer, da det vil skabe en distraktion, hvor agenten vil fokusere for meget på egen interesse og maksimering af egen nytte.¹⁹⁹ Hvilket underbygger Leonhardt Pihls bekymring.

Der er en generel opfattelse af, at niveauet for den resultatbaserede bonusafbetaling bliver fastsat af bestyrelsen eller vederlagsudvalget, ud fra armslængdeprincippet. Det stiller Bebchuk & Fried spørgsmålstejn ved, da de ikke mener, at det muligt grundet asymmetrisk information.²⁰⁰

9.2 Kritik af designet af en incitamentskontrakt af høj kvalitet

Der er flere gange blevet beskrevet, hvordan både Merchant, Vriberg og Plenborg indikerer, at der ikke findes nogen endegyldig formel for, hvordan det perfekte design af en incitamentskontrakt skal være.

¹⁹⁷ Frey, B. S. (1997), The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding- Out. *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 4 (Sep., 1997), side 746-755

¹⁹⁸ Ibsen, F. & Christensen, J. F. (2001)

¹⁹⁹ Ariely, D. (2010), The upside of irrationality. New York, Harper Perennial

²⁰⁰ Bebchuk, L. & Fried, J. (2004)

*"Not surprisingly, none of the measurement alternatives provides a perfect solution. All fail to satisfy one or more of the criteria, although some are better than others in specific situations."*²⁰¹

I afhandlingens retningslinjer for design af incitamentskontrakt er der lagt fokus på, at skulle designe en incitamentskontrakt af høj kvalitet, med et stort fokus på teoretisk at skabe kongruens, da teorien opfatter kongruens som det vigtigste bonuskriterie. Dette er sket til trods for, at teorien ikke mener at det er muligt, at udarbejde en gældende retningslinje som alle kan anvende, hvilket må anses for at være en teoretisk konflikt. Der foreligger en problemstilling i, at retningslinjerne ligger fjernt fra den observerede empiri. Empirien viser, at absolutte mål og interne standarder er mest anvendt i incitamentskontrakterne, hvorimod retningslinjerne opfordrer til anvendelsen af relative præstationsmål og eksterne standarder. Dertil kommen Banghøjs undersøgelse fra 2010, hvori sammenhængen mellem design af incitamentskontrakten og selskabets præstationer blev undersøgt. Undersøgelsen viste, at der ikke var en signifikant sammenhæng mellem designet af incitamentskontrakten og præstationerne.

*"Contrary to our expectations we do not find a stronger pay-to-performance relation in firms with better designed bonus plans."*²⁰²

Undersøgelsen i denne afhandling af præstationsmål og præstationsstandarder viste som nævnt en stor overvægt i anvendelsen af absolutte præstationsmål, hvor især nettoresultatet og EBIT ofte sås anvendt. Og ligeledes blev skønsmæssige standarder og budgetter ofte anvendt. En forklaring herpå kan være, at selskaber, på trods af interne standarder, spejler sig i hinanden og har fundet frem til en best practice tilgang til designet af incitamentskontrakterne, hvilket underminerer de teoretiske anbefalinger.

*"... in the absence of clear or absolute directions as to what is best practice, guidelines and common practices are often institutionalized as best practices..."*²⁰³

²⁰¹ Merchant, K. A. (2006) side 894

²⁰² Banghøj et al. (2010), Determinants of executive compensation in privately held firms, Accounting and Finance 50 side 506

²⁰³ Zakaria, I. (2012) Performance measures, benchmarks and targets in executive remuneration contracts of UK firms, the British Accounting Review 44, side 191

Kapitel 5 - Konklusion og videregående studier

Det sidste kapitel i afhandlingen indeholder en konklusion over de fundne resultater i afhandlingen, samt en idéer og emner til videregående studier, som vil kunne bygge videre på denne afhandling.

10 Konklusion

Formålet med denne afhandling har været, at skabe klarhed over den teoretiske tankegang bagved anvendelsen og udarbejdelsen af incitamentskontrakter og aflønningen heraf, samt at undersøge og analysere, hvorledes de danske børsnoterede selskaber anvender incitamentskontrakter i praksis, og om denne anvendelse adskiller sig fra teorien.

Incitamentskontrakter anvendes for at modvirke problemstillingen ved agent-principal forholdet. I børsnoterede selskaber er ledelsen ansat til at varetage den daglige drift af selskabet, og gøre dette med aktionærernes interesse for øje. Ved at anvende incitamentskontrakter kan man skabe et interessesammenfald mellem aktionærernes og ledelsens interesser.

Der findes en række anbefalinger fra komitéen for god selskabsledelse, som de danske børsnoterede selskaber skal tages stilling til, og ud fra følg eller forklar princippet skal afdække selskabets ageren.

I selskabsloven findes en række bestemmelser, som skal være med til at sikre oplysninger om vederlagsaflæggelse, men også sikre aktionærerne og deres rettigheder i forhold til aflønningen af ledelsen.

Teorien om incitamentskontrakter, som denne afhandling har afdækket viste, at designet af incitamentskontrakter udarbejdes i relation til de tre nøgleelementer præstationsmål, præstationsstandard og præstationsstruktur. Valgene i designet af disse 3 elementer i incitamentskontrakten har indflydelse på 6 bonuskriterier, som danner rammen for kvaliteten af incitamentskontrakten. Bonuskriterierne som teorien ligger op til er, kongruens, kontrollerbarhed, regnskabsmæssige problemstillinger, enkelthed, nøjagtighed og omkostningseffektivitet.

Den anvendte teori i denne afhandling definerer enstemmigt, at sikring af kongruens mellem værdiskabelse i selskabet og ledelsens interesser, er det vigtigste bonuskriterie at sikre opfyldelse af.

Den empiriske analyse fandt frem til, at anvendelsen af absolutte resultatmål og interne standarder er mest udbredt blandt de børsnoterede selskaber. Det afviger fra teorien, som anbefaler anvendelse af relative præstationsmål og eksterne standarder, og argumenterer for, at disse er bedre til at måle værdiskabelsen i selskaberne, og dermed også er bedre til at sikre interessesammenfald mellem aktionærerne og ledelsen. For sikringen af kongruens gennem hele perioden anbefaler teorien at anvende lineære bonusaflønning uden top og bund, hvilket ikke efterleves i den empiriske undersøgelse. Teorien anerkender dog, at der er en stor risiko forbundet med denne bonusstruktur, hvilket forklarer den manglende anvendelse.

Både teorien og den empiriske undersøgelse anbefaler og viser, at der anvendes en kombination af præstationsmål i incitamentskontrakterne.

Til trods for at teorien anbefaler anvendelsen af en kombination af præstationsmål, så er det også vigtigt ikke at gøre incitamentskontrakter for komplekse, da det vil kunne fjerne fokus fra ledelsen generelle drift af selskabet.

I afhandling er det blevet afdækket, at der er stor forskel på det teoretiske og den empiriske anvendelse og design af incitamentskontrakter. En forklaring herpå kunne være best practice-princippet, hvor selskaberne efterligner hinanden på baggrund af, hvad som fungerer. Flere gange i teorien bliver det også nævnt, at der ikke findes noget gyldent design på en incitamentskontrakt, som passer til alle selskaber. Det er derfor nødvendigt, at tage højde for selskabets generelle situation og vision, når man designer incitamentskontrakten.

11 Idéer til videregående studier

Til trods for anbefalingerne fra blandt andet Erhvervsstyrelsens komité for god selskabsledelse, om transparents og åbenhed omkring incitamentsaflønnings af direktionen og bestyrelsen, så har kvaliteten og detaljeringsgraden af informationerne fra de undersøgte selskaber været begrænsende for afhandlingen. Tendensen er, at der stadig år for år bliver mere og mere åbenhed omkring emnet, hvorfor det i fremtiden måske vil være muligt, at kunne indsamle data for en større andel af den samlede population.

Det vil måske være muligt ved en mere aktiv informationssøgning og dataindsamling, at indsamle yderligere og mere detaljerede primære data. Ved at tage direkte kontakt til selskaberne, og foretage interviews med medlemmer af vederlagsudvalgene eller bestyrelserne i selskaberne, så vil man kunne indsamle flere kvalitative data, som vil kunne styrke undersøgelsen. Videregående studier vil kunne undersøge, hvilke overvejelser i selskaberne som ligger til grund for afvigelserne mellem teori og praksis. Interviews med beslutningstagere i selskaberne i forhold til incitamentskontrakter vil ligeledes muliggøre, at indsamle mere detaljerede informationer omkring anvendelsen af kombinationer af præstationsmål i incitamentskontrakterne.

I afhandlingen er der blevet fokuseret på resultatbaseret incitamentsaflønnings i form af kontantbonusaflønnings. Dette er ikke dækkende for hele incitamentsaflønnings, da det af mange kun bliver opfattet som kortsigtet incitamentsaflønnings. Det vil være interessant i videregående studier, at undersøge anvendelse af langsigtede incitamentsprogrammer i form af aktiebaserede incitamentsaflønnings, og undersøgelse udbredelsen, anvendelsen og forskellen på teori og praksis. Ligeledes vil en undersøgelse af fordele og ulemper i mellem kortsigtede- og langsigtede incitamentsprogrammer være interessant.

12 Litteraturliste

12.1 Videnskabelige artikler

- Ariely, D. (2010), *The upside of irrationality*. New York, Harper Perennial
- Andersen, R. (2006) *Sekundære data - Brug af eksisterende data*. Søren Voxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag.
- Banghøj et al. (2010), *Determinants of executive compensation in privately held firms*, *Accounting and Finance* 50 side
- Bebchuk, L. & Fried, J. (2004) *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*.
- Buch-Madsen, K. (2006) *Hvad er teori, hvor kommer den fra og hvordan anvender du den?*. Søren Voxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag
- Bruns Jr., W. J. & McKinnon S. M.(1992) , *Performance Evaluation and Managers' Descriptions of Task and Activities*, Bruns Jr. *Performance Measurement, Evaluation, and incentives*, Harvard Business School Press
- Darmer, P & Nygaard, C (2006) *Paradigmer: Forståelse, anvendelse og begrænsninger*. Søren Voxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag
- Deci, E. (1972) *The effects of contingent and noncontingent reward and controls on intrinsic motivation*, *Organizational behavior and human performance*.
- Eisenhardt, K. M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1 (Jan., 1989)
- Frey, B. S. (1997), *The Cost of Price Incentives: An Empirical Analysis of Motivation Crowding- Out*. *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 4 (Sep., 1997)
- Gibbs, M. J. et al. (2009), *Performance measure properties and incentive system design*, *Industrial Relations*, Vol 48, No. 2 (april 2009)
- Hart, O.(1995), *Corporate Governance: Some Theory and Implications*, *The Economic Journal*, Maj 1995
- Hanley, N., Shogren, J.F. & White, B. (1997), *Environmental economics in theory and practice*, Macmillan.
- Ittner C. D. & Larcker D. F. (2003), *Coming Up Short on Nonfinancial Performance Measurement*, *Harvard Business Review*, November, 81
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J.(1990), *Foundations of organizational strategy*, *Harvard University Press*, 1998; *Harvard Business Review*, No. 3, May-June 1990

- Jensen, M. C., (2003) Paying People to Lie: the Truth about the Budgeting Process, *European Financial Management*, Vol. 9, No. 3, 2003,
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996) *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston: Harvard Business School Press.
- Kunz, A. H. & Pfaff, D. (2002) Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation, *Accounting, Organizations and Society*, 2002, vol. 27, issue 3
- Largani M. S. & Kaviani, M. & Abdollahpour, A. (2012) A review of the application of the concept of shareholder value added (SVA) in financial decisions, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 40
- Laffont, J. J. & Tirole, J. (1997), *A theory of incentives in procurement and regulation*, MIT Press
- Mauboussin, M. (2012) The True Measures of Success, *Harvard Business Review*, Oktober 2012
- Merchant, K. A. (2006). Measuring general managers' performances: Market, accounting and combination-of-measures systems. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 19 Issue: 6.
- Murphy, K (2000), Performance standards in incentive contracts, *Journal of accounting & economics*, vol. 30
- Nielsen, K. S. (2006) *Samspillet mellem teori og empiri - anvendelse af hypotetisk/deduktiv metode i projekter*. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag.
- Oxelheim, L. & Wihlborg, C. (2003) Recognizing macroeconomic fluctuations in value based management. *Journal of Applied Corporate Finance* 15.4
- Rod, P. (2006) *Praksisorienteret projektarbejde*. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag
- Rose, C. (2004). Stakeholder Orientation vs. Shareholder Value, *European Journal of Law and Economics*
- Sundgaard, E. (2006) *Hvorfor teori?*. Søren Vøxted, Valg der skaber viden. Hans Reitzels Forlag.
- Tosi, H. L., Katz, J. P & Gomes-Mejia, L. R. (1997) Disaggregating the agency contract: The effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making, *Academy of management journal*, (jun 1997) vol 40 issue 3.
- Verma, K. (1992) , Total-Factor productivity measurement, Pertinent or Passé?, Bruns Jr., W. J. *Performance Measurement, Evaluation, and incentives*, Harvard Business School Press
- Xie, J. & Feltham G. A. (1994) Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations, *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 3
- Zakaria, I. (2012) Performance measures, benchmarks and targets in executive remuneration contracts of UK firms, *the British Accounting Review* 44,

12.2 Bøger

- Allen, F. & Bealey, R. A. Myers, S. C. (2017). Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill
- Biede, H. J., Kjær, H. & Vibe-Pedersen, M. (2011). Mikroøkonomi - Videregående uddannelser, Hans Reitzels Forlag.
- Brenøe, T. & Hjertting, M. & Simonsen, M. & Stadil, M. (2016) Lov om finansiel virksomhed. Karnov Group.
- Boye et al., (2001). Aktiebaserede incitamentsprogrammer. Dansk Industri
- Codling, S. (1998), Benchmarking, Gower Publishing Limited, Hampshire England
- Dutta, P. K. (1999), Strategies and Games: Theory and Practice, The MIT Press.
- Cuthbertson, K. & Nitzsche, D. (2001), Investments, John Wiley & Sons, Ltd.
- Gardner, R. (1995) Games for Business and economics. Wiley, New York
- Gerhart, B. & Rynes, S. L. (2003), Compensation, Theory, Evidence and Strategic Implications, SAGE Publications
- Gomard, B. & Schaumburg-Müller, P. (2015). Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde, Jurist- og økonomforbundets forlag, 8 udgave.
- Jensen, F & Vestergaard, N & Frost, H (1998). En introduktion til asymmetrisk information. DIFER.
- Langer, M. & Offendal, N. (2015) Incentives og bonusordninger, Karnov Group
- Milgrom, P. & Roberts, J. (1992) Economics, Organization & Management, University of California, Prentice-Hall
- Olsen, P. B. & Pedersen, K. (2014) Problemorienteret projektarbejde. Roskilde Universitetsforlag
- Petersen C. V. & Plenborg, T. (2017) Financial Statement Analysis, Pearson
- Rienecker, L. & Jørgensen, P. S. (2017) Den gode opgave - Håndbog i opgaveskrivning på videregående uddannelser. Samfundslitteratur.
- Seal, W. & Rohde, C. & Garrison R. & Noreen, E. (2015) Management Accounting, Mc Graw Hill Education
- Smith, A. (1776). An Inquiry the Nature and Causes of The Wealth of Nations. London .G. Bell and sons.
- Svendsen, S. & Løber, L. (2016), Det gyldne overblik - Akademisk opgaveskrivning. Eget forlag
- Watson, D. & Head, A. (2016). Corporate Finance - Principles and Practice. Pearson. 7 udgave.

12.3 Årsrapporter

- European Central Bank, Annual Report 2004
- TDC A/S, Årsrapport 2016

12.4 Internethjemmesider

- E-conomic.dk. Revision - Hvad er revision?, Regnskabsordbog fra e-conomic.
<https://www.e-conomic.dk/regnskabsprogram/ordbog/revision>
- Eggertsen, Oliver (08-03-2014) Earnings per share - EPS - Indtjening pr. Aktie, InvestEd.dk
<https://www.invested.dk/encyclopedia/earnings-per-share-eps-indtjening-pr-aktie/> (senest besøgt 05-05-2018)
- Holm, H. H. (2018), Beslutningsprocesteori, Den Store Danske, Gyldendal.
<http://denstoredanske.dk/index.php?sideId=46356>
- Honoré, D. R., Nielsen, M. K. & Laugesen, Morten (04-04-2017), Landets dyreste direktører henter store summer i bonusser. Berlingske Business.
<https://www.business.dk/ledelse/landets-dyreste-direktoerer-henter-store-summer-i-bonusser#>
(senest besøgt d. 06-05-2018)
- Nasdaq, Aktier <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>
- Komitéen for god selskabsledelse, Corporate Governance, Erhvervsstyrelsen
<https://corporategovernance.dk/corporate-governance> (senest besøgt 05-05-2018)
- Nasdaq. Industries, segment and indexes. <http://business.nasdaq.com/list/listing-options/European-Markets/nordic-main-market/industries-segment-indexes/index.html> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- Nordnet, Oversigt over mest omsatte danske aktier.
<https://www.nordnet.dk/mux/web/marknaden/marknadsinformation/mestomsatta/mestomsatta.html?marknad=Danmark&lista=0&antal=25> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- Retsinformation.dk. Bekendtgørelsen af lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven),
<https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=174205> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- Retsinformation.dk, Bekendtgørelse af årsregnskabsloven
<https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=175792>
- Petersen, C. V., (2011), Regnskabsbaseret bonusaf lønning, Børsens ledelseshåndbøger.
http://ledelse.borsen.dk/article/view/511/praestationsmaalings-og-ledelsesstyringssystemer/artikel/regnskabsbaseret_bonusafloenning.html (senest besøg d. 05-05-2018)
- Skatteministeriet (01-12-2017) Selskabsskattesatser i EU-landene.
<http://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene>
(senest besøgt 05-05-2018)

12.5 Politikker fra børsnoterede selskaber

- Admiral Capital A/S. Årsrapport for perioden 1. juli 2016 - 30. juni 2017.
<https://www.admiralcapital.dk/wp-content/uploads/2017/10/Koncernregnskab-2016-17.pdf>
(senest besøgt 05-05-2018)
- Bang & Olufsen (10-03-2011) A/S, General guidelines concerning incentive-based remuneration,
(Senest besøgt d. 05-05-2018)
- BioPorto A/S. Remuneration policy and guidelines for incentive-based remuneration of the board of directors and executive management of BioPorto A/S <http://www.bioporto.com/Investor-Relations/Governance.aspx> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- Brdr.Hartmann A/S. Vederlagspolitik for bestyrelse og direktionen I Brødrene Hartmann A/S.
<https://hartmannazurecdn.azureedge.net/media/1624/6-vederlagspolitik-inklusive-overordnede-retningslinjer-for-incitamentsafledning.pdf> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- ChemoMetec A/S. Lovpligtig redegørelse for virksomhedsledelse, jf. årsregnskabsloven §107b. Perioden 1.juli 2016- 30 juni. 2017.
<https://chemometec.com/wp-content/uploads/2017/09/Lovpligtig-redegørelse-for-virksomhedsledelse.pdf> Senest besøgt d. 05-05-2018)
- Chr. Hansen A/S, Remuneration policy for Chr. Hansen Holding A/S November 2017
- DLH A/S, General guidelines for incentive remuneration,
http://www.dlh.dk/Investor/Corporate_governance/Incentive_Remuneration.aspx (Senest besøgt d. 05-05-2018)
-
- DSV A/S, Remuneration Policy of DSV, side 1 <http://investor.dsv.com/policies.cfm> (Senest besøgt d. 05-05-2018)
- ISS A/S, Remuneration Policy, side 2. <http://inv.issworld.com/policies.cfm> (Senest besøgt d. 05-05-2018)
- Matas A/S, Remuneration Policy.
<http://investor.en.matas.dk/governance.cfm> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- NeuroSearch A/S. Vederlagspolitik for bestyrelsen for direktionen
<http://neurosearch.dk/Default.aspx?ID=8087> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- Silkeborg IF A/S. Redegørelse for virksomhedsledelse jf. årsregnskabsloven §107b. Perioden januar til december 2016.
<http://www.silkeborgif.com/media/48442/CG%202016.pdf> (Senest besøgt d. 05-05-2018)
- TK Development, Vederlagspolitik www.tkdevelopment.dk/Default.aspx?ID=3733 (senest besøgt d. 05-05-2018)

12.6 Andet

- Danske love, selskabsloven §361 <https://danskelove.dk/selskabsloven/361> (senest besøgt d 05-05-2018)
- Erhvervsstyrelsen (2013). Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsafløbning jf. selskabslovens §139, <https://erhvervsstyrelsen.dk/sites/default/files/vejledning-om-incitamentsafloebning.pdf> (senest besøgt 05-05-2018)
- Euroinvestor (23-09-2016), Nets får markedsværdi på 30 mia. kr. i børsnotering. <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2016/09/23/nets-faar-markedsvaerdi-paa-30-mia-kr-i-boersnotering-ny4/13454308> (Senest besøgt d. 05-05-2018)
- FSR - Danske Revisorer, 20-11-2014, Ny analyse dokumenterer: Årsrapporten vigtigste kilde til information om virksomhederne. https://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Regnskaber/Love%20og%20bekendtgoerelser/Aarsregnskabsloven/Aarsrapporten%20er%20den%20vigtigste%20kilde%20til%20information%20om%20virksomhederne
- Harder, T. (26-09-2017) Nets-direktør kan score 599 millioner: Noget er helt galt, Ekstra Bladet <https://ekstrabladet.dk/nationen/nets-direktoer-kan-score-599-millioner-noget-er-helt-galt/6842165> (senest besøgt d. 05-05-2018)
- Jyske Bank. Hvad er en børsnoteret aktie? <https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/e28cf35d-de7b-49ec-b777-20081b386368/aktier.pdf?MOD=AJPERES> (senest besøgt 05-05-2018)
- Karnov Group, Karnovs Lovsamling, Noter til §138 i selskabsloven
- Karnov Group, Karnovs Lovsamling, Noter til §139 i selskabsloven
- Komitéen for god selskabsledelse, (2017). Anbefalinger for god selskabsledelse, Erhvervsstyrelsen, www.corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalingerforgodselskabsledelse2017.pdf
- Komitéen for god selskabsledelse. Om Komitéen for god Selskabsledelse <https://corporategovernance.dk/om-komiteen> (senest besøgt 05-05-2018)
- Komitéen for god selskabsledelse, Vedtægter for Komitéen for god Selskabsledelse, side 1-5 https://corporategovernance.dk/sites/default/files/vedtaegter_for_komitten_for_god_selskabsledelse_-_januar_2017.pdf (senest besøgt 05-05-2018)
- Plenborg, T. (2017), Undervisningslides regnskabsanalyse - Incitamentskontrakter cand.merc.fir
- Sommer, M (25-09-2017), Kapitalfond byder på Nets: Direktør står til at score 600 millioner kroner på aktier, Danmarks Radio. <https://www.dr.dk/nyheder/penge/kapitalfond-byder-paa-nets-direktoer-staar-til-score-600-millioner-kroner-paa-aktier> (senest besøgt d. 05-05-2018)

13 Bilag

13.1 Bilag 1 Detaljeret indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	1
Kapitel - 1 Introduktion og metode	4
2 Indledning	4
2.1 Problemformulering	5
2.2 Formål og disposition med afhandlingen	5
2.2.1 Disposition	6
2.3 Afgræsning.....	7
3 Metode	8
3.1 Analysestrategi	8
3.2 Dataindsamlingsmetode.....	8
3.3 Kvalitetsvurdering data	9
3.4 Valg af teori og litteratur	10
3. 5 Videnskabsteoretisk afsæt.....	10
3. 6 Induktion eller deduktion	11
Kapitel 2 - Teorigrundlag, lovgivning og anbefalinger	12
4 Teori.....	12
4.1 Corporate Governance	12
4.1.1 Definition af corporate governance	12
4.1.2 Hvorfor coporate governance	12
4.2 Agentteori.....	14
4.2.1 Principal-agent teori	15
4.2.2 Asymmetrisk information	19
4.2.3 Asymmetrisk informations betydning for udarbejdelse af incitamentskontrakter	20
4.3 Incitamentsaflønnning jf. selskabsloven:	21
4.4 Komitéen for god selskabsledelse	22
4.4.1 Anbefalinger for god selskabsledelse om ledelsens vederlag	23
4.4.1.1 Anbefalinger om vederlagspolitikens form og indhold	23
4.4.1.2 Oplysning om vederlag	24
4.5 Soft og hard laws	24
5 Teori om vederlag i incitamentskontrakter.....	25
5.1 Bonuskriterier	27

5.1.1 Kongruens	27
5.1.2 Kontrollerbarhed	28
5.1.3 Enkelthed	29
5.1.4 Nøjagtighed	29
5.1.5 Omkostningseffektivitet	30
5.1.6 Regnskabsmæssige problemstillinger	31
5.1.6.1 Transitoriske poster	31
5.1.6.2 Ændringer i anvendt regnskabspraksis	32
5.1.6.3 Ændringer i regnskabsmæssige skøn	32
5.2 Komponenter i en incitamentskontrakt	33
5.2.1 Valg af præstationsmål	34
5.2.1.1 Absolutte resultatmål	35
5.2.1.1.1 Omsætning	36
5.2.1.1.2 EBIT	37
5.2.1.1.3 Earnings per share	38
5.2.1.1.4 Nettoresultat	38
5.2.1.2 Relative resultatmål	39
5.2.1.2.1 ROE/ROIC	40
5.2.1.2.2 EVA	41
5.2.1.3 Kombination af præstationsmål	42
5.2.2 Valg af præstationsstandard	44
5.2.2.1 Interne standarder	44
5.2.2.1.1 Tidligere års standarder	45
5.2.2.1.2 Budget standarder	45
5.2.2.1.3 Indtjening i forhold til kapitalomkostninger	47
5.2.2.1.4 Skønsmæssige standarder	47
5.2.2.1.5 Tidløse standarder	48
5.2.2.2 Eksterne standarder	48
5.2.3 Bonusstruktur	50
5.2.3.1 Lineær bonusstruktur	50
5.2.3.2 Ikke-lineære bonusstrukturer	52
5.2.3.3 Udbetaling af kontantbonus	53
Kapitel 3 - Analyse	55
6 Analyse	55

6.1 Introduktion til analyse.....	55
6.2 Analyse af indsamlede data.....	55
6.2.1 Anvendelse af incitamentsaflønnning	56
6.2.2 Præstationsmål.....	58
6.2.2.1 Kombination af mål	61
6.2.3 Præstationsstandarder	62
6.2.4 Præstationsstruktur	65
Kapitel 4 - Sammenligning af teori og data, samt retningslinjer	69
7 Teoretiske data vs. Empiriske	69
7.1 Præstationsmål.....	70
7.2 Præstationsstandard	71
7.3 Præstationsstruktur	72
8 Retningslinjer for incitamentskontrakt.....	73
9 Diskussion	77
9.1 Kritisk af agentteorien og kompensation	77
9.2 Kritik af designet af en incitamentskontrakt af høj kvalitet	78
Kapitel 5 - Konklusion og videregående studier	80
10 Konklusion	80
11 Idéer til videregående studier	81
12 Litteraturliste	82
12.1 Videnskabelige artikler	82
12.2 Bøger.....	84
12.3 Årsrapporter	84
12.4 Internethjemmesider.....	85
12.5 Politikker fra børsnoterede selskaber	86
12.6 Andet	87
13 Bilag	88
13.1 Bilag 1 Detaljeret indholdsfortegnelse	88
13.2 Bilag 2 Oversigt over anvendte forkortelser.....	91
13.3 Bilag 3 Anvendte synonymmer i opgaven	92
13.4 Bilag 4 Oversigt med forklaringer. Selskaber som ikke anvender eller oplyser om incitamentsaflønnning.....	92
13.5 Bilag 5 Figur- og tabelliste	94
13.6 Bilag 6 Ekstra figurer.....	96
13.7 Bilag 7 Datagrundlag - Screenshot fra Excel	97

13.2 Bilag 2 Oversigt over anvendte forkortelser

a = den faste løn

β = intensiteten af incitamenterne. Hældning kan være stejl/flad

CBS - Copenhagen Business School

D - Dividend/udbytte

e - Effort/arbejdsindsat

EBIT - Earnings before interests and taxes

ECB - European Central Bank

EPS - Earnings per share

EVA - Economic Value Added

KPI - Key performance indicator

NPV - Net Present Value

P - Aktiekursen

P/E - Price earnings

R&D - Research and development

$R(e)$ - principalens resultat ved en given arbejdsindsats fra agenten

ROE - Return on equity

ROIC - Return on invested capital

SVA - Shareholder value added

t - tidspunkt

u - nytte

w = summen af fast og variabel løn

x = stokastisk restled uden for agentens kontrol

γ = angiver hvor meget vægt vi skal lægge på den alternative indikator y , gamma

WACC - Weighted Average Cost of Capital

13.3 Bilag 3 Anvendte synonymer i opgaven

Der er i afhandlingen anvendt synonymer, som pr. definition har samme betydning. Det drejer sig om følgende:

Net earnings - nettoresultat

Direktionen - Ledelsen

Bonuskontrakt - incitamentskontrakt

Bonusaflønning - incitamentsaflønning

Resultatmål - KPI - Præstationsmål

Aktionærernes interesse - langsigtet værdiskabelse i selskabet

13.4 Bilag 4 Oversigt med forklaringer. Selskaber som ikke anvender eller oplyser om incitamentsaflønning

Large cap:

Topdanmark: Performance-related bonuses are not paid.

Tryg: Performance-related bonuses are not paid.

Mid cap:

Alm. Brand: As a general rule, Alm. Brand does not award variable salary to risk takers.

Nøjgaard Holding: Bestyrelse og direktion aflønnes med faste vederlag, og der er ikke etableret incitamentsprogrammer

Jeudan: Løn og ansættelsesforhold for direktionen fastsættes minimum én gang årligt af bestyrelsen på baggrund af en indstilling fra formandskabet. Lønnen består af fast løn med mulighed for lønregulering samt sædvanlige goder som fri bil, telefon, internet, forsikring m.v.

Per Aarsleff Holding: The executive management does not receive bonuses

SAS: SAS does not have a program for variable compensation to senior executives (which for SAS includes the CEO and the other members of the Group Management). There are no share related incentive programmes or option programs in place at SAS.

Small cap:

Aab: Selskabet følger ikke anbefalingen om en vederlagspolitik for bestyrelse og direktion. Bestyrelsen anser det ikke for nødvendigt

AGF: Selskabets størrelse taget i betragtning, samt enkle vederlagspraksis, vurderer bestyrelsen ikke det er relevant.

Blue Vision: Ledelsen vurderer, at der henset til Selskabet størrelse, ikke er behov for en formaliseret vederlagspolitik.

Cbrain: Idet selskabet ikke opererer med bonus-, aktie- eller andre incitamentsordninger for direktion og bestyrelse finder selskabet ikke dette punkt relevant.

ChemoMetec: Grundet selskabets størrelse og det begrænsede antal af medlemmer i det øverste ledelsesorgan og direktion, har bestyrelsen vurderet, at der for tiden ikke er behov for en egentlig vederlagspolitik.

EuroInvestor.com: Direktionen er i regnskabsåret 2017 aflønnet med i alt 1mDKK, idet direktionen har frasagt sig løn i en del af regnskabsåret på baggrund af de opnåede resultater i koncernen.

FastEjendomDanmark: Bestyrelsen har udarbejdet overordnede retningslinjer for selskabets incitamentsaflønning af bestyrelse og direktion og forelagt disse til generalforsamlingens godkendelse.

Gabriel Holding: Vederlag til bestyrelse og direktion sker på markedsbaserede vilkår for et børsnoteret selskab af denne størrelse. Under hensyntagen til selskabets størrelse finder bestyrelsen det ikke relevant at udarbejde en vederlagspolitik for bestyrelse og direktionen

German High Street Properties: Hverken bestyrelse eller direktion har variabel løn, optioner, fratrædelsesgodtgørelse eller lignende goder fra selskabet eller dets datterselskaber.

Rias: Vederlagspolitikken indeholder ikke incitamentsaflønning.

Roblon: There are no variabel components. There are no share-based remuneration or other incentive schemes for the board or management

Santa Fe Group: Ingen kontante bonusser

Silkeborg IF: For at beskytte medarbejderne, samt af konkurrencemæssige årsager, ønskes vederlagspolitikken ikke offentliggjort.

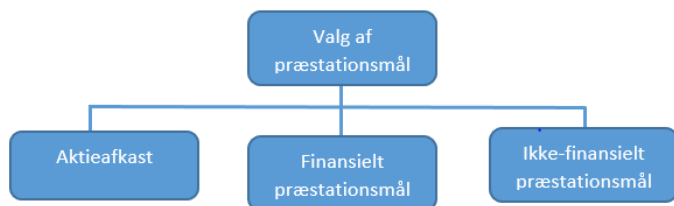
Strategic Investments: Direktionens vederlag består af en fast løn. Der er ingen incitamentsprogrammer for direktionsmedlemmer.

13.5 Bilag 5 Figur- og tabelliste

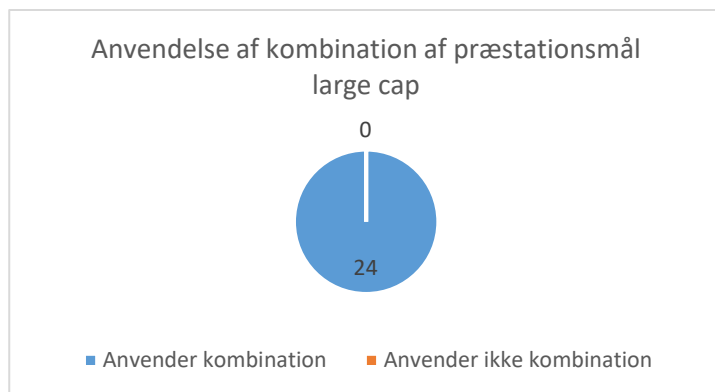
Figur 2.1 - Disposition - Egen tilvirkning	6
Figur 4.1 - Principal-agent model - egen tilvirkning	15
Figur 5.1 - Oversigt over design af incitamentskontrakt - egen tilvirkning	26
Figur 6.1 - Anvendelse af incitamentsaflønnning - egen tilvirkning	56
Figur 6.2 - Incitamentsaflønnning large cap - egen tilvirkning.....	57
Figur 6.3 - Incitamentsaflønnning mid cap - egen tilvirkning.....	57
Figur 6.4 - incitamentsaflønnning small cap - egen tilvirkning.....	58
Figur 6.5 - Fordeling af præstationsmål - egen tilvirkning.....	59
Figur 6.6 - Præstationsmål large cap.....	59
Figur 6.7 Præstationsmål mid cap.....	59
Figur 6.8 Præstationsmål small cap - egen tilvirkning.....	59
Figur 6.9 - Fordeling i anvendelsen af præstationsmål - egen tilvirkning	60
Figur 6.10 Præstationsmål large cap	60
Figur 6.11 - Præstationsmål mid cap.....	60
Figur 6.12 - Præstationsmål small cap - egen tilvirkning.....	60
Figur 6.13 - Anvendelse af kombinerede præstationsmål - egen tilvirkning	61
Figur 6.14 - Kombination af præstationsmål small cap - egen tilvirkning.....	62
Figur 6.15 - Præstationsstandarder - egen tilvirkning.....	63
Figur 6.16-Præstationsstandarder large cap	63
Figur 6.17-Præstationsstandarder mid cap.....	63
Figur 6.18-Præstationsstandarder small cap - egen tilvirkning.....	63
Figur 6.19 Præstationsstandarder for alle selskaberne - egen tilvirkning.....	64
Figur 6.20 - Præstationsstandarder large cap - egen tilvirkning	64
Figur 6.21 - Præstationsstandarder mid cap - egen tilvirkning.....	64
Figur 6.22 - Præstationsstandarder small cap - egen tilvirkning	64
Figur 6.23 - Bonusstruktur - egen tilvirkning	66
Figur 6.34 - Bonusstruktur large cap	67
Figur 6.25 - Bonusstruktur mid cap.....	67
Figur 6.26 - Figur small cap - egen tilvirkning.....	67
Tabel 6.1 - Maks bonus af årsløn - Egen tilvirkning	68

Tabel 6.2 - Maksimal bonus af årlig fast løn large cap.....	69
Tabel 6.3 - Maksimal bonus af årlig fastløøn mid cap - egen tilvirkning.....	69
Tabel 6.4 - Maksimal bonus af årlig fast løn small cap - Egen tilvirkning	69
Tabel 8.1 - Anbefalede retningslinjer for designs indflydelse på bonuskriterier - Egen tilvirkning	76

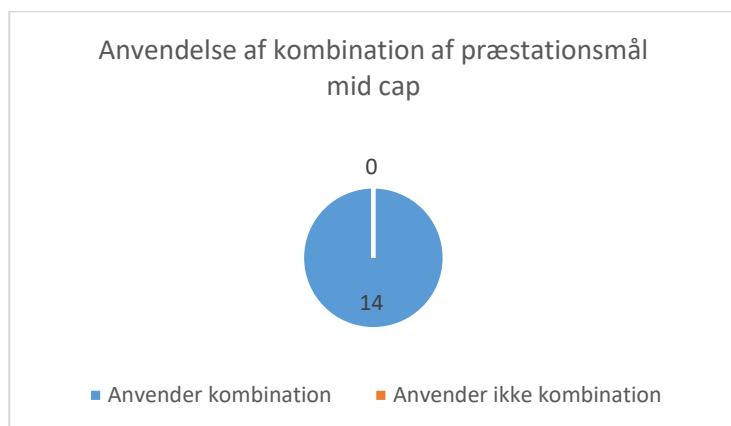
13.6 Bilag 6 Ekstra figurer



Præstationsmål - egen tilvirkning

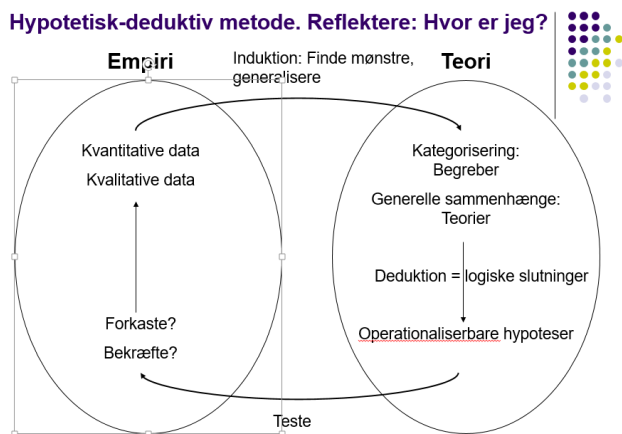


Anvendelse af kombination af præstationsmål large cap - egne tilvirkning



Anvendelse af kombination af præstationsmål mid cap - egen tilvirkning

Hypotetisk-deduktiv metode. Reflektere: Hvor er jeg?



Bent Fischer-Nielsen: At undervise i samfundsfag. Samfundsfagsdidaktik 2009

13.7 Bilag 7 Datagrundlag - Screenshot fra Excel

Selskab	Præstationsmål										Performance standard						Bonusstruktur			
	Absolute				Relative	ombination	Ei oplyst	Interne				Eksterne	Maks af årlig	Top og bund		Engangs	Bonusbank			
	Dms.	EBIT	EPS	Net Eart				IDC & WAC	Skøn	Tidløse	Peer-group			Lineær	Trinvis					
Large Cap > 1 mia. euro																				
A.P. Møller Mærsk					1	1	1		1	1		50%	1		1		1			
Carlsberg		1		1		1	1		1	1		100%	1		1		1			
Chr. Hansen Holding												120%	1		1		1			
Coloplast					1	1	1					25%	1		1		1			
DFDS		1				1	1		1	1		80%	1		1		1			
DSV			1			1	1					50%	1		1		1			
FLSmidth & Co					1		1		1			50%	1		1		1			
G4s		1		1		1	1		1	1		150%	1		1		1			
Gemab						1	1		1	1		100%	1		1		1			
GN Store Nord						1	1		1			50%	1		1		1			
ISS				1	1	1	1		1	1	1	100%	1		1		1			
Københavns Lufthavne					1		1		1			75%	1		1		1			
Lundbeck		1				1	1		1	1		70%	1		1		1			
NKT			1			1	1		1	1		75%	1		1		1			
Novo Nordisk						1	1		1	1		100%	1		1		1			
Novozymes						1	1	1	1	1		42%	1		1		1			
Pandora						1	1					200%	1		1		1			
Rockwool Int.					1	1	1		1	1		40%	1		1		1			
Royal UNIBREW					1	1	1		1	1		60%	1		1		1			
Scandinavian Tobacco Group		1			1	1	1		1	1		70%	1		1		1			
TDC						1	1					100%	1		1		1			
Topdanmark		Performance-related bonuses are not paid																		
Tryg		Performance-related bonuses are not paid																		
Vestas Wind Systems		1			1		1		1	1		75%	1		1		1			
William Demant Holding						1	1		1	1		50%	1		1		1			
Ørsted						1	1		1	1			1		1		1			
Sum		2	5	4	6	5	3	24	7	1	11	3	16	0	3	24	5			

Selskab	Præstationsmål					Performance standard					Bonusstruktur						
	Dms.	Absolute EBIT	EPS	Net Earr	Relative ROIC/REQ EVA	ombination af oplyst	Tidligere år	Budget	Interne OIC & WAC	Skøn	Tidløse	Eksterne Peer-group	Maks af årlig	Top og bund Lineær	Lineær Trinvis	Engangs Bonusbank	
Mid Cap 150-1000 mio. euro																	
ALK Abellø	1			1		1		1		1			75%	1		1	
Alm. Brand	As a general rule, Alm. Brand does not award variable salary to risk takers.																
Ambu		1				1							40%	1		1	
Bang & Olufsen					1	1		1		1			100%	1		1	
Bavarian Nordic						1		1		1			150%	1		1	
Bdr. Hartmann	1			1	1	1				1			50%	1		1	
D/S Norden						1				1			200%	1		1	
Højgaard Holding	Bestyrelse og direktion aflønnes med faste vederlag, og der er ikke etableret incitamentsprogrammer																
IC Group	1			1		1				1			50%	1		1	
Juulden	Løn og ansættelsesforhold for direktionen fastsættes minimum én gang årlig																
Malas		1		1	1	1		1		1			150%	1		1	
MMIT			1	1		1		1					55%	1		1	
Per Aarsleff Holding	The executive management does not receive bonuses																
SAS	SAS does not have a program for variable compensation to senior executives. There are no share related incentive programmes or option programs in place at SAS.																
Schouw og Co.						1				1			50%	1		1	
Torm						1		1		1			120%	1		1	
United Int. Enterprises				1		1		1		1			50%	1		1	
Veloxis Pharmaceuticals						1		1		1			100%	1		1	
Zealand Pharma						1		1		1			50%			1	
Sum	3	2	2	6	3	14	7	0	3	0	12	0	3	0	13	0	14

	Præstationsmål					Performance standard					Bonusstruktur					
Selskab	Absolute			Relative		Ej oplyst	Interne			Eksterne	Maks af årlig		Lineær	Tirvis	Engangs	Bonusbank
Small Cap <150 mio. euro	Dms.	EBIT	EPS	Net Earr	ROIICRD EVA		Tidligere år	Budget	DIC & WAC		Skøn	Tidløse				
Aab	Selskabet følger ikke anbefalingen om en vederlagspolitik for bestyrelse og d															
Admiral Capital	1															
AGF	Selskabets størrelse taget i betragtning, samt enkle vederlagspraksis, vurderet															
Andersen & Martin	1															
Artkil Holding	1															
Atlantic Petroleum	1															
BioPorto	1															
Blue Vision	Ledelsen vurderer, at der henset til Selskabets størrelse, ikke er behov for en formaliseret vederlagspolitik.															
Brdr. A & O Johansen Praef.	1															
Brøndby IF	1															
CBram	Idet selskabet ikke opererer med bonus-, aktie- eller andre incitationsordninger for direktion og bestyrelse finder selskabet ikke dette punkt relevant.															
CEMAT	1															
Chemoletec	Grundet selskabets størrelse og det begrænsede antal af medlemmer i det øverste ledelsesorgan og direktion, har bestyrelsen vurderet, at der for tiden ikke er behov for en egentlig vederlagspolitik.															
Columbus	1															
Copenhagen Capital Stram	1															
Dantax	1															
Dih	1															
Egetapper	1															
Enra	1															
Euroinvestor Com	Direktionen er i regnskabsåret 2017 aflønnet med i alt 1mDKK. Idet direktionen har frasagt sig løn i en del af regnskabsåret på baggrund af de opnåede resultater i koncernen															
F.E. Bording	1															
Fast Elendom Danmark	1															
Firsifarms	1															
Flügger	1															
Gabriel Holding	Under hensyn taget til selskabets størrelse finder bestyrelsen det ikke relevant at udarbejde en vederlagspolitik for bestyrelse og direktionen															
German High Street Properties	Hverken bestyrelse eller direktion har variabel løn, optioner, fratrædelsesgodtgørelse eller lignende goder fra selskabet eller dets datterselskaber.															
Glunz & Jensen	1															
Gyldendal	1															
H+H International	1															

Selskab	Dms.	Præstationsmål				Performance standard						Bonusstruktur								
		Absolute	Relative	ombinatorik	Ej oplyst	Tidligere år	Budget	Interne DIC & WAC	Skøn	Tidløse	Eksterne Peer-group	Maks af årlig	Top og bund	Lineær	Engangsbonusbank					
Small Cap <150 mio. euro	EBIT	EPS	Net Earr	ROIC	ROEVA								Lineær	Trimvis						
Harboes Bryggeri						1		1				-	1		1					
InterMail						1				1			1		1					
Luxor			1			1						-	1		1					
Migatronix						1		1				50%	1		1					
Monberg og Thorsen			1			1		1				50%	1		1					
NeuroSearch						1		1			1	100%	1		1					
Newcap Holding						1		1					1		1					
Nordic Shipholding						1		1					1		1					
North Media	1											-	1		1					
NTR Holding						1		1				100%	1		1					
Park Street Nordiccom			1					1				20%	1		1					
PARKEN Sport & Entertainment						1		1				75%	1		1					
Prime Office	1	1				1						50%								
Rias	Vedtlagspolitikken indeholder ikke incitamentsafklæring.																			
Robdon	There are no variable components. There are no share-based remuneration or other incentive schemes for the board or management																			
Rowling	1			1			1					-	1		1					
Rix					1							100%	1		1					
SaniStål						1						33%	1		1					
Santa Fe Group	Ingen kon	1																		
Scandinavian Brake Systems			1																	
Scandinavian Private Equity						1						50%	1		1					
Silkeborg IF	For at beskytte medarbejderne, samt af konkurrencemæssige årsager, ønskes vedtlagspolitikken ikke offentliggjort.																			
SimCorp						1		1				100%	1		1					
Skatø							1					50%	1		1					
Small Cap Danmark				1							1	Uden top	1		1					
SP Group						1						50%	1		1					
Strategic Investments	Direktionens vederlag består af en fast løn. Der er ingen incitamentsprogrammer for direktionsmedlemmer.																			
TK Development	1			1								Uden top	1		1					
Victoria Properties						1							1		1					
Sum	4	5	3	15	2	0	34	31	0	11	0	32	2	2	0	37	0	0	39	10