

# Performanceafhængig aflønning

Gode råd og vurdering af ledelsens  
 aflønning

Af Michael Møller og  
 Niels Chr. Nielsen

## Resumé

*I artiklen behandles spørgsmålet om, hvorvidt performancerelateret aflønning af direktører, hvor kontrakten specificerer, hvorledes lønnen fastlægges ud fra resultater, er hensigtsmæssig eller ej. Der argumenteres for, at det er forbundet med store problemer at skræddersy sådanne kontrakter, så de giver hensigtsmæssige incitamenter. Man kan f.eks. ikke vide, om en given kontrakt vil gøre direktøren mere eller mindre risikovillig. Det er bestyrelsens opgave at ansætte direktøren og fastlægge en rimelig løn, samt løbende at vurdere direktørens dygtighed og lønnens højde.*

## Indledning

Danmark har i de senere år oplevet en række spektakulære virksomhedsnedture. Tilsvarende observationer har kunnet gøres i mange andre lande. I Danmark er disse virksomhedsnedture i vidt omfang blevet opfattet som udslag af dårlig ledelse. Specielt på bestyrelses- og direktionsniveau. Bl.a. af den grund er der sket opstramninger af aktieselskabsloven og bankloven.

Ledelsens evne og vilje til at varetage aktionærernes interesse er en klassisk problemstilling. Det er umiddelbart indlysende, at hverken evne eller vilje kan sikres

# Performanceafhængig aflønning

Gode råd og vurdering af ledelsens  
 aflønning

Af Michael Møller og  
 Niels Chr. Nielsen

## Resumé

*I artiklen behandles spørgsmålet om, hvorvidt performancerelateret aflønning af direktører, hvor kontrakten specificerer, hvorledes lønnen fastlægges ud fra resultater, er hensigtsmæssig eller ej. Der argumenteres for, at det er forbundet med store problemer at skræddersy sådanne kontrakter, så de giver hensigtsmæssige incitamenter. Man kan f.eks. ikke vide, om en given kontrakt vil gøre direktøren mere eller mindre risikovillig. Det er bestyrelsens opgave at ansætte direktøren og fastlægge en rimelig løn, samt løbende at vurdere direktørens dygtighed og lønnens højde.*

## Indledning

Danmark har i de senere år oplevet en række spektakulære virksomhedsnedture. Tilsvarende observationer har kunnet gøres i mange andre lande. I Danmark er disse virksomhedsnedture i vidt omfang blevet opfattet som udslag af dårlig ledelse. Specielt på bestyrelses- og direktionsniveau. Bl.a. af den grund er der sket opstramninger af aktieselskabsloven og bankloven.

Ledelsens evne og vilje til at varetage aktionærernes interesse er en klassisk problemstilling. Det er umiddelbart indlysende, at hverken evne eller vilje kan sikres

alene gennem lovgivningstiltag. Mange andre instrumenter må tages i brug.

Et af de instrumenter, der har været drøftet meget, er anvendelsen af forskellige former for incitamenter, som skal sikre, at ledelsen (i vid forstand) har størst mulig tilskyndelse til at varetage aktionærernes interesser.

Formålet med det følgende er at analysere, hvilke argumenter der kan fremføres for og imod nogle af de mest væsentlige økonomiske incitamenter, der kan anvendes til at påvirke ledelsens adfærd.<sup>1</sup>

### Principal og agent

En meget væsentlig del af al økonomisk aktivitet foregår ved, at nogen foretager noget på vegne af andre. *Agenten* foretager noget på vegne af *principalen*, og ofte vil principalen ikke kunne observere, om agenten rent faktisk foretager det, han er ansat til at gøre.

Sådanne principal-agent relationer gennemsyrrer al økonomisk aktivitet. Når bilen afleveres til eftersyn eller reparation på værkstedet, er det ejeren, der er principal, og mekanikeren, der er agent. Og alle bil-ejere kender formodentlig til den usikkerhed, der gør sig gældende, når bilen skal hentes. Regningen er klar nok, og som regel også stor nok. Men svarer den til det, der rent faktisk er gjort ved bilen, og er alt det, der er gjort ved bilen, nu også strengt taget nødvendigt.

Virksomheder er karakteriserede ved en lang række principal-agent relationer. I et børsnoteret selskab er aktionærerne principal og vælger en bestyrelse (som agent) til at varetage deres interesser. Og i relation til direktionen er bestyrelsen principal og direktionen agent. I forhold til de an-

satte i virksomheden er direktionen imidlertid principal.

Agenterne må formodes at varetage egne interesser, i det omfang frihedsgraderne tillader det, og denne varetagelse af egne interesser vil ofte ske på bekostning af principalens interesser, som agenten er ansat til at varetage.

Derfor er det væsentligt – privat for principalen og også samfundsøkonomisk – så godt som muligt at sikre, at agenterne varetager de principalinteresser, som de er ansat til at varetage.

Tre væsentlige styringsmekanismer er

- a. regler og forskrifter
- b. kontrol
- c. incitamenter

Ved regler og forskrifter gives præcise retningslinier for, hvad agenten rent faktisk skal foretage sig. Ulempen er dels, at principalen ofte ikke kan observere, om agenten gør det, som han skal gøre, dels at det i en verden med mangfoldige ukendte muligheder er umuligt på forhånd at give præcise retningslinier for agentens varetagelse af sit job. Det gælder i særdeleshed ved ledelsesopgaver.

Et alternativ er efterfølgende kontrol. Heller ikke dette er altid muligt, idet man nok ofte kan observere resultatet, men i mange tilfælde ikke kan observere, hvad agenten har gjort for at opnå resultatet. Dertil kommer, at kontrol er dyrt. Man slæber jo ikke sin bil til FDM efter hvert værkstedsbesøg for at sikre sig, at regningen er velbegrunderet.

Den sidste mulighed er at sikre sig, at agenten har en egeninteresse i at varetage

principalens interesser så godt som muligt. Det kaldes incitamenter.

Økonomiske incitamenter kan anvendes både ved rutinearbejde og ved mere overordnede ledelsesopgaver. Formålet vil dog i et vist omfang være forskelligt. Ved rutinearbejde (let at måle et relativt præcist defineret output) vil formålet med økonomiske incitamenter (akkord, bonus) være at stimulere *produktionseffektiviteten*. Når det drejer sig om mere overordnede ledelsesopgaver, vil formålet nok i et vist omfang være at stimulere effektiviteten, men hovedformålet vil være at sikre, at ledelsen træffer de *rigtige* dispositioner, nemlig de dispositioner, som er i aktionærernes interesse.

I forbindelse med overordnede beslutninger gælder det også, at en tæt og præcis resultatevaluering er umulig.

Historiens første performancekontrakt var vel, da Laban ansatte Jakob til at passe sine får. Aftalen var, at Jakob skulle have alt det brogede afkom, og at det øvrige afkom tilfaldt Laban. Det lød jo fair nok. Det var imidlertid Jakob, der passede fårene og kontrollerede parringsprocessen. Helt naturligt tilgodeså han – måske med højere magters hjælp – sig selv. Og da Laban kom tilbage efter 7 år for at få sin andel af resultatet, viste det sig, at alt det brogede afkom var store og stærke dyr, medens det øvrige afkom var langt svagere dyr. Og således kom ifølge Første Mosebog, Kapitel 30, Vers 42-43, de svage dyr til at tilhøre Laban, de kraftige Jakob. »På den måde blev manden overmåde rig og fik småkvæg i mængde, trælkvinder og trælle, kameler og æsler«.

### Relevante økonomiske incitamenter

Økonomiske incitamenter kan udformes på mange forskellige måder. Når det drejer sig om ledelsesaflønning, er der fire centrale incitamentsmuligheder:

1. Overskudsandel
2. Medeje
3. Aktieoptioner
4. Variabel fast løn.

D.v.s. ledelsen kan have ret til en andel i virksomhedens overskud. Eller ledelsen kan direkte være medejer af virksomheden ved at eje en større eller mindre andel af de af virksomheden udstedte aktier. Eller ledelsen kan tildeles/købe aktieoptioner, d.v.s. en rettighed til på et fremtidigt tidspunkt at købe aktier i virksomheden til en på forhånd fastsat pris. Eller ledelsen kan aflønnes med en fast løn, der dog er variabel på den måde, at lønnen med mellemrum reguleres med udgangspunkt i en diskretionær performanceevaluering af ledelsens indsats.

### Virksomheden ejes af aktionærerne

Udgangspunktet for den følgende analyse er, at virksomheden er organiseret som et aktieselskab, der drives i aktionærernes interesse. Med andre ord, så skal ledelsen træffe de samme dispositioner og beslutninger, som ejerne selv ville have gjort, hvis de havde ledet virksomheden. *Enhver aflønningskontrakt for ledelsen skal derfor altid kunne forsvares med, at den er i aktionærernes interesse.*

### **Nogle hovedproblemer ved performancekontrakter**

Formålet med performancekontrakter er at sikre, at ledelsens økonomiske interesser i vid udstrækning sammenfalder med aktionærernes økonomiske interesser. Det er imidlertid ingen let sag at skabe et sådant interessesammenfald.

#### Lederne har begrænset kapital

Ejere er karakteriseret ved, at de skyder risikovillig kapital i virksomheden. Skal der være et væsentligt interessesammenfald mellem ledelse og aktionærer, forudsætter det naturligt, at ledelsen også i betydelig udstrækning stiller sådan risikovillig kapital til rådighed. Muligheden heraf begrænses imidlertid af, at ledelsen normalt har begrænsede økonomiske ressourcer. Og såvel villigheden til som mulighederne for at finansiere sådanne ejerinteresser ved en betydelig låntagning vil normalt også være begrænsede. Dertil kommer, at hvis ejerinteresserne er finansieret med en meget væsentlig låntagning, vil dette i sig selv påvirke ledelsens adfærdsmønster.

#### Lederne har udiversificeret portefølje (human capital)

Ledernes hovedindkomstkilde vil normalt være deres arbejdsindkomst. D.v.s. at deres alt væsentligste aktiv vil være deres såkaldte »human capital«.

Human capital er imidlertid karakteriseret ved at være snævert knyttet dels til den pågældende person, dels ofte også til den pågældende virksomhed. D.v.s. der er tale om et aktiv, der ikke kan omsættes, og hvis værdi i væsentlig grad afhænger af, hvordan det går den pågældende virksomhed. Der er derfor tale om et uomsætteligt

og udiversificerbart aktiv. Med andre ord, der er set fra lederens synsvinkel tale om en indkomst behæftet med en betydelig risiko.

#### Specielt om aktier

Skal ledelsen også være en væsentlig ejer i virksomheden, indebærer det tre ting.

For det første vil ledelsen få en udiversificeret værdipapirportefølje overvejende bestående af aktier udstedt af den pågældende virksomhed. Dette indebærer i sig selv en betydelig risiko.

For det andet vil der være en snæver sammenhæng mellem, hvor godt det går virksomheden og værdien af denne aktiepost. Aktiekurs og jobsikkerhed følges ad. Eller, som det udtryktes i tekniske termer, afkastet af lederens human capital og af ledelsens aktieportefølje er stærkt korreleret. Dette indebærer en endnu større risiko.

For det tredje vil den store risiko, ledelsen tvinges til at bære ved både at være leder og at være ejer, bevirke en stærkt reduceret risikovillighed. Ledelsen vil være mindre risikovillig, end ejerne finder det ønskværdigt. Specielt ejere med en diversificeret værdiportefølje vil foretrække en langt større risikovillighed, end den udiversificerede ledelsen vil finde hensigtsmæssigt.

Dertil kommer, at ledelsen som følge af insiderregler m.v. vil være langt mere bundet end minoritetsaktionærer i sine aktiedispositions muligheder. Dette er en af omkostningerne ved at have adgang til inside-information. Ligeledes vil ledelsens aktiedispositioner (først og fremmest p.g.a. informationseffekten) i sig selv væsentligt kunne påvirke aktiemarkedets prisdannel-

se for den pågældende aktie.

#### Specielt om optioner

Et alternativ til at investere i aktier er at erhverve optioner udstedt af virksomheden eller på virksomhedens aktier. Den ret, man herved erhverver til i fremtiden at købe aktier til en på forhånd fastsat kurs, bevirker, at man får samme interesse som aktionærene i en gunstig aktiekursudvikling. Da optioner er væsentligt billigere end aktier, indebærer anvendelsen af optioner som aflønningsform populært sagt, at man kan blive aktionær til billig penge. Anvendelsen af optioner imødegår således det synspunkt, at ledelsen normalt kun har begrænsede økonomiske midler.

Ulempen er imidlertid, at optioner ikke incitamentsmæssigt virker på samme måde som aktier. Det er derfor ikke den samme vare, man får til de billigere penge.

Dertil kommer, at man ikke på forhånd kan vide, hvordan optioner i fremtiden vil virke incitamentsmæssigt. Det afhænger udover af optionens udformning af virksomhedens og aktiekursens fremtidige udvikling. Man kan derfor let ende med at få nogle helt andre fremtidige incitamentseffekter end de tilsigtede.

Enkelt udtrykt kan man sige, at optioner giver adgang til fuld gevinst, hvis aktiekursen stiger, medens tabsmulighederne samtidigt er begrænsede, nemlig til hvad man har betalt for optionen. Ledelsen har altså andel i up-side, men ikke i down-side. Ledelsen deler derfor heller ikke fuldt ud skæbne med aktionærene.

Den kurs, som man har ret til at købe aktier til, kaldes for strikeprisen. Optionens løbetid er tiden, indtil man har ret til at købe aktier til strikeprisen. Optionens

udnyttelsesværdi er forskellen mellem aktiens kurs i dag og strikeprisen, d.v.s. udnyttelsesværdien er den gevinst, man ville opnå, hvis man kunne udnytte optionen i dag. På det tidspunkt, hvor optionen skal udnyttes, vil optionens værdi (og dermed dens pris) være lig med udnyttelsesværdien.

De økonomiske incitamentener af optioner er vidt forskellige, alt efter om udnyttelsesværdien er høj eller lav, og alt efter om restløbetiden er kort eller lang.

Er udnyttelsesværdien lav eller eventuelt negativ, bevirker det, at den investerede kapital, og dermed tabsrisikoen, er lille. Der er altså lidt at tabe, men meget at vinde, hvis man tager chancer, og det går godt. Helt naturligt vil en ledelse med betydelige aktieoptionsordninger i en sådan situation være ganske risikovillig. Den har, når det drejer sig om optionerne, meget at vinde, men lidt at tabe.

Det minder om den risikotagning, der meget ofte kan observeres hos virksomheder, der kommer i finansielle vanskeligheder. Har man allerede stort set sat egenkapitalen til, er incitamentet for ejerne til en betydelig risikotagning stort. Man har lidt at tabe. Går det godt, scorer ejerne selv gevinsten, men går det galt, bliver det kreditorerne, der kommer til at bære den overvejende del af tabet. Ejerne spekulerer altså i realiteten med kreditorernes penge.

Optioner med lille udnyttelsesværdi stimulerer derfor til større risikotagning, end ledelsen ellers ville have været indstillet på.

Optioner med stor udnyttelsesværdi virker helt anderledes. Her er det i realiteten en aktie, som optionsindehaverne har. Den eneste forskel er, at de endnu ikke

har betalt strikeprisen, og at de derfor heller ikke får dividendeafkastet. For en sådan option gælder det, at hvis aktiens kurs falder med 100 kr., vil optionens værdi stort set også falde med 100 kr. Obligationsejerne, d.v.s. ledelsen, deltager altså i såvel opadgående som nedadgående risiko på lige fod med aktionæerne. Incitamentsmæssig vil sådanne optioner derfor i det store og hele virke, som om ledelsen havde investeret i aktier udstedt af virksomheden. Resultatet vil derfor være en stærkt reduceret risikovillighed.

Med andre ord, så kan optioner både øge risikovilligheden (hvis udnyttelsesværdien er lille) og reducere risikovilligheden (hvis udnyttelsesværdien er stor). Hvad værre er, man kan ikke på forhånd vide, hvordan optioner vil virke fremover, da man ikke på forhånd ved, hvordan udnyttelsesværdien vil ændre sig i løbet af løbetiden.

#### Specielt om overskudsandel

Overskudsdeling er en hyppigt anvendt supplerende aflønningsform for almindelige medarbejdere. Overskudsandel som økonomisk incitament for ledelsen er imidlertid noget helt andet end en overskudsdeling, som alle medarbejdere deltager i. I sidste tilfælde opfattes overskuddet som en passiv registrering af årets resultat, som den enkelte medarbejder selv har meget begrænset indflydelse på. Når det drejer sig om ledelsens aflønning i form af overskudsandel, kan ledelsens indflydelse på årsresultatet naturligvis ikke negligeres. Tværtimod er det sammenhængen mellem aflønningsform og performance, der er udgangspunktet for valget af aflønningsform.

Ledelsens naturlige incitament, når aflønningen er delvis i form af overskudsandel, er, at overskuddet skal være så stort som muligt. Det kan ske på to måder. Enten opnår man et reelt stort overskud eller også sørger man for, at overskuddet kommer til at se stort ud.

Intentionen er naturligvis, at overskudsafløning skal bidrage til, at det reelle overskud bliver så stort som muligt.

Allerede her er der et problem, idet et stort overskud i år ofte vil ske på bekostning af overskuddet næste år. Ved at reducere forskning og udvikling kan man øge det nuværende overskud, men det vil typisk være på bekostning af virksomhedens fremtidige indtjeningsevne. Overskudsdeling baseret på årets overskud bidrager ikke meget til, at ledelsen tager de langsigtede briller på. I hvert fald skal de i så fald have stor tillid til deres egen overlevelsessevne, både i sig selv og i virksomheden. Hvad værre er, deres overlevelsessevne i virksomheden er antagelig størst, hvis de viser nogle kortsigtede pæne resultater, selvom det sker på bekostning af virksomhedens indtjeningsevne en gang i fremtiden.

Hovedkonklusionen er derfor, at ledelsesaflønning i form af overskudsandel bidrager til kortsigtethed i dispositioner. Da aktieafhængig aflønning i forvejen i visse kredse anklages for at stimulere til kortsigtethed – såkaldt short-terminisme – er der næppe vægtige grunde til at gå skridtet videre og aflønne i form af overskudsandel. Om aktiekursafhængig aflønning stimulerer til kortsigtethed, kan i det mindste diskuteres, men at aflønning i form af overskudsandel vil stimulere til kortsigtethed, virker uomtvisteligt.



Desuden er det jo velkendt, at den regnskabsmæssige konstatering af årets resultat i form af et overskudstal ikke er entydig. Der ligger mange vurderinger og beslutninger bag ved det tal, man kommer frem til som årets overskud. Bliver ledelsens aflønning afhængig af dette overskud, vil det helt naturligt påvirke dens vurderinger og beslutninger. Sagt med jævne ord, så vil der være en tilskyndelse til regnskabsmanipulation. Selv inden for lovens rammer er mulighederne herfor ganske vide.

### **Performanceevaluering**

Performanceafhængig aflønning er i sig selv en smuk tanke. Performance er imidlertid utrolig svær at måle.

#### **Svært at observere**

Det er svært at observere den indsats, ledelser gør. Det er derfor også svært at vurdere, hvor godt de gør det, og om de gør det godt nok. Det er også svært at måle, hvad der kommer ud af ledelsens indsats. Hele den fremtidige indtjeningsevne, som jo må være det afgørende kriterium, er umulig at observere. Da man ikke kan måle og observere, må man i stedet forlade sig på skøn og vurderinger. Hertil kommer yderligere, at det skøn og de vurderinger, bestyrelsen skal foretage, i høj grad må baseres på information, der kommer fra ledelsen, hvilket igen helt naturligt påvirker kvaliteten og arten af den information, som ledelsen afgiver.

#### **Svært at vurdere ledelsens indflydelse**

Man kan måske nok med rimelig sikkerhed konstatere, om det går godt eller dårligt, men i hvilket omfang, dette kan

henføres til god eller dårlig ledelse, er langt mere uklart. Performanceafhængig aflønning ender derfor meget let med at være god aflønning af den middelmådige ledelse i en god virksomhed, eller dårlig aflønning af den gode ledelse i en virksomhed med masser af problemer.

Dette kan betragtes som et eksempel på de problemer, der i almindelighed er i forbindelse med at adskille god og dårlig ledelse fra gode og dårlige konjunkturer og fra god og dårlig virksomhed. Et andet symptom herpå er vanskeligheden i at afskedige en »succes«. Går virksomheden godt, måske af andre grunde end ledelsens indsats, er det næsten umuligt at afskedige ledelsen, inden den har gjort tilstrækkeligt mange ulykker til, at dens sande kvalifikationer er gået op for omverdenen, og bestyrelsen har fået et alibi for at iværksætte en afskedigelse. Helt samme problem opstår, hvis den nuværende ledelse måske nok ikke er dårlig, men virksomheden og omverdenen har ændret sig, således at der er behov for en anden type af ledelse. Også her skal der helst ulykker på bordet, før man har mulighed for at foretage disse fornødne ledelsesændringer. Dette problem kan være nok så dyrt for virksomheden som nok så gyldne faldskærme.

#### **Valg af branche/virksomhed mest afgørende beslutning**

Det er i umiddelbar forlængelse af det forudgående, at det er mere afgørende for en leder med en væsentlig performanceafhængig aflønning at vælge rigtigt m.h.t. branche og virksomhed, når han tager et job, end at være en god leder. Ligeledes er det vigtigt for en leder, der aflønnes med aktieoptioner, at han tager jobbet på det



rigtige tidspunkt. Dette kan illustreres med et eksempel.<sup>2</sup>

Betragt 5 gennemsnitlige direktører, der alle ansættes 1/1-83 og får nogle langt-løbende optioner til at købe aktier i deres virksomhed. De er i hver sin branche, nemlig:

- bank
- forsikring
- rederi
- handel & service
- industri

De får hver en option til at købe aktier i deres virksomhed svarende til en markedsværdi på 1 million kr., opgjort 1/1-83. Exerciseprisen sættes til spotkursen, d.v.s. 1 million kr. For hver procent, aktierne stiger efter 1/1-83, vil de så tjene 10.000 kr. hver.

Den valgte aktieoptionsform hører til de »lavt gearede«, idet exerciseprisen sættes lig med spotkursen på tildelingstidspunktet. Aktier har jo – på grund af de danske lave dividendesatser – en tendens til at stige i kurs over årene. Ofte vælges en form, hvor exercisekursen sættes f.eks. 25% over dagskursen.

Lad os nu for de 5 gennemsnitlige direktører se på deres gevinst på aktieoptionerne 1/9-88, altså efter næsten 6 år. Det finder vi ved at se på, hvor meget de forskellige delindeks i aktieindekset er steget.

Tabel 1 viser, hvor meget de forskellige aktieindeks er vokset til siden 1/1-83.

Tabel 1

Københavns Fondsbørs Aktieindeks (1/1-83 = 100)

Banker	235
Forsikring	522
Handel & Service	273
Industri	170

D.v.s. de fem gennemsnitlige direktører vil i løntillæg have fået følgende gevinster på deres optioner:

Bankmand	1.350.000
Forsikringsmand	4.220.000
Handelsmand	1.730.000
Rederimand	1.100.000
Industrimand	700.000

Forsikringsdirektøren har således fået 6 gange så meget som industridirektøren på samme niveau.

Havde der så yderligere været tale om lidt mere »gearede« optioner med en exercisekurs 20% over dagskursen, ville forsikringsdirektøren have fået 8 gange så meget som industridirektøren.

Selv over en 5-årig periode må tilfældigheder siges at spille en altafgørende rolle for direktørens afkast. Der er næppe grund til at tro, at forsikringsbranchen har haft direktører af en kvalitet, der i den grad oversteg kvaliteten af direktørerne i bankbranchen, for slet ikke at tale om den uheldige industribranche.

De viste tal giver desuden i realiteten en *undervurdering* af den rolle, tilfældigheder (konjunkturer med videre) spiller for direktørernes afkast. Går vi ned på den enkelte undergruppe (f.eks. industri) er det klart, at udefra kommende begivenheder

påvirker de enkelte industriselskaber vidt forskelligt. Så selv med fuldstændig lige dygtige direktører, vil aktiekurserne på selskaberne udvikle sig vidt forskelligt.

Vi lever i en verden, hvor:

- 1) det på mange områder er vanskeligt/umuligt at måle det enkelte individs produktivitet
- 2) tilfældigheder spiller en stor rolle, således at det ikke nødvendigvis er den dygtigste, der klarer sig bedst.

Disse to forhold tilsammen begrundes at:

- a) Spredningen i selvstændiges indtægt er *større* end hvad, der kan begrundes med forskelle i dygtighed
- b) Spredningen i direktørers indtægt er *mindre* end hvad, der kan begrundes med forskelle i dygtighed.

Som følge heraf er der ikke noget ulogisk i, at ansatte direktører i virksomheder har indkomst, der slet ikke udviser den spredning, som indkomsterne for deres modstykke blandt de selvstændige udviser. Dette faktum har intet at gøre med risikoaversion, men er en logisk konsekvens af de førstnævnte forhold.

Er relativ performance relevant?

Ved relativ performanceevaluering vurderes virksomhedens resultat i forhold til, hvordan andre beslægtede virksomheder har klaret sig. Rederidirektørens resultat vurderes i forhold til, hvordan andre rederier har klaret sig. Bankdirektørens resultat vurderes i forhold til, hvordan andre banker har klaret sig.

Det er klart, at dette er et skridt på vejen mod en bedre performanceevaluering. Fremgangsmåden er dog ikke uproblematisk. Forskellige rederier vil typisk være beskæftiget med forskellige typer af rederiaktiviteter. Og fordi bananbåde har klaret sig godt, er der jo ingen grund til af den grund at straffe ledelsen af tankbådsrederiet. Selv pengeinstitutter, som umiddelbart synes at være en meget homogen gruppe af virksomheder, viser sig ved nærmere eftersyn at være vidt forskellige typer af virksomheder, med ganske forskellig aktivitetssammensætning og også beliggende i forskellige dele af landet med forskellig konjunkturudvikling. Når det er sagt, er der dog næppe tvivl om, at pengeinstitutsektoren er den større »børsnoterede« erhvervssektor, hvor en relativ performanceevaluering er mest nærliggende.

At forlade sig på relativ performanceevaluering rejser imidlertid nogle helt fundamentale spørgsmål vedrørende ansvar for dårlig performance. Selvom et entreprenørselskab har klaret sig lige så godt som alle andre entreprenørselskaber i gennemsnit, er dette så tilfredsstillende, hvis entreprenørbranchen som helhed har klaret sig meget dårligt? Man ville have klaret sig væsentligt bedre, hvis man havde skåret kraftigt ned på entreprenøraktiviteterne og i stedet givet sig i kast med andre aktiviteter.

Det fundamentale spørgsmål er, om det er virksomheden eller aktieejerne, der skal vælge branche. Hovedsynspunktet må her være, at virksomhederne er i en bestemt branche, og det kan aktionærene regne med, medmindre virksomheden meddeler andet. Virksomheder kan ikke shoppe rundt fra branche til branche alt efter, hvor

de for tiden mener, indtjeningsudsigterne er bedst. De må i princippet blive der, hvor de er, og gøre det så godt som muligt.

Så et langt stykke ad vejen er arbejdsdelingen mellem virksomheden og aktionærerne klar nok. Det er aktionærernes egen sag i sammensætningen af deres aktieportefølje at vælge branchesammensætning.

Virkeligheden er imidlertid mere plumret. Virksomhedens ledelse kan naturligvis ikke fortsætte med »business as usual« uanset, hvordan omverdenen ændrer sig. Det er virksomhedens ledelses opgave og ansvar hele tiden at tilpasse sig ændringer i omverdenen og at tilpasse virksomhedens strategi hertil. Så rent faktisk vil virksomhedens ledelse have et væsentligt ansvar for at tilpasse virksomhedens aktiviteter, og for, hvis fremtidsudsigterne inden for de nuværende aktiviteter bliver for dårlige, at gå ud af disse aktiviteter og i stedet gå ind i andre aktivitetsområder.

Med andre ord, selvom det er aktionærernes opgave at vælge branche, har virksomhedens ledelse også et væsentligt ansvar for, at virksomheden beskæftiger sig med fornuftige og rentable aktivitetsområder.

I denne problemstilling ligger også en indbygget konflikt mellem private storaktionærer og mindre aktionærer. Private storaktionærer i en virksomhed vil ofte have en udiversificeret portefølje, der alt overvejende er placeret i den virksomhed, de er storaktionær i og ofte vil have en kontrollerende indflydelse på. Da de selv er udiversificerede, vil de have et ønske om, at virksomheden i et vist omfang følger en diversifikationsstrategi. Den diversificerede ejer vil derimod ønske, at

virksomheden i højere grad følger en specialiseringsstrategi og koncentrerer sig om de kerneaktiviteter, hvor den har – eller kan udvikle – en særlig kompetence.

### Skattemæssige aspekter

Den skattemæssige behandling af aktieoptioner, warrants o.lign., som anvendes i forbindelse med ledelses aflønning, baserer sig i det store hele på administrativ praksis, idet der for disse aflønningsordninger ikke findes lignende særregler, som det f.eks. er tilfældet for de generelle medarbejderaktieordninger. De gældende regler for den skattemæssige behandling er både komplicerede og i et vist omfang (stadig) uafklaret.

Hovedproblemet i denne skattemæssige behandling synes ikke så meget at være, om man skal betragte tildelingen af de pågældende rettigheder som lønaccessorium, men snarere på hvilket tidspunkt dette lønaccessorium skal bringes til beskattning. Skal det være på udnyttelsestidspunktet, hvor rettighedernes udnyttelsesværdi kendes præcist? Eller skal det være på tildelingstidspunktet med eventuel følgende risiko for at løbe ind i et værdiansættelsesproblem?

Udgangspunktet i den nugældende praksis synes at være indkomstbeskatning på *tildelingstidspunktet* uden yderligere efterfølgende lønaccessoriebeskatning ved en senere realisering – i hvert fald når det gælder tildeling af *warrants*, *konvertible obligationer* eller *aktier*. I praksis kompliceres problemet omkring fastlæggelse af beskattningstidspunktet imidlertid af, at der i den enkelte aktiebaserede aflønningsordning kan være indeholdt såkaldte suspensive betingelser, som fører til, at rettighederne

til at erhverve aktier på de forudfastsatte vilkår bortfalder, hvis den pågældende ledende medarbejder forlader virksomheden inden det tidspunkt, hvor de pågældende rettigheder kan udnyttes. Ligningsmyndighederne har i så tilfælde således i enkeltafgørelser udskudt beskatningstidspunktet til netop det tidspunkt, hvor det definitivt kan konstateres, at de omtalte suspensive betingelser ikke vil træde i kraft, hvilket med andre ord vil sige beskatning på rettighedernes udnyttelsestidspunkt.

### **Gyldne håndtryk**

Under Den første Verdenskrig var alle fly udstyret med faldskærm. Undtagen de tyske fly; her mente man, at piloterne ikke ville gøre deres yderste, hvis flyene var udstyrede med faldskærm.

På det seneste er faldskærmsbegrebet blevet udvidet til også at omfatte erhvervslederes fald fra tinderne. Den almindelige fornemmelse er, at dette fald i de senere år er blevet væsentligt blidere ved gunstige – undertiden overordentligt gunstige – afskedigelsesbetingelser. Såkaldte gyldne faldskærme.

Det kan ikke forbavse, at sådanne meget gunstige afskedigelsesbetingelser ofte virker anstødelige. De gives jo som oftest til personer, der har haft hovedansvaret for en virksomheds nedtur, og ledsages ofte af personalenedskæringer og aktionærtab.

Kritikken af de meget gunstige afskedigelsesbetingelser er berettiget, hvis disse betingelser ikke kan begrundes med at være i virksomhedens interesse, men tværtimod er udtryk for, at ledelsen opfatter virksomheden som en art selvbetjeningsbutik.

I tidsskriftet Business Week er der hvert år en oversigt over lederaflønninger i større amerikanske virksomheder. Enkelt udtrykt kan man sige, at der i USA er to grupper af højt lønnede erhvervsledere: de dygtige og de uduelige. De store aflønninger går til direktører, hvis virksomhed har haft stor fremgang, og hvor ledelsen ofte har haft betydelige optionsrettigheder, eller til ledere i virksomheder, der har haft en katastrofal udvikling, og hvor der skal betales overordentlig betydelige beløb for at komme af med ledelsen. Det eneste, man ikke skal være som leder, hvis man vil på toppen af aflønningslisten, er jævn god; man skal vælge et yderpunkt. Og kan man ikke det ene, må man vælge det andet.

Hovedproblemet er således, om gyldne faldskærme i form af særdeles gunstige afskedigelsesbetingelser er i aktionærernes langsigtede interesse, eller der i realiteten er tale om »røveri« af aktionærernes penge.

Et hovedargument for gyldne faldskærme er, at ved at sikre ledelsens privatøkonomi (for resten af livet) sikrer man også, at ledelsen kan koncentrere sig om at arbejde fuldt og helt for virksomheden. Desuden sikrer man specielt, at ledelsen har en mere åben holdning til restruktureringer og fusioner med andre virksomheder, som kan være i aktionærernes interesse, men for ledelsen kan være ensbetydende med et mistet lederjob.

Specielt i forbindelse med fjendtlige overtagelser er det dog blevet fremhævet, at modstand fra ledelsens side ikke altid er af det onde, idet det kan bidrage til at forhøje tilbuddet til aktionærerne. Problemet her er dog, at det altid vil være billigere at omgå modstand fra ledelsens side ved at

give ledelsen nogle gode tilbud (i de nye fusionerede virksomheder) end ved at give aktionærene gode tilbud.

Ligeledes er det blevet anført, at jobsikkerhed i form af gunstige afskedigelsesbetingelser medfører en større risikovillighed hos ledelsen til fordel for aktionærene, specielt hvis disse har en diversificeret portefølje.

Der *kan* således godt fremføres grunde for, at gyldne faldskærme til ledelsen er i aktionærernes interesse.

Ulempen er naturligvis bl.a., at gyldne faldskærme typisk, hvis de udløses, er belønning for dårlig performance. Dette kan ikke alene virke anstødeligt, men er naturligvis også en dårlig incitamentsstruktur.

I forholdet mellem bestyrelse og direktion bevirker gyldne faldskærme, at direktionen bliver (for?) stærk over for bestyrelsen. Populært udtrykt er direktionen mere værd død end levende, og incitamentet til at tage hensyn til bestyrelsessynspunkter er tilsvarende reduceret. For bestyrelsen er det omvendt således, at det er svært at afskedige direktionen, dels fordi det er dyrt, dels fordi det kan give anledning til offentlig omtale og anklagelse for misbrug af aktionærernes penge. Der er derfor næppe tvivl om, at en udbredt anvendelse af større gyldne faldskærme i erhvervslivet vil indebære en tendens til højere grad af direktionsstyring på bekostning af bestyrelsens indflydelse.

I denne forbindelse er det interessant at observere, at anvendelsen af gyldne faldskærme, herunder ofte store sådanne, først og fremmest er sket i angelsaksiske lande, først og fremmest USA. Senere har fænomenet bredt sig til bl.a. de nordiske lande. Dette til trods for, at amerikanske

virksomheder længe har været meget mere aktionærorienterede end f.eks. nordiske og tyske virksomheder typisk har været.

En mulig forklaring herpå er, at hele ledelsesstrukturen er anderledes i den angelsaksiske verden end i det meste af den ikke-angelsaksiske del af vesteuropa. Hvor vi herhjemme har et to-lags-system med en bestyrelse, der er valgt af aktionærene, og som udser den daglige ledelse, har man i USA et et-lags-system, hvor både den daglige ledelse og eventuelle bestyrelsesmedlemmer, der ikke deltager i den daglige ledelse (non-executives) udses af generalforsamlingen. Virksomhedens ledelse (board) består således både af direktion og bestyrelse, d.v.s. executives og non-executives. Hyppigt er det således, at non-executives, som altså ikke deltager i den daglige ledelse og ikke får væsentlig del af sit daglige udkomme fra virksomheden, kun udgør et mindretal af board-medlemmerne. På denne baggrund kan det ikke overraske, at der er en tendens til, at virksomhederne bliver direktionsstyrede. Generalforsamlingsvalgte bestyrelser, bestående af non-executives, er givetvis – uanset hvor galt det er gået nogle gange – en langt tættere kontrolinstans.

Det kan da også noteres, at en lang række af de forslag, der er indeholdt i den engelske Cadbury-rapport fra december 1992 om »corporate governance« i virkeligheden er en bevægelse fra det angelsaksiske system over mod det continental-europæiske system.

### **Vækst er ledelsens naturlige incitament**

Der er mange gode grunde til, at ledelsen ofte tillægger virksomhedens vækst, hvad

enten den måles ud fra omsætning, antal ansatte eller balancens størrelse, stor prioritet.

Undersøgelser viser, at ledelsens aflønning i højere grad afhænger af virksomhedens størrelse end af virksomhedens indtjening.<sup>3</sup>

Forfremmelsesmulighederne i virksomheden afhænger naturligvis også i væsentlig grad af virksomhedens vækst. Jo mere virksomheden vokser, desto flere nye lederjobs skabes der. Dette betyder i realiteten, at topledere kan konsolidere sin egen position ved at skaffe/skabe jobs til »supporters« i næste led i organisationen.

Videre kan det konstateres, at vækst (og dermed størrelse) er den »populære« performanceindikator i presse, TV, radio m.v. Det gælder ikke alene den almindelige presse og den erhvervsøkonomiske boulevardpresse, men faktisk også i betydelig udstrækning den mere seriøse del af den erhvervsøkonomiske presse.

Det følger umiddelbart i forlængelse heraf, at vækst og virksomhedsstørrelse skaber anseelse i det omgivende samfund. De pågældende lederes synspunkter er vægtige indlæg i pressen om snart sagt ethvert emne (de overgås formentlig kun af professorer), de indvælges i bestyrelser for kulturelle institutioner og i fremtiden også i universitetsbestyrelser.

Det kan måske indvendes, at det ikke er så let at skabe vækst, hvis der ikke også er indtjeningsevne. Det er naturligvis et langt stykke ad vejen rigtigt. Praksis viser imidlertid, at aktiemarkedet ind imellem er ganske tålmodigt og er villig til at finansiere endog overordentlig kraftig vækst i håb om, at indtjeningen er lige om hjørnet. Bundlinien kan se ganske pæn ud, selvom

væksten ikke er rentabel, netop fordi væksten ikke er finansieret med rentekrævende gæld.

Heraf følger også, at en sådan egenkapitalfinansieret vækst et langt stykke ad vejen kan øge ledelsens overlevelsesmulighed – så længe det ikke er gået op for aktionærerne, at væksten i virkeligheden ikke er rentabel.

### Konkluderende betragtninger

Skal man have performance-afhængig aflønning, forekommer aktiekursen at være den bedste performanceindikator. Aktieafkast som aflønningsform er bedre end optionsafkast og klart bedre end overskudsandel. I praksis, hvor der mest er udenlandske erfaringer at referere til, er der næppe tvivl om, at optionsordninger for ledelsen først og fremmest går ud på at skaffe ledelsen en stor indtjening uden at løbe risiko, og samtidigt at omgå forskellige snærende skatteregler. De skattemæssige begrundelser for optionsordninger er naturligvis absurde set fra en samfundsøkonomisk synsvinkel. Er skattesatserne for høje for ledere, er det et generelt problem, som også omfatter alle andre. Endelig forekommer begrundelserne for særligt gunstige fratrædelsesbetingelser i form af særligt gyldne faldskærme ikke overbevisende.

Konklusionen synes derfor at være, at den normalt mest hensigtsmæssige måde at aflønne ledere på er den »klassiske« og traditionelle måde, som vel nogenlunde kan sammenfattes som følger:

1. Betale den *nødvendige* løn
2. *Mens de arbejder* for virksomheden
3. Og med »*normale*« aftrædelsesvilkår

4. *Løbende evaluere performance og aflønning*
5. *Tilkendegive, at man gerne ser, at ledelsen også er aktionærer i virksomheden.*

En sådan aflønning vil ikke være mere performanceafhængig end nødvendigt for på bedst mulig måde at tilgodese aktionærernes interesse. Er der et velfungerende marked for ledere, vil det reducere behovet for performanceafhængig aflønning. Den nuværende ledelse skal under alle omstændigheder præstere bedre resultater, end en alternativ ledelse ville kunne præstere. Og i det omfang, aflønningen er performanceafhængig, vil det være ved bestyrelsens diskretionære beslutning og ikke pr. automatik.

Den mest positive egenskab ved performanceafhængig aflønning er formentlig, at den – ved en fornuftig udformning – lægger en dæmper på ledelser med overdreven væksttilbøjelighed.

### Summary

*The article discusses whether or not performance related salary to managers is appropriate,*

*with the contract specifying the relation between salary and results. It is argued that substantial problems are involved in the tailoring of such contracts, to ensure that the incentives are appropriate, since there is no telling if a given contract will make the manager more or less willing to take risks.*

*It is the task of the board to appoint the manager, and to negotiate a reasonable salary. The board should also currently assess his management capability and the level of his salary.*

### Noter

<sup>1</sup> *For en mere detaljeret diskussion af nogle af problemstillingerne kan henvises til Michael Møller og Niels Chr. Nielsen: »Incitamentsaflønning af ledere: et relevant alternativ?«. WP 1993-3, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København.*

<sup>2</sup> *Eksemplet er fra Michael Møller og Niels Chr. Nielsen: »Aktieoptioner som aflønningsform«, København 1989. Det havde naturligvis været en enkelt sag at opdatere dette eksempel, men i mange henseender er det mere interessant og illustrerende med et eksempel, der kan vurderes i bagklogskabens lys, end et opdateret eksempel.*

<sup>3</sup> *Se f.eks. Murphy (1985) og Brickley, Bhagat og Lease (1985).*



## Litteratur

- Brickley, Bhagat & Lease: The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth. *Journal of Accounting and Economics*, April 1985, no. 7, p. 115-130, 1985.
- Cadbury-komitee: The report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance; London, dec. 1992.
- Fama, E. & Jensen, M.: Separation of ownership and control, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, p. 301-325, 1983.
- Fama, E. & Jensen, M.: Agency-problems and residual claims, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, p. 327-349, 1983.
- Grossmann, S. & Hart, O.: Takeover bids, the free rider-problem and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, p. 42-64, 1980.
- Grossmann, S. & Hart, O.: Corporated Financial Structure and Managerial Incentives, p. 107-140 in: J. McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*; Chicago, 1982.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure; *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360, 1976.
- Jensen, M.C. & Warner, J.B.: The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders, and Directors, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 3-24, 1988.
- Klein, Benjamin: Contracting Cost and residual claims: The separation of ownership and control, *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, p. 367-374, 1983.
- Moreck, Shleifer & Vishny: Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 293-315, 1988.
- Møller, M. & Nielsen, N.C.: Ejer-skab, ledelse og incitamentsstruktur, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 127, nr. 1, p. 45-58, 1989.
- Møller, M. & Nielsen, N.C.: *Aktieoptioner som aflønningsmekanisme*; København oktober 1988.
- Møller, M. & Nielsen, N.C.: Real-kreditens strukturproblemer og interessekonflikter, *Working Paper 91-2*, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København, 1991.
- Møller, M. og Nielsen, N.C.: Incitamentsaflojning af ledere: et relevant alternativ?, *Working Paper 93-3*, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København, 1993.
- Murphy, Kevin J.: Corporate Performance and Managerial Remuneration, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, no. 1-3, 1985.
- Weston, Chung & Hoag: Mergers, Restructuring & Corporate Control, 1990.
- Williamson, Oliver: Organisation form, residual claimants and Corporate Control, *Journal of Law and Economics*, 1983, p. 351-365, 1983.