

Management Working Paper

2009-3

Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?

Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe

School of Economics and Management
Aarhus University
Bartholins Allé 10, Building 1322
DK-8000 Aarhus C - Denmark
Phone +45 8942 1610
Mail: oeкономи@econ.au.dk
Web: www.econ.au.dk

Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?

25. september 2009

Ken L. Bechmann
Institut for Finansiering
CBS
og
Johannes Raaballe
Institut for Økonomi
Aarhus Universitet

Der er ikke belæg for, at indførelse af aktie- og bonusaflønning til danske bankdirektører har tilskyndet disse til at præstere bedre resultater. Tværtimod, eksempelvis har banker, der har indført aktie- og bonusaflønning, i 2008 en gennemsnitlig egenkapitalforrentning (nettoresultat divideret med bogført egenkapital) på minus 14,14%, hvorimod banker, der ikke har indført aktie- og bonusaflønning, i 2008 har et tilsvarende resultat på plus 1,91%. Høj negativ egenkapitalforrentning i 2008 for banker med aktie- og bonusaflønning er ikke blevet kompenseret af højere egenkapitalforrentning for disse banker i tidligere år.

Banker med aktie- og bonusaflønning påtager sig større risici end banker uden aktie- og bonusaflønning. Eksempelvis har banker med aktie- og bonusaflønning ultimo 2008 udlån, der i gennemsnit er 39% højere end

bankens egne almindelige indlån. Det er "risky business". Banker uden aktie- og bonusaflønnings har ultimo 2008 "blot" udlån, der er 12% højere end bankens almindelige indlån. Resultatet af den forskellige udlånspolitik lader sig direkte aflæse i bankernes årsregnskaber for 2008. Banker med aktie- og bonusaflønnings har i 2008 gennemsnitlige regnskabsmæssige hensættelser på 2,89% af udlånene, hvorimod banker, der ikke har indført aktie- og bonusaflønnings, i 2008 "blot" har gennemsnitlige hensættelser på 1,22% af udlånene.

Det har været fremført, at indførelsen af aktie- og bonusaflønnings skærper bankdirektørernes appetit på risiko. Vi finder kun svage tegn herpå. Det væsentlige er imidlertid, at disse bankdirektørers appetit på risiko allerede var høj inden indførelsen af aktie- og bonusaflønnings. Forklaringen er, at bankdirektører, der er genetisk kodede for risiko, er mest tilbøjelige til og har mulighed for at skaffe sig selv aktie- og bonusaflønnings.

Fravær af en storaktionær i bankens ejerkreds er et problem i relation til tildeling af aktie- og bonusaflønnings, da småaktionærer ikke overvåger ledelsen. Som følge af små aktiebeholdninger kan det ikke betale sig for småaktionærerne at sætte sig ind i tingene og gøre en indsats. Bortset fra een, så er alle 14 banker, der har indført væsentlig aktie- og bonusaflønnings, kendetegnet ved ikke at have en større aktionær, der er uafhængig af ledelsen. Der har altså i de 13 af de 14 banker reelt ikke været en aktionær til at tildele bankdirektørens aktie – og bonusaflønnings. Der har i mange tilfælde været tale om et tag selv bord.

Selvom der er dækket op til tag selv bord, kan man godt holde sig tilbage. Det viser sig, at de bankdirektører, der ikke kan modstå fristelserne, også er de bankdirektører, der er genetisk kodede for risiko.

Når bankdirektøren "tildeles" en væsentlig aktie- og bonusaflønning, skulle man forvente, at bankdirektørens faste løn som modydelse blev reduceret. I 93% af tilfældene sker dette ikke. I 86% af tilfældene forøges bestyrelsens aflønning (mere moderat) i forbindelse med bankdirektørens opnåelse af aktie- og bonusaflønning. Det ser ud til, at bestyrelsen også får en bid af kagen.¹

I artiklens første afsnit beskrives undersøgelsens formål, data og metode samt institutionelle forhold. I andet afsnit angives en række beskrivende resultater vedrørende bankdirektørernes samt bestyrelsernes aflønning, herunder de forskellige aflønningsformer. I artiklens tredje afsnit præsenteres artiklens hovedresultater, herunder effekten af aktie- og bonusaflønning på bankens resultater og risiko samt de forhold, der ligger til grund for, at direktionen opnår aktie- og bonusaflønning. Afsnittet afsluttes med fire eksempler, der illustrerer de fundne resultater ud fra fire navngivne danske banker. I sidste afsnit indplaceres artiklen i en større sammenhæng, og der diskuteres kort behovet for yderligere undersøgelser af de danske banker.

Formål, data og metode, ledelsesaflønning samt institutionelle forhold

Et ofte fremført synspunkt er, at indførelse af aktie- og bonusaflønning (variabel aflønning) tjener til at tilskynde ledelsen til at varetage aktionærernes interesser. Et modsat synspunkt er, at stærke ledelser tager for sig af retterne på svage aktionærers bekostning. Hvis det sidstnævnte er tilfældet, så kan dette dog stadig være i aktionærernes interesse, idet der

herved skabes et delvist økonomisk interessesammenfald mellem ledelse og aktionærer. Formålet med denne artikel er at undersøge disse problemstillinger med udgangspunkt i den danske banksektor.

Data og metode

Undersøgelsens population er egentlige danske banker noteret på OMX Copenhagen primo 2008, i alt 44 banker. Afgrænsningen indebærer, at eksempelvis Nordea ikke er med i undersøgelsen, da Nordea ikke har hovedsæde i Danmark. Afgrænsning har efter vor vurdering ikke nævneværdig indflydelse på undersøgelsens resultater og konklusioner.

Aflønningsdata for såvel bankens direktion og bestyrelse er indsamlet fra bankernes årsregnskaber for årene 1995-2008. Samme kilde er anvendt for øvrige regnskabsdata. Aflønningsdataene diskuteres nærmere i næste delafsnit.

Ejerskab af danske børsnoterede aktier er ikke offentlig tilgængelig viden. Aktionær og selskab skal dog oplyse, når en aktionærs beholdning af aktier i selskabet passerer en 5% grænse. Disse oplysninger er hentet fra Ejer- og bestyrelsesdatabasen.² Vi definerer en aktionær som storaktionær i et selskab, hvis aktionæren ejer mindst 5% af selskabets aktier (og dermed potentielt mindst 5% af selskabets stemmer, idet der ikke er mulighed for flere aktieklasser i danske banker). I denne undersøgelse anvender vi ejerstrukturen primo 2008. Det spiller ikke den store rolle, om vi havde valgt at anvende ejerstrukturen opgjort på et andet tidspunkt, idet ejerstrukturen er relativt stabil over tid.

Data om bankens eventuelle stemme- og ejerbegrænsninger vedrørende dens aktier, eventuel tilstedeværelse af repræsentantskab samt frist for aktionæren

til at stille forslag til selskabets generalforsamling er indsamlet fra bankens nyeste vedtægter med skæringsdato 1. april 2009.

Aktiekursoplysninger og aktieafkast er hentet fra Datastream.

Ledelsesaflønning samt institutionelle forhold

Det er enkelt at opgøre bestyrelsens aflønning, idet der alene aflønnes med fast løn. Det er derimod sværere at opgøre den administrerende direktørs aflønning. Dels angives dennes aflønning ikke altid separat, men er ofte inkluderet som en del af direktionens samlede aflønning. Endvidere kan aflønningspakken bestå af fast løn inklusiv pension, aktieaflønning, bonusaflønning og fratrædelsesgodtgørelse.

Vi definerer aktieaflønning som den del af den administrerende direktørs løn, der er relateret til udviklingen i bankens aktiekurs. De fleste banker leverer rimelig information herom siden 2002, idet der fra og med dette tidspunkt har været meget fokus på dette område, se Bechmann og Jørgensen (2002). Endelig er kvaliteten af lønoplysninger forbedret over tid, og aktieaflønning er en relativ ny foreteelse i banksektoren. I det følgende har vi anvendt denne information sammen med Black-Scholes modellen til at foretage en værdifastsættelse af aktieaflønningen på tildelingstidspunktet. Som det er sædvanligt i undersøgelser af ledelsesaflønning, vil vi opfatte hele dette beløb som en del af aflønningen i tildelingsåret, også selv om den regnskabsmæssige behandling kan være anderledes.

For bonusaflønning gælder, at der udbetales en kontant bonus, hvis angivne mål, ofte regnskabsmæssige, er opnået i løbet af en given tidsperiode, ofte et regnskabsår. Information vedrørende bonusaflønning er af en væsentlig dårligere kvalitet end vedrørende aktieaflønning, og en bedre efterlevelse af eksisterende anbefalinger og krav på dette område er på sin plads. Specielt

tilbage i tid er det ofte kun muligt at læse sig frem til, om en given bank har et bonusprogram, men ikke hvilke kriterier dette bygger på og heller ikke hvor stor en del af det årlige vederlag, der skyldes dette bonusprogram. Tilsvarende er der ikke mange detaljer om de aftrædelsesordninger, som der er tildelt nogle direktioner, og som ses komme til udbetaling i forbindelse med direktørskifte. Når banken ikke udspecificerer bonus- og aftrædelses aflønningen, er disse to aflønningsformer altså medtaget under fast løn inklusiv pension i årsregnskabet.

I de senere år er der set en voksende tendens til, at den administrerende direktørs aflønning angives særskilt. Men når dette ikke er tilfældet, og direktionen har flere medlemmer, har vi antaget, at den administrerende direktør får 50% mere end de andre medlemmer af direktionen. Dette forhold anvendes ofte som en tommelfingerregel og er i overensstemmelse med de faktiske forhold i de tilfælde, hvor den administrerende direktørs aflønning er udspecificeret.

Bortset fra den seneste lovgivning i forbindelse med bankpakke I og II findes der kun i meget begrænset omfang regulering af omfanget og sammensætningen af aflønningen til ledelsen. Den generelle og begrænsede regulering findes i Aktieselskabslovens §64 (*aflønningen må ikke overstige, hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og arbejdets omfang, samt hvad der må anses for forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske stilling*) og §69b, der specifikt kræver, at der vedtages overordnede retningslinjer inden indførelsen af variabel aflønning (aktie- og bonusaflønning etc.).

Pengeinstitutter, der valgte at deltage i bankpakke I, forpligtigede sig til i bankpakke I's løbetid, dvs. til og med den 30. september 2010, ikke at indføre nye eller forlænge eksisterende aktieaflønningsprogrammer. Dette forbud blev forlænget med bankpakke II eftersom, der er forbud mod nye

aktieaflønningsprogrammer så længe, der er statslig kapital involveret. Yderligere blev der indført betingelser om, at variabel løn (bonusaflønning) i samme tidsrum kun må udgøre 20% af den faste løn inklusiv pension. Endelig må pengeinstitutter, der deltager i bankpakke II, kun fratrække 50% af direktionens aflønning i den skattepligtige indkomst.

I forlængelse af bankpakke II blev der også indført regulering af mere permanent karakter for hele den finansielle sektor. Det blev besluttet, at den variable løn i et finansielt selskab maksimalt må udgøre 50% af den samlede grundløn inklusiv pension. Yderligere blev der indført lovkrav om, at generalforsamlingen eller repræsentantskabet i alle finansielle virksomheder skal forholde sig til direktionens aflønning. At det kan være et repræsentantskab, der skal forholde sig til direktionens aflønning må siges at være en lapsus, idet stillingtagen hertil da stadig kan ske i en lukket kreds.

Den 10. december 2008 forelå Finansrådets anbefalinger om ledelsesaflønning i medlemsvirksomhederne. Det henstilles/anbefales, at man følger afsnit VI i "Anbefalinger for god selskabsledelse" samt den supplerende "Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning", begge udarbejdet af Komiteen for god Selskabsledelse (2008a og 2008b). Det henstilles altså, at man følger de retningslinjer, som også andre virksomheder anbefales at følge. For det andet kommer Finansrådet med et par supplerende anbefalinger, eftersom incitamentsprogrammer (variabel aflønning) i medlemsvirksomhederne skal:

- a. afhænge af flere forskellige parametre, og disse skal specifikt angives. Dette kan f.eks. være stigning i aktiekurs, regnskabsresultat, størrelse af tab, fremgang i indtjening, udviklingen i udgifterne, gennemførelse af konkrete projekter eller sammenligning med f.eks.

- aktiekursudviklingen i en foruddefineret gruppe af sammenlignelige banker eller sparekasser (Peer Group),
- b. indeholde et loft for den potentielle udbetaling. Dette skal ikke nødvendigvis være en beløbsgrænse. Det kan f.eks. være en beslutning om, at udnyttelseskursen på en aktieoption aldrig kan ligge mere end en bestemt procentsats under den aktuelle aktiekurs eller, at udnyttelseskursen ikke må overstige 100% af aktiekursen på tildelingstidspunktet. Den valgte model skal være enkel og let forståelig.

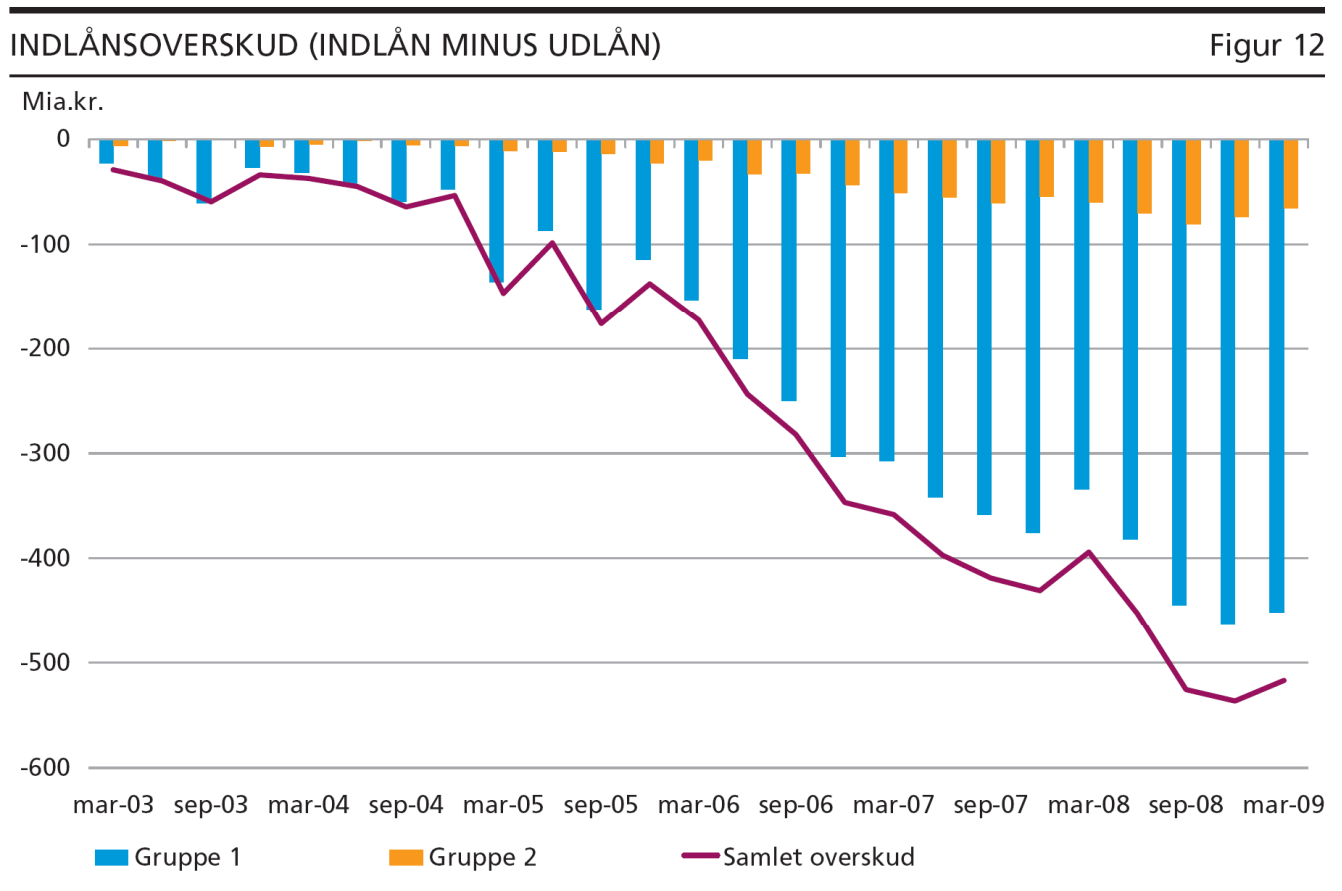
Her er betingelser i punkt a i tråd med mere åbenhed og indsigt til aktionærerne i hvilke betingelser, der ligger bag den indførte variable aflønning. Punkt b giver imidlertid anledning til forvirring. Overskriften om, at der skal være et loft for den potentielle udbetaling (som også blev anvendt i pressemeddelelsen) er ikke i overensstemmelse med de øvrige oplysninger under punkt b. Eksempelvis kan gevinsterne ved et optionsprogram sagtens blive ekstremt høje, selv om man på tildelingstidspunktet overholder betingelsen om, at udnyttelseskursen ikke er mere end en procentsats under den aktuelle aktiekurs. Det andet eksempel giver end ikke mening i forhold til at sikre et loft over den potentielle udbetaling i et optionsprogram.³ Den berømte optionstildeling i Roskilde Bank ville ikke være blevet udelukket af disse anbefalinger.

Der er altså fra brancheorganisationens side ikke tale om nogen form for selvdisciplinering endsige selvransagelse. Vi er ikke imponerede.

Beskrivende lønstatistik

Figur 1, der er hentet fra Danmarks Nationalbanks publikation Finansiell Stabilitet, 1. halvår 2009, illustrerer udviklingen i den danske banksektors indlånsunderskud.⁴

Figur 1: Indlånsunderskud



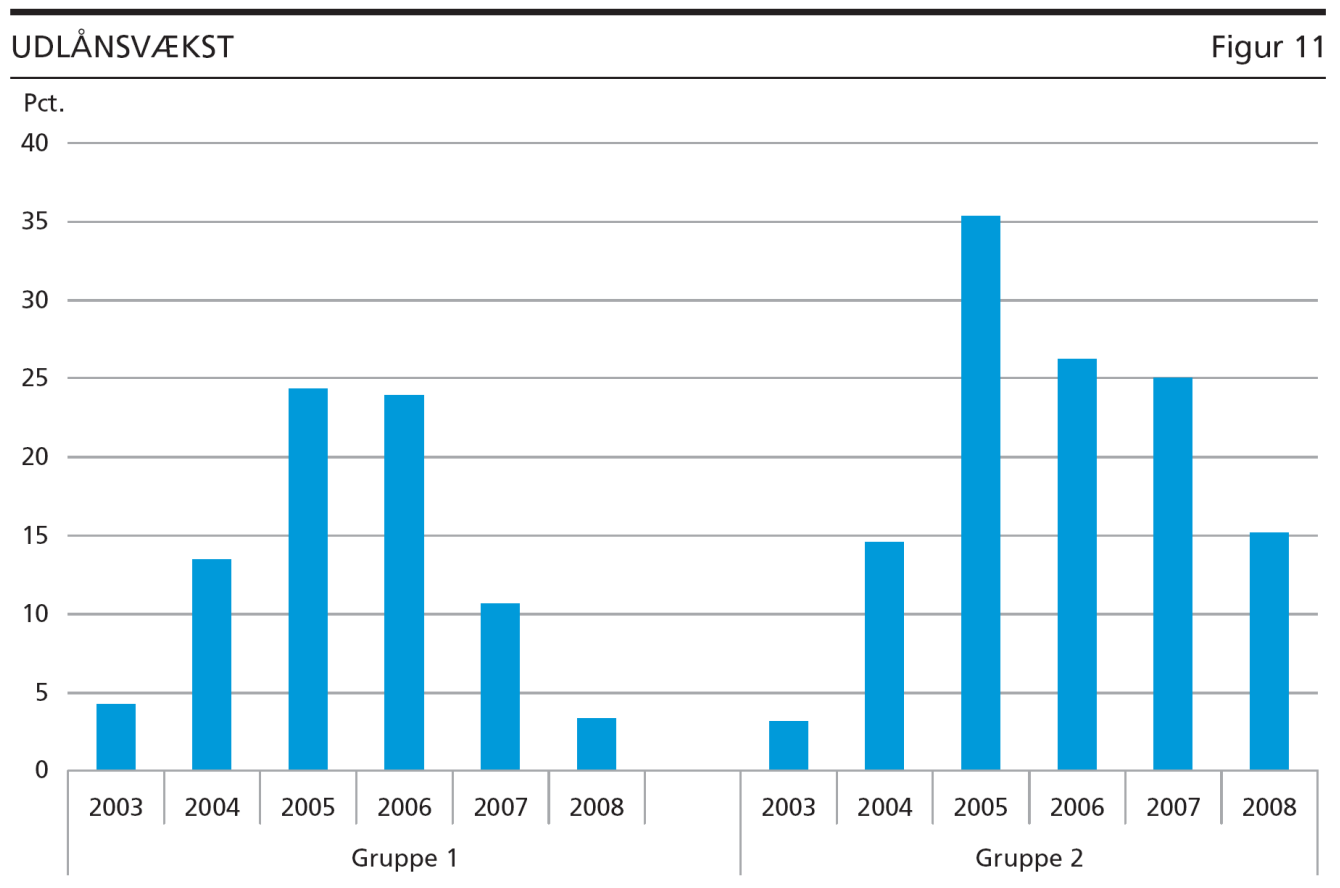
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Kilde: Danmarks Nationalbank (2009), Figur 12, s. 29.

Historisk har banker altid lånt mindre ud, end de har indlån til. Det var imidlertid blevet umoderne for de fleste danske banker. Igennem de sidste fire år har den danske banksektor oparbejdet et indlånsunderskud på 500-600 mia. kr. Som det fremgår af figur 2, der ligeledes er hentet fra Finansiell

Stabilitet, 1. halvår 2009, er indlånsunderskuddet oparbejdet som følge af en gennemsnitlig udlånsvækst på mellem ca. 11% og ca. 35% i årene 2004 til 2007 – og vi kan tilføje, at dette er sket til såvel erhverv som borgere. Man skal her sammenligne med, at en årlig udlånsvækst på ca. 10% efter hidtidige standarder anses som høj, se Raaballe (2008).

Figur 2: Udlånsvækst



Anm.: Der er korrigeret for effekt af filialisering af Danske Banks bankaktiviteter i Baltikum, Sydbanks køb af BankTrelleborg, Nordea Bank Danmark, Spar Nord Bank og Arbejdernes Landsbanks køb af Roskilde Banks filialer, Nykredit Banks køb af SEBs filial i Hellerup samt fusionen mellem Vestjysk Bank og Ringkjøbing Bank. Udlånsvæksten er beregnet ultimo året, dvs. udlånsvæksten i 2008 er beregnet som udlån pr. 31. december 2008 divideret med udlån pr. 31. december 2007.

Kilde: Årsregnskaber.

Kilde: Danmarks Nationalbank (2009), Figur 11, s. 28.

Hvordan blev udlånsvæksten finansieret? Af kortvarige lån fra udenlandske banker og for vore to store bankers vedkommende også ved udstedelse af kortvarige kreditpapirer. Da de udenlandske banker led tab på nogle danske banker, blev de usikre på alle danske banker og ville ikke længere refinansiere udlånene til danske banker.

Den første bankredningspakke var derfor uomgængelig, og ved det politiske forlig af 5. oktober 2008 om den første bankredningspakke var syv børsnoterede danske banker og to mindre sparekasser allerede faldet. Alt sammen uden at lavkonjunktoren endnu havde nået den danske grænse. For en nærmere beskrivelse henvises til Bechmann og Raaballe (2008).

Med dette som motivering har vi valgt at dele aflønningsdataene op i tiden før henholdsvis efter, at moden i den danske banksektor ændrede sig – det vil sige før henholdsvis efter 2004.

Bankbestyrelsens aflønning

Udviklingen af det gennemsnitlige bestyrelsesmedlems aflønning fremgår af tabel 1.

Tabel 1: Stigningstakst i aflønningen af bankbestyrelsesmedlemmer

	Stigningstakst	
	Aflønning til bestyrelsen	Generel lønudvikling
95-08	5.30%	3.87%
95-04	4.62%	3.98%
04-08	6.83%	3.63%

Note: Tabellen viser gennemsnitlige årlige stigningsprocenter i aflønningen af et gennemsnitligt bankbestyrelsesmedlem for udvalgte perioder. Aflønningen til det gennemsnitlige bestyrelsesmedlem er beregnet som samlet aflønning til bestyrelsen divideret med antallet af bestyrelsesmedlemmer. Disse stigningsprocenter er sammenholdt med den generelle lønudvikling, jf. Danmarks Statistiks lønindeks for den private sektor.

Bestyrelsesmedlemmets aflønning ses at vokse mere end Danmarks Statistiks lønindeks for den private sektor. Vi bemærker også, at bestyrelsesmedlemmets lønudvikling især er kraftig i perioden 2004-2008.

Det har fra politisk hold været fremført, at danske bankbestyrelsesmedlemmer tjener for mange penge. Vi er ikke enige heri! For 2008 modtog et gennemsnitligt (median) bestyrelsesmedlem et honorar på 132.000 kr. (102.000 kr.). Vel kan vi finde eksempler, hvor udviklingen i bestyrelsesaflønningen er ude af trit, men der er også eksempler på bestyrelser, hvor medlemmerne blot oppebærer et honorar på under 50.000 kr. Man kan ikke over en bred front forvente egnede bestyrelsesmedlemmer med en sådan aflønning. Som det senere fremgår, er problemet ikke, at visse bankbestyrelsesmedlemmer tjener for mange penge, men at de ikke er pengene værd. I alle tilfælde udgør aflønningen til bestyrelsen en meget lille andel af en banks omkostninger.

Bankdirektørens samlede aflønning

Udviklingen af den administrerende bankdirektørs gennemsnitlige aflønning (fast løn inklusiv pension, bonusaflønning, aktieaflønning samt eventuel fratrædelsesgodtgørelse) fremgår af tabel 2.

Tabel 2: Udviklingen i aflønningen af den administrerende bankdirektør

	Stigningstakst	
	Aflønning til adm. direktør	Generel lønudvikling
95-08	8.79%	3.87%
95-04	7.62%	3.98%
04-08	11.43%	3.63%

Note: Tabellen viser gennemsnitlige årlige stigningsprocenter i den samlede aflønning af den administrerende bankdirektør for udvalgte perioder. Den samlede aflønning er bestemt som summen af fast løn, pension, bonusaflønning, værdien af aktieaflønning samt eventuel fratrædelsesgodtgørelse. Disse stigningsprocenter er sammenholdt med den generelle lønudvikling, jf. Danmarks Statistiks lønindeks for den private sektor.

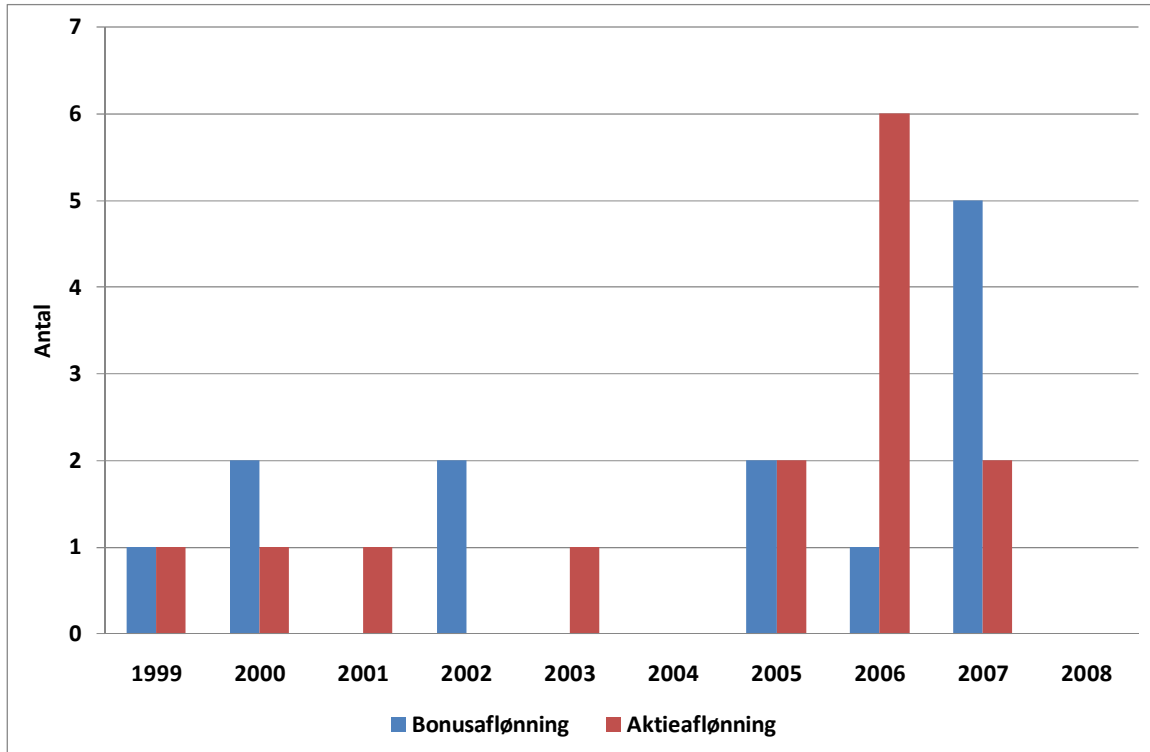
I perioden 1995-2004 vokser bankdirektørens aflønning næsten dobbelt så hurtigt som øvrige lønninger. I perioden 2004-2008 vokser bankdirektørens aflønning godt tre gange så hurtigt som øvrige lønninger.

Når der gås længere ned i tallene, ses en væsentlig spredning i de enkelte bankdirektørers lønstigningstakt, men det er bemærkelsesværdigt, at den gennemsnitlige lønstigningstakt for direktører, der modtager aktie- og bonusaflønning, er en halv gang større end for de direktører, der ikke modtager aktie- og bonusaflønning.

Bankdirektørens aktie- og bonusaflønning

Variabel aflønning af direktionen har været anvendt i 20 af de 44 undersøgte banker. Af disse havde seks banker alene bonusaflønning, syv havde alene aktiebaseret aflønning mens syv havde begge typer aflønning. Af figur 3 fremgår, hvornår de to typer af variabel aflønning første gang er blevet anvendt af den enkelte bank. Har en bank eksempelvis indført aktieaflønning i 2005 og bonusaflønning i 2007, indgår denne bank to gange i figur 3. Første gang under aktieaflønning i 2005 og anden gang under bonusaflønning i 2007.

Figur 3: Tidspunkt for indførelsen af aktie- og bonusaf lønning



Note: Figuren viser antallet af banker, der første gang indfører henholdsvis aktieaf lønning og bonusaf lønning de enkelte år.

Af figur 3 ses, at langt hovedparten af aktie- og bonusaf lønningen (67%) er indført i årene 2005-2007. Specielt er mange af de aktiebaserede programmer indført i 2006.

Da nogle banker anvender både aktie- og bonusaf lønning, indgår disse banker som nævnt flere gange i figur 3. Betragtes i stedet, hvornår banken for første gang indfører den ene eller anden type af variabel aflønning, fås samme billede som i figur 3.⁵ Specielt fås, at 13 af de 20 banker, svarende til 65%, med variabel aflønning indfører denne for første gang i 2005-2007. Det er altså efter, at det blev moderne med indlånsunderskud og kraftig udlånsvækst i bankerne, at aktie- og bonusaf lønningen tager fart.

Som tidligere omtalt kniber det for nogle banker at oplyse detaljeret om deres bonusaf lønning. Der er angivet detaljerede oplysninger for 7 af de 13

banker, der har anvendt bonusbetalinger, og der er oplysninger om i alt 28 bonusudbetalinger. For administrerende direktører i disse banker er den gennemsnitlige (median) bonus på 1,3 mio. kr. (0,9 mio. kr.). Målt relativt til den faste aflønning inklusiv pension svarer bonus i gennemsnit (median) til 52% (25%). Det er svært at sige, i hvor høj grad disse resultater kan generaliseres til de 6 banker, der også anvender bonusprogrammer, men hvor detaljerede oplysninger herom ikke er angivet. For alle banker, der anvender aktieaflønning, har vi de nødvendige oplysninger til at beregne værdien af denne for den administrerende direktør. Den gennemsnitlige (median) aktieaflønning målt som tildelingsværdi udgør 3,2 mio. kr. (2,3 mio. kr.). Målt relativt til den faste aflønning inklusiv pension svarer aktieaflønning i gennemsnit (median) til 86% (76%).

I tabel 3 har vi også opdelt aktie- og bonusprogrammerne efter væsentlighed defineret som programmer, hvor værdien af tildelingen udgør mere end 20% af den faste løn inklusiv pension. De 20% som grænse er konsistent med den maksimumsgrænse for variabel aflønning, der er blevet indlagt i forbindelse med bankpakke II. I tabel 3 betragtes alene aktie- og bonusprogrammer, der har været aktive i 2001 eller senere.

Tabel 3: Anvendelsen af aktie- og bonusprogrammer i bankerne

Samlet antal banker	44
Antal med:	
- kun bonusaflønning	6
- kun aktieaflønning	7
- både aktie- og bonusaflønning	7
I alt med aktie- og bonusaflønning	20
I procent	45%
Antal med:	
- væsentlig aktie- og bonusaflønning	14
I procent	32%

Note: Tabellen angiver udbredelsen af de forskellige typer variabel aflønning. I tabellen betragtes kun variabel aflønning indført i 2001 eller senere. Yderligere viser tabellen antallet af banker med væsentlig variabel aflønning defineret som aflønning, hvor tildelingene udgør mere end 20% af den faste løn inklusiv pension.

Vi ser, at knap en 1/3 af de administrerende direktører i bankerne modtager væsentlig aktie- og bonusaflønning.

Resultater

Aktie- og bonusprogrammer og bankens rentabilitet

Vi starter med at undersøge sammenhængen mellem bankens rentabilitet og tilstedeværelsen af eventuel aktie- og bonusaflønning. Som mål for rentabilitet anvender vi bankens egenkapitalforrentning defineret som bankens nettoresultat divideret med den bogførte egenkapital primo.

Blandt de banker, der ikke overlevede 2008, er der nogle, som ikke har aflagt årsregnskab for 2008.⁶ For disse banker ansætter vi egenkapitalforrentningen til minus 20%. Vi undersøger egenkapitalforrentningen (EKF) for højkonjunkturåret 2006, hvor det nærmest var umuligt ikke at tjene mange penge i banksektoren, og for det sidst afsluttede regnskabsår 2008. Resultatet heraf er angivet i tabel 4.

Som robusthedscheck laver vi samme undersøgelse, hvor vi udelader banker, der ikke har aflagt årsregnskab for 2008, se tabel 5. I tabel 6 præsenteres en tilsvarende undersøgelse, hvor rentabilitetsmålet egenkapitalforrentning er erstattet af aktieafkast.

Tabel 4: Egenkapitalforrentningen i 2006 og 2008 – samtlige banker

	Gennemsnit		Median	
	EKF 2006 (%)	EKF 2008 (%)	EKF 2006 (%)	EKF 2008 (%)
Ingen aktie- og bonusaf lønning	17.43	1.91	17.03	2.55
Har aktie- og bonusaf lønning	20.21	-14.14	19.19	-17.02
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	2.78 IS	-16.04 ***	2.16 IS	-19.57 ***
Har væsentlig aktie- og bonusaf lønning	21.72	-17.73	20.91	-20.00
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	4.29 **	-19.64 ***	3.88 *	-22.55 ***

Note: Tabellen betragter egenkapitalforrentningen (EKF) i 2006 og 2008 for samtlige banker (for banker, hvor 2008 regnskabet ikke er aflagt, anvendes en EKF på -20%). Bankerne deles op i grupper afhængigt af, om der anvendes variabel aflønning. Tabellen viser yderligere to test for, om der er forskel mellem grupperne – et t-test for forskelle i gennemsnittet og et Wilcoxon rank-sum test for forskelle i medianen. ***, **, * indikerer signifikans på 1% henholdsvis 5% og 10% niveau. IS betyder ikke signifikant.

I regnskabsåret 2006 er der ikke signifikant forskel i egenkapitalforrentningen for de to grupper. Ser vi alene på banker med væsentlig aktie- og bonusaf lønning, klarer de sig en anelse (og signifikant) bedre end øvrige banker. I regnskabsåret 2008 klarer banker med aktie- og bonusaf lønning sig markant og signifikant dårligere end øvrige banker. Og det går især helt galt for banker med væsentlig aktie- og bonusaf lønning.

Tabel 5: Egenkapitalforrentningen i 2006 og 2008 – i 2008 kun banker der har aflagt 2008 regnskab

	Gennemsnit		Median	
	EKF 2006 (%)	EKF 2008 (%)	EKF 2006 (%)	EKF 2008 (%)
Ingen aktie- og bonusaf lønning	17.43	2.86	17.03	2.81
Har aktie- og bonusaf lønning	20.21	-12.19	19.19	-3.53
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	2.78 IS	-15.04 ***	2.16 IS	-6.34 ***
Har væsentlig aktie- og bonusaf lønning	21.72	-16.48	20.91	-16.93
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	4.29 **	-19.33 ***	3.88 *	-19.74 **

Note: Tabellen betragter egenkapitalforrentningen (EKF) i 2006 og 2008 for alle banker, der har aflagt regnskab for det pågældende år. Se herudover forklaring til tabel 4.

I tabel 5 har vi for 2008 udeladt de seks banker, der ikke har aflagt årsregnskab for 2008. Konklusionerne er uændrede.

I tabel 6 har vi som rentabilitetsmål erstattet bankens egenkapitalforrentning med bankens aktieafkast.

Tabel 6: Aktieafkast i 2006 og 2008 – alle banker

	Gennemsnit		Median	
	Afkast 2006 (%)	Afkast 2008 (%)	Afkast 2006 (%)	Afkast 2008 (%)
Ingen aktie- og bonusaf lønning	36.63	-60.47	32.98	-61.32
Har aktie- og bonusaf lønning	38.35	-69.61	30.52	-73.15
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	1.72 IS	-9.15 *	-2.46 IS	-11.83 *
Har væsentlig aktie- og bonusaf lønning	40.02	-72.68	26.98	-73.41
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	3.39 IS	-12.21 **	-6.01 IS	-12.09 *

Note: Tabellen betragter aktieafkast i 2006 og 2008 (banker, der ikke var noteret i 2006 er udeladt af analysen for 2006). Bankerne deles op i grupper afhængigt af, om der anvendes variabel aflønning. For beskrivelse af de anvendte test henvises til tabel 4.

De kvalitative konklusioner er uændrede, om end ikke helt så markante.⁷

Opsummerende har vi altså ikke fundet belæg for, at indførelse af aktie- og bonusaf lønning af danske bankdirektører har tilskyndet disse til at præstere bedre resultater. Tværtimod har banker, der har indført aktie- og bonusaf lønning, i 2008 en gennemsnitlig egenkapitalforrentning på minus 14,14%, hvorimod banker, der ikke har indført aktie- og bonusaf lønning, i 2008 har et tilsvarende resultat på plus 1,91%. Vi bemærker også, at høj negativ egenkapitalforrentning/aktieafkast i 2008 for banker med aktie- og bonusaf lønning ikke er blevet kompenseret af signifikant højere egenkapitalforrentning/aktieafkast i 2006.

Aktie- og bonusprogrammer og bankens risikotagning

I dette underafsnit undersøger vi sammenhængen mellem bankens risikotagning og tilstedeværelse af aktie- og bonusaflønningsprogrammer.

Som risikomål anvender vi bankens udlån (U) divideret med bankens indlån (I), U/I ultimo 2008. Et forhold større end 1 er altså udtryk for, at banken har lånt flere penge ud, end den selv har indlån til. Dette er som tidligere anført blevet moderne og innovativt, men er særdeles risikabelt. Vi kunne i stedet have brugt den enkelte banks vækst i udlånene i perioden 2004-2008 og ville have fået stort set uændrede resultater – jævnfør også figur 1 og 2.

Resultaterne fremgår af tabel 7.

Tabel 7: Indlånsunderskud ultimo 2008 – alle banker

	<i>Gennemsnit</i>	<i>Median</i>
Ingen aktie- og bonusaflønningsprogrammer	1.12	1.10
Har aktie- og bonusaflønningsprogrammer	1.39	1.26
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaflønningsprogrammer</i>	0.27 ***	0.16 ***
Har væsentlig aktie- og bonusaflønningsprogrammer	1.44	1.34
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaflønningsprogrammer</i>	0.32 ***	0.24 ***

Note: Tabellen betragter forholdet U/I mellem udlån (U) og indlån (I) ultimo 2008 (for banker, hvor 2008 regnskabet ikke er aflagt, anvendes oplysninger fra 2007). Bankerne deles op i grupper afhængigt af, om der anvendes variabel aflønning eller ej. For beskrivelse af de anvendte test henvises til tabel 4.

Banker med aktie- og bonusaflønningsprogrammer har et markant og signifikant højere indlånsunderskud end banker uden aktie- og bonusaflønningsprogrammer. Dette forhold er endnu mere udtalt for banker med væsentlig aktie- og bonusaflønningsprogrammer. Eksempelvis har disse banker udlån, der i gennemsnit er 44% højere end bankens egne almindelige udlån.

Banker med aktie- og bonusaflønningsprogrammer påtager sig altså en væsentlig større risiko end banker uden aktie- og bonusaflønningsprogrammer.

I tabel 8 undersøger vi, i hvilket omfang resultatet af den forskellige udlånspolitik for de to grupper lader sig aflæse i årsregnskabet. Som mål anvender vi bankens hensættelsesprocent, dvs. hensættelser på udlån i 2008 divideret med bankens udlån i 2008. For de banker, der ikke overlevede 2008 og som ikke har aflagt et årsregnskab for 2008, anvender vi en hensættelsesprocent på 4%. Som robusthedscheck udelader vi disse banker i tabel 9.

Tabel 8: Hensættelsesprocent 2008 – alle banker

	Gennemsnit	Median
Ingen aktie- og bonusaf lønning	1.22	0.90
Har aktie- og bonusaf lønning	2.89	3.04
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	1.66 ***	2.14 ***
Har væsentlig aktie- og bonusaf lønning	3.35	4.00
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	2.13 ***	3.10 ***

Note: Tabellen betragter hensættelsesprocenter i 2008 (for banker, hvor 2008 regnskabet ikke findes, sættes hensættelsesprocenten til 4%). Bankerne deles op i grupper afhængigt af, om der anvendes variabel aflønning eller ej. For beskrivelse af de anvendte test henvises til tabel 4.

Banker med aktie- og bonusaf lønning har i 2008 gennemsnitlige regnskabsmæssige hensættelser på 2,89% af udlånene, hvorimod banker, der ikke har indført aktie- og bonusaf lønning, i 2008 ”blot” har hensættelser på 1,22% af udlånene. Tallene er markant og signifikant forskellige. Det bemærkes også, at banker med væsentlig aktie- og bonusaf lønning (og dermed det højeste forhold mellem udlån og indlån jf. tabel 7) har de højeste hensættelsesprocenter.

I tabel 9 har vi udeladt de banker, der ikke overlevede 2008 og som ikke fik aflagt et årsregnskab for 2008.

Tabel 9: Hensættelsesprocent 2008 – kun banker der har aflagt 2008 regnskab

	<i>Gennemsnit</i>	<i>Median</i>
Ingen aktie- og bonusaf lønning	1.10	0.88
Har aktie- og bonusaf lønning	2.51	1.85
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	1.41 ***	0.97 **
Har væsentlig aktie- og bonusaf lønning	2.99	2.67
<i>Forskel til ingen aktie- og bonusaf lønning</i>	1.89 ***	1.79 **

Note: Tabellen betragter hensættelsesprocenter i 2008 for banker, der har aflagt 2008 regnskab. Se herudover forklaring til tabel 8.

Vi ser, at resultaterne kvalitativt er uændrede.

Vi ser altså, at banker med aktie- og bonusaf lønning har taget større risici end de andre banker. Det er imidlertid interessant at få opklaret, om disse større risici skyldes indførelsen af aktie- og bonusaf lønning, eller om disse risici var til stede inden indførelsen af aktie- og bonusaf lønning.

Risiko før og efter indførelsen af aktie- og bonusaf lønning

For at undersøge om selve indførelsen af aktie- og bonusaf lønning påvirker risikotagningen, sammenlignes risikoen i en periode umiddelbart før indførelsen af aktie- og bonusaf lønning med risikoen i en periode umiddelbart efter indførelsen.

Tabel 10 viser resultater af en sådan sammenligning for flere forskellige mulige risikomål, nemlig systematisk risiko (beta), usystematisk risiko samt væksten i udlåns- indlånsforholdet (U/I).

Tabel 10: Ændringer i risikoen omkring tidspunktet for indførelse af aktie – og bonusaflønning

	Systematisk risiko (beta)		Usystematisk risiko		Vækst i U/I	
	Gennemsnit	Median	Gennemsnit	Median	Gennemsnit	Median
Før	0.31	0.23	2.52%	2.38%	1.08	1.05
Efter	0.47	0.40	2.91%	3.08%	1.13	1.13
Stigning	0.16 *	0.17 IS	0.39% IS	0.70% IS	0.05 IS	0.08 IS

Note: Tabellen sammenligner forskellige risikotal for året før indførelsen af variabel aflønning med året efter indførelsen. Beta er estimeret på daglige data med en Scholes-William justering for at tage hensyn til illikvide aktier. Som aktieindeks er anvendt totalindekset for OMX – Copenhagen. Den usystematiske risiko er beregnet som standardafvigelsen af fejllidene fra regressionen anvendt til estimering af beta. Væksten i U/I før er beregnet som ændringer i U/I fra året før til året for indførelsen af variabel aflønning. Væksten i U/I efter er beregnet som ændringer i U/I fra året for indførelsen af variabel aflønning til året efter. For beskrivelse af de anvendte test henvises til tabel 4.

Fra tabel 10 ses, at alle de anvendte risikomål viser en stigning fra året før til året efter indførelsen af aktie- og bonusaflønningen, men at det kun er stigningen i den systematiske risiko (beta), der er marginalt signifikant. Vi har undersøgt robustheden af disse resultater ved at foretage ovenstående analyse på en række andre måder. Specielt har vi i beta-estimationen betragtet andre tidsperioder, prøvet med ugentlige data samt anvendt andre indeks. Disse undersøgelser giver ikke anledning til andre konklusioner.⁸

Der er således ikke belæg for, at banker, der indfører aktie- og bonusaflønning, forøger risikotagningen som følge heraf. Vi vil dog ikke udelukke, at nogle af disse bankers risikotagning får et ekstra nøk opad som følge af indførelsen af aktie- og bonusaflønning. Det væsentlige er imidlertid, at banker med aktie- og bonusaflønning er mere risikable end andre banker såvel før som efter indførelsen af aktie- og bonusaflønning. Vi vender tilbage til dette emne.

Hvilke direktioner modtager aktie- og bonusaf lønning?

Med henblik på at undersøge om aktie- og bonusaf lønning er givet af aktionærene eller taget af direktionen, er det nyttigt at klarlægge aktionærforholdene i den danske banksektor.

Det er velkendt, at småaktionærer ikke overvåger ledelsen, idet det ikke kan betale sig for småaktionærene at sætte sig ind i tingene og gøre en indsats. Dette småaktionærproblem er ikke et generelt problem i Danmark, idet ca. 90% af de danske børsnoterede selskaber har mindst en aktionær, der ejer mere end 5% af aktierne. Rent faktisk har cirka 2/3 af de børsnoterede selskaber mindst en kontrollerende aktionær med mere end 20% af aktierne, se Bechmann og Raaballe (2008).

For danske børsnoterede banker er billedet ganske anderledes. Hvis vi ser bort fra storaktionærer, der er afhængige af bankens ledelse (dvs. især sparekassefonde), så viser en simpel optælling, at blot 7% af de danske børsnoterede banker primo 2008 har en kontrollerende (20%) aktionær og blot 36% har en større (5%) aktionær i ejerkredsen.

I det efterfølgende definerer vi en bank som isoleret fra aktiemarkedet, hvis banken ikke har en større aktionær (5%), der er uafhængig af bankens ledelse. De afhængige storaktionærer udgøres primært af sparekassefonde, hvor bankens bestyrelse har bestemmende indflydelse.⁹

Der er imidlertid ikke kun tale om, at aktionærene ikke har nogen tilskyndelse til at overvåge ledelsen i knap 2/3 af de danske børsnoterede banker, der er isoleret fra aktiemarkedet. Der lægges også svære hindringer i vejen for aktionærene.

I 98% af de børsnoterede banker er det et krav, at bankens aktier skal være navnenoterede. Det indebærer, at banken kender aktionærene og deres aktiebeholdning i banken, hvorimod den enkelte aktionær kun har oplysning

om sin egen beholdning. Det er en stor fordel for bankens ledelse, eksempelvis ved fremskaffelse af fuldmagter fra ”venligtsindede” aktionærer.

I 84% af de børsnoterede banker kan aktionærerne i henhold til bankens vedtægter kun stille forslag til bankens generalforsamling, hvis dette forslag er indleveret inden offentliggørelsen af bankens årsregnskabsmeddelelse. Aktionærerne er ikke sat uden for døren ved bankens generalforsamling, men relevante forslag i forlængelse af årsregnskabet er de vedtægtsmæssigt afskåret fra at stille.

I banker isoleret fra aktiemarkedet er hindringerne særligt udtalte, se tabel 11.

Tabel 11: Forskellen mellem banker, der isoleret fra aktiemarkedet og banker, der ikke er isoleret fra aktiemarkedet

		Antal med:				Gennemsnitlig			
		Aktie- og bonusaflønnning	Stemmeretsbegrænsning	Ejerbegrænsning	Repræsentabskab	EKF 2008 (%)	Afkast 2008 (%)	U/I	Hensættelser (%)
Isoleret	I alt 28	16	26	16	22	-9.86	-67.92	1.35	2.43
I %	100%	57%	93%	57%	79%	-	-	-	-
Ikke isoleret	16	4	12	3	11	2.45	-58.85	1.06	0.85
I %	100%	25%	75%	19%	69%	-	-	-	-
Test for forskel		**	IS	***	IS	***	IS	***	***

Note: Tabellen sammenligner karakteristika ved banker, der er isoleret fra aktiemarkedet og banker, der ikke er isoleret fra aktiemarkedet, hvor en bank er isoleret fra aktiemarkedet, hvis banken ikke har en større aktionær (5%), der er uafhængig af bankens ledelse. EKF er egenkapitalforrentning, afkast 2008 er aktieafkast i 2008, U/I er bankens udlån i 2008 divideret med indlån i 2008, hensættelser er hensættelser på udlån i 2008 divideret med bankens udlån i 2008. Test for forskel er baseret på henholdsvis et standard binomialtest og et standard t-test. ***, **, * indikerer signifikans på 1% henholdsvis 5% og 10% niveau. IS betyder ikke signifikant.

I 93% af bankerne isoleret fra aktiemarkedet er der stemmebegrænsninger. Det indebærer, at selv hvis en aktionær skulle komme til at eje eksempelvis 20% af aktierne, da har aktionæren typisk kun adgang til at stemme for en brøkdel af en promille af det samlede antal stemmer!

Skulle dette ikke række til at afskrække aktionæren fra at erhverve en større aktiepost er der i 57% af bankerne isoleret fra aktiemarkedet også ejerbegrænsning. Helt typisk et forbud mod at eje mere end 10% af bankens aktier.¹⁰

I 79% af bankerne isoleret fra aktiemarkedet sker valg af bestyrelse ikke direkte, men indirekte via et repræsentantskab, der i nogle tilfælde har nogle endog ganske interessante konstruktioner. Valg af bankens bestyrelsesmedlemmer kan ikke overlades til impulsive aktionærer.

Vi ser af tabel 11's sidste sektion, at banker, der ikke er isoleret fra aktiemarkedet, i 2008 er mere rentable og mindre risikable end banker, der er isoleret fra aktiemarkedet.¹¹

Niels Lunde, Politiken, har i efteråret 2008 karakteriseret ledelsesforholdene i bankerne således: *Aktionærerne har intet at skulle have sagt*. Journalistisk udtrykt, javel. Men ikke galt afmarcheret.

Der er således intet, der taler for, at aktie- og bonusaflønning i danske banker isoleret fra aktiemarkedet er givet af aktionærerne. En sådan aflønning er snarere taget af direktionen.

Når pengekassen står frit fremme på bordet, vil nogle straks rage til sig, andre venter måske til lyset bliver slukket og andre igen kunne ikke drømme om at tage af kassen.

Blandt de banker, der er isoleret fra aktiemarkedet, findes der 12 banker (43%), hvor direktøren ikke aflønnes med aktie- og bonusaflønning. Og nogle af disse direktører har offentligt udtalt, at man ikke kunne drømme om at indføre aktie- og bonusaflønning. Som følge heraf har vi opdelt gruppen af banker isoleret fra aktiemarkedet i banker, der anvender henholdsvis ikke anvender aktie- og bonusaflønning. Resultatet heraf er præsenteret i tabel 12.

Tabel 12: Forskellen mellem banker isoleret fra aktiemarkedet med aktie- og bonusaflønning og banker isoleret fra aktiemarkedet uden aktie- og bonusaflønning

		Gennemsnitlig					
		EKF 2006 (%)	EKF 2008 (%)	Afkast 2006 (%)	Afkast 2008 (%)	U/I	Hensættelser (%)
Med aktie- og bonusaflønning	16	21.52	-17.39	40.34	-73.08	1.47	3.06
Uden aktie- og bonusaflønning	12	18.75	0.17	37.51	-61.05	1.18	1.60
Test for forskel		IS	***	IS	*	***	**

Note: Tabellen sammenligner banker, der er isoleret fra aktiemarkedet og som har variabel aflønning med banker, der er isoleret fra aktiemarkedet og som ikke har variabel aflønning. EKF er egenkapitalforrentning, afkast er aktieafkast, U/I er bankens udlån divideret med indlån, hensættelser er hensættelser på udlån divideret med bankens udlån. Test for forskel er baseret på et standard et standard t-test. ***, **, * indikerer signifikans på 1% henholdsvis 5% og 10% niveau. IS betyder ikke signifikant.

Vi ser, at gruppen uden aktie- og bonusaflønning er mere rentable og mindre risikable end banker med aktie- og bonusaflønning.

Opsummerende er der således støtte til fordel for en formodning om, at aktie- og bonusaflønning eller ej er relateret til direktørens personlighed. I banker, der er isoleret fra aktiemarkedet, er tilstedeværelsen af aktie- og bonusaflønning således en indikator for risikabel adfærd.

Når direktøren *tildeles* en væsentlig aktie- eller bonusaflønning, må man ud fra en rationel betragtning (i.e. en situation, hvor aktie- eller bonusaflønningen *tildeles* af arbejdsgiveren) forvente, at direktørens faste løn inklusiv pension reduceres. Blandt de 14 banker, der udbetaler væsentlig aktie- eller bonusaflønning var der kun et tilfælde, hvor den faste løn inklusiv pension blev reduceret. Dette er ikke til støtte for, at aktie- og bonusaflønning i den danske banksektor *tildeles*.

Når direktøren *tildeles* en væsentlig aktie- eller bonusaflønning, må man ud fra en rationel betragtning også forvente, at bestyrelsens aflønning, der i alle tilfælde består af en fast løn samt pension, forbliver uændret. Dette er ikke

tilfældet. Blandt de 14 banker, der har indført væsentlig aktie- eller bonusaflønning, voksede bestyrelsens aflønning (dog mere moderat end direktørens) i 86% af tilfældene (7% inden, 36% samtidig og 43% efterfølgende). Dette er ligeledes ikke til støtte for, at aktie- og bonusaflønning i den danske banksektor *tildeles af bestyrelsen*. Der er snarere tale om, at bestyrelsen også får en bid af kagen.

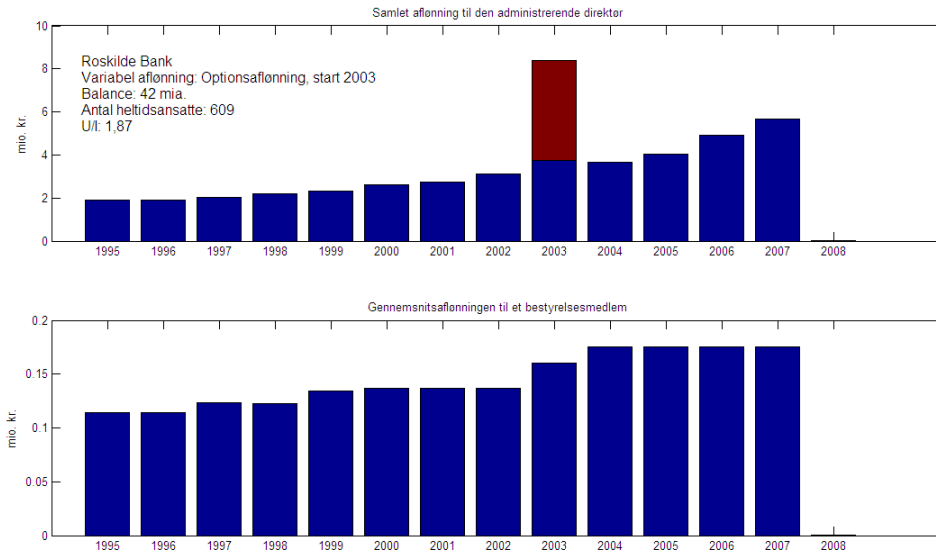
Fire eksempler på direktions- og bestyrelsesaflønning i den danske banksektor

Der er lagt afstand til Roskilde Banks måde at drive bank på. Det vedrører forhold som udlån i forhold til indlån, omfanget af egenkapital, udlånsvækst, bankens salg af egne aktier, direktionens aflønning og bankens ledelsesforhold.

Der har været tale om helt usædvanlige forhold, lyder det fra enkeltbanker og Finansrådets side. Man behøver imidlertid ikke at holde sig til eksemplet Roskilde Bank, idet forholdene her desværre ikke viser sig at være så ulig forholdene i en række andre danske banker.

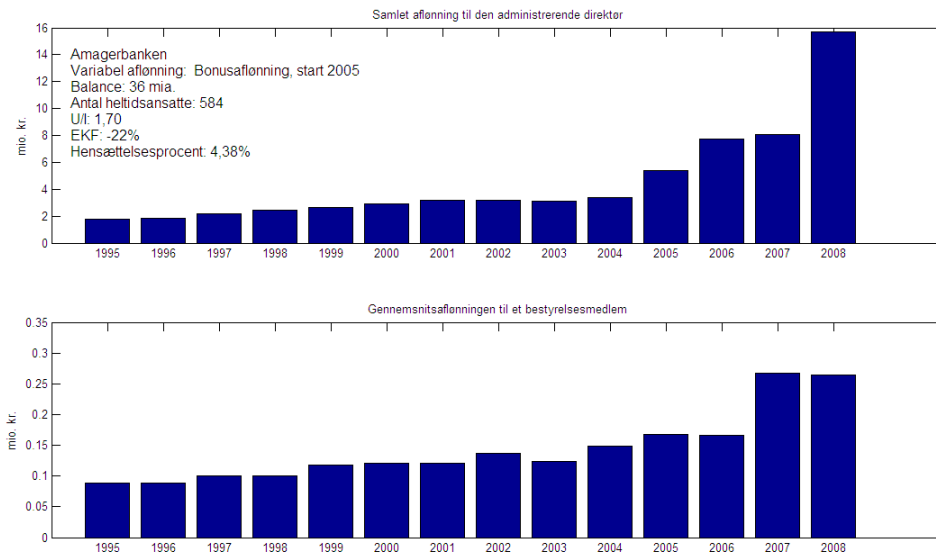
Vi har valgt fire danske banker til at eksemplificere de generelle resultater i denne artikel. Da Roskilde Bank ikke mindst er berømt for sin ledelsesaflønning, har vi valgt også at præsentere resultaterne for Roskilde Bank. De fire eksempler er lidt tilfældigt valgte – vi kunne lige så vel have præsenteret fire andre eksempler, der er desværre et rigt udvalg.

Figur 4: Aflønningen af den administrerende direktør og bestyrelsen i Roskilde Bank



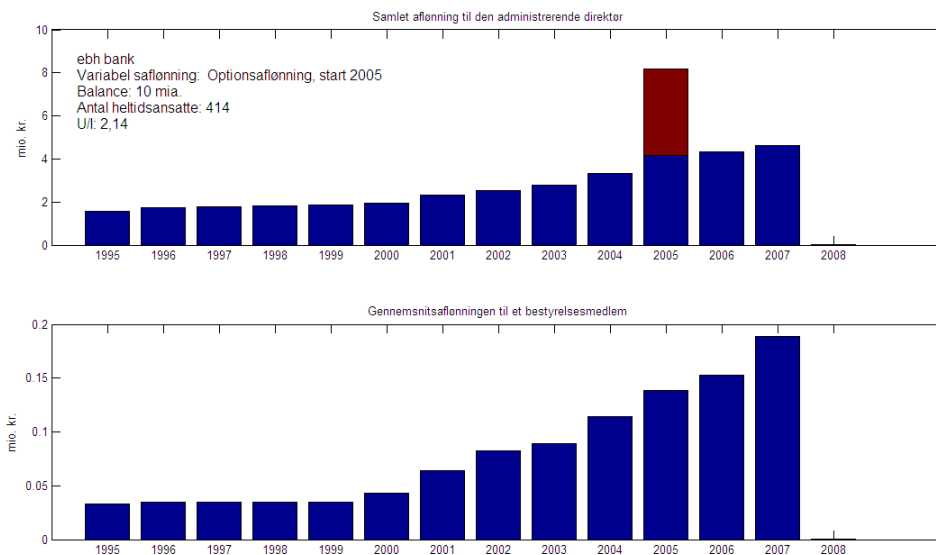
Note: Figuren viser udviklingen i den samlede aflønning til den administrerende direktør (øverst) samt i gennemsnitsaflønningen til et bestyrelsesmedlem (nederst). Den samlede aflønning opdeles så vidt muligt i fast løn (markeret med blå), bonusaflønning (markeret med grønt) og værdien af tildelt aktieaflønning (markeret med rødt). I tilfælde hvor bonusaflønning ikke oplyses separat vil denne være indeholdt i den faste løn. Herudover angives, hvilken type variabel aflønning, der er tildelt den administrerende direktør samt hvilket år banken starter med at tildele variabel aflønning. Yderligere angives bankens balance i mia. kr., antallet af heltidsansatte samt forholdet mellem udlån og indlån (U/I). Disse oplysninger er ultimo 2008 (dog anvendes 2007 oplysninger hvis der ikke er aflagt regnskab for 2008). Herudover angives egenkapitalforrentningen (EKF) og hensættelsesprocenten for 2008 i de tilfælde, hvor der er aflagt regnskab for 2008.

Figur 5: Aflønningen af den administrerende direktør og bestyrelsen i Amagerbanken



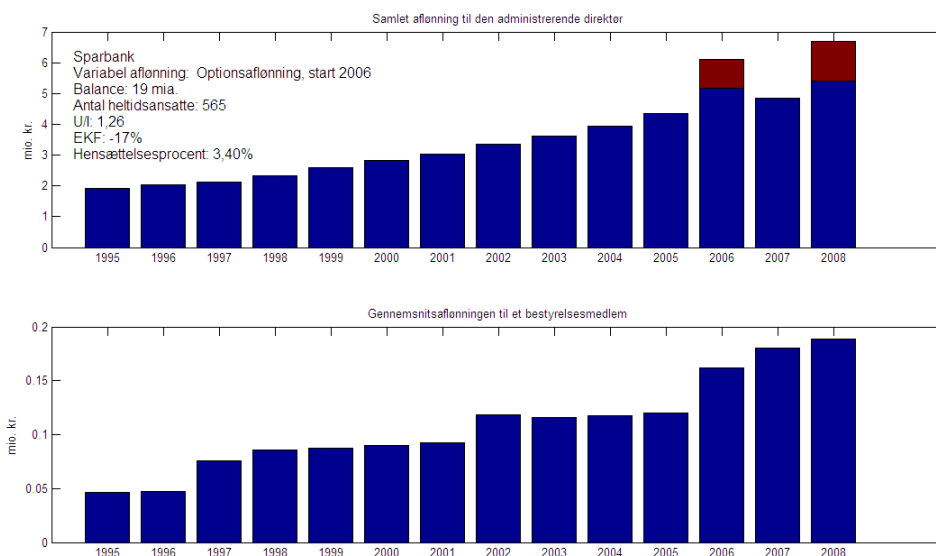
Note: For yderligere beskrivelse af figuren henvises til figur 4.

Figur 6: Aflønningen af den administrerende direktør og bestyrelsen i ebh bank



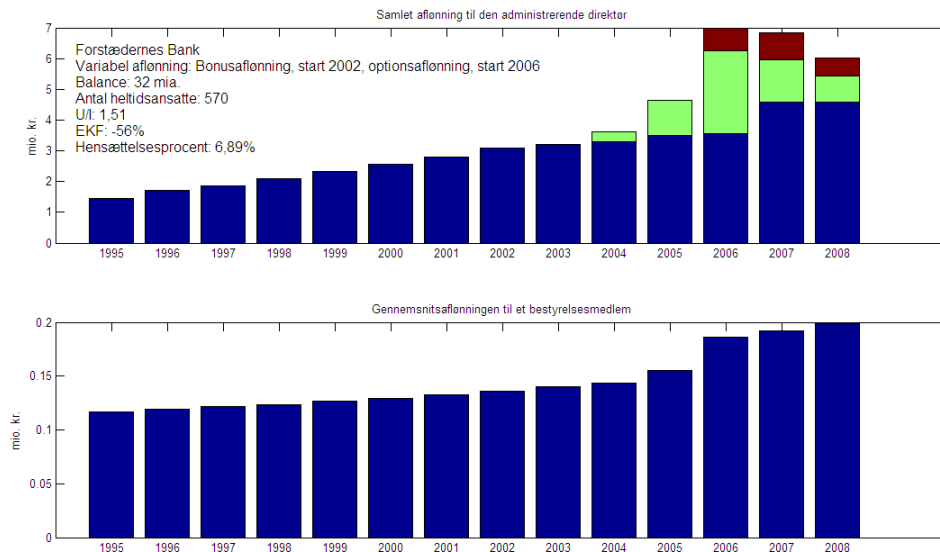
Note: For yderligere beskrivelse af figuren henvises til figur 4.

Figur 7: Aflønningen af den administrerende direktør og bestyrelsen i Sparbank



Note: For yderligere beskrivelse af figuren henvises til figur 4.

Figur 8: Aflønningen af den administrerende direktør og bestyrelsen i Forstædernes Bank



Note: For yderligere beskrivelse af figuren henvises til figur 4.

Roskilde Bank

Fra figur 4 ses, at den administrerende direktør tildeles en forholdsvis stor tildeling af optioner i 2003. Der er tale om en enkelttildeling, eftersom der ikke efterfølgende tildeles optioner. Det ses tydeligt, at den faste løn ikke falder i forbindelse med denne tildeling. Fra 2004 til 2007 ses pæne stigninger i den faste aflønning svarende til knap 16% om året. For bestyrelsen er der tale om en forholdsvis konstant aflønning, hvor der dog observeres en justering af denne året efter indførelsen af optionsprogrammet til den administrerende direktør.

Amagerbanken

Fra figur 5 ses, at den i 2005 indførte bonusaflønning til den administrerende direktør ser ud til at have bevirket en kraftig stigning i aflønningen. Således var aflønningen i 2007 stort set fordoblet i forhold til aflønningen i 2004. Vi er imidlertid ikke i stand til at angive, hvor stor en andel bonusaflønningen udgør af den samlede aflønning, idet Amagerbanken er et eksempel på, at bonusaflønningen ikke udspecificeres. I 2008 var aflønningen af den administrerende direktør påvirket af dennes dødsfald, idet boet efter den administrerende direktør modtog 10,4 mio. kr. For bestyrelsen ses en kraftig stigning i aflønningen i 2007 i forhold til 2006.

Ebh bank

Som det ses af figur 6 er der i tilfældet med ebh bank tale om en enkeltstående ganske betragtelig optionstildeling. Optionstildelingen ses også her at være et supplement til den faste løn, da denne ikke falder – tværtimod ses pæne stigninger i den faste løn i denne periode. For bestyrelsen er der i hele perioden 2001 til 2007 tale om betragtelige stigninger i aflønningen.

Sparbank

Figur 7 beskriver aflønningen i Sparbank, der indførte optionsaflønningen i 2006 og tildelte yderligere optioner i 2008. Størrelsen af de enkelte tildelinger ses at være mere moderate end i de ovenstående eksempler, men de synes stadig ikke at være matchet med en tilsvarende nedgang i den faste løn. Det noteres også, at bankdirektørens faste løn på 5,4 mio. kr. inklusiv pension i 2008 er usædvanlig høj i forhold til bankens størrelse. For

bestyrelsen ses specielt stigninger i aflønningen i perioden fra og med, at der indføres optionsaflønning.

Forstædernes Bank

Sluttelig betragter figur 8 aflønningen i Forstædernes Bank, der indførte bonusaflønning i 2002 og optionsaflønning 2006. Hverken bonusaflønningen eller optionsaflønningen synes at være matchet af en tilsvarende nedgang i den faste aflønning. Specielt observeres en betydelig stigning i den faste løn i 2007, året efter en rekordstor bonusudbetaling. Bestyrelsens aflønning synes ligeledes at få et betydeligt løft i 2006, dvs. sammenfaldende med indførelsen af optionsaflønning.

Konkluderende finder vi, at disse fire eksempler overordnet set ikke i væsentlig grad afviger fra Roskilde Bank. Uheldig ledelsesaflønning og andre fortrædeligheder i danske banker kan således ikke alene parkeres hos Roskilde Bank som eneste uheldige eksempel – vi håber denne artikel bidrager til en mere nuanceret opfattelse.

Afslutning

Banker med aktie- og bonusaflønning af direktionen ender i 2008 med at have påtaget sig væsentlig større risici end banker uden aktie- og bonusaflønning af direktionen. Banker med aktie- og bonusaflønning havde imidlertid allerede inden indførelsen af aktie- og bonusaflønning påtaget sig større risici end banker uden aktie- og bonusaflønning.

Der er dog svage tegn på, at risikotagningen i banken får nok et nøk som følge af indførelse af aktie- og bonusaflønning. Selv hvis dette skulle være tilfældet, skyldes årsagen ikke nødvendigvis aktie- og bonusaflønning som

sådan. Årsagen kan ligeså vel skyldes, at det lykkes direktionen at tiltage sig aktie- og bonusaf lønning, og direktionen herved indser, at der ikke er tøjler på direktionen fra bestyrelsens side.

Det er i banker, der er isoleret fra aktiemarkedet, at der er relativt frit slag for direktionen til at tiltage sig aktie- og bonusaf lønning. Det er imidlertid ikke nær alle direktioner, der benytter sig heraf. Dette taler for, at det er personlige egenskaber hos direktionerne, der afgør valget.

Et forbud mod aktie- og bonusaf lønning ville således højest have taget toppen af den overdrevne risikotagning, men ville slet ikke have forhindret den.

Den helt afgørende faktor for, at det gik som det gik, har været, at direktionerne ikke har haft nogle ”bosser”, der kunne sige nej (også til overdreven aktie- og bonusaf lønning).

Det er derfor afgørende fremover at sikre, at der er en faktisk kontrol/overvågning af alle bankers direktioner. Det er som følge heraf ønskeligt nærmere at få beskrevet og undersøgt, hvad der hindrer kontrolsekvensen *aktionærer, bestyrelse og direktion* i at fungere i banksektoren i modsætning til andre sektorer, hvor den fungerer langt bedre. Analysen er sat i værk.

Litteratur

Bechmann, Ken L. og Peter L. Jørgensen, 2002: Incitamentsprogrammer og oplysningsforpligtigelsen. *Finans/Invest*, 8/02, s. 12-18.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2008: Danske banker og finanskrisen. *Finans/Invest*, 8/08, s. 11-17.

Danmarks Nationalbank, 2009: *Finansiel Stabilitet, 1. halvår 2009*.

Komitéen for god Selskabsledelse (2008a): Anbefalinger for god selskabsledelse.

Komitéen for god Selskabsledelse (2008b): Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønnings, jf. aktieselskabslovens § 69 b.

Linnebjerg, Søren, 2008: *Ejerskabs- og bestyrelsesstrukturen i Danmark*. Hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Lov om Finansiell Virksomhed.

Raaballe, Johannes, 2008: Bankernes udlånsfest. *Jyllands-Posten*, Erhvervskronik, 24. december 2008.

Rask, Susanne, 2008: *Empirisk studie af sammensætningen af bestyrelserne i de danske børsnoterede selskaber i forhold til ejerskabsstrukturen*. Hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

¹ Vi takker for kommentarer fra Anders Grosen, Jens Verner Andersen og Jørn Astrup Hansen.

² Databasen er oprindeligt udarbejdet af Linnebjerg, 2008 og Rask, 2008, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

³ Værdien af og udbetalingen fra en aktieoption (købsoption) er aftagende i udnyttelseskursen, dvs. desto højere udnyttelseskurs desto lavere værdi af og udbetaling fra aktieoptionen. "Loft" over værdien af og udbetalingen fra aktieoptionen sikres altså ved, at udnyttelseskursen ikke må være for lav og ikke ved, at udnyttelseskursen ikke må være for høj.

⁴ I figur 1 og 2 omfatter Gruppe 1 de 5 største banker, og Gruppe 2 omfatter de resterende banker med en balance på mindst 10 mia. kr., pt. 9 banker.

⁵ Har en bank eksempelvis indført aktieaflønnings i 2005 og bonusaflønnings i 2007, har banken ved denne optælling for første gang indført aktie- og bonusaflønnings i 2005.

⁶ Blandt disse er Ebh-banken. I TV2News den 17. juli 2009 udtaler den indsatte bestyrelsesformand for Ebh-banken, Jørn Astrup Hansen: "Vi vil sørge for, at der kommer et 2008-regnskab for Ebh-banken." Jørn Astrup Hansen ønsker åbenbart over for offentligheden at dokumentere, hvad der gik galt. Prøvrigt, vi tager hatten af.

⁷ En af grundene er, at to af bankerne med aktie- og bonusaflønnings, Forstædernes Bank og Lokalbanken i Nordsjælland, lod sig sælge til Nykredit henholdsvis Handelsbanken. Det var smart set med aktionærsøjne,

idet aktionærerne herved indkasserede en betragtelig overtagelsespræmie. Køberne af de to banker ømmer sig formentlig endnu.

⁸ Næsten kun alder, død og konkurs er bestemmende for, hvornår den administrerende direktør slutter sit virke i banken. Det indebærer næsten livstidsansættelse, og det har som følge heraf ikke stor betydning, om der i analyserne af risikoen før og efter indførelse af aktie- og bonusaflønnings korrigeres for eventuel udskiftning af direktøren over perioden, hvor aktie- og bonusaflønnings indføres. I vor population med 20 banker, der indfører aktie- og bonusaflønnings, er der tre udskiftninger af den administrerende direktør over undersøgelsesperioden. I den ene af de tre banker erstattes den administrerende direktør af en meddirektør. Udelades disse tre banker af stikprøven, er der endnu svagere tegn på, at indførelse af aktie- og bonusaflønnings skærper bankdirektørens appetit på risiko.

⁹ I henhold til Lov om finansiel virksomhed skal flertallet af bestyrelsen i de sparekassefonde, der er opstået ved, at en sparekasse er omdannet til en bank, bestå af bestyrelsesmedlemmer fra den pågældende bank. Det krav opfyldes til fulde, idet det er helt typisk, at alle medlemmer i sparekassefondens bestyrelse udgøres af bankens bestyrelse. Bankens ledelse kontrollerer således sig selv. Det skal gå galt, og det er gået galt.

¹⁰ Alle banker, der har ejerbegrænsning, har også stemmebegrænsning.

¹¹ I 2006, hvor det nærmest var umuligt ikke at tjene mange penge i banksektoren, var de to grupper af banker stort set lige rentable.

Management Working Paper

- 2006-2: Thomas Busch, Bent Jesper Christensen and Morten Ørregaard Nielsen: Forecasting Exchange Rate Volatility in the Presence of Jumps.
- 2006-3: Thomas Busch, Bent Jesper Christensen and Morten Ørregaard Nielsen: The Role of Implied Volatility in Forecasting Future Realized Volatility and Jumps in Foreign Exchange, Stock, and Bond Markets.
- 2006-4: Niels Stender: Expected Present Value of a Customer.
- 2006-5: Niels Stender: A Quantitative Model of Dynamic Customer Relationships.
- 2006-6: Niels Stender: Fast Kernel Regression.
- 2006-7: Niels Stender: Analyzing Customer Lifetime Value using Tree Ensembles.
- 2006-8: Carina Sponholtz: Determinants of CEO Turnover in Public and Private Firms in Denmark - CEO and Firm Characteristics
- 2006-9: Charlotte Christiansen, Juanna Schröter Joensen and Jesper Rangvid: Gender, Marriage, and the Decision to Invest in Stocks and Bonds: Do Single Women Invest More in Less Risky Assets?
- 2007-1: Jie Zhu: Testing for Expected Return and Market Price of Risk in Chinese A-B Share Markets: - A Geometric Brownian Motion and Multivariate GARCH Model Approach
- 2008-1: Jørn Flohr Nielsen, Lars Bonderup Bjørn and Mikael Søndergaard: Coping with Remote Control: Scandinavian Subsidiaries in Germany and East Asia 1995-2005
- 2008-2: Jørn Floh Nielsen and Erik Riiskjær: From Patient Surveys to Organizational Change: Attention, Accept, and Action?
- 2008-3: Jakob Stig Hedensted and Johannes Raaballe: Dividend Determinants in Denmark
- 2008-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske banker og finanskrisen
- 2009-1: Kristina Risom Jespersen: Information paradox of new product development: A case of decision-makers' focus of attention
- 2009-2: Kristina Risom Jespersen: Information source exploitation/exploration and NPD decision-making
- 2009-3: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?