

# TOPLADERLØNNINGER I DANMARK: UDVIKLING, FORSKELLE OG BETYDNING FOR VIRKSOMHEDERNES RESULTATER

28-01-2018

AF ANALYSECHEF OTTO BRØNS-PETERSEN (20 92 84 40) OG ØKONOMETRIKER SØREN HAVN GJEDSTED

*Aflønningen af topchefer har været omdiskuteret både i offentligheden og politisk, bl.a. i lyset af en række enkeltsager. Fokus har i høj grad været på moralske spørgsmål, mens det har været næsten fraværende, at aflønningen kan spille en vigtig rolle for virksomhedernes resultater. Der eksisterer imidlertid en betydelig forskningslitteratur om hensigtsmæssige incitamenter ved aflønningen, ligesom især amerikanske studier har påvist en sammenhæng mellem aflønning og virksomhedernes resultater. Således er det ikke nødvendigvis i ejernes interesse at aflønne så lavt som muligt.*

*Professor Nicolai Foss (Università Bocconi) og lektor Jacob Lyngsie (Syddansk Universitet) har for CEPOS udført en analyse baseret på danske registerdata om sammenhængen mellem chefaflønning og virksomhedernes resultater. Den viser en meget klar sammenhæng: Virksomheder, der har øget ledelsens aflønning i ét år, har opnået bedre resultater det efterfølgende. Sammenhængen er robust over for forskellige mål for resultater. En fordobling af ledelsesaflønningen er typisk forbundet med en forbedring af resultatet på 2 pct. Hvad enten der måles på omsætning, aktiver, forrentning, produktivitet eller beskæftigelse er sammenhængen positiv.*

*Data viser tydelige tegn på såkaldte "turneringseffekter", således at større spredning i lønningerne er forbundet med bedre resultater. Ved turneringer ansføres medarbejderne til at yde en større indsats ved udsigten til en højere placering i lønhierarkiet. Derimod er der modsat i f.eks. USA ikke tegn på såkaldte "superstjerneeffekter", hvor meget store virksomheder aflønninger ekstraordinært højt. Snarere det modsatte.*

*Analysen viser ikke, at højere ledelsesaflønning automatisk eller kausalt medfører bedre resultater, eller at alle lønkontrakter i perioden har været hensigtsmæssige, men indikerer, at ejerne generelt aflønner ledelsen efter værdi for virksomhederne.*

*Analysen understreger, at aflønningen af topledelse er en sag mellem den og virksomhedens ejere. Det er ejerne, som bærer omkostningen ved en uhensigtsmæssig aflønning, hvad enten den er højere end nødvendigt eller giver utilstrækkelige incitamenter. Der bør således være fri forhandlingsret uden politisk regulering. Det risikerer tværtimod at sænke virksomhedernes produktivitet.*

*Dette notat gengiver analysens hovedresultater (for yderligere information henvises til Foss og Lyngsies arbejdsrapport).*

## INDLEDNING

Der har i en periode været en intens offentlig diskussion af topledernes lønninger. Dette skyldes ikke mindst det stigende spænd mellem lønninger for almindelige medarbejdere og toplederne. Ofte går debatten på det moralske aspekt, mens det næsten aldrig diskuteres, om topledernes høje og stigende lønninger kan påvirke virksomhedernes resultater positivt. Det til trods for, at både en stor forskningslitteratur og udenlandske empiriske analyser peger på en sådan sammenhæng. Det banebrydende studie af Jensen og Murphy (1990) viste, at løn og resultater i amerikanske virksomheder hang sammen, samt at topledelsen lagde beslag på en beskedent del af væksten i indtjeningen (1,35 cent for hver 1.000 dollar i øget indtjening).

Udgangspunktet er, at ejere og ledelse ikke har fuldt samstemmende interesser. Der foreligger et såkaldt "agent-principal-problem". For at motivere ledelsen til at varetage ejernes interesser, er det nødvendigt at indrette aflønningen med hensigtsmæssige incitament, f.eks. en andel i gode resultater. Samtidig eksisterer der i stigende grad et internationalt marked for ledelse, hvor særligt kvalificerede kan opnå en høj aflønning. Der har dog også været hypoteser om, at et højt og stigende lønniveau afspejler svagt ejerskab. Litteraturen gennemgås i arbejdsrapporten.

## DEN EMPIRISKE ANALYSE

I arbejdsrapporten gennemføres dernæst en empirisk analyse, der med udgangspunkt i danske registerdata fra perioden 2003-2012 undersøger om høje toplederlønninger er forbundet med et godt resultat for private virksomheder. Der anvendes en række forskellige mål for virksomhedernes resultater, og det findes, at både øgede lønninger for toplederne og for de almindelige medarbejdere er forbundet et bedre resultat for virksomheden i det efterfølgende år. Det findes desuden, at effekten af at øge topledernes lønninger er større, jo større lønspændet er mellem toplederne og de almindelige medarbejdere. Denne effekt tolkes som en "turneringseffekt", hvor medarbejderne deltager i turnering om at blive forfremmet. Præmien ved forfremmelsen øges med lønspændet. Turneringer giver motivation til at bidrage til et bedre resultat. Ved turneringseffekter aflønnes medarbejderne til dels gennem udsigter til at stige i lønhierarkiet og dermed ikke blot svarende til deres umiddelbare produktivitet.

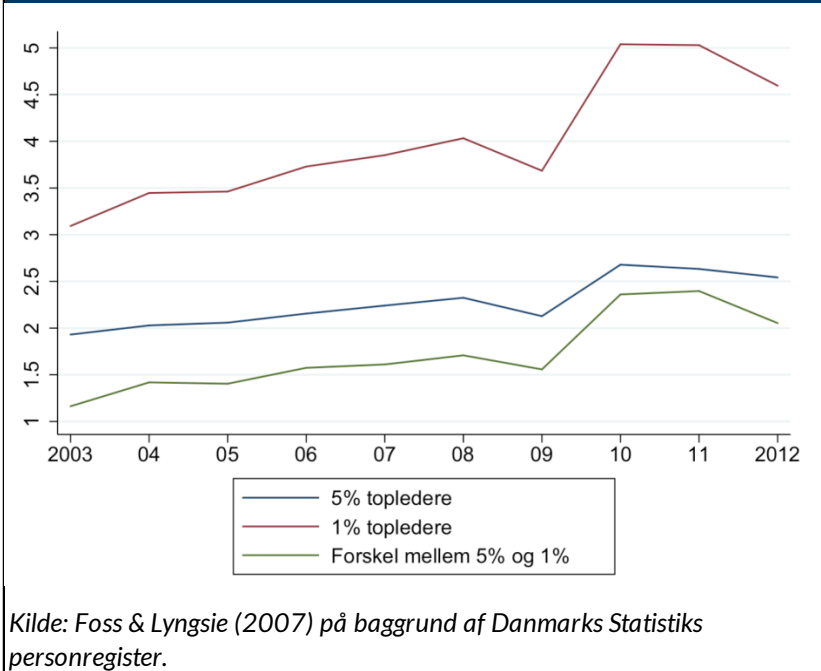
Analysen er baseret på registerdata og omfatter samtlige private virksomheder, bortset fra dem, hvor der ikke var oplysninger for stillingsbetegnelse for mere end fem pct. af de ansatte. Der er tale om ca. 67.000-68.000 observationer i alt<sup>1</sup> og dermed et ganske stort datasæt. Personregisterloven udelukker at se på den enkelte medarbejder, herunder CEO'en, isoleret. I stedet indgår den gennemsnitlige aflønning i den medarbejdergruppe, som ifølge registret er beskæftiget med ledelse. Selv om denne gruppe er bredere end den absolutte topledelse, fanger den effekten af ekstraordinært høje CEO-lønninger mv. både ved et højere gennemsnit og en større lønspred-

---

<sup>1</sup> Datagrundlaget for hver enkelt periode er ikke konstant, da nogen virksomheder træder ud af stikprøven, mens andre træder ind.

ning. Det bekræftes ad to veje: Dels er top 5 pct. og top 1 pct. højeste lønninger steget mere end de øvrige lønninger i perioden. Som vist i figur 1, er top 1 pct.-lønningerne steget mest.

**Figur 1: Gennemsnitslønning for de 5 pct. og 1 pct. højst betalte topledere i 2012, millioner kroner**



Dels vokser effekten af stigende topledertilønnen på resultatet mere end proportionalt med lønstigningen, se tabel 1, model 5, i dette notat.

Analysen viser ikke, at højere ledelsesafbetaling automatisk eller kausalt medfører bedre resultater, eller at alle lønkontrakter har været hensigtsmæssige, men indikerer, at ejerne generelt aflønner ledelsen efter værdi for virksomhederne.

Analysen modellerer hver virksomheds resultater over en årrække som en funktion af gennemsnitslønnen for henholdsvis virksomhedens topledere og almindelige medarbejdere i det foregående år. Herudover inkluderes der et interaktionsled mellem den gennemsnitlige medarbejders løn og den gennemsnitlige topledertiløn. Jo større spænd i lønningerne, desto større er dette interaktionsled. Det fanger eventuelle turneringseffekter. Endelig er der også kontrolleret for en række andre (gennemsnits) karakteristika for henholdsvis topledere og medarbejdere. Specifikt kontrolleres der for alder, uddannelse og ansættelseslængde.

Virksomhedernes resultater er opgjort ved omsætning, aktivmasse, total kapitalforrentning, produktivitet og beskæftigelse.

Tabel 1 opsummerer de vigtigste resultater. De fulde modeller kan findes i appendikset i Foss & Lyngsø (2017).

Tabel 1: Sammenhæng mellem topleder aflønning og udvalgte variable							
	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8b	Model 10	Model 12
	Omsætning t+1	Omsætning t+1	Ansatte t+1	Værdi af aktiver t+1	Omsætning t+1	Omsætning t+1	Overskud t+1
Gns. Topleder løn	0,02*** (0,01)	0,03*** (0,01)	0,02*** (0,005)	0,03* (0,01)	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)	0,01 (0,02)
Gns. Medarb. løn	0,25*** (0,02)	0,25*** (0,02)	-0,11*** (0,02)	0,23*** (0,05)	0,26*** (0,02)	0,25*** (0,02)	0,29*** (0,07)
Gns. Topleder løn x gns. medarb. løn	0,03** (0,01)	0,02* (0,01)			0,03** (0,01)	0,03** (0,01)	0,11*** (0,03)
Gns. Toplederløen x gns. Toplederløen		0,03** (0,001)					
*p<0.05, **p<0.01, ***p<0.001							
R <sup>2</sup>	0,70	0,70	0,69	0,45	0,72	0,73	0,40
n	68.259	68.259	67.058	67.039	67.099	67.172	51.275
Model 4	Sammenhæng mellem topleder aflønning og virksomhedsomsætning det efterfølgende år, med kontrolvariabler.						
Model 5	Ikke-linær association mellem topleder løn og omsætning i efterfølgende år.						
Model 6	Sammenhæng mellem topleder aflønning og antal ansatte det efterfølgende år.						
Model 7	Sammenhæng mellem topleder aflønning og værdi af aktiver det efterfølgende år.						
Model 8b	Sammenhæng mellem topleder aflønning og produktivitet det efterfølgende år.						
Model 10	Sammenhæng mellem topleder aflønning og totalkapitalforrentning i det efterfølgende år.						
Model 12	Sammenhæng mellem topleder aflønning og virksomheds resultat i efterfølgende år.						
Kilde: Foss & Lyngsø (2017) på baggrund af Danmarks Statistiks personregister							

Af tabel 1 fremgår det, at der er en stærk positiv sammenhæng mellem aflønningen og virksomhedens omsætning det næste år. En fordobling af den gennemsnitlige topleder aflønning<sup>2</sup> er (lidt forsimplet) forbundet med en stigning i næste års resultat på 2 pct., for aktivmassen dog 3 pct.

Yderligere bemærkes det, at interaktionsledet er forskelligt fra nul. Med andre ord antyder modellen tilstedeværelsen af turneringseffekter baseret på forholdet mellem topleder- og medarbejderløen.

I model 5 er undersøgt, om effekten af toplederlønnen på resultatet (omsætningen) er ikke-lineær, hvilket bekræftes af, at den kvadrerede løn også påvirker resultatet positivt. Det vil altså sige, at effekten af stigende toplederløen vokser mere end proportionalt.

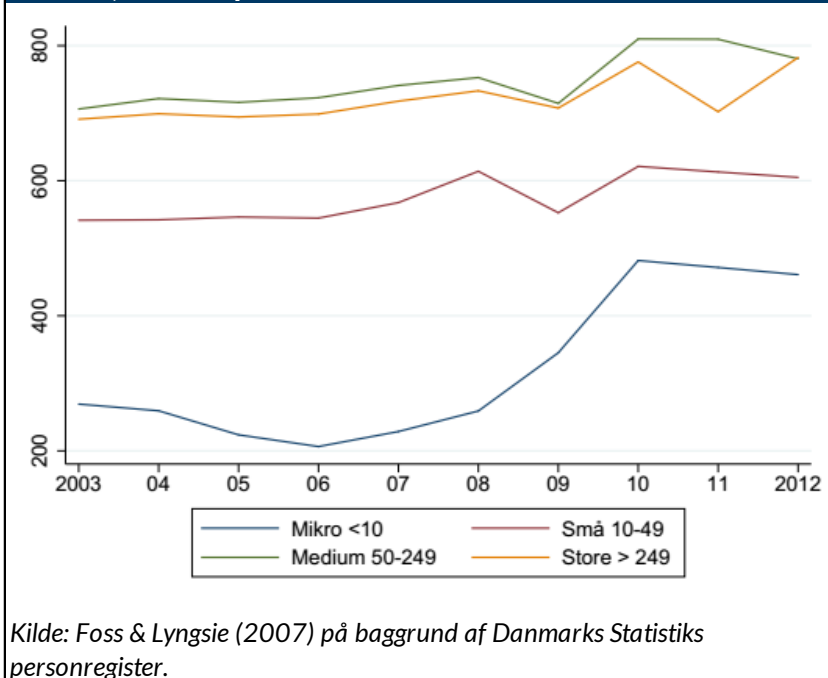
<sup>2</sup> Alle variablerne er log, således at tolkningen af parameterestimerne er elasticiteter, dvs. fx hvor mange pct. Omsætningen ændres, når de gennemsnitlige topleder øges med et pct.

## ER DER SUPERSTAR-EFFEKTER I AFLØNNINGEN AF DANSKE TOPLEDERE?

Sportens verden er karakteriseret af superstar-effekter, hvor lønforskellen mellem de absolut bedste sportsudøvere og de næstbedste sportsudøvere (inden for en given sportsgren) er større end lønforskellen for de lavere niveauer i sportsgrenen. I internationale studier af toplederlønninger findes disse superstar-effekter også. I denne litteratur måler man typisk toplederens "talent/præsentation" ud fra, hvor stor en virksomhed denne er ansat i.

Analysen undersøger, om der findes superstar-effekter i aflønningen af de danske topledere.

**Figur 2: Gennemsnitslønnning for topledere (i 2012 tusinde kroner) fordelt på virksomhedsstørrelse målt ud fra antal**



Hvis der var superstar-effekter i de danske toplederlønninger, burde der være et meget stort spring mellem den gennemsnitlige toplederløn i en mellemstor henholdsvis en stor virksomhed. I figur 2 ses det, at dette næppe er tilfældet. Der er stort set ikke nogen forskel. Derimod er der en stor forskel på de gennemsnitlige ledelses aflønninger på tværs af de andre virksomhedsstørrelser. Dette tolker Foss og Lyngsie som en omvendt superstar-effekt. Selvom statistikken indeholder hele ledelsesgruppen, er der grund til at formode, at det samme gælder topledere i stedet. Denne modsætning til de internationale resultater er bemærkelsesværdig. Dermed er det ikke superstar-effekter, der kan forklare danske toplederes løn.

## KONKLUSION

Aflønningen af topledelse er en sag mellem den og virksomhedens ejere. Det er ejerne, som bærer omkostningen ved en uhensigtsmæssig aflønning, hvad enten den er højere end nødvendigt eller giver utilstrækkelige incitament. Der bør således være fri forhandlingsret uden politisk regulering. Det risikerer tværtimod at sænke virksomhedernes produktivitet.

Det er dog vigtigt, at lovgivningen så vidt muligt er neutral over for forskellige ejerformer, således at ejerskabsstrukturene bestemmes af deres markedseffektivitet. Det kan ikke på forhånd afgøres, hvad den mest effektive ejerform er for en given virksomhed, og valget bør ikke påvirkes af f.eks. skatteregler.

## REFERENCER

Foss, Nicolai & J.Lyngsie (2017). Toplederlønninger i Danmark: Udvikling, forskelle og betydning for virksomhedernes resultater. *CEPOS Arbejdsrapport nr. 56*.

Jensen, Michael, & Kevin J. Murphy. 1990. Resultat Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98: 225-64.