

# Analyse | kraka

2. december 2019

## Er danske direktørlønninger stukket af?

*Af Kristian Binderup Jørgensen, Hans Jørgen Whitta-Jacobsen, Jakob Roland Munch, Christian Lund Sørensen og Therese Aunbirk Jeppesen<sup>1,2</sup>*

I denne analyse undersøger vi udviklingen i lønnen for direktører i danske virksomheder ift. lønnen for den gennemsnitlige medarbejder i de samme virksomheder for perioden 2002 til 2016. Analysen viser, at direktørlønningerne i de største danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk er vokset markant hurtigere end medarbejdernes løn – især siden 2010. I 2002 fik en gennemsnitlig direktør i en dansk virksomhed med mere end 1.000 årsværk en løn, som var knap 8 gange højere end den gennemsnitlige medarbejders løn i samme virksomhed. I 2016 var det steget til ca. 20 gange højere. Den store stigning i de største virksomheder kan kun i meget begrænset omfang forklares af, at virksomhederne er blevet større målt ved årsværk, værditilvækst, omsætning eller balancesum. Den kan umiddelbart heller ikke forklares ved, at virksomhederne er blevet mere internationaliserede eller, at der er kommet flere udenlandske direktører i de største virksomheder. Til gengæld er der tegn på, at en stigende markedsværdi (aktiekurs) for de største virksomheder og en øget anvendelse af aktieløn kan være en væsentlig del af forklaringen på de hurtigt voksende direktørlønninger i de største virksomheder. Derudover peger forskningslitteraturen på et større internationalt marked for direktører, større usikkerhed i ansættelsen og bedre muligheder for direktørerne for at påvirke egen løn som mulige forklaringer på stigende direktørlønninger.

### Kontakt

Ledende økonom  
Kristian Binderup Jørgensen  
Tlf. 3140 8705  
E-mail [kbi@kraka.org](mailto:kbi@kraka.org)

<sup>1</sup> Kristian er ledende økonom i Kraka, Hans Jørgen og Jakob er senior fellows i Kraka og professorer ved Økonomisk Institut, Københavns Universitet, Christian og Therese er studentermedarbejdere i Kraka.

<sup>2</sup> Vi takker Ken L. Bechmann, professor ved Institut for Finansiering, CBS, for gode kommentarer og forslag til et tidligere udkast af notatet. Alle tilbageværende fejl og upræcisheder er alene forfatterens ansvar.

## 1. Sammenfatning

### Debat om direktør-løn mangler dokumentation

Udviklingen i direktørlønninger har ført til en ophedet debat blandt politikere, aktionærer og i befolkningen generelt. Er det rimeligt, at en person tjener mere end 50 mio. kr. om året, som topchefen for Carlsberg gjorde i 2018?<sup>3</sup> Debatten tager ofte afsæt i historier om år-til-år lønstigninger for enkelte direktører i specifikke, meget store børsnoterede selskaber, men der findes kun begrænset dokumentation for hvordan direktørlønningerne har udviklet sig over en længere periode for danske direktører generelt<sup>4</sup>, og for hvordan denne udvikling har været sammenlignet med udviklingen i direktørlønningerne uden for de allerstørste virksomheder. I denne analyse præsenterer vi et samlet overblik over udviklingen i lønningerne for direktionen i danske virksomheder med mere end 10 ansatte. Derudover analyserer vi mulige forklaringer på den observerede udvikling.

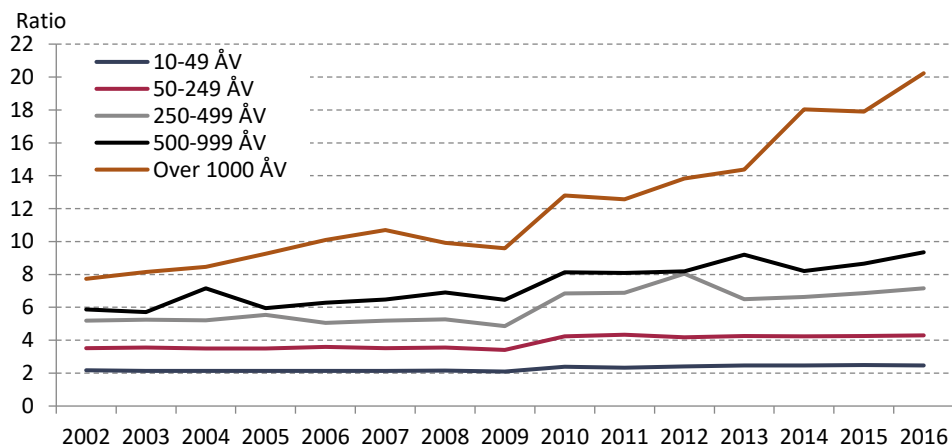
### Direktørlønnen i de største virksomheder er stukket af

Analysen viser, at direktørlønnen i danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk er vokset fra at være 7,7 gange højere end den gennemsnitlige medarbejderløn i 2002 til at være 20,2 gange højere i 2016, jf. Figur 1. Det svarer næsten til en tredobling af lønforholdet mellem direktører og medarbejdere over en periode på blot 15 år. Størstedelen af stigningen fandt sted fra 2010 og frem. Gruppen omfatter mellem 150 og 200 direktører hvert år.

### Særligt inden for medicinal og handel

Stigningerne i direktørlønnen i de allerstørste virksomheder har været størst blandt industrivirksomheder og handelsvirksomheder, mens de har været begrænsede i rådgivningsvirksomheder og i finansielle virksomheder. Det stigende lønforhold mellem direktion og medarbejdere i de største virksomheder afspejler ikke, at medarbejderne ikke har fået lønstigninger. Særligt i industrivirksomhederne har medarbejderne også oplevet pæne lønstigninger, men direktørernes lønstigninger har bare været markant større.

Figur 1 Udviklingen i direktionslønninger ift. medarbejderlønninger



Anm.: Figuren viser forholdet mellem den gennemsnitlige direktørløn og den gennemsnitlige medarbejderløn for virksomhederne i den pågældende størrelseskategori. Størrelseskategorierne er baseret på antallet af årsværk i Danmark i virksomheden.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

<sup>3</sup> Børsen: Massive lønhop til landets tungeste topchefer, 12. feb. 2019

<sup>4</sup> AE (2008) indeholder en oversigt over udviklingen i direktørlønnen i de 60 største danske virksomheder fra 1983 til 2006. Tallene i analysen er baseret på oplysninger fra Ken L. Bechmann, CBS. AE (2019) indeholder oplysninger om forholdet mellem lønnen for direktøren og lønnen for medianmedarbejderen i større danske virksomheder for 1997, 2007 og 2017.

### Mindre lønstigninger i mindre virksomheder

I danske virksomheder med mindre end 1.000 årsværk har direktørerne også generelt oplevet en lønfremgang ift. medarbejderne, men slet ikke i samme omfang, som i de allerstørste virksomheder, jf. Figur 1. Stigningerne har generelt været større jo større virksomheden er, men markant størst i virksomheder med mere end 1.000 årsværk.

### Stor del af lønstigning kan ikke umiddelbart forklares

Analysen viser også, at størstedelen af stigningen i direktørlønningerne ikke kan forklares af, at virksomhederne er blevet større målt ved antal årsværk, værditilvækst, omsætning eller balancesum. Det kan heller ikke forklares af, at virksomhederne er blevet mere internationaliserede, at der er kommet flere udenlandske direktører, flere eksternt rekrutterede direktører eller, at direktørerne er blevet mere uddannede.

### Tegn på, at markedsværdien kan have stor betydning

Vi har ikke mulighed for i samme detaljeringsgrad at kontrollere for markedsværdien af virksomhederne i vores analyse, men vi finder tegn på, at udviklingen i markedsværdien potentielt har stor betydning for direktørlønnen i de største danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk.

### Andre forhold kan have påvirket lønudviklingen

Andre forhold kan dog også have påvirket direktørlønnen. Forskningslitteraturen peger fx på et større international marked for direktører, øget "rent seeking" blandt direktører eller større usikkerhed i ansættelsen for direktører i de største virksomheder. Vi har dog ikke mulighed for i denne analyse at skelne mellem disse mulige forklaringer.

### Tiltagende skepsis fra investorer og politikere

Der er en stigende skepsis over for udviklingen i direktørlønninger fra investorer og politikere. EU har således vedtaget lovgivning, som forpligter virksomhederne til at udarbejde en vederlagspolitik, som skal godkendes på generalforsamlingen og til at udarbejde årlige vederlagsrapporter, som skal give et klart overblik over aflønningen af ledelsen. I Danmark har der desuden været forslag fra Socialdemokratiet og Enhedslisten om øget åbenhed omkring direktørlønninger og forskellige tiltag ift. at begrænse meget høje direktørlønninger.

### Øget åbenhed om løn kan afhjælpe informationsmangel

Øget åbenhed om aflønning af direktionen kan give aktionærene bedre mulighed for at overvåge direktionen og udøve deres ejerskab samtidig med, at det kan have en disciplinerende effekt på direktionens lønkrav af hensyn til den offentlige debat. Det kan potentielt afhjælpe en markedsfejl, som opstår på grund af asymmetrisk information mellem aktionærene og direktionen, fordi aktionærene ikke har tilstrækkelig information om direktionens lønforhold.

### Det bør undersøges i hvilken grad det skyldes markedsfejl

Direktionslønnen er i udgangspunkt et anliggende mellem ejere og direktion i en virksomhed. Men i det omfang, at lønstigningerne afspejler markedsfejl, kan regulering af direktørlønningerne være hensigtsmæssig ud fra samfundsøkonomiske effektivitetshensyn. Man bør dog afveje gevinsterne ved en sådan regulering mod de omkostninger, det indebærer for virksomhederne. Det bør derfor undersøges nærmere om lønstigningerne skyldes markedsfejl, og i så fald hvordan man bedst afhjælper dem.

### Fordelingspolitik bør føres via skattepolitikken

Ud fra rene fordelingshensyn er en særregulering af netop direktørlønninger ikke hensigtsmæssig. Hvis der er et politisk ønske om øget omfordeling, så bør det i stedet ske via skatte- og omfordelingssystemet fx i form af en mere progressiv beskatning, så alle personer med tilstrækkeligt høje indkomster beskattes kraftigere, uanset om de er direktører eller ej.

## 2. Indledning

### Direktørlønninger er omdiskuterede

Direktørlønninger er et emne, som både politikere, forskere og befolkningen diskuterer og ofte har stærke holdninger til. Debatten i de danske medier fokuserer ofte på om lønstigningerne fra år til år for en meget lille gruppe af direktører i de største danske virksomheder er rimelige.<sup>5</sup> Men hvorfor er der så meget fokus på direktørlønninger?

### Direktørlønninger har bidraget til øget indkomstulighed i USA

I USA har kraftigt stigende topindkomster været en vigtig forklaring på den voksende ulighed. Siden 1980 er top 1 procents andel af den samlede indkomst vokset fra godt 10 pct. til godt 20 pct. i 2014, jf. World Inequality Database. I 80'erne og 90'erne var stigningerne i topindkomsterne i USA primært drevet af stigende lønindkomster for de personer, som i forvejen havde de største indkomster, jf. Piketty og Saez (2003). Efter årtusindeskiftet har det i stedet primært været stigende kapitalindkomst, som har forårsaget de stigende topindkomster, jf. Piketty, Saez og Zucman (2018). Smith m.fl. (2018) viser dog, at en betydelig del af den stigende kapitalindkomst i USA siden årtusindeskiftet i virkeligheden bør betragtes som aflønning af direktører, der af skattetekniske årsager kategoriseres som kapitalindkomst.<sup>6</sup>

### Er det samme tilfælde i Danmark?

I Danmark har der også været en stigende indkomstulighed, jf. Kühl og Christensen (2019a). En del af forklaringen på den stigende ulighed i Danmark er, at indkomsterne for personer med de største indkomster er vokset hurtigere end indkomsterne for resten af befolkningen, jf. Kühl og Christensen (2019b). Direktørerne er overrepræsenterede blandt personerne med de højeste indkomster, og derfor er det interessant at se på, om lønnen for direktørerne i danske virksomheder er stukket af fra lønningerne for resten af befolkningen.

### Vi frembringer fakta om direktørlønninger

I denne analyse undersøger vi, om direktørlønningerne i danske virksomheder er vokset hurtigere end de almindelige medarbejderes lønninger i løbet af de sidste 15 år. Vi undersøger, om der er forskelle på tværs af brancher, og vi ser nærmere på forskellige mulige forklaringer på udviklingen. Til sidst sammenligner vi udviklingen i aflønningen af direktører i Danmark med udviklingen i andre vestlige lande.

## 3. Datagrundlag

### Datagrundlaget for analysen

Vi analyserer forholdet mellem lønnen for direktionsmedlemmer i danske virksomheder og lønnen for medarbejderne i de samme virksomheder i perioden fra 2002 til 2016. Vi ser på direktionsmedlemmer i virksomheder med minimum 10 årsværk, som har indrapporteret oplysninger om direktionen til Deltagerregisteret.<sup>7</sup> Vi analyserer således alle medlemmer af direktionen og ikke kun topdirektøren. Alle selskaber er forpligtiget til at indrapportere disse oplysninger til Erhvervsstyrelsen.<sup>8</sup> Lignende metoder til at identificere direktører anvendes i Andersen m.fl. (2018) og Bennedsen m.fl. (2007).<sup>9</sup> Vi frasorterer direktører med en ejerandel på mere end 50 pct. i den virksomhed, som de er direktør i, da der kan ske en sammenblanding af lønindkomst og kapitalindkomst for denne gruppe af direktører. Via

<sup>5</sup> Se fx <https://www.berlingske.dk/aktier/atp-topchef-loftet-for-direktoerloenninger-er-naaet>, <https://www.dr.dk/nyheder/politik/sass-larsen-vil-stoppe-danske-topchefer-lonfest> og <https://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/218657/artikel.html?hl=YToxOntpOjA7czo2OjIjYjYw5zZW4iO3Q>

<sup>6</sup> Smith m.fl. (2018) finder, at en stor del af den stigende kapitalindkomst skyldes større profit i pass-through businesses, og at ca. ¾ af denne profit kan henføres til aflønning af direktørerne i disse virksomheder. Det gør de ved at betragte virksomheder, hvor direktøren uventet dør og virksomheder, hvor direktøren må trække sig tilbage. I begge tilfælde falder profitten i gennemsnit med ca. ¾.

<sup>7</sup> Vi ser ikke på direktører i mikrovirksomheder, som har mindre end 10 årsværk ansat, da der potentielt er mere støj i oplysningerne om, hvem der er direktør for denne gruppe af virksomheder.

<sup>8</sup> Der er nogle få undtagelser, jf. selskabsloven og lov om visse erhvervsdrivende virksomheder.

<sup>9</sup> Foss og Lyngsie (2018) anvender i stedet jobfunktioner (disco-koder) til at identificere direktører og får derfor en mindre præcis afgrænsning af direktører.

Danmarks Statistiks registre kan vi identificere medarbejderne i direktørernes virksomheder. Samlet set indeholder vores datasæt oplysninger om ca. 27.500 forskellige virksomheder, 39.000 forskellige direktionsmedlemmer og 2.288.885 forskellige medarbejdere i direktørernes virksomheder over hele perioden.<sup>10</sup> Se Afsnit 10 for en detaljeret beskrivelse af datagrundlaget.

#### Alm. løn, bonus, frynsegoder og aktieløn

I analysen anvender vi et lønbegreb, som inkluderer fast løn, bonus, værdien af frynsegoder, jubilæumsgodtgørelser, fratrædelsesgodtgørelser og værdien af aktieløn.<sup>11</sup> Jubilæums- og fratrædelsesgodtgørelser er medtaget, fordi de udgør en del af den samlede aflønning af en medarbejder over medarbejderens ansættelsesperiode. Disse godtgørelser kan dog også medføre udsving i enkelte år, fx hvis nogle direktører får meget store fratrædelsesgodtgørelser. I analysen fokuserer vi derfor på tendenser i udviklingen frem for på udsving fra år til år. Et robusthedstjek, hvor vi udelader jubilæums- og fratrædelsesgodtgørelser fra lønbegrebet, viser dog, at disse godtgørelser ikke påvirker udviklingen i direktørlønningerne nævneværdigt.

#### Aktieløn indgår det år, de beskattes

Værdien af aktieløn er opgjort i det år, hvor den kommer til beskatning. Det betyder, at værdien af aktieløn i vores analyse ikke nødvendigvis tæller med det år, hvor aktielønningen tildeles, men typisk der hvor den udnyttes.<sup>12</sup> Udnyttelsestidspunktet kan fx ligge mellem 6 måneder og 5 år efter tildelingstidspunktet, jf. Advokatsamfundet (2005). Den tidsmæssige forskydning mellem, at aktielønningen tildeles, og den påvirker den observerede løn, medfører støj i vores indkomstmål. Da analysen fokuserer på udviklingen i lønningerne over en længere tidsperiode og på tværs af et stort antal virksomheder, vurderes denne støj dog ikke at have afgørende betydning for resultaterne.<sup>13</sup>

## 4. Direktørlønningerne i de største danske virksomheder er stukket af

#### Direktørlønnen i de største virksomheder er stukket af

Direktørlønningerne i de allerstørste danske virksomheder er vokset markant hurtigere end lønnen for medarbejderne i samme virksomheder. Fra 2002 til 2016 er direktørlønningerne i danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk vokset fra at være 7,7 gange så stor som en gennemsnitlig medarbejders løn til at være 20,2 gange så stor, jf. Figur 2. Det er især fra 2010 og frem, at direktørlønningerne i de største virksomheder er stukket af.

#### Mindre stigninger i lønforholdet i mindre virksomheder

Direktørerne i de øvrige virksomheder har også oplevet en stigning i lønnen ift. medarbejderne, men ikke i samme grad, som direktørerne i de allerstørste danske virksomheder. Fx fik direktører i virksomheder med mellem 500 og 999 ansatte i 2002 en løn, som var 5,9 gange så stor som den gennemsnitlige medarbejders løn. I 2016 var den 9,3 gange så stor, jf. Figur 2. Der er en generel tendens til, at forholdet mellem direktørers og øvrige ansattes løn er vokset mere, jo større virksomheden er.

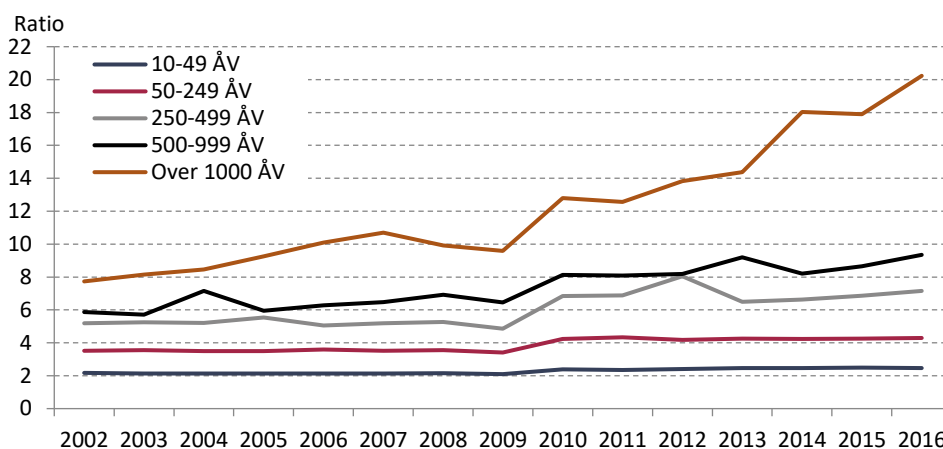
<sup>10</sup> Vores paneldatasæt består af 174.977 virksomhedsår.

<sup>11</sup> Vi bruger variabelen loenmv\_13 fra Indkomstregisteret.

<sup>12</sup> Under særlige betingelser kan aktieløn beskattes som aktieindkomst og først ved salgstidspunktet, jf. Boks 6.

<sup>13</sup> Derudover har værdien af aktieløn på udnyttelsestidspunktet den fordel, at det afspejler den indkomst, som medarbejderen rent faktisk modtager i stedet for en beregnet værdi af aktielønningen ved tildelingstidspunktet.

**Figur 2** Udviklingen i direktionslønninger ift. medarbejderlønninger for forskellige virksomhedsstørrelser



Anm.: Figuren viser forholdet mellem direktionsløn og medarbejderløn for virksomhederne i den pågældende størrelseskategori. Vægtningen af virksomhederne inden for en størrelseskategori er beskrevet i Afsnit 9. Størrelseskategorierne er baseret på antallet af årsværk i Danmark i det pågældende år. For virksomheder med mere end 1.000 årsværk er det i gennemsnit 94 pct. som også havde mere 1.000 årsværk året før. Årsværk, som er ansat i udlandet, tæller ikke med i opgørelsen.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

### Større lønstigninger i de største industri-virksomheder

Det er særligt direktørerne i de store virksomheder i industrien, som har oplevet de største lønstigninger ift. medarbejderne, jf. Figur 3. Lønrationen er i disse virksomheder vokset fra 8,3 i 2002 til 30,3 i 2016. Direktørerne i de største servicevirksomheder har også oplevet store relative lønstigninger. I 2002 var direktørlønnen i de største servicevirksomheder 7,8 gange højere end den gennemsnitlige medarbejderløn, hvilket var vokset til 18,8 i 2016. Dette er kun et fænomen blandt de største virksomheder. Hvis man ser på de tre branche-grupper for de øvrige virksomhedsstørrelser, så har direktørlønningerne udviklet sig ensartet i industri-, service- og øvrige virksomheder.

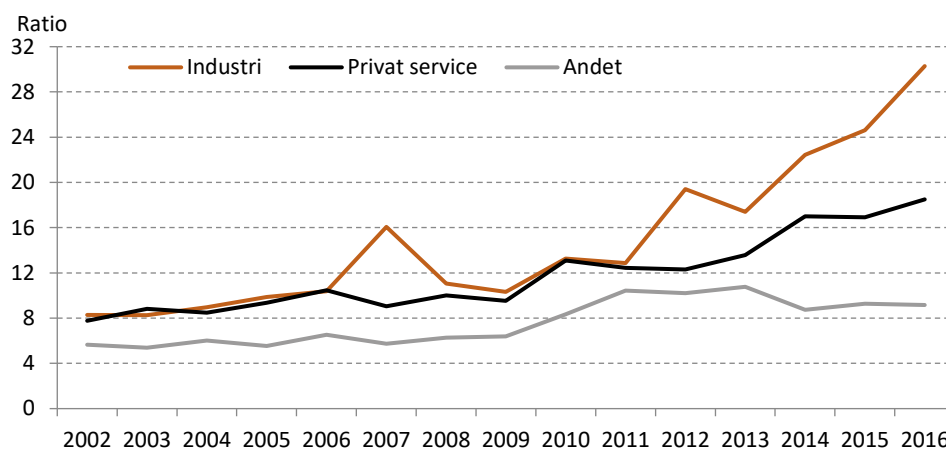
### Store stigninger i medicinalindustrien og inden for handel

De store lønstigninger i de største virksomheder i industrien er især drevet af udviklingen i medicinalindustrien, mens de store lønstigninger inden for privat service især er drevet af handelsvirksomheder.

### Små stigninger for de største finansielle virksomheder

De største finansielle virksomheder og de største rådgivningsvirksomheder, som omfatter advokater, revisionshuse, virksomhedskonsulenter, arkitekter og rådgivende ingeniører, har i gennemsnit haft nogle af de mindste stigninger i lønrationen mellem direktører og medarbejdere. Dette skyldes, at direktørlønnen i kroner er steget mindre end i de øvrige brancher. Det ser derimod ikke ud til at skyldes, at medarbejderne har fået større lønstigninger.

**Figur 3** Udviklingen i direktionslønnen ift. medarbejderlønnen i virksomheder med over 1.000 årsværk fordelt på branchegrupper



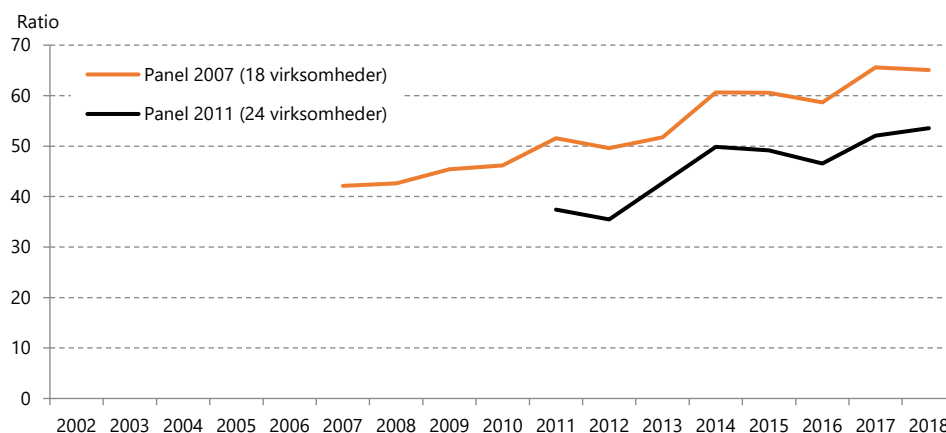
Anm.: Privat service dækker over Ejendomshandel og udlejning, Finansiering og forsikring, Erhvervsservice, Handel og transport mv., og Information og Kommunikation. Andet dækker bl.a. over Bygge og anlæg, Landbrug, skovbrug og fiskeri samt offentlig administration, undervisning og sundhed.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

### Samme udvikl. for største børsnoterede virksomheder

Som et robusthedstjek, har vi også opgjort lønudviklingen for direktører og medarbejdere i de største børsnoterede danske virksomheder på baggrund af virksomhedernes offentliggjorte årsrapporter. Lønforholdet mellem direktion og medarbejdere ligger på et væsentligt højere niveau for disse virksomheder, men der er også tale om få meget store virksomheder. Der har også været markante stigninger i direktørlønningerne ift. medarbejderlønnene i de største danske børsnoterede virksomheder, jf. Figur 4. Det skal dog bemærkes, at værdien af aktieløn opgøres ved tildelingstidspunktet i virksomhedernes regnskaber i modsætning til ved beskatningstidspunktet, hvorfor niveauerne i de to figurer ikke direkte kan sammenlignes.

**Figur 4 Robusthedstjek: Udviklingen i direktionslønninger ift. medarbejderlønninger i C25-virksomheder**



Anm.: Figuren viser udviklingen i direktørlønninger ift. medarbejderlønninger for to grupper af virksomheder, som i dag er med i C25-indekset. Opgørelsen er baseret på oplysninger fra virksomhedernes årsregnskaber. I årsregnskaberne opgøres værdien af aktieløn ved tildelingstidspunktet ud fra Black-Scholes modellen. Tallene kan derfor ikke direkte sammenlignes med tallene i Figur 2, men kan give et indtryk af, om vi ser samme tidsmæssige udvikling i direktørlønnen. Virksomhedspanel 2007 består af 18 virksomheder i C25-indekset, hvor det har været muligt at finde dækkende lønoplysninger for hele direktionen i årsrapporterne for perioden 2007 til 2018. Det drejer sig om AMBU, Carlsberg, Coloplast, Danske Bank, DSV, Genmab, GN Store Nord, ISS, Jyske Bank, Lundbeck, Novozymes, Rockwool, Royal Unibrew, Simcorp, Sydbank, Tryg, Vestas og William Demant Holding. Virksomhedspanel 2011 består af 24 virksomheder, hvor det har været muligt at finde dækkende lønoplysninger for hele direktionen i årsrapporterne for perioden 2011 til 2018. Foruden virksomhederne i virksomhedspanel 1 omfatter det også Christian Hansen Holding, FLSmidth & Co, Mærsk, Novo Nordisk, Pandora og Ørsted.

Kilde: Årsrapporter fra selskaber i C25 og egne beregninger.

## 5. Mulige forklaringer på stigende direktørløn i de største virksomheder

### Vi analyserer mulige forklaringer på lønstigningen

Der kan være mange forskellige forklaringer på, at direktørlønningerne er steget mere i nogle typer af virksomheder end andre. I det følgende ser vi nærmere på en række mulige forklaringer og på, om der er tegn på, at de er årsagen til den stigende lønforskel mellem direktører og medarbejdere, særligt i de største danske virksomheder.

### Visse forhold opgøres kun for private byerhverv

Når vi analyserer virksomhedernes økonomiske forhold, som fx eksportandel, importandel, bruttoværditilvækst og produktivitet, så har vi kun oplysninger for virksomheder, som indgår i private byerhverv. Populationen er derfor mindre end den population, vi har anvendt i Figur 2, da fx landbrug, pengeinstitutter og forsyningselskaber ikke indgår i private byerhverv. Der er dog stort set ingen forskel på udviklingen i ratioen mellem direktør- og medarbejderlønninger, om vi ser på private byerhverv eller den fulde population, jf. Figur 15 i bilag.

### Økonomisk forskning peger på tre typer af forklaringer

Den økonomiske litteratur opstiller en række potentielle forklaringer på udviklingen i direktørlønninger, som overordnet kan inddeles i tre typer af forklaringer.<sup>14</sup> Den første type er baseret på, at aktionærerne fastsætter kontrakterne med direktionen for at maksimere værdien af virksomheden under hensyntagen til konkurrencen om gode direktører. Et eksempel på en sådan forklaring er, at stigende direktørløn kan skyldes øget konkurrence om de gode direktører. Den anden type er baseret på, at direktørerne selv har kontrol over deres kontrakt og fastsætter lønnen, så den maksimerer deres forventede indkomst. Et eksempel på en sådan forklaring er, at stigende direktørløn kan skyldes, at virksomhederne er blevet sværere at overvåge for aktionærerne, hvorfor direktøren kan tilegne sig større

<sup>14</sup> Baseret på Edmans, Gabaix og Jenter (2017).



løn, uden at aktionærene protesterer. Den tredje gruppe er baseret på, at løndannelsen påvirkes af institutionelle forhold, som fx regulering og skat. Det er vigtigt at understrege, at de tre typer af forklaringer ikke udelukker hinanden og sandsynligvis alle kan forklare en del af udviklingen. Nedenfor undersøger vi forskellige mulige forklaringer på udviklingen i direktørlønnen.

### 1. Skyldes det større virksomheder?

En mulig forklaring på stigende direktørlønninger er, at virksomhederne er blevet større, hvilket øger værdien af en god direktør, fordi god ledelse og gode strategiske beslutninger har større effekt i en stor virksomhed. Figur 2 viser tydeligt, at direktører i større virksomheder får en større løn ift. den gennemsnitlige medarbejderløn, men hvis virksomhedsstørrelse skal kunne forklare, at direktørlønnen i de største virksomheder er stukket af fra 2009, skal de største virksomheder være blevet markant større.

### USA: Direktørløn afspejler virksomhedsstørrelse

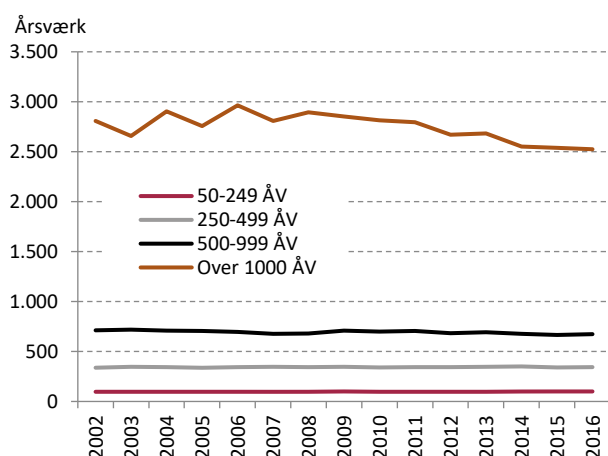
Flere amerikanske undersøgelser har vist, at direktørlønningerne i høj grad afspejler størrelsen af den virksomhed, direktørerne arbejder i, og at de store lønstigninger for direktørerne i de største amerikanske virksomheder, som har fundet sted siden 1980, modsvares af en tilsvarende stigning i virksomhedernes størrelse målt ved markedsværdien, jf. Gabaix og Landier (2008) og Gabaix m.fl. (2013).

### De største virksomheder er blevet mindre målt på årsværk

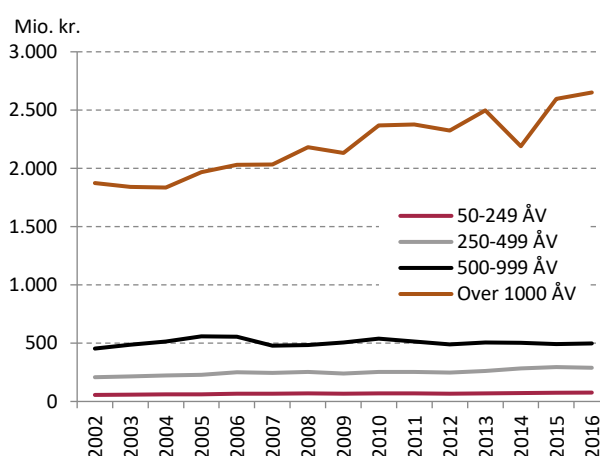
De største danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk er i gennemsnit ikke blevet større, når man måler på antallet af årsværk i Danmark. Fra 2002 til 2016 er det gennemsnitlige antal årsværk faktisk faldet med 15 pct., jf. den orange kurve i Figur 5 a). Det kan hænge sammen med, at der i løbet af perioden kommer flere virksomheder i gruppen med virksomheder med mere end 1.000 årsværk. Gruppen af virksomheder med mellem 500 og 999 årsværk og gruppen med mellem 250 og 499 årsværk er stort set uændrede i størrelse.

Figur 5 Udviklingen i den gennemsnitlige størrelse for de større virksomheder i Danmark

a) Antallet af årsværk i virksomheden



b) Virksomhedens BVT i faste 2015-priser



Anm.: Figurerne omfatter kun virksomheder i private byerhverv.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

### De største virksomheder er blevet større målt på BVT

Opgør man i stedet virksomhedsstørrelse ud fra bruttoværditilvækst (BVT)<sup>15</sup> i faste priser, så er de største danske virksomheder vokset med godt 30 pct. fra 2002 til 2016, jf. den orange kurve i Figur 5 b). Stigningen på 30 pct. er dog langt mindre end stigningen i forholdet

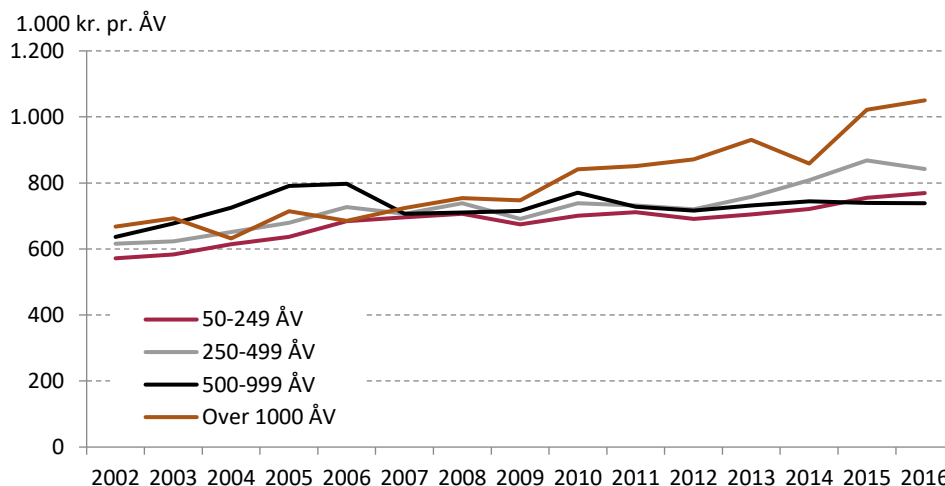
<sup>15</sup> Løn og overskud i den danske del af virksomheden.

mellem direktørlønninger og medarbejderlønninger, som næsten er tredoblet i samme periode, og stigningen sker jævnt fra 2004 og frem. Virksomheder med mellem 500 og 999 årsværk har i gennemsnit oplevet en stigning i BVT på godt 10 pct., jf. den sorte kurve i Figur 5 b). Virksomheder med 250-499 årsværk har også oplevet en vækst på 30 pct. i BVT, jf. den grå kurve i Figur 5 b), men uden, at de har haft samme stigning i lønratioen. Når virksomhedsstørrelsen udviser en stigning målt ved bruttoværditilvækst, men ikke målt ved antallet af årsværk i Danmark, så kan det enten skyldes, at de største danske virksomheder er blevet mere produktive eller har udvidet deres aktiviteter i udlandet.<sup>16</sup>

**Stigende produktivitet**

Produktiviteten i virksomheder med mere end 1.000 årsværk er steget fra 670.000 kr. pr. årsværk til mere end 1 mio. kr. pr. årsværk, jf. den orange kurve i Figur 6. Det svarer til en stigning på knap 60 pct. og afspejler stigende BVT og færre medarbejdere, jf. Figur 5. De øvrige størrelsesgrupper har også oplevet en fremgang i produktiviteten dog kun på mellem 20 og 35 pct. Stigende produktivitet kan være en mulig forklaring på, at direktørlønnen er vokset hurtigere i de største virksomheder, men hvor produktiviteten har været relativt jævnt stigende over hele perioden, var det især fra 2010 og frem, at lønratioen voksede.

**Figur 6** Udviklingen i produktivitet efter virksomhedsstørrelse



Anm.: Produktiviteten er opgjort som bruttoværditilvæksten divideret med antallet af årsværk i Danmark.  
 Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

**Vores opgørelse af markedsværdi er mindre detaljeret**

Et tredje mål for virksomhedsstørrelse er virksomhedernes markedsværdi. Vi har ikke adgang til oplysninger om de enkelte selskabers markedsværdi og har derfor ikke mulighed for at kontrollere for udviklingen i markedsværdien i denne analyse. Der findes dog opgørelser over den samlede markedsværdi for alle børsnoterede virksomheder, som også omfatter en række mindre virksomheder, men hvor de store børsnoterede virksomheder, som typisk også er virksomheder med mere end 1.000 årsværk, udgør en stor del af den samlede markedsværdi.

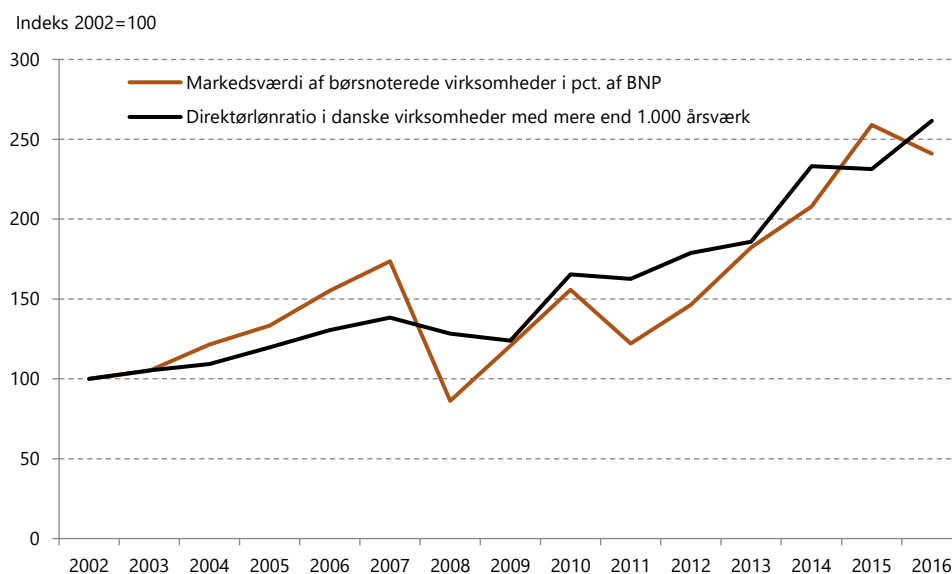
**Markedsværdien kan potentielt have stor betydning for direktørlønnen**

Når man sammenligner udviklingen i markedsværdien for alle børsnoterede virksomheder med udviklingen i direktørlønnen i de største danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk, så er der en meget stor overensstemmelse, jf. Figur 7. Det kunne altså tyde på, at markedsværdien potentielt har stor betydning for direktørlønnen, hvilket fx kan hænge

<sup>16</sup> Vi har også testet omsætning og balancesum, som alternative mål for virksomhedernes størrelse og de ser heller ikke ud til at kunne forklare de stigende direktørlønninger.

sammen med brugen af aktieløn. At markedsværdien er vokset hurtigere end BVT eller balancesummen kan potentielt skyldes, at forventningerne til de største virksomheder overstiger disse fundamentale nøgletal og dermed driver markedsværdien op eller at virksomhederne har øget deres aktiviteter i udlandet, hvilket har øget markedsværdien, men uden det nødvendigvis afspejler sig i virksomhedens nøgletal i Danmark.

**Figur 7 Markedsværdien for alle børsnoterede danske virksomheder ift. BNP og lønratioen mellem direktører og medarbejder i virksomheder med mere end 1.000 årsværk**



Anm.: Den orange kurve viser udviklingen i den samlede markedsværdi for børsnoterede danske virksomheder. Der er et brud i markedsværdien for børsnoterede danske virksomheder i 2007. Fra 2007 og frem anvender vi CEIC-data i stedet for FRED-data. Forskellen mellem de to opgørelser er dog begrænset.

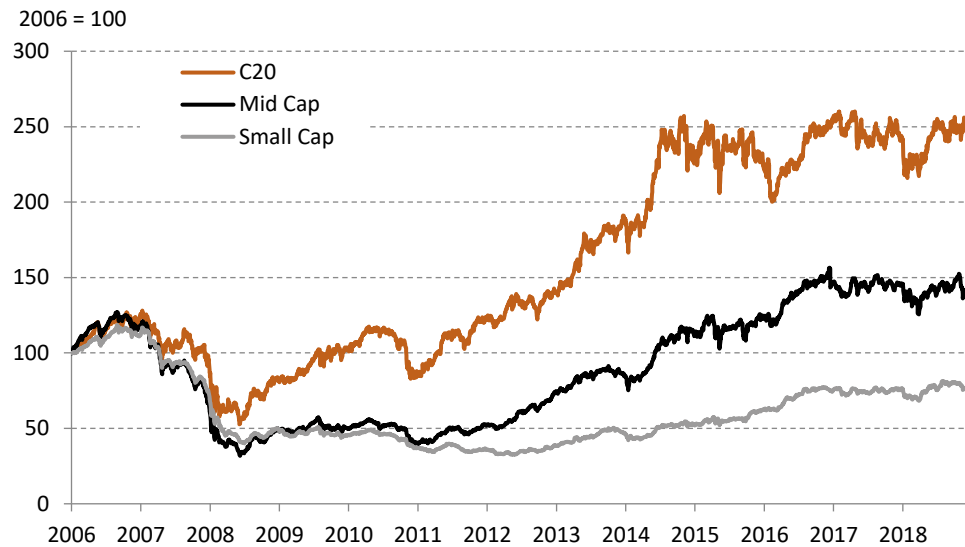
Den sorte kurve viser udviklingen i lønratioen mellem direktører og medarbejdere i danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk. Det er en indekseret udgave af den orange kurve i Figur 2.

Kilde: Danmarks Statistiks registre; FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, Stock Market Capitalization to GDP for Denmark hentet fra: <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM01DKA156NWDB>, Maj 29, 2019; CEIC Denmark Market Capitalization: % of GDP <https://www.ceicdata.com/en/indicator/denmark/market-capitalization--nominal-gdp> og egne beregninger.

**Understøttes af, at værdien af de største virksomheder er steget mere**

Der er en tendens til, at de største børsnoterede virksomheder er steget relativt mere i værdi end de mellemstore og mindre børsnoterede virksomheder siden 2006, jf. Figur 8, som viser kursudviklingen for C20, Mid Cap og Small Cap. Grupperingen af virksomheder efter størrelser i disse aktieindeks kan ikke sammenlignes med den størrelsesinddeling, som vi har lavet ift. udviklingen i direktørlønningerne. Figuren giver alligevel et billede af, at værdien af de største virksomheder er steget relativt mere, hvilket er i overensstemmelse med hypotesen om, at markedsværdien påvirker direktørlønningerne, da direktørlønningerne er steget mest i de største virksomheder.

Figur 8 Udviklingen i værdien af forskellige danske aktieindeks



Anm.: Figuren viser kursudviklingen for de tre aktieindeks siden oktober 2006.  
 Kilde: <http://www.nasdaqomxnordic.com>.

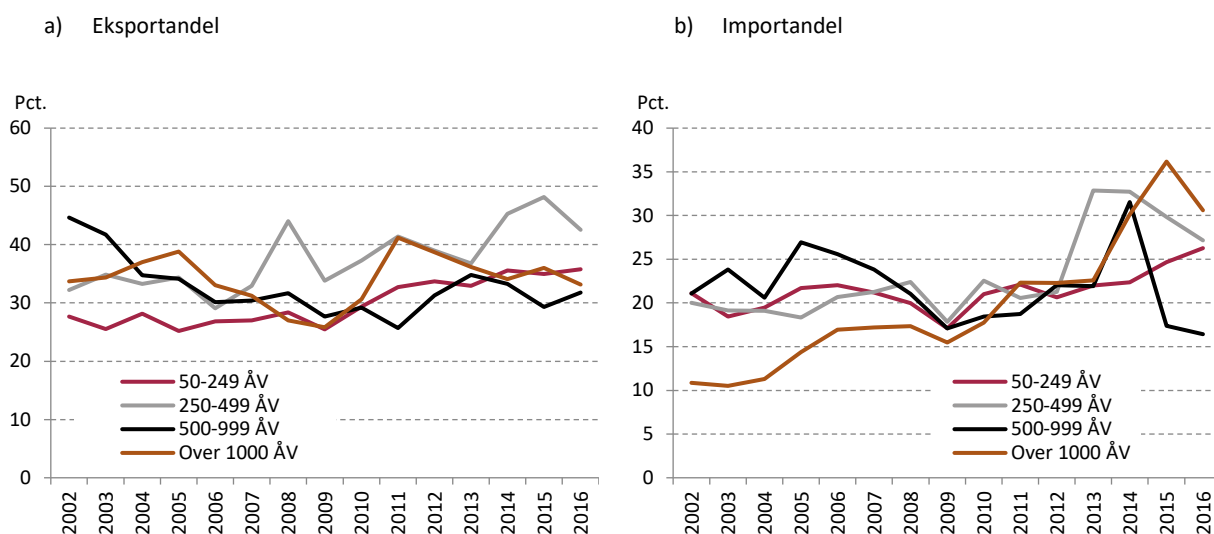
## 2. Skyldes det øget internationalisering?

En anden mulig forklaring på stigende direktørlønninger er, at globaliseringen har øget værdien af en dygtig direktør, fordi der er et større afsætningsmarked for en godt ledet virksomhed, jf. fx Andersen m.fl. (2018). Det kan have ført til en øget international efterspørgsel efter ledertalent, hvilket kan have presset direktørlønnen op. Denne teori kan forklare de stigende direktørlønninger i særligt de største danske virksomheder, hvis de største danske virksomheder er blevet mere internationaliserede. Det undersøger vi på baggrund af eksport- og importandelen, andelen af direktører med udenlandsk statsborgerskab og andelen af direktører, som er eksternt rekrutterede i stedet for internt forfremmede.

## Konstant eksportandel, men stigende importandel

Eksportandelen for danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk svinger mellem 25 og 50 pct., men der er ikke tegn på en stigende trend, jf. den orange kurve i Figur 9 a). Det samme gælder virksomhederne med mellem 500 og 999 årsværk. De øvrige virksomheder har derimod haft en stigende eksportandel. Importandelen for danske virksomheder med mere end 1.000 årsværk er steget fra ca. 10 pct. til ca. 30 pct. fra 2002 til 2016, jf. den orange kurve i Figur 9 b). De øvrige virksomheder oplever også en stigning i importandelen, men slet ikke i samme grad som de største virksomheder. Det skal dog bemærkes, at virksomhederne med mere end 1.000 årsværk i udgangspunktet havde den laveste importandel og ender med at have den største importandel, men ikke en importandel, som er markant større end de øvrige virksomheders.

Figur 9 Eksport- og importandele efter virksomhedsstørrelse



Anm.: Figurerne omfatter kun virksomheder i private byerhverv. Eksportandelen er beregnet som eksporten divideret med omsætningen. Importandelen er beregnet som importen divideret med omsætningen.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

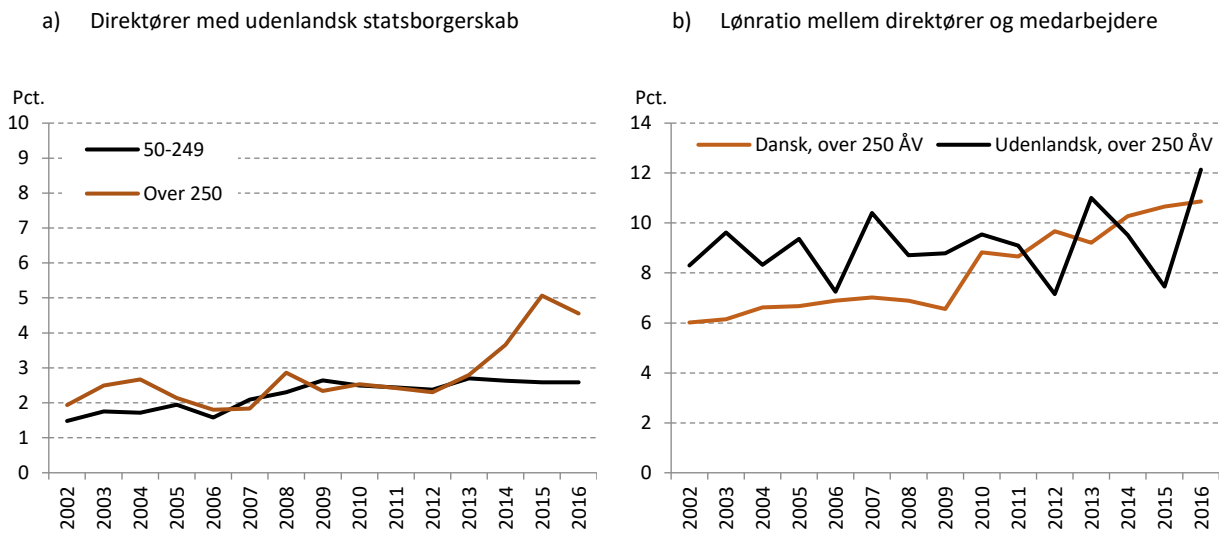
### Andelen af udenlandske direktører er næsten tredoblet

Et andet mål for internationalisering er antallet af udlændinge i direktionen i de danske virksomheder. Hvis der er en øget international konkurrence om ledertalent, burde det afspejle sig i, at der er flere udlændinge i direktionen i danske virksomheder. Andelen af udlændinge i direktionen i de større danske virksomheder (250 årsværk eller mere) er da også steget fra 1,9 pct. i 2002 til 4,6 pct. i 2016, jf. Figur 10 a). Stigningen er større end for virksomheder med mellem 50 og 249 årsværk.

### Det kan være tegn på øget international konkurrence

De udenlandske direktører får ca. den samme løn som de danske direktører, jf. Figur 10 b). Stigningen i andelen af udenlandske direktører kan dog stadig være et tegn på en øget international efterspørgsel efter ledertalent, som både har presset lønnen op for de bedste udenlandske og danske direktører. Tilingen er dog ikke ens, da lønratioen især stiger fra 2010 og frem, mens andelen af udlændinge især stiger fra 2013-2015.

Figur 10 Direktører med udenlandsk statsborgerskab i virksomheder med mere end 250 årsværk



Anm.: I denne figur er alle virksomheder med 250 årsværk eller mere slået sammen pga. et lille antal direktører med udenlandsk statsborgerskab i de enkelte størrelsesgrupper. Figur a) viser andelen af direktører med udenlandsk statsborgerskab. Figur b) viser lønratioen mellem direktør og medarbejdere for henholdsvis direktører med dansk statsborgerskab og direktører med udenlandsk statsborgerskab.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

**Er der blevet færre internt forfremmede?**

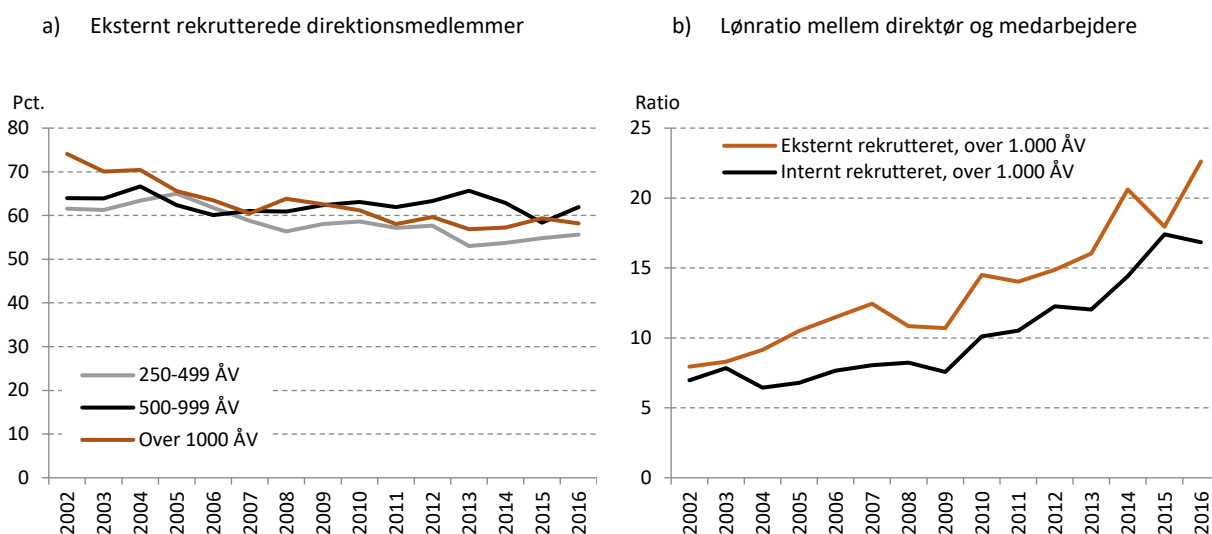
Øget efterspørgsel efter ledertalentet kan også forårsages af, at virksomhedsspecifikke færdigheder er blevet mindre relevante ift. generelle færdigheder, hvorfor virksomhederne i højere grad rekrutterer ledere fra andre virksomheder. Det kan øge direktørlønnen, fordi generelle kompetencer i højere grad er prissat på markedet end virksomhedsspecifik viden, og direktøren derfor har bedre muligheder for at få et andet job, jf. Murphy og Zabojsnik (2004).

**Nej, især ikke blandt de største virksomheder**

Andelen af eksternt rekrutterede<sup>17</sup> direktionsmedlemmer i virksomheder med mere end 1.000 årsværk, er faldet fra 78 pct. i 2002 til 58 pct. i 2016, jf. Figur 11 a). De øvrige danske virksomheder har også oplevet et fald i andelen af direktionsmedlemmer, som er eksternt rekrutterede, men ikke i samme grad som de største danske virksomheder. Omfanget af eksternt rekrutterede direktører ser derfor ikke ud til at kunne forklare, at direktørlønnene i de største danske virksomheder stikker af. Det er heller ikke tegn på, at lønudviklingen har været væsentligt forskellig for de to grupper af direktører, jf. Figur 11 b).

<sup>17</sup> Defineret som, at personen ikke må have arbejdet i virksomheden i to år op til, at personen blev en del af direktionen

**Figur 11 Andelen af direktører, som er eksternt rekrutterede, samt lønforskellem mellem eksternt rekrutterede og internt forfremmede**



Anm.: Internt forfremmet er defineret ved, at personen skal have været ansat i virksomheden i mindst to år før, at personen bliver direktør. En person, som ikke er internt forfremmet, er per definition eksternt rekrutteret.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

### 3. Skyldes det øget anvendelse af aktieløn?

Aktieløn anvendes for at sikre, at direktionens og aktionærernes interesser i højere grad er sammenfaldende og dermed afhjælpe hvad der i litteraturen er kendt som et principal-agent-problem. Principalen, her virksomhedsejerne, ønsker at maksimere værdien af virksomheden mens agenten, som her er direktøren, ønsker at maksimere sit eget afkast. Ved at lade en del af direktørens løn afhænge af aktiekursen giver man direktøren et mere direkte incitament til at gøre hvad der er bedst for aktionærerne. Aktieløn kan derfor føre til højere direktørløn, hvis direktørerne øger deres indsats og derigennem øger aktiekursen. Aktieløn kan også føre til højere direktørløn, hvis direktionen skal kompenseres for den større risiko i aflønningen, fordi mange udefrakommende ting også påvirker aktiekurserne. Højere lønninger som følge af aktieaflønning kan også skyldes, at bestyrelserne har svært ved at gennemskue den mulige gevinst ved aktieløn eller undervurderer omkostningerne ved at udstede dem, jf. Hall og Murphy (2003).

#### Aktieløn er blevet mere udbredt

Anvendelsen af aktieløn<sup>18</sup> har været kraftigt stigende blandt de store virksomheder. I 2004 udgjorde aktieløn mindre end 3 pct. af den samlede direktørløn i virksomheder med 1.000 årsværk eller mere, mens den i 2016 udgjorde mere end 27 pct., jf. den orange kurve i Figur 12 a). De øvrige virksomheder har også en stigende anvendelse af aktieløn som en del af aflønningen, men ikke i samme grad som de største danske virksomheder. En øget anvendelse af aktieløn blandt de største virksomheder kan være med til at forklare sammenhængen mellem virksomhedernes markedsværdi og lønnen for direktørerne fordi det skaber et direkte link fra stigende aktiekurser til højere løn for direktørerne. En større anvendelse af aktieløn betyder, at direktørlønningerne kan stige, når det går godt på aktiemarkedet, som det har været tilfældet fra 2010 til 2016.

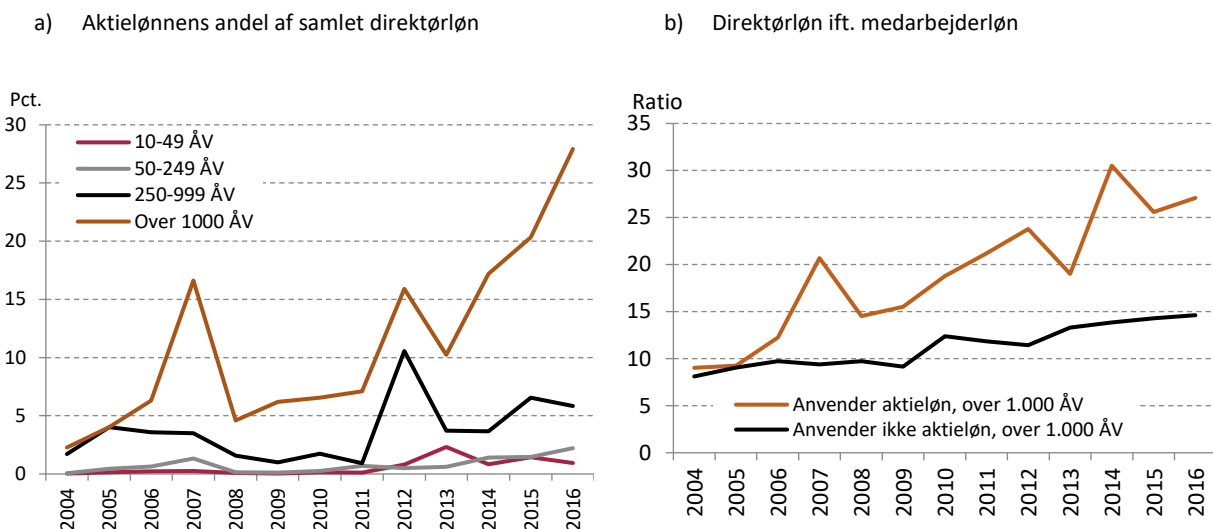
#### Højere direktørløn i virksomheder, som anvender aktieløn

Direktørlønnen er vokset markant hurtigere i virksomheder, hvor aktieløn udgør en større andel af den samlede lønpakke, jf. forskellen mellem den orange og den sorte kurve i Figur 12 b). Det kan skyldes flere forskellige forhold, herunder at bestyrelsen har sværere ved at kontrollere lønniveauet i virksomheder, som i højere grad anvender aktieløn, eller at aktieløn, som tilsigtet, øger direktørernes motivation til at varetage aktionærernes interesser.

<sup>18</sup> Ved aktieløn forstås vi aktieoptioner, warrants, fantomaktier og lignende finansielle instrumenter.

Det kan også være, at det i højere grad er succesfulde virksomheder, der anvender aktieløn som en del af aflønningen, og at de succesfulde virksomheder betaler en højere løn til direktøren.

**Figur 12 Udbredelsen af aktieløn og forskelle i direktørløn efter om virksomheden anvender aktieløn**



Anm.: I figur a) er værdien af aktieløn opgjort på beskatningstidspunktet, som typisk er forskudt fra tildelingstidspunktet. Det kan give variation i aktielønnens andel af den samlede løn i de enkelte år, hvorfor der bør fokuseres på tendenser frem for udsving i de enkelte år. Figur b) viser lønratioen for direktører, som får en del af deres løn i form af aktieløn (den orange kurve) og for direktører, som ikke får det (den sorte kurve).

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

#### 4. Skyldes det øget rent seeking blandt direktører?

En yderligere mulig forklaring er, at direktørerne har fået bedre mulighed for at påvirke deres egen løn, fx fordi bestyrelsen og aktionærerne har fået sværere ved at holde opsyn med direktionen pga. stigende kompleksitet i virksomhederne. Et amerikansk studie finder, at direktørlønningerne reagerer ligeså meget på udefrakommende forhold, som påvirker virksomhedens resultat, som på forhold, som direktionen har kontrol over. Dette er dog i mindre grad tilfældet i virksomheder med en stærk og uafhængig bestyrelse, som kan kontrollere direktionen, jf. Bertrand og Mullainathan (2001). Det tyder på, at held spiller en rolle ift. direktørlønninger, og at direktørerne i højere grad er i stand til at påvirke deres egen løn, hvis der ikke er en stærk bestyrelse. Et andet amerikansk studie finder, at en stor og uafhængig aktionær i bestyrelsen mindsker overbetalingen af direktører, hvilket hovedsageligt sker via udstedelse af færre aktieoptioner, og øger markedsværdien af virksomheden, jf. Agrawal og Nasser (2019).

#### Lavere marginalskat øger incitament til rent seeking

Lavere marginalskatter kan også være en mulig forklaring på højere før-skat direktørlønninger, fordi en lavere skattesats øger gevinsten ved at forhandle en større løn hjem, og individuelle lønforhandlinger fylder mere for direktøren end for den gennemsnitlige medarbejder. Piketty m.fl. (2014) finder flere resultater, som indikerer, at rent-seeking effekter kan udgøre en væsentlig del af forklaringen på de stigende direktørlønninger. Det er bemærkelsesværdigt, at de store stigninger i direktørlønnen i 2010 sker samtidig med, at marginalskatten for de højeste indkomster faldt fra knap 63 pct. til godt 56 pct. i forbindelse med skattereformen, hvor mellemskatten blev afskaffet, og andre tiltag ligeledes reducerede marginalbeskatningen.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Se fx <https://www.skm.dk/skattetal/statistik/tidsserieoversigter/marginalskatteprocenter-1993-2019>



### 5. Eller større fyringsrisiko?

Stigende direktørlønninger kan også afspejle en større risiko for afskedigelse for direktørerne, som så kompenseres med en højere løn, jf. Jensen, M., & Murphy, K. J. (1990). Dette kunne vi undersøge ved at analysere direktørernes sandsynlighed for at forlade virksomheden i årene efter, men det ligger uden for rammerne af denne analyse.

### Det undersøger vi indirekte i næste afsnit

Vi har ikke haft mulighed for at teste om de stigende lønratioer skyldes rent seeking eller større usikkerhed i ansættelsen, men i afsnit 6 undersøger vi, hvor stor en del af udviklingen i direktørlønnen, som kan forklares af virksomhedsstørrelse, virksomhedens internationaliseringsgrad og direktørkarakteristika. Vi ser også på, hvor stor en del, som ikke kan forklares og derfor skyldes andre forhold, som fx øget rent seeking blandt direktører eller en højere risikopræmie pga. større usikkerhed i ansættelsen.

## 6. Hvor stor en andel af udviklingen i lønforskellene kan forklares ved udviklingen i de umiddelbart mest oplagte, målelige faktorer?

### Hvor stor en del af lønstigningen kan forklares?

I dette afsnit præsenterer vi resultaterne af en regressionsmodel, hvor vi forsøger at forklare lønratioen mellem direktører og medarbejdere ved hjælp af virksomhedskarakteristika, som virksomhedsstørrelse, virksomhedens produktivitet, samt virksomhedens eksport- og importandel, og ved hjælp af karakteristika for direktørerne, som uddannelsesniveau, statsborgerskab, om personen er internt forfremmet eller eksternt rekrutteret, aktielønnens andel af den samlede løn, alder samt køn. Vi analyserer, hvor stor en del af udviklingen i direktørlønningerne i de største virksomheder, som hænger sammen med ændringer i ovennævnte baggrundsvariable. Den resterende variation i direktørlønnen skyldes andre forhold, som fx udviklingen i virksomhedens markedsværdi, usikkerhed i ansættelsen eller rent seeking.

### Sammenhænge og ikke årsager

I regressionerne finder vi sammenhænge (korrelationer), men kan ikke med sikkerhed fastslå årsager (kausalitet). Det betyder eksempelvis, at vi kan konkludere, at direktørlønnen er højere i større virksomheder, mens vi ikke nødvendigvis kan konkludere, at direktørlønnen er højere, fordi virksomheden er større.

### 75 pct. af lønvariationen kan ikke forklares

Overordnet kan vores baggrundsvariable forklare omkring 25 pct. af den observerede variation i lønratioen mellem direktører og medarbejdere, jf. Tabel 1. Størstedelen af variationen i lønratioen kan altså ikke forklares ved hjælp af vores baggrundsvariable og skyldes andre forhold. Vi er dog ikke i stand til at pege på hvilke andre forhold, som har den største betydning, men Figur 7 indikerer, at virksomhedernes markedsværdi potentielt kan have stor betydning.

### Virksomhedsstørrelse og aktieløn forklarer mest

Når man ser på tværs af alle virksomheder, så er virksomhedsstørrelse (årsværk) den vigtigste baggrundsvariabel, som forklarer 17 pct. af den samlede variation i lønratioen. Når man kun ser på virksomheder med mere end 1.000 årsværk, så er anvendelsen af aktieløn den vigtigste baggrundsvariabel, som forklarer 10 pct. af den samlede variation i lønratioen.

Tabel 1 Hvor stor en del af variationen i lønratioen kan forklares med baggrundsvariable?

Model	1	2	3
Population af virksomheder	Alle	Over 1.000 ÅV	Over 1.000 ÅV
Venstresidevariabel	Lønratio	Lønratio	Lønratio
Periode	2002-2016	2002-2016	2002-2016
Fixed effects	Nej	Nej	Ja
Uforklaret variation i direktørløn (1- R <sup>2</sup> )	75 pct.	73 pct.	33 pct.
Forklaret variation i direktørløn (R <sup>2</sup> )	25 pct.	27 pct.	67 pct.
Vigtigste baggrundsvariabel	17 pct. (virksomhedsstørrelse)	10 pct. (aktieløn)	9 pct. (aktieløn)
Næst vigtigste baggrundsvariabel	4 pct. (aktieløn)	7 pct. (virksomhedsstørrelse)	7 pct. (virksomhedsstørrelse)
Del forklaret af fixed effects	-	-	49 pct.

Anm.: Tabellen er baseret på en række regressioner, som er beskrevet i Boks 1, og hvor resultaterne fremgår af Tabel 8 i bilag. Fordelingen af forklaringskraft på de forskellige baggrundsvariable er baseret på Shapley Owens-metoden, som er beskrevet i Boks 2

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

### Kan modellen forudsige ændringer i lønratioen?

For at illustrere, at udviklingen i lønratioen for de største virksomheder kun i ringe grad kan forklares ved hjælp af vores baggrundsvariable, sammenligner vi udviklingen i 'modellens' prædikterede lønratioer med de faktiske observerede lønratioer, hvor modellen er regressionen, som involverer alle virksomheder svarende til søjlen "1" i Tabel 1. Hvis de prædikterede lønratioer ligger tæt på de faktiske lønratioer, betyder det, at størstedelen af ændringen kan forklares ved ændringer i de forklarende variable i modellen. Hvis de prædikterede lønratioer derimod ligger langt fra de faktiske lønratioer betyder det, at størstedelen af ændringerne ikke kan forklares ved ændringer i de forklarende variable og i stedet er knyttet til andre forhold.

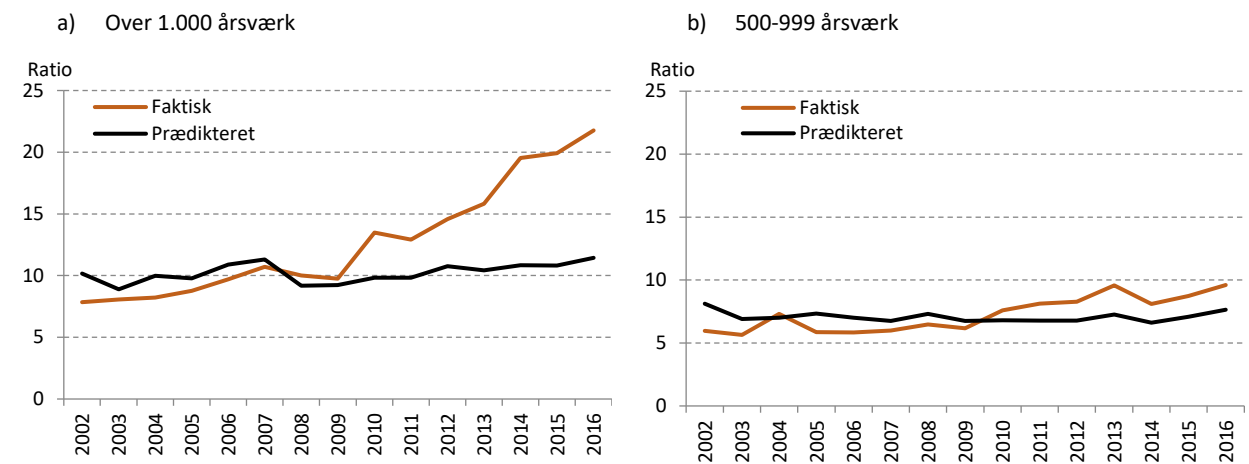
### Nej, stort set ikke

De prædikterede lønratioer mellem direktører og medarbejdere i virksomheder med mere end 1.000 årsværk og i virksomheder med mellem 500 og 999 årsværk er stort set konstante, jf. de sorte kurver i Figur 13 a) og b). Det betyder, at de stigninger der sker i de faktiske lønratioer fra 2010 og frem ikke kan forklares af vores baggrundsvariable.

### En stor del af lønstigningen kan ikke umiddelbart forklares

Samlet set viser vores analyser, at stigninger i lønratioen mellem direktører og medarbejdere, som især indtræffer fra 2010 og frem og særligt i store virksomheder, kun i meget begrænset omfang kan forklares af virksomhedsstørrelse (målt ved antal årsværk eller BVT), produktivitet, virksomhedernes internationaliseringsgrad eller direktørernes karakteristika. Stigningen må i stedet skyldes andre forhold, som fx en større markedsværdi, øget rent seeking eller større usikkerhed i ansættelsen. Det kan heller ikke afvises, at øget international konkurrence har medvirket til at øge lønningerne, i det omfang vores internationaliseringsmål ikke opfanger konkurrencesituationen. Vi kan dog ikke teste eller skelne mellem disse mulige alternative forklaringer.

Figur 13 Faktiske og forventede lønratioer for de største virksomheder



Anm.: De orange kurver i figurene viser den faktiske lønratio mellem direktører og medarbejdere. Den afviger lidt fra Figur 2, da det kun er virksomheder i private byerhverv, som indgår i figuren. De sorte kurver viser den forventede lønratio ud fra udviklingen i størrelse, internationaliseringsgrad mv.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

### Boks 1 Regressionsmodel for lønratioen

Vi estimerer en regressionsmodel for sammenhængen mellem udviklingen i lønratioen mellem direktører og ansatte og udviklingen i virksomheds- og direktørkarakteristika. Af Afsnit 5 fremgår det, at flere variable bevæger sig med lønratioen. For at få et bedre indblik i hvilke af disse variable, der bedst kan forklare udviklingen, estimerer vi følgende model:

$$y_{i,j,t} = \alpha X_{i,t} + \beta Z_{j,t} + dT_t$$

hvor:

- $y_{i,j,t}$  er lønratioen mellem direktør  $i$  i virksomhed  $j$  og medarbejderne i virksomhed  $j$  til tidspunktet  $t$ .
- $X_{i,t}$  er en vektor med forklarende variable der knytter sig til direktøren, såsom alder, uddannelsesniveau, om personen er internt forfremmet, om personen er udenlandsk statsborger og andel af den samlede løn som udbetales i form af aktieløn.
- $Z_{j,t}$  er vektor med forklarende variable som knytter sig til virksomheden, såsom antal årsværk, branche, produktivitet og eksportandel i virksomheden.
- $T_t$  er en vektor af dummies, der indikerer hvilket år der er tale om.

Vi har valgt en model med lønratioen som den afhængige variabel, da lønratioen er omdrejningspunktet for denne analyse og vi dermed får resultater, som ligger tættere op ad den beskrivende statistik i denne analyse. Som et robusthedstjek har vi estimeret en model med direktørlønnen på venstresiden og hvor vi også har inkluderet medarbejderlønnen på højresiden, som tillader en mere fleksibel sammenhæng mellem direktørløn og medarbejderløn. Robusthedsanalysen giver basalt set samme resultater, som vores foretrukne model.

Vi forsøger ikke at estimere en kausal sammenhæng, og resultaterne kan i udgangspunktet ikke fortolkes som, at *en stigning i X forårsager en stigning i Y*. Resultaterne skal fortolkes som graden af samvariation mellem X og Y givet de andre forklarende variable. Fx korrelerer andelen af den samlede løn, der udgøres af aktieløn, positivt med direktørlønningerne. Det kan dække over en række forskellige sammenhænge, som vi ikke kan skelne mellem:

- Aktieløn øger direktørens incitament til at yde en større indsats, og når direktøren yder en større indsats, belønnes vedkommende med en højere løn
- Aktieløn indebærer en risiko, som direktøren kræver compensation for i form af en højere gennemsnitlig løn
- Succesfulde virksomheder betaler en højere løn og er mere tilbøjelige til at anvende aktieløn, fordi anvendelsen af aktieløn opfattes som god lønpolitik
- Aktieløn bliver under visse betingelser beskattet mere lempeligt end anden lønindkomst, hvilket øger incitamentet til at konvertere alm. løn til aktieløn. Hvis der er betydelige faste omkostninger forbundet med at konvertere alm. løn til aktieløn, så vil incitamentet være stærkere, hvis man modtager en større løn.

## Boks 2 Shapley Owen-dekomponering af $R^2$

Størrelsen, der normalt kaldes  $R^2$ , beskriver hvor stor en del af variationen i en afhængig variabel, der kan forklares af de uafhængige variable i regressionsmodellen.  $R^2$  beskriver dog ikke, hvor meget hver individuel variabel bidrager til forklaringen, og hvis man estimerer modellen sekventielt, afhænger hver variabels forklaringskraft af rækkefølgen af de forklarende variable. Derfor anvender vi en Shapley-Owens-dekomponering, hvor regressionsmodellen estimeres på baggrund af alle kombinationer af variable, ved hjælp af kommandoen `rego` i STATA. Denne metode giver os hver variabels forklaringsbidrag uafhængigt af rækkefølgen, jf. Huettner og Sunder (2012). Se fx Begenu og Palazzo (2017) for et eksempel på anvendelsen af denne tilgang.

## 7. Sammenligning med udviklingen i andre lande

**USA: Ekstremt store stigninger i direktørløn i de største virksomheder**

Siden 1970'erne har der været voldsomme stigninger i direktørlønningerne i de største amerikanske virksomheder, jf. Figur 14. Lønningerne var dog stort set konstante fra 1930 frem til 1970, jf. Figur 14. I 1980 var den gennemsnitlige direktørløn i S&P 500 virksomheder 40 gange større end den gennemsnitlige medarbejderløn, mens den i 2015 var 335 gange større, jf. Edmans, Gabaix og Jenter (2017). Direktørerne i mindre virksomheder har også oplevet lønstigninger i forhold til medarbejderne, men ikke i samme grad som i de store amerikanske virksomheder.

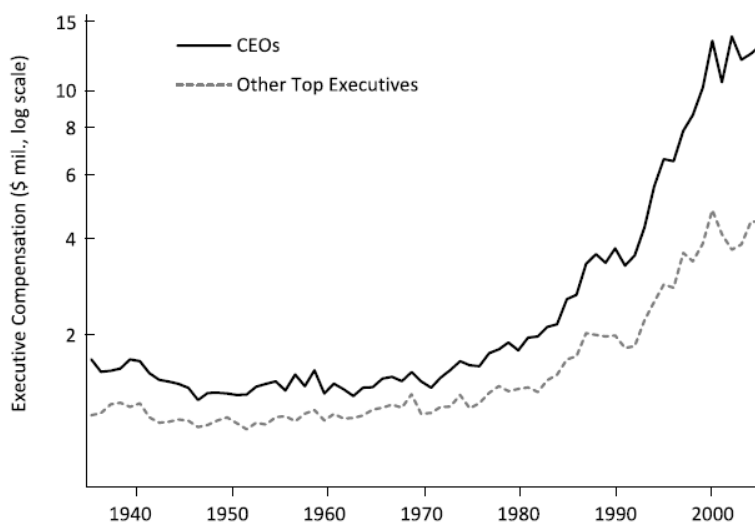
**Kan forklares af, at virksomhederne er blevet større**

Stigningerne i direktørlønnen i USA kan stort set forklares ved, at virksomhederne er blevet tilsvarende større målt ved virksomhedernes markedsværdi. Flere studier peger således på, at lønstigningerne, som har fundet sted siden 1980, modsvares af tilsvarende stigninger i virksomhedernes markedsværdi, jf. Gabaix og Landier (2008) og Gabaix m.fl. (2013).

**Niveauforskel mellem USA og DK**

De højere direktørlønninger ift. medarbejderlønninger i USA ift. Danmark skyldes blandt andet, at virksomhederne i gennemsnit er større i USA, medarbejderne i gennemsnit får en højere løn i Danmark end i USA, og at direktørerne i USA i højere grad aflønnes via aktieløn, som indebærer en større risiko, jf. Andersen m.fl. (2018) og Edmans, Gabaix og Jenter (2017).

Figur 14 Udviklingen i direktørlønnen i de 50 største amerikanske virksomheder



Anm.: Lønniveauet er angivet i faste 2014-dollars. Baseret på lønnen for de tre højest betalte direktører i de 50 største virksomheder i 1940 (værdi), 1960 (omsætning) og 1990 (omsætning).

Kilde: Edmans, Gabaix og Jenter (2017) baseret på Frydman og Saks (2010).

### Større lønratio i UK og Tyskland end i Sverige og Holland

Et europæisk studie har analyseret lønration mellem topdirektøren og den gennemsnitlige medarbejder i de største britiske (FTSE 100), tyske (DAX), franske (CAC 40), hollandske (AEX), belgiske (Bel 20) og svenske (OMXS 60) virksomheder, jf. Baeten og Loyens (2017). Lønrationerne blandt de største børsnoterede virksomheder i Storbritannien, Tyskland og Frankrig udgør henholdsvis 94, 91 og 89 og er størst blandt de europæiske lande, men stadig betydeligt mindre end lønrationen i de største, børsnoterede amerikanske virksomheder. Til sammenligning er lønrationen 71 i de største børsnoterede hollandske virksomheder, 40 i de svenske og 37 i de belgiske. Lønrationen i de 24 største danske børsnoterede selskaber var 46 i 2016, jf. Figur 4. Det skal dog bemærkes, at vores opgørelse for de børsnoterede danske virksomheder er for hele direktionen, hvorimod det europæiske studie kun opgør det for topdirektøren. Det danske niveau for topdirektører ligger højere end niveauet for hele direktionen. Derudover er der forskelle i antallet af virksomheder for de forskellige lande og forskelle i hvor store virksomhederne er.

## 8. Reaktionen på udviklingen i direktørlønningerne

### Tiltagende kritik af stigende direktørløn fra investorer

Direktørlønningerne i Danmark og i resten af verden har givet anledning til kritik fra flere store institutionelle investorer. I Danmark har ATP rejst kritik af de stigende direktørlønninger.<sup>20</sup> ATP har fx påpeget, at den udbredte praksis med at benchmarke direktørlønninger mod lønningerne i tilsvarende virksomheder i udlandet kan føre til en opadgående lønspirale.<sup>21</sup> I en dansk spørgeskemaundersøgelse peger bestyrelsesmedlemmer og direktører også selv på, at benchmarking er med til at drive direktørlønningerne op, jf. Bechmann (2018). I Norge kæmper den norske oliefond, som er en af verdens største institutionelle investorer, for at begrænse lønstigningerne for direktørerne og skabe øget gennemsigtighed omkring direktørernes lønforhold.<sup>22</sup>

<sup>20</sup> Se fx <http://nyheder.tv2.dk/business/2017-03-31-drama-i-carlsberg-danmarks-stoerste-pengekasse-tog-talerstolen-og-stemte-imod> og <https://jyllands-posten.dk/#a11246996:finans>

<sup>21</sup> <https://www.berlingske.dk/aktier/atp-topchef-loftet-for-direktoerloenninger-er-naaet>

<sup>22</sup> <https://finans.dk/erhverv/ECE9492830/nordmaend-har-faaet-nok-stop-topchefer-loengalop/?ctxref=newarts>

### EU forbedrer aktionærernes mulighed for overvågning af ledelsesaflønning

I EU har der været fokus på at sikre aktionærernes rettigheder, herunder at skabe gennemsigthed ift. aflønningen af selskabernes ledelser. Således blev aktionærrettighedsdirektivet vedtaget i 2017, som blandt andet forpligter virksomheder til at udarbejde en vederlagspolitik, som skal godkendes på virksomhedens generalforsamling, og forpligter virksomhederne til årligt at offentliggøre en vederlagsrapport, som giver et klart overblik over aflønningen af ledelsen, jf. Boks 3. Direktivet trådte i kraft i Danmark den 10. juni 2019. Mange danske bestyrelsesmedlemmer og direktører peger også selv på, at der mangler tilstrækkelig tilgængelig information om ledelsesaflønning, jf. Bechmann (2018).

### Politiske forslag om øget kontrol i Danmark

I Danmark har der også været flere politiske forslag om at skærpe kontrollen med direktørlønninger og lægge restriktioner på lønniveauet. I udspillet "Danmark er for lille til store forskelle" fra 2018 foreslog Socialdemokratiet blandt andet, at virksomhederne skal svare selskabsskat af den del af en medarbejderløn som overstiger 10 mio. kr. om året, og at variabel løn (bonus og aktieløn) maksimalt må udgøre 20 pct. af den samlede aflønning. I år har der været fornyet politisk diskussion om direktørlønninger. Først foreslog Henrik Sass Larsen, at der kom et loft over, hvor mange gange højere direktørlønnen må være ift. den gennemsnitlige medarbejderløn.<sup>23</sup> Siden foreslog Enhedslisten, at virksomheder, hvor direktøren tjener mere end 20 gange end den almindelige medarbejder, skal have sværere ved at vinde offentlige udbud.<sup>24</sup>

### Åbenhedspakken fra 2007

I 2007 blev åbenhedspakken enstemmigt vedtaget af Folketinget. Pakken medførte blandt andet et forbud mod indgåelse af aftaler om bonus og lignende ydelser ifm. et overtagelsestilbud og stillede krav om, at noterede selskaber skulle udarbejde overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning af direktion og bestyrelse, som skulle godkendes på selskabets generalforsamling, inden de trådte i kraft.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> [https://borsen.dk/nyheder/feature/artikel/1/380490/laes\\_hele\\_interviewet\\_med\\_henrik\\_sass\\_larsen\\_jeg\\_aergrer\\_mig\\_virkelig\\_over\\_at\\_thomas\\_borgen\\_faldt\\_paa\\_noget\\_old\\_stuff.html?utm\\_source=forside&utm\\_campaign=nyhed\\_13](https://borsen.dk/nyheder/feature/artikel/1/380490/laes_hele_interviewet_med_henrik_sass_larsen_jeg_aergrer_mig_virkelig_over_at_thomas_borgen_faldt_paa_noget_old_stuff.html?utm_source=forside&utm_campaign=nyhed_13)

<sup>24</sup> <https://www.dr.dk/nyheder/politik/enhedslisten-vil-udstille-og-straaffe-loenfest-paa-chefgangen>

<sup>25</sup> Se fx <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=100232>.

### Boks 3 Aktionærrettighedsdirektivet

I maj 2017 blev Europa-Parlamentets direktiv om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børs-noterede selskaber ændret for at sikre tilskyndelse til langsigtet aktivt ejerskab (SRD II). I direktivet beskrives baggrunden for lovændringen:

*”Finanskrisen har vist, at aktionærerne i mange tilfælde har støttet ledelsens overdrevent kortsigtede risikotagning. Endvidere er der klare beviser for, at den nuværende »overvågning« af de selskaber, hvori der investeres, og institutionelle investorer og kapitalforvalteres aktive ejerskab ofte er utilstrækkelig og fokuserer for meget på kortsigtede gevinster, hvilket kan medføre ikke-optimal god selskabsledelse og ikkeoptimale resultater.”*

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DA/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=DA%20>

Direktivet indeholder blandt andet følgende tiltag, som skal lette aktionærernes overvågning af selskabernes lønpolitik:

- Aktieselskaberne skal udarbejde en vederlagspolitik, som skal godkendes på generalforsamlingen, når der sker væsentlige ændringer og mindst hvert fjerde år
- Virksomhederne skal årligt fremlægge en vederlagsrapport, som skal give et klart overblik over aflønningen af de enkelte ledelsesmedlemmer, herunder nye og tidligere, er tildelt i løbet af året.

Lovforslaget træder i kraft den 10. juni 2019.

Kilde: [https://www.ft.dk/ripdf/samling/20181/lovforslag/l157/20181\\_l157\\_som\\_vedtaget.pdf](https://www.ft.dk/ripdf/samling/20181/lovforslag/l157/20181_l157_som_vedtaget.pdf)

## 9. Datagrundlag og metode

Den overordnede fremgangsmetode er beskrevet i Boks 4.

### Boks 4 Fremgangsmåde: datagrundlag og beregning af lønratio

Vi tager udgangspunkt i deltageregisteret fra Erhvervsstyrelsen, der indeholder information om hvilke personer, som indgår i direktionen og i bestyrelsen i private danske virksomheder. Den samme person kan optræde flere gange, hvis personen har flere roller i samme virksomhed (fx både medlem af direktion og bestyrelse) eller roller i flere virksomheder (fx i bestyrelsen i flere virksomheder). Datasættet indeholder også oplysninger om starttidspunkt og sluttidspunkt for personernes roller.

Vi finder baggrundsoplysninger fra de identificerede direktører i Danmarks Statistiks registre (BEF, RAS, IND, UDDA og FIRM). Vi betinger på, at direktørrollen skal være personens primære beskæftigelse i RAS for at sikre, at størstedelen af årsindkomsten kommer fra denne rolle. I et givet år medtager vi kun personer, som har været direktør i en virksomhed i mindst 10 måneder i løbet af året. Via cvr-numre knyttes oplysninger om virksomhederne fra FIRM, herunder årsværk, årsresultat og værditilvækst. Vi kobler direktører og medarbejdere via CVR-nummeret for deres primære beskæftigelse.



Vi beregner lønratioen mellem direktører og medarbejdere, som den gennemsnitlige direktørløn for alle identificerede direktører og dividerer med den gennemsnitlige medarbejderløn for alle medarbejdere i direktørernes virksomheder:

$$Ratio = \frac{\frac{1}{S} \sum_{i=1}^S \text{direktørløn}_i}{\frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \text{medarbejderløn}_j}$$

hvor:

- $\text{direktørløn}_i$  er lønnen for direktør  $i$
- $S$  er antallet af direktører
- $\text{medarbejderløn}_j$ , er lønnen for medarbejder  $j$
- $N$  er det samlede antal af medarbejdere i direktørernes virksomheder

Ratioen skal således fortolkes som lønnen for en gennemsnitlig direktør ift. lønnen for en gennemsnitlig medarbejder i en af direktørernes virksomheder.

Boks 5 indeholder en beskrivelse af deltagerregisteret og hvordan vi har identificeret direktørerne.

#### Boks 5 Deltagerregisteret, identifikation af direktører og datavask

Danske virksomheder skal indberette oplysninger om ændringer i direktionen, bestyrelsen og ejerkredsen til Erhvervsstyrelsen, jf. selskabsloven og lov om visse erhvervsdrivende virksomheder. Disse oplysninger er tilgængelige fra Danmarks Statistik via deltagerregisteret, som indeholder identifikationsnummer for personerne, identifikation for den virksomhed de er tilknyttet, fritekst som beskriver personernes rolle i virksomheden (direktion, bestyrelse eller ejer), start- og slutdato for rollen og personens ejerandel af virksomheden.

Til at identificere direktørerne har vi anvendt følgende fritekstfelter:

- "ADM. DIR.", "adm. Dir", "DIREKTION", "DIREKTØR", "direktør", "økonomidirektør", "DAGLIG LEDELSE", "FORRETNINGSFØRER", "ordførende direktør", "underdirektør", "ADM.DIR", "ADM.DIR."

En del af direktørerne optræder flere gange i datasættet som direktionsmedlem for samme virksomhed med forskellige start- og slutdatoer. Det kan skyldes, at direktøren har været ansat i virksomheden over flere perioder. Det kan også skyldes, at virksomheden skifter selskabstype, eller at friteksten, der beskriver direktionsrollen, ændrer sig lidt. Hvis der er mere end 365 dage mellem to registreringer betragtes det i denne analyse som en ny ansættelse, hvis der er mindre, antages det at direktøren har været ansat i hele perioden.

Nogle få hundrede personer har haft flere korte og længere pauser. Her lader vi hele perioden, de findes i virksomheden tælle som en samlet ansættelse og lader koblingen med RAS afgøre, hvorvidt personen faktisk var i virksomheden et givent år.

Det anvendte lønbegreb, herunder håndtering af aktieløn og fratrædelsesgodtgørelse er beskrevet i Boks 6.

**Boks 6 Det anvendte lønbegreb**

Lønbegrebet i analysen er baseret på variablen LOENMV\_13 fra Danmarks Statistiks Indkomstregister. Variablen omfatter skattepligtig lønindkomst, herunder værdien af frynsegoder og skattepligtig løn fra udlandet, skattefri lønindkomst, jubilæums- og fratrædelsesgodtgørelser, værdien af aktieoptionsaflønnning samt arbejdsgiverbetalte sygedagpenge til timelønnede (i de første 2-4 uger afhængig af året).

Aktielønnen indgår i lønvariablen ved beskatningstidspunktet. Aktieløn kan enten beskattes som almindelig lønindkomst, hvor man betaler skat af kursgevinsten ved indløsningsstidspunktet, eller de kan beskattes som aktieindkomst, hvor beskatningen først sker når aktierne sælges (se ligningsloven § 7, 16 og 28). For at aktieoptionsaflønnning kan beskattes som aktieindkomst, kræver det, at værdien ikke overstiger 10 pct. af den ansattes årsløn. Reglerne for beskatning af aktieoptionsaflønnning har ændret sig over tid. Fra november 2011 til 1. juli 2016 var der ikke mulighed for at vælge aktieindkomstbeskatning.

Jubilæums- og fratrædelsesgodtgørelser er samlet i variablen JUBJUB og indgår i LOENMV\_13. Generelt set udgør disse godtgørelser i gennemsnit mindre end 1 pct. af lønnen. Den gennemsnitlige andel er lidt større i store virksomheder.

**10. Beskrivende statistik**

Antallet af direktionsmedlemmer i vores population stiger fra knap 13.000 i 2002 til godt 14.000 i 2016, jf. Tabel 2. Når vi kun ser på private byerhverv, så er der ca. 1.000 færre direktører.

**Tabel 2 Oversigt over antallet af direktører**

	Direktør-roller	Unikke personer	I øvrige registre	Mere end 10 ÅV	Ingen ejerledere	Primær beskæftigelse	Private byerhverv
2002	117.693	69.962	40.187	13.746	12.981	<b>12.980</b>	12.087
2003	125.175	73.586	42.021	13.741	12.966	<b>12.962</b>	12.039
2004	133.540	77.772	43.967	14.123	13.312	<b>13.309</b>	12.413
2005	145.579	83.727	46.397	14.688	13.823	<b>13.818</b>	12.868
2006	162.120	91.465	49.658	15.383	14.469	<b>14.464</b>	13.429
2007	184.310	100.636	53.759	16.209	15.211	<b>15.205</b>	14.035
2008	207.287	110.608	54.642	14.985	14.160	<b>14.154</b>	13.055
2009	224.471	117.407	54.903	14.257	13.438	<b>13.435</b>	12.447
2010	231.410	120.408	57.558	14.279	13.465	<b>13.463</b>	12.475
2011	239.161	124.539	59.306	14.550	13.648	<b>13.646</b>	12.667
2012	246.731	128.421	61.006	14.774	13.826	<b>13.817</b>	12.718
2013	252.187	131.217	61.793	14.697	13.692	<b>13.678</b>	12.594
2014	258.898	134.500	63.445	14.573	13.468	<b>13.457</b>	12.416
2015	273.738	141.348	65.940	14.996	13.735	<b>13.731</b>	12.638
2016	293.329	149.792	68.833	15.600	14.166	<b>14.151</b>	13.093

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

I vores population er der flest direktører i mindre virksomheder, jf. Tabel 3.

**Tabel 3 Direktionsmedlemmer fordelt på virksomhedsstørrelse**

	10-49 ÅV	50-249 ÅV	250-499 ÅV	500-999 ÅV	Over 1000 ÅV
2002	10.185	2.227	268	161	139
2003	10.240	2.162	266	147	147
2004	10.590	2.157	273	147	142
2005	10.949	2.262	283	170	154
2006	11.448	2.406	280	163	167
2007	11.974	2.577	318	154	182
2008	11.100	2.391	330	156	177
2009	10.677	2.160	286	141	171
2010	10.708	2.124	307	141	183
2011	10.811	2.215	306	147	167
2012	10.895	2.314	281	161	166
2013	10.738	2.333	281	166	160
2014	10.421	2.434	268	175	159
2015	10.544	2.516	292	197	182
2016	10.860	2.589	327	205	170

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

Direktørerne i de store virksomheder repræsenterer dog næsten lige så mange årsværk, jf. Tabel 4.

**Tabel 4 Ansatte fordelt på virksomhedsstørrelse**

	10-49 ÅV	50-249 ÅV	250-499 ÅV	500-999 ÅV	Over 1000 ÅV
2002	208.495	207.995	70.572	71.880	210.109
2003	202.861	196.861	73.678	68.561	214.265
2004	208.789	199.906	74.583	72.338	214.663
2005	216.458	213.398	76.824	77.181	221.968
2006	226.482	226.154	82.129	81.826	258.570
2007	231.837	233.764	91.815	78.135	272.569
2008	223.419	218.164	89.801	89.331	260.880
2009	202.451	195.398	77.314	78.282	250.176
2010	210.232	193.101	86.216	71.458	246.628
2011	211.093	202.124	83.869	77.979	217.820
2012	211.699	208.535	80.638	75.574	225.330
2013	211.172	211.444	75.123	78.479	230.809
2014	210.321	221.606	69.945	84.586	238.969
2015	213.390	226.040	74.048	92.622	244.486
2016	219.504	232.190	85.557	98.517	237.541

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

Direktørerne er i gennemsnit omkring 50 år, jf. Tabel 5. Direktørerne er i gennemsnit lidt ældre i de største danske virksomheder.

**Tabel 5 Direktørernes gennemsnitsalder**

	10-49 ÅV	50-249 ÅV	250-499 ÅV	500-999 ÅV	Over 1000 ÅV
2002	48,0	48,8	48,3	50,3	49,4
2003	48,0	48,9	48,7	49,1	49,1
2004	47,9	48,9	48,9	48,4	49,4
2005	47,9	49,1	49,2	49,1	49,8
2006	47,7	49,1	49,6	48,8	49,3
2007	47,6	48,9	49,1	49,2	49,0
2008	47,6	48,7	49,5	48,9	49,6
2009	47,6	48,7	49,4	49,5	49,9
2010	48,0	48,9	49,3	49,8	50,3
2011	48,0	49,1	49,7	49,5	50,7
2012	48,3	49,1	49,5	50,7	50,9
2013	48,6	49,3	50,0	50,6	50,5
2014	48,7	49,5	50,3	51,1	51,3
2015	48,9	49,6	49,7	50,9	50,9
2016	49,1	50,0	50,0	51,1	51,9

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

Andelen af kvindelige direktører har været stigende, særligt i de største danske virksomheder, hvor der i udgangspunktet også var færrest kvindelige direktører, jf. Tabel 6.

**Tabel 6 Andelen af kvindelige direktører i pct.**

	10-49 ÅV	50-249 ÅV	Over 250 ÅV
2002	6,4	3,3	1,2
2003	6,6	3,5	2,7
2004	6,6	4,0	2,8
2005	6,8	4,4	3,5
2006	6,9	4,9	4,1
2007	7,0	5,4	4,7
2008	7,4	5,3	5,4
2009	7,8	5,8	6,2
2010	7,7	6,1	7,3
2011	7,8	6,3	6,9
2012	8,0	7,2	6,9
2013	8,2	7,6	7,2
2014	8,4	7,4	8,1
2015	8,7	7,3	8,9
2016	9,2	7,8	8,3

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

Andelen af direktører med en lang eller mellemlang videregående uddannelse er større i de større danske virksomheder. Forskellene er dog blevet mindre, da andelen har været relativt stabil i de større danske virksomheder, mens den er steget i virksomheder med mindre end 250 årsværk, jf. Tabel 7.

**Tabel 7 Andelen af direktører, som har en lang eller mellemlang videregående uddannelse, pct.**

	10-49 ÅV	50-249 ÅV	250-499 ÅV	500-999 ÅV	Over 1000 ÅV
2002	25,7	48,7	74,6	73,6	81,9
2003	26,0	49,7	74,7	79,2	80,1
2004	25,9	49,2	70,9	77,2	82,3
2005	26,2	48,6	69,2	81,2	83,7
2006	26,3	49,2	71,8	78,5	84,3
2007	27,1	49,6	69,2	74,7	85,0
2008	28,5	51,2	70,2	72,3	83,2
2009	28,9	53,6	70,8	77,4	85,3
2010	30,9	54,3	70,1	75,5	82,9
2011	31,3	54,3	68,1	75,5	81,9
2012	31,6	54,6	66,8	76,1	82,9
2013	32,0	54,4	66,1	73,9	88,6
2014	32,5	54,3	65,7	76,4	83,5
2015	33,1	55,1	72,1	78,7	84,0
2016	33,4	55,5	69,3	74,6	82,9

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

## 11. Litteratur

Advokatsamfundet (2005). Kort og godt om aktieoptioner, <https://www.selskabsadvokaterne.dk/media/8323/aktieoptioner.pdf>

AE (2008). *Direktørløn løber fra industriarbejderens løn*, <https://www.ae.dk/sites/www.ae.dk/files/dokumenter/analyse/direktorlon-mm.pdf>

AE (2019). *Topchefens løn stikker af fra den menige medarbejder*, [https://www.ae.dk/sites/www.ae.dk/files/dokumenter/analyse/ae\\_topchefens-loen-stikker-af-fra-den-menige-medarbejder.pdf](https://www.ae.dk/sites/www.ae.dk/files/dokumenter/analyse/ae_topchefens-loen-stikker-af-fra-den-menige-medarbejder.pdf)

Agrawal, A. og Nasser, T. (2019). "Blockholders on boards and CEO Compensation, turnover and firm valuation", *Quarterly Journal of Finance*, Vol. 9, No. 3, s. 1-67

Andersen, S., Hummels D. og Munch, J. (2018). *Globalization and CEO Pay: Good Managers or Good Luck*, unpublished manuscript.

Baeten, X. og Loyens, S. (2017). *CEO Remuneration in Europe 2016*, Executive Remuneration Research Centre at Vlerick Business School, <https://www.vlerick.com/~media/corporate-marketing/our-expertise/pdf/ExecutiveRemuneration2016-DetailedresultsNetherlands.pdf>

Bechmann, K. L. (2018). "Ledelsesaflønnning – hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv?", *FINANS/INVEST*, (2), s. 22-27, 35

Begenau, J. og Palazzo, B. (2017). *Firm selection and corporate cash holdings*, NBER working paper 23249

Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Perez-Gonzalez, F. og Wolfenzon D. (2007). "Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance", *Quarterly Journal of Economics* vol. 122, s. 647–91.

Bertrand, M. og Mullainathan, S. (2001). "Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are", *Quarterly Journal of Economics* vol. 116, s. 901-932

Edmans, A., Gabaix, X. og Jenter, D. (2017). "Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence", *Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Kapitel 7, s. 383-539

Foss, N. J. og Lyngsie, J. (2018). *Toplederlønnninger i Danmark: Udvikling, forskelle og betydning for virksomhedens resultater*, CEPOS Arbejdspapir 55

Frydman, C. og Saks, R. E. (2010). "Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005", *Review of Financial Studies*, nr. 23, vol. 5, s. 2099-2138

Gabaix, X. and Landier, A. (2008). 'Why has CEO pay increased so much?', *Quarterly Journal of Economics*, vol. 121(1), s. 49–100.

Gabaix, X., Landier, A. og Sauvagnat, J. (2014). "CEO pay and firm size: an update after the crisis", *Economic Journal*, vol. 124, s. 40-59

Hall, B. J. og Murphy, K. J. (2003). "The Trouble With Stock Options". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17(3), s. 49-70

Huettner, F. og Sunder, M. (2012). "Axiomatic arguments for decomposing goodness of fit according to Shapley and Owen values", *Electronic Journal of Statistics*, vol. 6, s. 1239-1250

Jensen, M., og Murphy, K. J. (1990). "Performance Pay and Top-Management Incentives". *Journal of Political Economy*, vol. 98, s. 225-64.

Kühl, J. og Christensen, J. L. (2019a). *Stigende ulighed i Danmark*

Kühl, J. og Christensen, J. L. (2019b). *Topindkomster i Danmark*

Murphy, K. J. og Zabojnik, J. (2004). "CEO Pay and Appointments: A Market Based Explanation for Recent Trends", *American Economic Review Vol. 94, No. 2, Papers and Proceedings*

Piketty, T. og Saez, E. (2003). "Income Inequality in the United States, 1913-1998", *Quarterly Journal of Economics, vol. 118, s. 1-41*

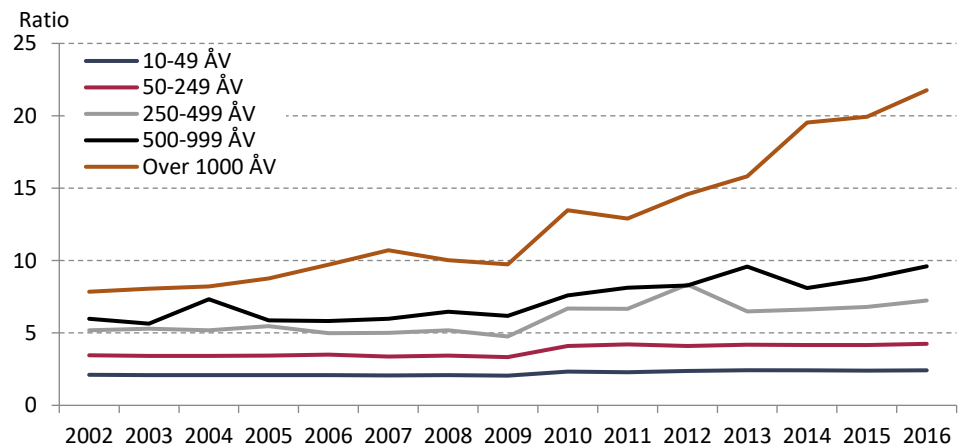
Piketty, T., Saez, E. og Stantcheva S. (2014). "Optimal Taxation of Top Labor Incomes: A Tale of Three Elasticities", *American Economic Journal: Economic Policy, vol. 6(1), s. 230-271*

Piketty, T., Saez, E. og Zucman, G. (2018). "Distributional national accounts - methods and estimates for the US", *Quarterly Journal of Economics, vol. 133, s. 553-609*

Smith, M., Yagan, D., Zidar, O. og Zwick, E. (2018). *Capitalists in the Twenty-First Century*, NBER working paper

## 12. Bilag

Figur 15 Udviklingen i direktionsslønninger ift. medarbejderlønninger for forskellige virksomhedsstørrelser, kun private byerhverv



Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.

Tabel 8 Regressionsresultater

Model	(1)	(2)	(3)
Afhængig variabel	lønratio	lønratio	lønratio
Tidsperiode	2002-2016	2002-2016	2002-2016
Population af virksomheder (i årsværk)	Alle	Over 1000	Over 1000
Virksomheds-størrelse			
ln(årsværk)	-1.266*** (0.0310)	-30.80*** (8.978)	-15.83 (14.42)
ln(årsværk)^2	0.288*** (0.00358)	2.155*** (0.549)	1.035 (0.920)
Produktivitet	ln(produktivitet)	-1.191* (0.692)	2.832*** (1.022)
Aflønningsform	Aktieløn som andel af den samlede løn	20.69*** (0.254)	33.02*** (2.446)
Branche	Ejendomshandel og udlejning	1.385*** (0.0611)	
	Erhvervsservice	0.631*** (0.0238)	0.637 (1.295)
	Handel og transport mv.	0.787*** (0.0186)	5.905*** (1.193)
	Industri, råstofindvinding og forsyning	0.379*** (0.0208)	4.098*** (1.333)
	Information og kommunikation	0.338*** (0.0302)	-0.0842 (1.408)
	Andet	0.683*** (0.0883)	
Internationaliserings-grad	Eksportandel	0.207*** (0.0204)	-0.735 (0.630)
Direktørens karakteristika	Alder	0.0721*** (0.00551)	-0.185 (0.289)
	Alder^2	-0.000821*** (5.55e-05)	0.00209 (0.00268)
	Mand	0.164*** (0.0251)	1.730 (1.188)
	Dansk statsborgerskab	0.416*** (0.0516)	-0.434 (2.023)
	Internt forfremmet	-0.240*** (0.0131)	-1.933*** (0.636)
Direktørens uddannelsesniveau	Faglært	-0.0712*** (0.0262)	-3.079 (2.486)
	Kort videregående uddannelse	-0.112*** (0.0180)	-5.672*** (1.643)
	Mellemlang videregående uddannelse	-0.0519** (0.0210)	-2.198 (1.344)
	Lang videregående uddannelse	0.00948 (0.0235)	-3.951*** (1.282)
	Ukendt uddannelse	0.00663 (0.0775)	-2.217 (3.300)
Øvrige kontroller	Konstant	-0.833*** (0.233)	133.3*** (38.56)
	Årsdummies	Ja	Ja
	Fixed effects	Nej	Ja
Observationer	190,494	2,007	2,007
R^2	0.253	0.266	0.674

Anm.: Robuste standardfejl i parentes. \*\*\* angiver en p-værdi, som er mindre end 0,01. \*\* angiver en p-værdi, som er mindre end 0,05. \* angiver en p-værdi, som er mindre end 0,1. Importandelen er ikke medtaget, da den ikke er signifikant i nogle af de tre modeller.

Kilde: Danmarks Statistiks registre og egne beregninger.