CEO-aflønning i C25-selskaber

SPECIALEAFHANDLING

Uddannelsessted

Aalborg Universitet, 9220 Aalborg Øst

Uddannelse

Cand.Merc. Økonomistyring

Udarbejdet af

Daniel Virenfeldt

Kristian Pedersen

Specialeafhandling

CEO-aflønning i C25-selskaber

Uddannelsessted: Aalborg Universitet, 9220 Aalborg Øst

Uddannelse: Cand.Merc. Økonomistyring 4. semester

Gruppe: 11

Vejleder: Jesper Chrautwald Sort

Afleveret: 1. juni 2023

Anslag: 188.010 svarede til 78,3 normalsider

Daniel Virenfeldt

(20182973)

Kristian Pedersen

(20182992)

Abstract

CEO compensation is a widely debated issue, especially in Danish media, where the focus has been on the generous pay packages given to top executives in Denmark's business sector. Designing CEO compensation packages poses a challenge, particularly in determining the right balance between fixed salary, cash bonuses, and stock options. The varying opinions from different authors further complicate the task of constructing the "ideal" compensation package. In this regard, there seems to be no one-size-fits-all solution.

The results related to the C25-companies suggests that the salary structure and composition seem to be more dependent on the sector in which a company operates than the size of the company. On the contrary the size of the company seems to better explain the level of pay.

During the analysis period, there has been a notable overall rise in CEO compensation. The fixed salary, cash bonus, and stock options have all witnessed an increase. Moreover, a distinct pattern emerges as stock options not only rises but also carries greater weight compared to the other two components of pay.

Examining the relationship between CEO compensation and performance is also a fascinating area of investigation. The literature yields conflicting findings on the link between pay and performance, often due to differences in time periods and datasets. While the international literature has extensively examined the pay-for-performance in the United States, there is a relative scarcity of fundamental studies based on Danish data. This thesis contributes to the existing body of knowledge on the subject, which has been relatively limited.

In terms of the pay-for-performance sensitivity, the thesis identifies a weaker connection compared to previous studies conducted in the United States. The performance variable that best explains the relationship between pay and performance is found to be market value. Specifically, an increase of DKK 1,000 in market capitalization results in a pay increase of merely DKK 0.04.

The research results indicate a relatively weak correlation between CEO pay and performance in a context where compensation is expected to play a crucial role. These findings are both positive and significant, lending credibility to the conclusion.

Forord

Nærværende specialeafhandling er udarbejdet i foråret 2023 af Daniel Bloch Virenfeldt og Kristian Pedersen vedrørende afslutningen på kandidatuddannelsen i Økonomistyring på Aalborg Universitet. Speciale perioden påbegyndte d. 1. februar, hvorved specialekontrakten blev underskrevet. Afleveringsfrist for specialeafhandlingen er den 1. juni 2023, kl. 10.00, hvorefter denne afhandlingen danner grundlag for en mundtlig eksamen, som finder sted medio juni.

Afhandlingen er udarbejdet med det formål at undersøge C25-selskabernes aflønning til deres CEO med udgangspunkt i sammensætning, niveau og pay-for-performance relation. I den henseende skal afhandlingen bidrage med viden og forståelse, der kan gøre selskaber og interessenter mere bevidste over tendenser, strukturer og mønstre i aflønningen af CEOs.

Ydermere skal det pointeres, at der i afhandlingens tilblivelse har været en specialevejleder, Jesper Chrautwald Sort, som har bidraget til god og konstruktiv vejledning.

Rigtig god læselyst!

Indholdsfortegnelse

1. Indledning 7

1.1 Problemfelt 8

1.2 Problemformulering 9

1.3 Fokusering 10

1.4 Afhandlingens struktur 12

2. Videnskabsteori og metode 13

2.1 Ontologi 15

2.2 Epistemologi 15

2.3 Menneskelig natur 16

2.4 Metodologi 17

2.5 Valg af paradigme 18

2.6 Validitet og reliabilitet 19

3. Litteraturgennemgang 20

3.1 Litteratursøgning 21

3.2 Litteraturreview 25

3.3 Opsamling på litteraturreview 30

3.4 Yderligere litteratur 31

3.5 Opsamling på yderligere litteratur 32

4. Teori 33

4.1 Principal-agent-forholdet 33

4.2 Aflønning 35

4.3 Lønkomponenter 37
4.3.1 Fast løn 37
4.3.2 Kontant bonus 38
4.3.3 Aktieafløning 38
4.3.4 Opsamling af lønkomponenter 39
4.3.5 Eksempler på lønpakker 40

4.4 Pay-for-performance 41

4.5 Performance Kriterier 43

4.6 Opsamling på det teoretiske grundlag 45

5. Datasæt 46

5.1 Beskrivelse af data 46
5.1.1 Indsamling af data 47
5.1.2 Inkluderede selskaber 47
5.1.3 CEO-løn og lønkomponenter 48
5.1.4 Tidsmæssig data afgrænsning 49

5.2 Brug af datasættet 49

5.3 Datasættets begrænsninger 50
5.3.1 Periodemæssig begrænsning 50

5.3.2 Manglende information 50
5.3.3 Udskiftning af CEO 51
5.3.4 Skævt regnskabsår 52
5.3.5 Valutakurs og afrundinger 52

5.4 Opstilling og overblik over datasæt 53
5.4.1 Grundlæggende brug af lønkomponenter 53
5.4.2 Niveau og andel af lønkomponenter 54

5.5 Opdelingen efter sektor 55
5.5.1 Fordeling af selskaber 55
5.5.2 Størrelsen på sektorerne 56
5.5.3 Grundlæggende brug af lønkomponenter fordelt på sektor 57
5.5.4 Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på sektor 58
5.5.5 Udvikling i lønkomponenter ud fra sektoropdelingen 58
5.5.6 Opsamling for opdelingen i sektor 60

5.6 Opdelingen efter selskabsstørrelse 60
5.6.1 Fordeling af selskaber 61
5.6.2 Grundlæggende brug af lønkomponenter fordelt på selskabsstørrelse 62
5.6.3 Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på selskabsstørrelse 62
5.6.4 Udvikling i lønkomponenter ud fra selskabsstørrelse 63
5.6.5 Opsamling for opdelingen i selskabsstørrelse 65

5.7 Afslutning/overgang til analyse 65

6. Analyse 66

6.1 Sammensætning og niveau af lønpakkerne 67
6.1.1 Sammensætning af gennemsnits lønkomponenterne fordelt på sektor 68

6.2 Pay for performance 73
6.2.1 Regressionsanalyse 74
6.2.1 Sammenhæng mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler 76
6.2.2 Sammenhængen i forhold til selskabsstørrelse 78
6.2.3 Sensitiviteten mellem pay og performance 80

6.3 Delkonklusion 84

7. Diskussion 85

7.1 Faldgruber i analysen 85
7.1.1 Sektoropdeling og datagrundlag 85
7.1.2 Performancevariabler 87
7.1.3 Kompleksitet 88

7.2 Resultater fra analysen 88
7.2.1 Kontrollerbarhedsprincippet 88
7.2.2 Forklaringsgrad mod sensitivitet 89
7.2.3 Tidsmæssig forskel 90

8. Konklusion 91

9. Litteraturliste 93

1. Indledning

Aflønning til CEO's er genstand for megen kritik, der hævder, at de astronomiske beløb ikke er sammenhængende med præstationen. Kritikken fører ofte til ophedet debatter mellem politikerne, aktionærerne, men også bredt blandt befolkningen (Jørgensen, Whitta-Jacobsen, Munch, Sørensen, & Jeppesen, 2019). I den henseende tages der ofte afsæt i lønningsniveauet for enkelte CEO's og selskaber, hvilket sjældent bidrager til andet en forargelse, når det formidles i medierne. Eksemplerne på aflønningsniveauer tager som regel udgangspunkt i de bedst betalte CEO's i de største selskaber, hvilket yderligere opildner debatten. Den voksende forargelse omkring CEO-aflønning skyldes i høj grad spørgsmålet om, hvorvidt aflønningen afspejler reelle præstationer.

I det moderne erhvervsliv spiller CEO-aflønning en afgørende rolle i at tiltrække og fastholde topledere, samt sikre deres motivation og præstation, hvorfor det er essentielt at forstå hvad aflønningen består af, inden konklusionerne drages i debatten. Fokus rettes oftest mod størrelsen på aflønningen frem for bevæggrundene hertil.

Debatten afhjælpes ikke af det begrænsede informationsniveau, der undersøger aflønning af CEO's i danske selskaber. Ganske få forskere har foretaget dybdegående analyser af udviklingen i CEO-løn, dets komponenter og relationen til performance. Hvorfor afhandlingen søger at frembringe viden og forståelse på området, samt tendenser, strukturer og mønstre over aflønningen af CEOs.

1.1 Problemfelt

CEO-aflønning er, som omtalt i indledningen, et omdiskuteret emne. Især medierne har sat fokus på de omfattende lønpakker, der udbetales i toppen af Danmarks erhvervsliv (Friis, 2023; Seligmann, 2022; Olsen, 2019; Holm & Mortensen, 2017). På den ene side peges der på de høje beløb, som værende ude af proportioner, mens andre fremhæver lønniveauet og dets størrelse som et vigtigt element til at tiltrække kvalificerede og dygtige topledere.

Der er fra politisk hånd besluttet, at aktieselskaber skal udarbejde en vederlagsrapport, der er letforståelig og giver overblik over vederlaget til de enkelte medlemmer af direktion og bestyrelsen (Selskabslovens § 139b). Dette har til formål at skabe gennemsigtighed og transparens i forbindelse med selskaberne aflønningen af eksempelvis CEOs.

Det gennemsnitlige samlede vederlag til CEOs i C25-selskaberne var i 2022 på 25 mio. kr., bestående af tre hovedelementer. En gennemsnitlig fast løn på 12 mio. kr., en gennemsnitlig kontant bonus på 4,2 mio. kr. og en gennemsnitlig aktiebaseret aflønning på 8,8 mio. kr.. Udfordringen ved sammensætningen af lønpakken til CEOs består særligt i at identificere den rette balance mellem den faste løn, kontant bonus og aktieaflønning. Ifølge Mehran (1995) bør CEO's ofte foretrække en større andel af fast løn, da kontant bonus og aktieaflønning er bundet op på performance kriterier, som i en vis grad kan influeres af forhold uden for CEO'ens indflydelse. Jensen & Murphy (2011) artikulerer derimod eksempelvis, at en høj andel af fast løn kan lede til uønsket adfærd, der ikke bidrager til en bedre performance. Litteraturen frembringer derfor divergerende aspekter, når sammensætningen af lønpakkerne konstrueres. I den henseende er det interessant at undersøge hvilke selskabskarakteristika der forklarer sammensætningen af lønpakkerne på tværs af størrelse og sektorer for C25-selskaberne. Dette indbefatter en kortlægning af den grundlæggende brug af lønkomponenterne, samt niveauet og fordelingen af disse.

Ligeledes er CEO-aflønning og den tilhørende præstation interessant at undersøge. I litteraturen udtrykkes forholdet mellem CEO-løn og præstation ofte som Pay-for-performance (Jensen & Murphy, 1990a; Jensen & Murphy, 1990b; Frydman & Jenter, 2010; Hall & Liebman, 1998; Eriksson og Lausten, 2000). Denne litteratur frembringer divergerende resultater i forhold til pay-for-performance relationen, der ofte kan forklares af forskellige tidsperioder og datasæt. I lighed med sammensætningen af lønkomponenterne, forekommer der en ambition om at undersøge pay-for-performance relationen med

udgangspunkt i C25-selskaberne, samt at sammenholde disse med resultaterne fra tidligere litteratur. Dette frembringer en undren om, i hvilket omfang udvalgte performancevariabler kan forklare udviklingen i CEO-løn, samt hvorledes CEO-løn influeres af selskabsstørrelse og sektor. I den henseende findes en interesse for, hvor stærk pay-for-performance relationen er i C25-selskaberne, når den sammenholdes med internationale forskningsresultater.

Den internationale litteratur har generelt genereret omfangsrig viden om, hvordan aflønning til CEOs struktureres i USA, mens grundlæggende undersøgelser med danske datagrundlag er mere begrænset. I den sammenhæng er ambitionen med afhandlingen at frembringe relevante resultater i en dansk kontekst, der baserer sig på en undersøgelse af C25-selskabernes sammensætning af lønkomponenterne og pay-for-performance relation. Disse overvejelser giver anledning til at konstruere nedenstående problemformulering, der danner grundlag for afhandlingen.

1.2 Problemformulering

I lyset af ovenstående problemfelt er det ambitionen at undersøge og besvare følgende problemformulering:

Hvorledes kan niveau og sammensætning af CEO-løn i de nuværende C25-selskaber begrundes af udvalgte selskabskarakteristika, samt i hvilket omfang forskellige performancevariabler kan forklare udviklingen i CEO-løn?

De nedenstående spørgsmål har til formål at uddybe problemformuleringen, således at denne kan besvares på bedst mulig vis.

1. Hvilke forhold og komponenter påvirker anvendelsen af CEO-aflønning?
2. Hvilke tendenser og strukturer observeres i aflønningen af CEOs i C25-selskaberne, og hvordan kan disse forklares af udvalgte selskabskarakteristika?
3. Er der sammenfald mellem det litteraturen foreskriver og hvordan C25-selskaberne sammensætter lønpakkerne?
4. I hvilket omfang kan performance forklare udviklingen i CEO-løn for C25-selskaberne?
5. Hvordan er pay-for-performance relationen i C25-selskaberne sammenholdt med de resultater, litteraturen foreskriver?

Det findes relevant at uddybe ordlyden i problemformuleringen og særligt forståelsen af *udvalgte selskabskarakteristika* og *forskellige performancevariabler*. Først og fremmest refererer de udvalgte selskabskarakteristika til selskabsstørrelse, hvori selskaberne opdeles i 4 kvartiler. Denne opdeling af selskaberne foretages med udgangspunkt i en rangering af selskabernes markedsværdi pr. 27.04.2023 og danner rammerne for en undersøgelse af niveau og sammensætning af CEO-løn på tværs af selskabsstørrelse. Selskaberne opdeles desuden i seks forskellige sektorer; Healthcare, Industri, Finans, Forbrugsvarer, Energi/forsyning og teknologi. Denne opdeling beskrives nærmere i *5.5 Opdelingen efter sektor* og muliggøre en analyse af niveau og sammensætning af CEO-løn på tværs af sektorer.

Performancevariablerne udgøres i denne afhandling af markedsværdi, omsætning og EBITDA. Det er således disse tre performancevariabler, der danner grundlag for en analyse af pay-for-performance relationen i C25-selskaberne. En yderligere forklaring og visualisering af pay-for-performance relationen findes i afsnit *6.2 Pay for performance*.

Med udgangspunkt i ovenstående fremsættes både et teoretisk og praktisk perspektiv i form af henholdsvis litteratur, samt vederlagsrapporter og årsrapporter, der i sammenspil danner grundlag for afhandlingens datasæt. Nedenfor præsenteres afhandlingens fokusering med det formål at skabe overblik over de generelle rammer for afhandlingen.

1.3 Fokusering

I afhandlingen foretages en række fokuseringer eller afgrænsninger, om man vil. Fokuseringen har til formål at skabe optimale rammer for besvarelsen af ovenstående afhandlingens problemformulering, der er præsenteret ovenfor. Fokuseringerne tydeliggøres herunder, mens begrundelsen for relevante afgrænsninger præsenteres.

Først og fremmest fokuserer afhandlingen udelukkende på aflønning af CEOs. Det betyder, at andre ledende stillinger og direktionsposter, som normalvis er inkorporeret i aflønningsrapporterne, ekskluderes i denne undersøgelse. Afhandlingens fokus er pålagt CEO-aflønning, da det blandt andet er ambitionen at undersøge sammenhængen i pay-for-performance på selskabsniveau. Det er med andre ord CEO'en, der har det endegyldige ansvar og beføjelser, når det kommer til selskabets performance. I denne sammenhæng er CEO-aflønning forholdsvis detaljeret beskrevet i aflønningsrapporterne, hvilket giver mere optimale forudsætninger for undersøgelsen af sammensætning og niveau.

En fundamental fokusering består i, hvilke selskaber der indgår i afhandlingens undersøgelse af CEO-aflønning. Det er afhandlingens ambition at foretage en undersøgelse af C25-selskabernes sammensætning og niveau af lønpakkerne, samt deres pay-for-performance relation. I den forbindelse er det essentielt at pointere, at afhandlingens undersøgelse udelukkende består af selskaberne, der anno 2023 befinder sig i C25-indekset. Selskaberne er oplistet i afsnit *5.1.2 Inkluderede selskaber.* Fokuseringen på C25-selskaberne er primært foretaget, da der ønskes en analyse af aflønning til CEOs i danske kontekst, samt at selskaberne er forpligtet til at oplyse om deres aflønning grundet selskabslovens §139b.

Ydermere fokuseres afhandlingen på en tidsmæssig periode, hvilket både gør sig gældende ved litteraturgennemgangen og databehandlingen. I processen med litteratursøgningen er der således foretaget en tidsmæssig afgrænsning til perioden 1988-2023, hvilket betyder, at der medtages relevant litteratur af moderne karakter såvel som ældre litteratur på forskningsområdet, mens litteratur der er ældre end 35 år undlades. Denne fokusering og resten af søgeprocessen præsenteres i afsnit *2.1 Litteratursøgning.* Databehandlingen er ligeledes fokuseret på en bestemt tidsmæssig periode, hvilket i høj grad er begrænset af tilgængeligheden af de relevante aflønningsdata fra selskaberne. Der er i databehandlingen foretaget dataudtræk for perioden 2018-2022, hvilket er de seneste 5 års aflønnningsdata fra C25-selskaberne. Der forekommer i den henseende enkelte begrænsninger, som udpensles i afsnittet *5.3 Datasættes begrænsninger*.

Der fokuseres yderligere på de tre overordnede lønkomponenter: fast løn, kontant bonus og aktieaflønning. Disse lønkomponenter beskrives i afsnit *4.3 Lønkomponenter,* hvori komponenternes karakteristika og bestanddele fremhæves. I den forbindelse skal det pointeres, at CEO-aflønning kan udfoldes mere detaljeret, da lønpakkerne ofte indeholder mere komplekse elementer og strukturer end blot de tre lønkomponenter. Dette er ikke ensbetydende med, at opdelingen i lønkomponenterne ikke er nødvendig at foretage for at konstruere en brugbar undersøgelse, der er sammenlignelig på tværs af selskaberne og med tidligere resultater på området. I den henseende foretrækkes en simplicitet i opdelingen af lønpakkerne, således at der kan udledes sammenhænge, tendenser og strukturer inden for undersøgelsesrammen.

Ydermere er det essentielt at pointere, at afhandlingen ikke fokusere på hvilke performance kriterier, der ligger til grund for aflønningen af CEO's i C25-selskaberne. Dette skyldes, at det ikke er ambitionen at undersøge, hvorvidt en CEO har nået sine finansielle mål eller ej.

Det er derimod nærmere bestemt niveauet og sammensætning, og ikke opnåelsen, af lønpakken, der er i fokus. Afhandlingen fokuseres således på selve aflønningen af CEOs, men altså ikke de bagvedliggende performance kriterier, der bidrager til indfrielsen af den variable løn.

Nedenfor præsenteres afhandlingens struktur med det formål at skabe overblik over afhandlingens opbygning som helhed.

1.4 Afhandlingens struktur

Afhandlingen er opbygget med afsæt i nedenstående struktur, der illustreres i figur 1.

Figur 1: Afhandlingens Struktur, *egen tilvirkning.*

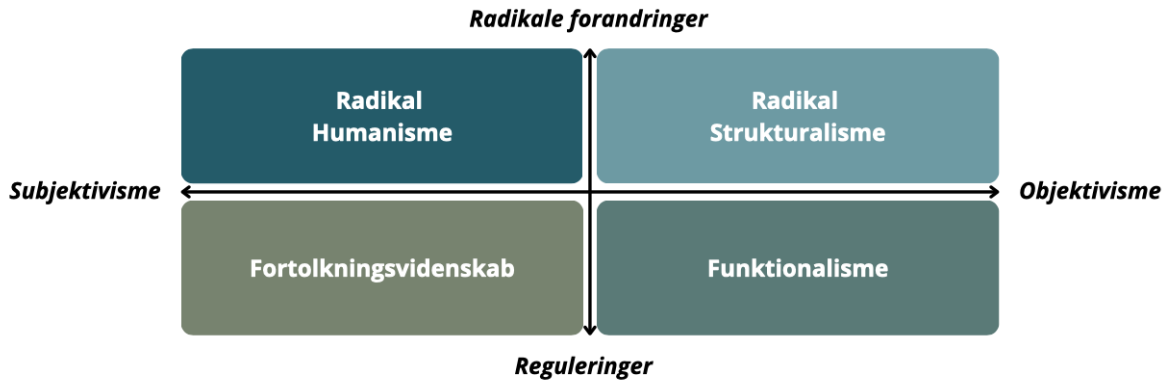
Afhandlingen påbegyndes med en indledning efterfulgt af problemfelt og problemformulering, som danner forudsætningen for afhandlingen. Herefter fokuseres undersøgelsesområdet og problemstillingen yderligere via fokuseringen. Dernæst præsenteres hele litteraturgennemgangen og afhandlingens metodiske overvejelser, der frembringer fremgangsmåder og tilgange anvendt i udarbejdelsen af afhandlingen. Litteraturgennemgangen danner grundlaget for præsentationen af teorien samt resultater fra tidligere litteratur, der fungerer i samspil med analysen. Forinden analysen igangsættes,

udfoldes afhandlingens datasæt, samt relevante valg der er foretaget i processen med dataindsamlingen.

Analysen følger herefter og er todelt, hvoraf første analysedel omhandler undersøgelsen af sammensætning og niveauet af lønpakken til CEOs i C25-selskaber, mens anden analysedel behandler pay-for-performance relationen. I den forbindelse inddrages resultater fra tidligere litteratur, der kan give indikationer på strukturer og tendenser i aflønningen af CEO i C25-selskaberne. Analysen føres over i diskussionen, hvori relevante faldgruber og resultater drøftes, mens konklusionen sammenfatter hele afhandlingen ved at besvare problemformuleringen og fremhæve resultaterne.

2. Videnskabsteori og metode

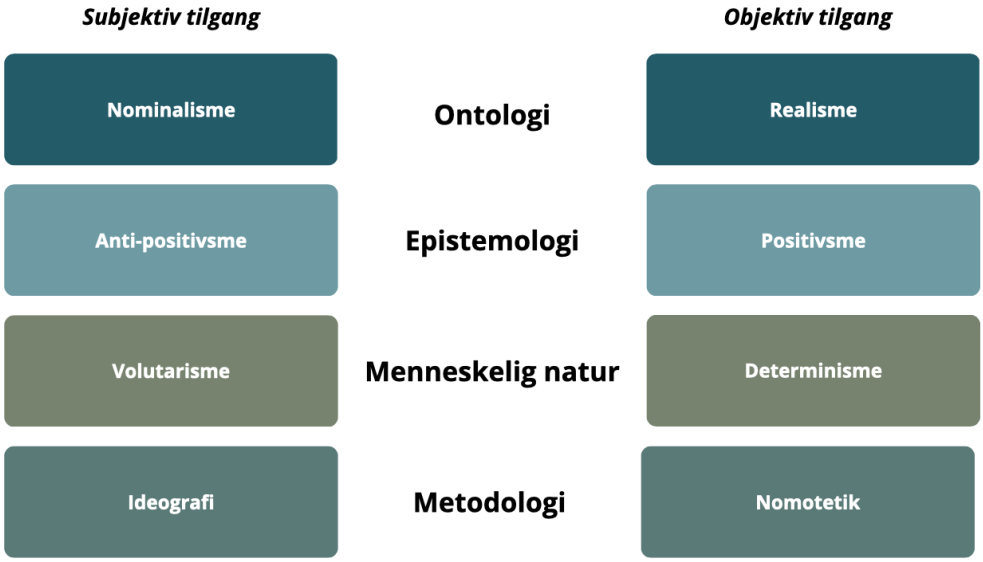
Til beskrivelse af afhandlingens metodiske ståsted, anvendes Burrell og Morgans (1979) "Sociological Paradigms and Organizational analysis" med det formål at illustrere, hvordan problemstillingerne undersøges. Dette skal give læseren forståelse for de bagvedliggende tanker og valg, der danner grundlag for udarbejdelsen af denne afhandling. Burrell og Morgan benytter fire paradigmer, der udgøres af *radikal humanisme*, *radikal strukturalisme*, *fortolkningsvidenskab* og *funktionalisme*. Dette visualiseres i nedenstående figur 2, der er opdelt i fire bokse, der hver repræsenterer et af de fire paradigmer.



Figur 2: Burrell og Morgans fire paradigmer

De fire paradigmer opdeles af to akser, der skelner mellem henholdsvis subjektivitet eller objektivitet og regulering eller radikal forandring. Det har den naturlige konsekvens at de paradigmer, der deler akse, vil have sammenlignelige elementer. Forskellen findes dog i paradigmernes differentierede syn og koncepter. Modellen tager afsæt i en række

grundlæggende antagelser, der er nødvendige at tage stilling til, før der kan argumenteres for placeringen i ovenstående figur 2. Antagelserne danner rammerne for, hvordan afhandlingens problemstilling behandles. Det udtrykkes gennem ontologi, epistemologi, menneskelige natur og metodologi (Burrell & Morgan, 1979, s. 3). De fire antagelser illustreres nedenfor i figur 3.



Figur 3: Assumptions of the nature of social science

Oprindeligt blev antagelserne baseret på en binær tænkemåde, der krævede en positionering enten inden for den subjektive eller den objektive tilgang. Burrell og Morgan har modtaget kritik for denne tilgang, da den ifølge Modell (2007) begrænser forskerens handlingsrum. Modell argumenterer for, at et samspil mellem paradigmer kan give en mere nuanceret forståelse, formidling og besvarelse af spørgsmål (Modell, 2007).

I afhandlingen anerkendes de potentielle fordele ved at integrere forskellige paradigmer, hvilket også kendes som mellempositionering. Dog vurderes det, at en mere enten-eller-tilgang til problemstillingen gør arbejdet med afhandlingen mere håndterbart. Tidligere erfaringer med mellempositionering har ofte ført til manglende konkretisering af arbejdet. Derudover vurderes det også, at mellempositionering giver større frihed, hvilket betyder, at der i mindre grad fokuseres på at følge antagelserne fra det valgte paradigme.

I afhandlingen anerkendes og værdsættes den originale tankegang, som søger at positionere sig ved yderpolerne snarere end at benytte sig af en mellempositionering. Det erkendes dog,

at det kan være udfordrende at placere afhandlingen ud fra inden for en enten-eller-tankegang.

2.1 Ontologi

Først undersøges ontologien, der beskæftiger sig med, hvordan individet opfatter og betragter virkeligheden. Ontologien kan betragtes ud fra to perspektiver: nominalisme og realisme. Den nominalistiske tilgang er subjektiv, mens realisme repræsenterer en objektiv tilgang. I den nominalistiske tilgang antages det, at virkeligheden er socialt konstrueret. Dette betyder, at virkeligheden afhænger af den enkeltes individuelle opfattelse af den. I den realistiske tilgang antages det, at virkeligheden er objektiv og eksisterer uafhængigt af individets opfattelse eller erkendelse af den (Burrell & Morgan, 1979, s. 4).

Afhandlingens ontologiske ståsted er objektivt, da det antages at virkeligheden er opbygget af konkrete, håndgribelige og uforanderlige strukturer, der eksisterer uafhængigt det enkelte individs erkendelse heraf. Denne placering baseres på overbevisningen om, at økonomistyring, aflønning og incitamenter er opbygget af allerede definerede strukturer, der findes ud over det enkelte individs erkendelse af disse.

Aflønning er, i denne afhandling, et relativt konkret undersøgelsesobjekt, forstået på den måde, at værdier ikke er afhængige af et enkelt individs opfattelse heraf. Med andre ord vil en reel fordeling af lønkomponenter være objektiv og i den forbindelse også have rødder i fakta. I afhandlingen er det ambitionen at øge forståelsen af lønkomponenter, samt størrelsen og fordelingen heraf. Derudover en undersøgelse af forklaringen på udviklingen i CEO-løn. Denne forklaring tager i denne afhandling udgangspunkt i faktiske værdier, der uddybes i databehandling, der påbegyndes i afsnit *5 Datasæt*.

2.2 Epistemologi

Epistemologi omhandler, hvordan viden fremskaffes, anvendelsen og videreformidles. Derfor omtales epistemologien også som værende erkendelseslæren og i den forbindelse, hvilken viden det enkelte individ erkender for at forstå omverdenen (Burrell & Morgan, 1979, s. 5). Burrell og Morgan skildrer her mellem modpolerne anti-positisme og positivisme. Den subjektive tilgang, anti-positivismen, antager at viden er et produkt af individers erfaringer, hvorfor viden vil være afhængig af det enkelte individ. Dermed sagt, at viden stammer fra subjektive forståelser og fortolkninger. Modsat findes positivismen i den objektive pol, som

antager at virkeligheden udelukkende erkendes på baggrund af kendsgerninger, fakta og kausale sammenhænge. I forlængelse heraf antages det, at ethvert individ har mulighed for at tilegne sig viden, da viden opfattes som værende tilgængelig og observerbar.

I afhandlingen forsøges det at finde overensstemmelser og modstridende elementer, særligt indenfor måden hvorpå, aflønning af CEO's anvendes i C25-selskaber. Dette indeholder ligeledes en ambition om at finde sammenhænge og forskelligheder mellem den anvendte litteratur og den virkelighed, der behandles i afhandlingens datasæt. Viden opfattes og vurderes observerbart i denne afhandling, og med baggrund i ovenstående placeres afhandlingen i den objektive pol, positivisme.

Forståelsen af anvendelsen af CEO-løn undersøges på baggrund af fakta. Alle C25-selskaber skal rapportere niveauet og fordelingen af aflønningen til CEO's, hvorfor disse fakta er offentlig tilgængelig. Undersøgelsestudiet vægter i denne sammenhæng værdier højere end mening, hvorfor fremskaffelsen og anvendelsen af viden tager udgangspunkt i objektivitet og kvantitet.

2.3 Menneskelig natur

Menneskelig natur udgør den tredje antagelse, der i afhandlingen tages stilling til. Menneskelig natur skildrer spørgsmålet, om det enkelte individ styres eller i hvert fald påvirkes af vedkommendes omgivelser, eller om individets handling er baseret på egen fri vilje (Burrell & Morgan, 1979, s. 6). Det frembringer således spørgsmålet, om individet er bevidst om de strukturer og processer, vedkommende agerer under. Derudover, hvorvidt individet har indflydelse på selvsamme. Burrell og Morgan benytter modpolerne voluntarisme og determinisme, der henholdsvis repræsenterer den subjektive og objektive tilgang.

Spørgsmålet om, hvorvidt et individ er styret af, eller i et vist omfang styrer sine omgivelser, er en vanskelig størrelse ved aflønning som emne. CEO's må alt andet lige antages at have en vis indflydelse på sine omgivelser, eksempelvis performance i denne afhandling. Graden af en CEO's indflydelse på performance er dog umiddelbart udefinerbart, hvilket også berøres i afsnit *6.2 Pay-for-performance*.

I mange selskaber anvendes incitamentaflønning som et motiverende led i ambitionen om at knytte en CEO's performance til selskabsperformance. I denne sammenhæng forstås, at en

CEO's aktie- og bonusaflønning ofte vil være afhængig af en række opstillede performancemål. Set i dette perspektiv vil en CEO have en vis grad af indflydelse, i hvert fald i opfyldelsen af performancemålene for at opnå en højere aflønning. Et modsat perspektiv er, at en bestyrelse har indflydelse på lønniveauet af den siddende CEO. Enten i fastlæggelsen af fast løn eller i udvælgelsen af performancemål, selvsamme CEO skal opfylde for at opnå en højere total aflønning (Jørgensen et al., 2019). Placeringen i enten voluntarisme eller determinisme vil derfor være en afvejning af de modstridende perspektiver nævnt ovenfor.

I afhandlingen anses menneskelig natur som værende objektiv, og individets handlinger betragtes derfor som værende afhængig af de strukturer og processer, det befinder sig i. I forbindelse med afhandlingens emne omhandlende aflønning af CEO's i C25-selskaber, anses det, at individer har en vis, men mindre indflydelse. Afslutningsvist vurderes det dog, at systemerne i højere grad er styrende for individets adfærd, end individets indvirkning på selve systemerne. På baggrund af dette placeres afhandlingen i den objektive pol, determinisme.

2.4 Metodologi

Fjerde og sidste antagelse er metodologien. Placeringen i de ovenstående har alle betydning for, hvordan viden opnås i en social verden. Placeringen i metodologien kan derfor delvist summeres og udledes af de tre ovenstående afsnit. Metodologien omhandler fremskaffelsen og anvendelsen af viden, og i følge Burrell og Morgan (1979) udgøres modpolerne af ideografisk og nomotetisk metode, der består af henholdsvis subjektivitet og objektivitet. Litteratur- og dataindsamling er i denne afhandling en systematisk proces. Dette sker i praksis ved eksempelvis systematisk litteratursøgning, litteraturreview og selve udvælgelsen af litteratur, der præsenteres yderligere med start i afsnit *3.1 Litteratursøgning*.

Metoden anvendt til litteratursøgning er forholdsvis systematisk i og med, at ambitionen er at indsnævre et meget bredt emne ned til et håndterbart antal artikler, der skal danne det centrale litteraturgrundlag. Processen er ligeledes systematisk i den måde, indsnævringen foretages på. Udvalgte forlag og søgeord danner første led i søgningen, hvorefter citeringer og årstal danner andet led. 3. og 4. led bærer i større grad træk af subjektivitet, da en aktiv indsnævring af artikler foretages med udgangspunkt i relevans, hvilket i store træk er en subjektiv proces. Ikke desto mindre anses litteratursøgningen som en systematisk proces. Den detaljerede litteratursøgning er klarlagt i afsnit *2.1 Litteratursøgning*.

Dataindsamlingen er en kvantitativ og repetitiv proces, der i store træk indebærer en søgning i selskabernes vederlagsrapporter og relevante dele af årsrapporter, hvoraf størstedelen af sidstnævnte ikke vedrører CEO-aflønning. Årsrapporter er derfor kun læst i det omfang, at de vedrører CEO-aflønning.

Afhandlingens analyse beror som udgangspunkt på i data og fakta, forstået som eksempelvis værdien af lønkomponeterne, markedsværdi og omsætning. Konklusionerne knyttet til analysen foretages dermed, i et stort omfang, med baggrund i fakta. På baggrund af placeringen i de tre foregående antagelser, samt det metodiske ståsted, bærer afhandlingen helt naturlige objektive træk, hvorfor den nomotetiske metode anvendes.

2.5 Valg af paradigme

På baggrund af ovenstående antagelser positioneres denne afhandling i den objektive halvdel af figur 2. I ambitionen om en nærmere bestemt positionering, er det nødvendigt at forholde sig til den anden akse, nemlig skildringen mellem radikal forandring eller regulering. Denne skildring findes i graden af forandring. Først og fremmest behandler man i Radikal forandring problemstillinger med et perspektiv, der søger at ændre eller forbedre givne problemstillinger. Det er derfor i højere grad mulighederne eller potentialet, der er i fokus. Modsat vil ambitionen ved Regulering i højere grad være en forståelse af status quo, der er relevant.

Afhandlingen søger at forstå status quo med udgangspunkt i C25-selskabernes årsregnskaber, vederlagsrapporter og aflønningsstrukturer med mere. Herunder med et ønske om at øge forståelsen for, hvordan selskaber aflønner performance, med fokus på pay-for-performance relationen. Derfor vil der i denne afhandling tages afsæt i regulering.

Med et objektivt perspektiv og en søgen efter regulering, positioneres afhandlingen i det funktionalistiske paradigme (figur 2). I det funktionalistiske paradigme antages det, at verden består af konkrete forhold og elementer, der er målbare, observerbare og identificerbare. (Burrell & Morgan, 1979, s. 26). Inden for dette paradigme antages det også, at de rigtige resultater findes, og at det i denne sammenhæng "blot" er forskerens opgave at identificere disse. Fremgangsmåden er derfor problemorienteret med ambitionen om at skabe forståelse inden for undersøgelsesfeltet, hvilket antages at være måden hvorpå afhandlingen behandles.

I afhandlingen kan niveauet og sammensætningen af CEO-aflønning i C25-selskaberne undersøges objektivt, derudover er formålet også at forklare disse anvendelsen ud fra litteratur, fakta og teorier i søgen efter at finde sammenhænge og/eller forskelle mellem litteraturen og virkeligheden. Formålet er derudover at undersøge pay-for-performance relationen, der ligeledes er en forholdsvis objektiv øvelse. Fortolkningen af resultaterne er derimod undersøgerens opgave, hvorfor der i denne sammenhæng vil opstå subjektivitet. Med udgangspunkt i ovenstående, er rammerne for besvarelsen af afhandlingens problemformulering opstillet.

2.6 Validitet og reliabilitet

I og med at afhandlingens metodiske positionering og overvejelser er præsenteret i foregående afsnit, findes det relevant at forholde sig til validiteten og reliabiliteten, der er forbundet med afhandlingen. *Validitet* kan udtrykkes som gyldighed og henviser derfor til gyldigheden i afhandlingens resultater. I denne forbindelse diskuteres termerne, intern og ekstern validitet.

Intern validitet omhandler spørgsmålet om kausalitet. Oversat til denne afhandling, kan spørgsmålet formuleres som følgende: "Kan man med sikkerhed konkludere, at x forårsager variationen i y?".

Analysen opbygges delvist af en regressionsanalyse. Fortolkningen af resultaterne hertil er derfor ganske afgørende. Undersøgelsen tager udgangspunkt i tre forklarende variable og en afhængig variabel. Resultaterne er derfor udelukkende knyttet til de forklarende variable og tager i denne sammenhæng ikke højde for, hvordan den afhængige variabel påvirkes af andre variable, der ikke indgår. I regressionsanalyse findes sammenhænge, eller korrelationer, og det er i denne sammenhæng vanskeligt at identificere årsager, eller kausaliteter. Derimod kan resultater indikere årsagssammenhænge. Eksempelvis indikerer regressionen, målt ved sensitiviteten af markedsværdi, at 38% af variationen i CEO-løn kan forklares af variationen i markedsværdi, hvilket forklares i afsnit *6.2.1 Sammenhæng mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler*. Den resterende variation i CEO-løn kan derfor ikke umiddelbart forklares i denne afhandling.

Ekstern validitet refererer til generaliserbarheden. Spørgsmålet omhandler her, hvorvidt resultaterne kan anvendes i en anden kontekst. Er det, med andre ord, muligt at udtrykke noget generelt på baggrund af fundne resultater?

Generaliserbarheden må i denne afhandling vurderes at være meget lav. Afhandlingens resultater og konklusioner er specifikke i det omfang, at det rettes mod CEO-løn i C-25 selskaber. Resultaterne kan ikke antages at være generaliserbare. Resultaterne er i denne sammenhæng kun repræsentative i det omfang, at det vedrører C25-selskaberne. Afhandlingen kan derfor ikke anvendes til at udtrykke udviklingen i CEO-løn generelt, da C25-selskaberne antages at være svagt repræsentative i en generel kontekst.

Reliabiliteten refererer til pålideligheden af de konklusioner, der i løbet af afhandlingen drages. Meget af afhandlingens data er offentlig tilgængelig viden. Data baseret på tal må antages at være relativt pålidelige, såfremt selskabernes præsentation og rapportering er troværdig. C25-selskaberne er underlagt lov selskabsloven, hvorfor dataen antages at være pålidelig. Afhandlingens databehandling tager udgangspunkt i disse data, hvorfor denne del af analysen antages være forholdsvis pålidelig.

Ved litteraturen er det vigtigt at forholde sig kildekritisk til de konklusioner, der præsenteres i de anvendte artikler. Forskere kan have forskellige synspunkter, hvorfor resultaterne kan være farvede på den ene eller anden måde. For at imødekomme disse udfordringer, er der foretaget et litteraturreview, der har til formål at skabe et nuanceret billede af den anvendte litteratur. Dette indebærer også en undersøgelse af, hvilke forskere der har lignende og afvigende resultater.

Afhandlingens datamæssige begrænsninger i drøftet i afsnit 5.3 datasættets begrænsninger, og nødvendige tilpasninger er i denne sammenhæng foretaget for at øge sammenligneligheden selskaberne i blandt. Yderligere udfordringer behandles i diskussions afsnit 7.1 faldgruber i analysen.

3. Litteraturgennemgang

Den anvendte litteratur præsenteres i de kommende afsnit. En essentiel pointering hertil er, at litteraturreviewet danner det fundamentale grundlag for afhandlingen, hvori den centrale litteratur introduceres. Herudover tilføjes yderligere interessant litteratur, der ikke indgår i litteraturreviewet, men som ikke desto mindre findes relevant for udarbejdelsen af afhandlingen.

3.1 Litteratursøgning

Dette afsnit præsenterer litteratursøgningen, der ligger til grund for udarbejdelsen af denne afhandling. Dette indebærer redegørelse for valg af tidsskrifter og søgeord, samt skildring af kriterier og løbende frasorteringer.

For at sikre, at den fremsøgte litteratur er af tilfredsstillende kvalitet, er der foretaget en udvælgelse af bredt anerkendte tidsskrifter med afsæt i (Harzing, Journal quality list, 2022). Listen udgives med det primære formål at hjælpe akademikere med at udvælge tidsskrifter af en passende standard, hvilket også er formålet med brugen her. Udvælgelsen af tidsskrifter er begrundet i deres rangering, hvilket betyder, at der opsættes et kriterium om at tidsskrifterne som minimum skal have rangering bedst/næstbedst hos 5 af de 10 lister, der medgår i "Journal quality list". Ved hjælp af denne metoder, er følgende tidsskrifter valgt til den videre litteratursøgning:

- Journal of Financial economics
- Management Science
- Accounting, Organizations and Society
- Management accounting research
- Review of Economics and Statistics
- European Accounting Review
- Journal of economic literature
- Journal of Political Economy
- Quarterly Journal of Finance and Accounting

Udover disse tidsskrifter inddrages desuden anden relevant litteratur, der primært stammer fra følgende tidsskrifter: Harvard Business Review og Academy of Management Perspectives. Disse tidsskrifter lever ikke op til vores fremsatte minimumskriterie angående rangering, men inddrages for at medtage et stort fundament af videnskabelige artikler inden for økonomistyring. En negligering af disse tidsskrifter vil potentielt forringe tilblivelsen af denne afhandling. Yderligere er der også enkelte artikler fra andre tidsskrifter, der ikke følger de ovenfor opstillede rammer. Argumentet for inddragelsen findes i relevansen af artiklerne, hvorfor der i ambitionen om at berige afhandlingen med et bredt spektrum af forskellig litteratur for at skabe et nuanceret teoretisk grundlag. Samtidig er en kritisk tilgang til litteraturen nødvendig, da forskernes egne holdninger kan reflektere gennem resultaterne. Afhandlingens litteraturgennemgang er derfor baseret på flere forskere og studier, hvilket

medfører at betydningen af de enkelte forskeres holdninger minimeres. Dermed ikke sagt at nogle forskere ikke anvendes mere end andre.

Efter udvælgelsen af tidsskrifter, der danner grundlag for en ophøjet kvalitet ved litteratursøgningen, er den egentlige fremsøgning begyndt via Scopus og Google Scholar. Hertil skal det nævnes, at Scopus benyttes som det primære søgeredskab, da denne anses for at være mere akademisk funderet samtidig med, at interfacet er mere brugervenligt. Google Scholar anvendes derimod som et supplerende søgeredskab, der har til hensigt at minimere mængden af relevant litteratur, der overses. Derfor foretages stikprøver med både udvalgte søgeord og tidsskrifter.

Til litteratursøgning er følgende relevante søgeord benyttes: "*CEO pay*", "*Compensation structure*", "*CEO Incentives*", "*Directors Pay Performance*", "*Remuneration and Performance*", "*Earnings management*", "*Incentive pay*" og "*Performance pay*". Søgeordene er udvalgte i relation til afhandlingens emne og retning, hvorfor der skabes indblik i hele forskningsområdet, således at mindst muligt relevant litteratur dermed undlades. Udvælgelsen af de ovenstående søgeord er foretaget med ambitionen om at afdække et bredt spektrum af aflønninger til CEOs.

Endvidere er der opstillet flere kriterier, som litteraturen skal leve op til. Dette gælder en sortering af nyere litteratur, hvilket forekommer via en filtreret søgning af litteratur fra 1988-2023. Dette interval er brugt med ønsket om at medtage relevant litteratur af moderne karakter såvel som ældre litteratur på forskningsområdet, men undlader altså litteratur ældre end 35 år.

Endvidere skal artiklerne gerne have minimum 50 citeringer, hvis disse er publiceret før 2018. Citeringerne er ofte en indikator på kvaliteten af de videnskabelige artikler. Antallet af citeringer er dog ikke et ultimativt krav i udvælgelsen af litteratur, hvorfor der i potentielt relevante artikler med færre citeringer gennemlæses abstract. Videnskabelige artikler, der er publiceret efter 2018, anskues ikke på citeringer, da det risikerer at hæmme litteratursøgningen. Dette skyldes, at litteratur udgivet efter 2018 naturligvis har vanskeligere ved at opnå et højere niveau af citeringer.

I tabel 1 illustreres antallet af artikler fremsøgt i de forskellige faser af søgeprocessen, hvori den primære søgning indgår, første sortering, anden sortering, tredje sortering og til slut fjerde sortering. Den primære søgning består af søgning efter de relevante søgeord i de 10 udvalgte tidsskrifter, som resulterer i et samlet antal artikler på 8.302. Herefter inddrages citeringer og udgivelses interval, der betegner første sorteringen. Dette vurderes, som en væsentlig frasortering, da omfanget af litteratur skal begrænses for at indkredse et relevant og videnskabeligt fundament for afhandlingen. Første sortering gav et samlet resultat på 6.589.

Anden sortering tager udgangspunkt titlerne, hvori artikler, der adskiller sig væsentlig fra afhandlingens emne, kan udelukkes at have relevans for afhandlingen frasorteres. Anden sortering er subjektiv og udgør den største sortering, i og med, at der efter denne er 198 tilbageværende artikler. Langt størstedelen af titlerne er forholdsvis fjern fra afhandlingens emnefelt, hvorfor denne frasortering er en forholdsvis simpel proces. Nedenfor præsenteres to artikler, hvori subjektive frasortering skildres:

- Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction (Malmendier & Tate, 2006)
- What determines productivity (Syverson, 2011)

De to ovenstående artikler er fundet ved søgeordet “CEO pay” i perioden 1988-2017 med over 50 citeringer. Hvis der tages udgangspunkt i 1. artikel, kan denne antages at have en vis relevans. Acquisitions (eller overtagelser) antages dog at være for specifikt perspektiv i forhold til afhandlingens emnefelt, og det antages i denne sammenhæng også, at konklusionerne i artiklen må være knyttet til netop overtagelser af selskaber, hvorfor artiklen frasorteres.

2. artikel er frasorteret grundet produktivitetsaspektet. Afhandlingens emnefelt omhandler CEO-aflønning i C25-selskaber, hvori performance er et relevant perspektiv, men produktivitet inddrages ikke som en bestemmende variabel for performance. Af denne årsag frasorteres artikel 2.

Herefter gennemlæses artiklernes abstract i ambition om at frasortere yderligere litteratur. Processen minder om anden sorteringen, hvor det ligeledes er en subjektiv vurdering, der er bestemmende for en frasortering. Ved tredje sortering er antallet dog allerede væsentlig

mindre og udgør 198. Denne proces kræver en mere kritisk tilgang end tilfældet i anden sortering i og med, at alle ikke-relevante titler er frasorteret. Såfremt der i læsning af abstractet foreligger relevans i henhold til aflønning af CEO's, at enkelte af de udvalgte søgeord forekommer og konteksten er af betydning, undgår den tredje frasortering. Efter tredje sortering, var der samlet set 50 artikler, der blev udvalgt til grundig gennemlæsning i den fjerde og sidste sortering.

SØGEORD

SØGEORD	PRIMÆR SØGNING	FØRSTE SORTERING	ANDEN SORTERING	TREDJE SORTERING	FJERDE SORTERING
CEO Pay	652	490	39	10	1
Compensation structure	1186	866	33	9	1
CEO Incentives	825	638	18	3	3
Directors Pay Performance	316	250	6	4	2
Remuneration & Performance	135	88	1	1	1
Earnings management	2255	1662	45	7	2
Incentive pay	1286	976	35	10	2
Performance pay	1647	1619	21	6	0
I alt	8302	6589	198	50	11

Figur 4: Artikler fundet ved søgning, egen tilvirkning.

Et andet essentielt element i litteratursøgningen er referencegennemgangen, hvori referencelister fra de godkendte artikler undersøges for at identificere yderlig relevant litteratur. Referencegennemgangen er essentiel, da de fastlagte søgeord risikerer at frasortere artikler, der ellers kunne have været relevant, men som benytter andre synonymer for eksempelvis "Remuneration". Denne problematik skal referencegennemgangen reducere, i og med at litteraturlisterne fra den relevante litteratur gennemgås med formålet om at finde yderligere relevant litteratur. Disse referencegennemgange bidrager med yderligere 4 godkendte artikler, som er markeret med * i litteraturreviewet. Dette betyder, at der i alt er fremsøgt 13 (9) artikler, der vil indgå i litteraturreviewet og heraf som fundament for afhandlingens besvarelse af problemformuleringen.

Hele litteratursøgningsprocessen er visualiseret i nedenstående figur 5. I figuren præsenteres mængden af artikler fundet i de forskellige faser af litteratursøgningsprocessen.

Figur 5: Litteratursøgningsproces

Slutteligt er det relevant at debattere Google Scholar som litteratursøgnings redskab, da der findes talrige holdninger hertil. I udarbejdelsen af denne afhandling er både Google Scholar og Scopus benyttet til fremsøgning af relevant litteratur. Et kritikpunkt af Google Scholar er, at der udover videnskabelige artikler også inkluderes bøger, konferencepapir og andet indhold, der ikke er peer-reviewed (Rosenstreich & Wooliscroft, 2009, s. 232). Derfor benyttes Harzings "Journal quality list" til at sikre, at alt indsamlet materiale til litteraturreviewet er af tilfredsstillende kvalitet.

3.2 Litteraturreview

Dette afsnit indeholder et litteraturreview af eksisterende forskning på området omhandlende CEO-aflønning. Herunder præsenteres litteraturreviewet i form af tabel 2, der indbefatter relevante artikler fra den eksisterende forskning, deres formål og resultater. Endvidere er artiklerne inddelt efter om de er fremsøgt gennem litteratursøgningen eller om de er fundet ved reference gennemgang, hvor sidstnævnte er markeret med *. I forlængelse af tabellen frembringes et opsummerende afsnit af forskningsområdet og litteraturens relevante resultater. Litteraturreviewet har nærmere betegnet til formål at redegøre for tidligere forskningsresultater, der anvendes i afhandlingens teoretiske grundlag og analysen. En vigtig tilføjelse hertil er dog, at den anvendte teori ikke udelukkende består af artiklerne i litteraturreviewet. I denne henseende inkluderes *afsnit 3.4 yderligere litteratur*, der frembringer litteratur med relevans for afhandlingen, der dog ikke indgår i litteraturreviewet.

Artikel	Årstal	Forfatter	Tidsskrift	Citeringer	Emne	Formål	Relevante resultater
CEO incentives it's not how much you pay, but how	1990a	Michael C. jensen & Kevin J. Murphy	Harvard Business Review	485	Strukturering af CEO-løn	Undersøger hvordan CEO's bør aflønnes med udgangspunkt i at skabe stærke incitamenter for et sammenfald i CEO'ens og aktionærernes interesse.	Det er ikke den "overdrevne" løn som er problemet, men derimod hvordan CEO-aflønningen struktureres.
Performance Pay and Top-Management Incentives	1990b	Michael C. jensen & Kevin J. Murphy	Journal of Political Economy	10481	Pay-for-performance og sammenhængen mellem CEO-løn og performance	At identificere, hvorvidt der findes en sammenhæng mellem aflønning af CEO's og selskabsperformance.	Pay-for-performance relationen er positiv og signifikant, men svag.
Executive compensation structure, ownership, and firm performance	1995	Hamid Mehran	Journal of Financial Economics	1000	Ledelsesaflønning og virksomhedens præstation	Undersøge CEO aflønningsstruktur i flere produktionsvirksomheder.	Aflønningsstrukturen er vigtigere end niveauet af aflønning i forhold til at motivere til at øget markedsværdi.
Are CEOs really paid like	1998	Brian J. Hall & Jeffrey B. Liebman	The Quarterly Journal of	3083	CEO-aflønning	Undersøger pay-for-performance	Sammenholder resultater og finder en større

bureaucrats?			Economics			relationen	sammenhæng mellem pay og performance end tidligere litteratur
Accounting, Organizations and Society	2002	Alexis H. Kunz & Dieter Pfaf	Accounting, Organizations and Society	391	Principal-agent-theory	Undersøger, hvorvidt principal-agent-theory har behov for at inkorporere indre motivation	Der ekstisterer "hidden costs" ved aflønning, samt at principal-agent-theory bekræftes
* Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. S. 50-99.	2004	Michael C. jensen, Kevin J. Murphy & Eric G. Wruck	Harvard NOM Working Paper	1044	Ledelsesaflønning	Undersøger generelle rammer for aflønning ledere og incitamenter. Dernæst analysere PA-konflikten samt hvordan veludformede lønpakker kan afhjælpe problemstillingen.	Ledelsesaflønning kan være et effektivt redskab til at reducere PA-konflikten, men samtidig kan den forkerte aflønning skaber væsentlige problemer.
CEO incentives and earnings management	2006	Daniel Bergstresser & Thomas Philippon	Journal of Financial Economics	1043	CEO incitamenter og earnings management	Undersøge sammenhæng mellem manipulation og måden hvorpå CEO'en aflønnes.	Større grad af manipulation, når CEO's samlede kompensation er tættere knyttet til til værdien af aktiebeholdninger og optioner.

Executive compensation and incentives	2006	Martin J. Conyon	Academy of Management Perspectives	116	Ledelsesaflønning og incitamenter	Undersøgelse af udviklingen i ledelsesaflønning og anvendelse af incitamenter i amerikanske selskaber i perioden 1993-2003.	Skitserer at den totale aflønning er øget, hvilket i høj grad skyldes en stigende aktieaflønning.
Pay Without Performance	2006	Lucian Bebchuk & Jesse Fried	Academy of Management Perspectives	132	Kritik af ledelsesaflønning	Skitserer kritikken af ledelsesaflønning og frembringer forbedrende forslag.	CEO-aflønning der er velkonstrueret kan generere mere aktionær velstand.
* CEO compensation	2010	Carola Frydman & Dirk Jenter	National Bureau of Economic Research	1008	CEO-aflønning	Undersøger med baggrund i den seneste litteratur vedrørende, udviklingen i aflønning til CEOs og forholdet mellem løn og virksomhedens præstation.	Tyder på at både ledelsesmæssig magt og et konkurrencepræget marked for CEOs er vigtige forhold, når det kommer til CEO-løn.
* CEO Bonus Plans: And How To Fix Them	2011	Michael C. jensen & Kevin J. Murphy	Harvard Business School Press	99	Designfejl i forbindelse ledelsesaflønning.	Finde årsagerne til designfejlene, og fremlægger anbefalinger til at løse dem.	Aflønning bør ikke indeholder incitamenter til at flytte indtjening, vildlede bestyrelsen, give afkald på rentable projekter osv.

Is Pay for Performance Detrimental to innovation	2013	Florian Ederer & Gustavo Manso	Management Science	272	Incitamentsafløønnings effekt på innovation	Undersøger aflønnings indvirkning på produktivitet og vækst mod kreativitet og innovation.	Pay-for-performance-princippet er effektiv til højne indsatsen og produktivitet, men forskning argumenterer på den anden side, at præstationsbaserede økonomiske incitamenter hæmmer kreativitet og innovation.
* Compensation Packages That Actually Drive Performance	2021	Boris Groysberg, Sarah Abbott, Michael R. Marino, and Metin Aksoy	Harvard Busniess Review	12	Lønkomponenter og sammensætning	Frembringer aspekter om hvilke lønkomponenter der indgår i lønpakkerne	Det er essentielt at tage stilling sammensætningen af CEO-løn. Eksempelvis variabel løn versus fast løn, kortsigtede incitamenter versus langsigtede incitamenter.

3.3 Opsamling på litteraturreview

På baggrund af ovenstående tabel, fremgår det, at der i høj grad er overensstemmelse i den tidligere forskning om, at CEO-aflønning er et redskab til at løse principal-agent-problemstillingen (Frydman & Jenter, 2010, s. 9; Ederer & Manso, 2013, s. 1496; Jensen & Murphy, 1990a, s. 226-227; Kunz & Pfaf, 2002)

I forlængelse af ovenstående peger flere undersøgelser på, at det er formen snarere end aflønningsniveauet, der motiverer CEOs til at øge selskabets markedsværdi (Jensen & Murphy, 1990b, s. 1; Mehran, 1995, s. 164). I den forbindelse tyder resultaterne fra den forhenværende forskning, at en binding af CEO'ens aflønning til selskabets performance motiverer dem til at træffe mere værdimaksimerende beslutninger (Mehran, 1995, s. 166; Jensen & Murphy, 1990a, s. 164; Ederer & Manso, 2013, s. 1496). En konsekvens af dette er, at der forekommer en større risiko for manipulation af det der i fagtermer kendes som "earnings management", når direktørernes potentielle samlede aflønning er tæt knyttet selskabets præstation (Bergstresser & Philippon, 2006, s. 521).

Det forekommer endvidere, at såfremt arbejdsopgaverne stiller store krav til kreativitet og innovation, kan en pay-for-performance aflønning faktisk underminere præstationerne. Dette skyldes ifølge litteraturen, at denne pay-for-performance aflønning tilskynder til at gentage det, der altid har virket, og dermed ikke udforske en innovativ og kreativ proces (Ederer & Manso, 2013, s. 1496)

Ydermere forekommer divergerende udsagn i litteraturen angående hvilken sammensætning af lønpakken, som er at foretrække i forhold til CEO-aflønning. Mehran (1995) artikulerer, at CEOs ofte bør foretrække en stor andel af fast løn. Dette skyldes, at den fast løn med sikkerhed udbetales, modsat den variable løn, der er bundet op på performance kriterier. I den henseende frembringes *kontrollerbarhedsprincippet,* der foreskriver, at CEO's kun bør holdes ansvarlige for det, der er i deres kontrol. Jensen & Murphy (2011) understreger, at CEO's bør holdes ansvarlig for faktorer, der til en vis grad er udenfor deres kontrol, men hvor CEO's ageren fortsat har en påvirkning.

Pay-for-performance er et meget omtalt begreb, der særligt i amerikansk litteratur er blevet behandlet af en lang række forskere. Jensen & Murphy (1990a) og Jensen & Murphy (1990b) antages at have lavet den første omfattende analyse af relationen mellem CEO-aflønning og performance. Disse artikler har dannet grundlag for undersøgelser foretaget af andre forskere,

hvor (Hall & Liebman, 1998; Bebchuk & Fried, 2006; Frydman & Jenter, 2010) kan nævnes som eksempler. Resultaterne er ofte divergerende, hvilket i store træk kan tilskrives forskellene i de førnævnte forskeres datasæt og udregninger, samt hvilket perspektiv der er anvendt til undersøgelsen af emnet. Ikke desto mindre foreligger der megen litteratur på emnet, hvoraf resultaterne i et vist omfang er forskellige.

3.4 Yderligere litteratur

I forbindelse med udformningen af litteraturreviewet er det naturligt, at de opstillede kriterier i søgeprocessen har medvirket til adskillelse af litteratur, der potentielt har en berettigelse i denne afhandling. I forhold til søgeprocessen er der opstillet en række kriterier for udgivelse i troværdige tidsskrifter, søgeord og citeringer, hvilket må antages at udelukke dansk og skandinavisk litteratur. Denne litteratur har uden tvivl en berettigelse, idet afhandlingen undersøger de danske C25-selskabers aflønning af CEO's, hvorfor dansk, men også skandinavisk litteratur er væsentlig at tage i betragtning.

Den danske og skandinaviske litteratur er derfor ikke inkluderet i ovenstående litteraturreview, da litteratur, der tager udgangspunkt i dansk empiri, ikke er udgivet i de internationale tidsskrifter, som litteraturreviewet bygger på. Et manglende informationsniveau har desuden medført, at det først i nyere tid har været muligt at foretage dybdegående analyser af dansk ledelsesaflønning, hvilket ligeledes har haft en negativ indflydelse på antallet af litteratur på området (Eriksson & Lausten, 2000, s.270).

I det ovenstående litteraturreview forekommer størstedelen af litteraturen og dets resultater fra USA. I den henseende argumenterer Eriksson & Lausten (2000) for, at den litteratur, der tager udgangspunkt i USA og typisk i store amerikanske selskaber, medfører konklusioner, der naturligvis er betinget af resultaterne på det amerikanske marked. Det er derfor relevant at forholde sig kritisk til spørgsmålet, om udenlandsk og særligt amerikansk litteratur er direkte sammenlignelig og kan anvendes på C25-selskabernes aflønning af CEOs. I den forbindelse peger Eriksson & Lausten (2000) på, at styring af selskaber i USA kan adskille sig markant fra Europa, og herunder Danmark. Dette er dog ikke ensbetydende med, at den amerikanske litteratur ikke er anvendelig. Det er snarere et udtryk for, at det er relevant at inddrage litteratur både fra USA, Danmark og andre lande, der kan bidrage til, at afhandlingens litteraturgrundlag forbedres. Hvilket kommer til syne i en sammenkobling af den gængse litteratur, som litteraturreviewet har affødt, og den yderligere litteratur.

I forhold til den danske litteratur på området, er der naturligvis et mindre antal empiriske undersøgelser. De undersøgelser, der er til rådighed, tager desuden sjældent udelukkende udgangspunkt i C25-selskaberne, men derimod enten danske store- og børsnoterede selskaber, eller et forholdsvis bredt spektrum af selskaber (Eriksson & Lausten, 2000; Bechmann, 2019).

Ikke desto mindre er dansk empiri naturligvis relevant for afhandlingen, da emnefeltet omhandler C25-selskabernes aflønning af CEO's. Kommende afsnit har derfor til formål at frembringe litteratur omhandlende aflønning i en dansk kontekst.

3.5 Opsamling på yderligere litteratur

På baggrund af ovenstående tilføjes yderligere litteratur, som i kombination med litteraturreviewet skal konstituere den litteraturmæssige baggrund for afhandlingen. I den forbindelse præsenteres flere relevante pointer fra den yderligere litteratur herunder.

Eriksson og Lausten (2000) pointerer, med udgangspunkt i undersøgelsen af danske selskaber, at kun 30% af CEO's modtager bonus og provisioner, samt at denne bonus svarer til 10-12% af deres samlede lønpakke. Ydermere finder Eriksson og Lausten (2000) en relativ svag sammenhæng i pay-for-performance relationen. En essentiel tilføjelse er, at konklusionen af deres analyse ikke skildrer mellem managere og CEO's, men derimod blot konkluderer, at sensitiviteten er svag som helhed.

Brugen af aktieløn er blevet markant mere udbredt blandt store selskaber. I 2004 udgjorde aktieløn mindre end 3% af den samlede CEO-løn, mens den i 2016 udgjorde mere end 27%. Lønudviklingen for CEOs har været betydeligt højere i virksomheder, hvor aktieaflønning udgør en større andel af den samlede lønpakke (Jørgensen et al., 2019, s. 15).

Af dansk litteratur, der beskæftiger sig med pay-for-performance, kan Bechmann (2019) nævnes. Resultaterne heraf, målt ved samlet aflønning og omsætning, viser at en fordobling af omsætningen resulterer i en stigning i CEO-løn på omtrent 17%. Omend denne regnemetode vedrørende pay-for-performance adskiller sig fra amerikansk litteratur (Jensen & Murphy, 1990b; Hall og Liebman, 1999), findes der en vis sammenhæng mellem pay og performance.

4. Teori

De følgende teoriafsnit vil præsentere de essentielle teorier og udforske de underliggende principper inden for CEO-aflønning. Ved at frembringe de teoretiske aspekter kan en dybere forståelse af undersøgelsesrammen opnås, hvilket indebærer en redegørelse af principal-agent-forholdet. Herefter følger en skildring af aflønningen og selve formålet herved. Ydermere nedbrydes aflønningen i de enkelte lønkomponenter, der spiller en central rolle i afhandlingens databehandling og analyse. Pay-for-performance udforskes derefter, efterfulgt af en gennemgang af de performancekriterier, der kan danne rammerne for CEO-løn.

4.1 Principal-agent-forholdet

Principal-agent-forholdet er et essentielt element, når det kommer til aflønning af CEOs, da det ofte er bevæggrunden for at udvikle en incitamentsaflønnings struktur (Jensen & Murphy, 1990a;). Principal-agent-forholdet omhandler flere forskellige problemstillinger, men i den brede forstand definerer Jensen og Meckling (1976, s. 308) principal-agent-forholdet som følgende: *"... an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent."* Principal-agent-forholdet beskrives altså som en relation mellem to (eller flere) parter, hvor en part (agenten) handler på vegne af den anden part (principalen).

Interessekonflikt

En fundamental antagelse i teorien omhandlende principal-agent-forholdet er, at der i relationen mellem principalen og agenten eksisterer en interessekonflikt (Kunz & Pfaff, 2002; Bergstresser & Philippon, 2006). Dette ses eksempelvis i de større selskaber, hvor ledelsen er adskilt fra ejerkredsen. Der opstår typisk en interessekonflikt mellem aktionærerne (principalen) og CEO'en (agenten), da de har divergerende mål. Aktionærerne ønsker at maksimere værdien af selskabet, mens CEO'en ønsker at maksimere sin egen velstand. (Jensen & Meckling, 1976; Conyon, 2006). Denne interessekonflikt opstår på baggrund af antagelsen om, at alle individer handler efter egen økonomisk interesse og foretager rationelle valg. Det indebærer en risiko for, at agenten ikke nødvendigvis arbejder for at maksimere selskabets værdi, hvis det modsat er muligt at maksimere egne økonomiske interesser.

Risikoneutral vs. risikoavers

En anden central antagelse, der er essentiel for principal-agent-forholdet, beskæftiger sig med risiko. I denne henseende er disse begreber nødvendige at forstå; *risikoneutral* og *risikoavers.* I principal-agent-forholdet antages principalen at være riskoneutral, mens agenten er risikoavers, hvilket skyldes, at principalen typisk spreder sin risiko over en større portefølje, mens agenten typisk har koncentreret størstedelen sin risiko i ansættelsen hos principalen (Kunz & Pfaff, 2002). Med andre ord antages det at principalen har en mere diversificeret portefølje og dermed ikke er påvirket af risiko på samme måde. Agenten er modsat meget udsat og ønsker ikke at tage unødig risiko, medmindre der gives en form for kompensation, hvilket det kommende aflønningsafsnit skildrer.

Asymmetrisk information

En tredje og fundamental antagelse i forhold til principale-agent-forholdet er asymmetrisk information, der vedrører, at agenten har større indsigt i selskabet end principalen (Kunz & Pfaff, 2002). Dette skyldes, at agenten er mere involveret i selskabets daglige drift, og dermed har et større kendskab til aktiviteterne og egen indsats. Principalen og agenten har ofte asymmetrisk information om betingelserne for arbejdet og generelt relationen mellem præstation og resultat. Endvidere kan både principalen og agenten have interesse i at skjule og udnytte informationen for egen vindings skyld. Der kan eksempelvis forekomme situationer, hvor agenten tilbageholder information ved ikke at oplyse principalen herom, hvis det potentielt stiller agenten dårligere (Kunz & Pfaff, 2002). Problemstillingen omhandlende asymmetrisk information inddeles ofte i begreberne: *Adverse selection* og *Moral hazard*. Adverse selection relaterer sig til situationer, hvor agenten har et højere informationsniveau end principalen, mens moral hazard omhandler de situationer, hvor agenten foretager handlinger udelukkende med personlig gevinst for øje.

Principal-agent-forholdet identificerer en række problemstillinger, der er vigtigt at være opmærksom på, når det kommer til aflønning af CEOs. Der er ingen tvivl om, at interessekonflikten, den divergerende risikoprofil og informationsasymmetrien, principalen og agent imellem, kan have store konsekvenser for styringen af et selskab. Det er derfor essentielt at skabe sammenfald mellem principalens og agentens interesser, således risikoen mindskes for at der opstår Adverse selection, Moral hazard eller generelle problematikker, CEO og aktionærer imellem. Et redskab til at skabe fælles interesser er aflønningen, der

potentielt kan løse problematikkerne i forbindelse med Principal-agent-forholdet (Frydman & Jente, 2010; Hall & Liebman, 1998).

4.2 Aflønning

De ovenstående problematikker relateret til Principal-agent-forholdet har det tilfælles, at det ofte er aflønningen, der fremhæves, når løsningen skal findes. Udfordringen er hovedsageligt, som beskrevet i ovenstående afsnit, at skabe incitamenter, der bidrager til at skabe sammenfald i principalens og agentens interesser.

Struktureringen af CEO-aflønning fremstår derved som et redskab, hvormed aktionærerne kan påvirke CEO'ens økonomiske incitament og på den måde afstemme de modstridende interesser. I praksis er det bestyrelsens ansvar at hyre og aflønne direktionen, men bestyrelsen vælges af aktionærerne i ambitionen om at varetage deres interesser. Det er dermed bestyrelsens opgave at agere et naturligt bindeled mellem agenten og principalen (Jørgensen et al, 2019).

Det overordnede og essentielle aspekt i incitamentsaflønning er, at det benyttes som et middel til at tiltrække, fastholde og motivere CEO's til at tjene aktionærernes interesser (Jensen & Murphy, 1990b; Frydman & Jenter, 2010). Det er samtidig vigtigt at forstå, hvad incitamentsaflønning er. Incitamentsaflønning er kendetegnet ved, at den hovedsageligt fungerer som et variabelt supplement til den faste grundløn. Det betyder, at i langt de fleste tilfælde er størrelsen af incitamentsaflønningen bestemt af CEO'ens præstationer i en given periode. Dermed er incitamentsaflønning et styringsværktøj, der på bedst mulig vis skal allokere CEO'ens tid og fokus til de arbejdsområder, der afspejler aktionærernes mål og forhåbninger om værdiskabelse.

Jensen og Murphy (1990b) understreger at aflønningen, i situationer med problematikker i henhold til Principal-agent-forholdet, skal udformes således, at den giver CEO'en incitamenter til at vælge at gennemføre handlinger, der øger aktionærernes velstand.

Ydermere skriver Dansk Erhverv eksempelvis, at *"Formålet med incitamentsaflønning er at få medarbejderne til at fokusere på virksomhedens vigtigste indsatsområder og mål, og derved fremme væksten i virksomheden"*. Det er derfor tydeligt, at incitamentsaflønning fungerer som et redskab, der skal skabe incitamenter til at fokusere på bestemte arbejdsområder. Endvidere er incitamentsaflønning en del af det samlede vederlag, der har til

formål at tiltrække og fastholde kompetente medlemmer af ledelsen (Corporate Governance, 2021, afsnit 4).

Dette går ofte hånd i hånd med selskabernes forklaring på deres egen brug af incitamentsaflønning. Eksempelvis skriver Novo Nordisk om deres vederlagspolitik for året 2022: "*Vederlagspolitikken har til formål at tiltrække, fastholde og motivere bestyrelsen og koncerndirektionen på et konkurrencedygtigt niveau. Vederlaget skal sikre, at koncerndirektørernes interesser er sammenfaldende med aktionærernes".* De samme argumenter går igen i samtlige af C25-selskabernes rapporter, hvorfor der foreligger en fælles konsensus om hensigten ved brugen af incitamentsaflønning og aflønning generelt set. Dette understreges derudover i Bechmann (2018), der har foretaget en undersøgelse, hvor danske bestyrelsesmedlemmer, CEO's, rådgiver og aktionærer har besvaret, hvad det væsentligste formål med incitamentsaflønning er. I den forbindelse viser resultatet af undersøgelsen, at hele 58% angiver "sikre fokus på værdiskabelse og sammenfaldende interesser mellem ledelse og ejere" som det væsentligste formål (Bechmann, 2018, s. 23).

Jensen og Murphy (1990a) fremhæver tre grundlæggende elementer, der teoretisk kan skabe sammenfald mellem CEO'en og aktionærernes interesser:

- CEO'en bliver betydelig ejer af selskabets aktier.
- Løn, bonus og aktieaflønning skal struktureres således, at der gives store belønninger for gode præstationer og store sanktioner for dårlige præstationer.
- Fyring i tilfælde af dårlige resultater skal gøres reel.

Incitamentsaflønning er dog ikke den perfekte løsning på problematikkerne i henhold til principal-agent-forholdet, som tidligere er beskrevet. Kritikerne peger på, at incitamentsaflønning kan forårsage en række adfærdsproblemer og dermed foranledige utilsigtet ledelse af selskabet (Jensen & Murphy, 2011). Såfremt CEO'ens arbejdsopgaver fordrer et kreativt og innovativt tankesæt, kan en incitamentsaflønnings struktur potentielt underminere præstationen. Årsagen til dette findes i, at incitamentsaflønning får agenten til at anstrenge sig mere, men også gentager det, der i fortiden har virket, hvorfor innovationen og kreativiteten ikke undersøges (Ederer & Manso, 2013, s. 1496).

For at forstå de underliggende elementer i den generelle aflønning er det essentielt at skildre, hvilke lønkomponenter CEO-aflønning beror på. Lønkomponenterne og især

sammensætningen af disse er vigtigt at have øje, når det senere i afhandlingen anvendes til at beskrive sammensætning og niveauet af lønpakkerne.

4.3 Lønkomponenter

Dette afsnit frembringer de generelle lønkomponenter, der hovedsageligt indgår i den samlede lønpakke til CEOs i C25-selskaberne. Der redegøres endvidere for komponenternes karakteristika, samt hvordan de bidrager til styring af incitamenter. Afsnittet vil til slut opsamles i en tabel over komponenterne og deres indflydelse på incitamenterness opbygning. Derudover frembringes konkrete eksempler på lønpakker til CEOs fra et C25-selskab.

Først og fremmest er aflønningen af CEOs typisk inddelt i et fast og et variabelt element. Den variable aflønning består som regel af kortsigtet og langsigtet lønkomponenter. De kortsigtede komponenter relaterer sig til kontante bonusprogrammer, der tildeles efter resultatopnåelse inden for et regnskabsår, mens de langsigtet komponenter ofte består af aktiebaserede incitamentsprogrammer, der er bundet op på selskabets langsigtede værdiudvikling (Corporate Governance, 2021, afsnit 4; Groysberg, Abbott, Marino & Aksoy, 2021).

4.3.1 Fast løn

Det er tidligere beskrevet, hvordan bestyrelsen har til opgave at være bindeled mellem aktionærerne og CEOs, det er derfor også deres opgave at sammensætte og fastlægge CEO-afløningen (Jørgensen et al., 2019). Det første, der typisk udgør fundamentet i lønpakken, er den faste løn. Størstedelen af den faste løn er fastsat på forhånd og udbetales kontant til CEO'en hver måned, som var det enhver anden lønmodtager (Groysberg et al., 2021). Udover den faste kontant løn, indeholder denne lønkomponent også andre fordele.

Erhvervsstyrelsen (2021) skriver eksempelvis, at de faste vederlagskomponenter dækker over en fast grundløn, pensionsbidrag og andre goder. Dette fremgår i Gorrissen Federspiel (2022), hvor fast løn typisk indeholder andre elementer, såsom pension og andre personalegoder. De goder, der indgår, kan være fri bolig, ferieboliger, sundhedsforsikring og så videre. Det er dog vigtigt at have for øje, at værdien af disse goder ofte er meget beskeden i forhold til den samlede lønpakke (Erhvervsstyrelsen, 2021).

4.3.2 Kontant bonus

Den kontante bonus er, som navnet antyder, et kontant beløb der udbetales til CEO'en ved opnåelse af forskellige mål. Denne bonus kan være relateret til en andel af den faste løn eller blot som et forudbestemt beløb, der ofte knyttes til kortsigtede resultatkriterier. Det vil sige, at der overordnet er tale om årlige belønninger og dermed konstrueres kortsigtede incitamenter, der tilskynder CEOs til kortsigtede beslutninger, hvilket på sigt kan påvirke fremtidige resultater (Erhvervsstyrelsen, 2021).

Et andet aspekt i henhold til den kontante bonus er, i hvilket omfang den udbetales i det samme år, den tildeles, eller om den først udbetales i et senere år. De kontante bonusser kan eksempelvis blive udbetalt i en overlappende proces, hvor en bonus, der optjenes i 2018, kan blive udbetalt i henholdsvis 2018, 2019 og 2020. Dette betyder også at selvsamme CEO kan få udbetaling for en bonus, der blev opnået i eksempelvis 2016 eller 2017 (Groysberg et al., 2021). Der skelnes med andre ord mellem opnåelsen og realiseringen af den kontante bonus.

4.3.3 Aktieaflønning

Den tredje grundlæggende komponent, der går igen i CEO-lønpakkerne, er aktieaflønning. Den typiske aktieaflønning foregår praktisk set ved, at CEO'en får tildelt et antal aktier i forbindelse med målopfyldelse. Disse aktier giver løbende CEO'en kursgevinster, udbytte samt stemmerettighed i selskabet på lige fod med de øvrige aktionærer.

Det er dog væsentligt at pointere, at der findes forskellige former for aktieaflønning. Et alternativ til den typiske aktieaflønning er de såkaldte *fantomaktier*, der fungerer som fiktive aktier, der efterfølgende afregnes kontant med udgangspunkt i udviklingen i aktiekursen (Groysberg et al., 2021). Ydermere findes *restricted aktier,* der ikke er mulige at sælge med det samme, da der er indlagt en bestemt tidsperiode, hvor CEO'en skal holde aktierne. Disse typer af aktieaflønning tildeles ofte CEO'en i sammenhæng med målopfyldelse. En anden måde at bruge aktieaflønning er via aktieoptioner, der giver CEO'en ret til at købe aktier til en forudbestemt pris i en bestemt periode. Det betyder, at skulle aktiekursen stige i løbet af perioden, kan CEO'en købe aktierne billigere. Aktieoptionerne gør det derfor muligt for CEO's at opnå gevinst ved enhver stigning i aktiekursen fra tildelingsdatoen. Dette har den konsekvens, at CEO's kan opnå gevinster, selv når deres præstation isoleret set er dårlig, så længe kursen stiger som følge af andre markedsbevægelser. Bebchuk & Fried (2006) peger blandt andet på, at store dele af gevinsterne ved aktieoptioner stammer fra positive

markedsbevægelser snarere end selskabsspecifik udvikling, der skyldes CEO'ens isolerede præstation.

Mehran (1995) peger eksempelvis på, at CEO's ofte må foretrække en større andel af fast løn frem for aktieaflønning. Dette beror på, at værdien af selskabets aktier til en vis grad er uden for CEO'ens egen kontrol. Der er grundlæggende andre elementer, der spiller ind på aktiekursen, såsom makroøkonomiske og geopolitiske forhold. Helt overordnet bruges *kontrollerbarhedsprincippet* typisk, hvori det hævdes, at ledere generelt ikke bør holdes ansvarlige for faktorer, som de i sidste ende ikke har kontrol over (Jensen & Murphy, 2011). Det understreges dog af netop Jensen & Murphy (2011), at en stram overholdelse af kontrollerbarhedsprincippet kan føre til uansvarlig adfærd og utilfredsstillende incitamenter. Derfor bør CEO'en holdes ansvarlig for de faktorer, der til en vis grad ligger udenfor deres kontrol, men dog stadig kan påvirkes af CEO'ens ageren.

4.3.4 Opsamling af lønkomponenter

I henhold til ovenstående afsnit vedrørende lønkomponenter er følgende tabel udformet for at kortlægge de enkelte komponenters karakteristika.

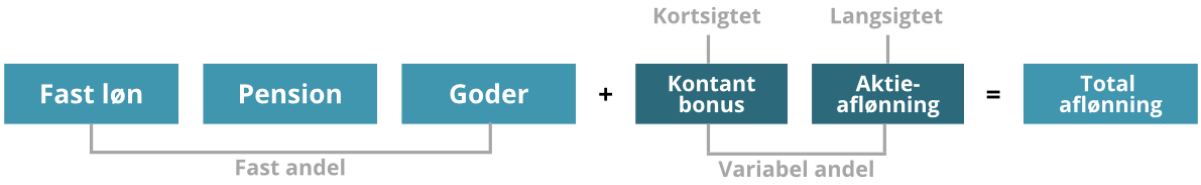
Komponenter	**Incitament**	**Kortsigtet/langsigtet**	**Performanceafhængig**
Fast løn	Nej	Hverken-eller	Nej
Kontant bonus	Ja	Kortsigtet	Ja
Aktieaflønning	Ja	langsigtet	Ja

Tabel 1: Opsamling af lønkomponenter, egen tilvirkning

Det første element, der er essentielt at forholde sig til, er om de enkelte lønkomponenter bidrager til at skabe incitamenter for CEO'ens ageren. I denne henseende er det faste lønkomponent ikke direkte incitamentsskabende, da denne udgør fundamentet i den samlede lønpakke og er fastsat på forhånd. Udbetalingerne sker ofte hver måned og er altså ikke relateret til CEO'ens performance i den givne måned. Der kan dog argumenteres for, at den på forhånd fastsatte løn, som denne komponent er, er et resultat af CEO'ens tidligere performance og erfaringer. Det er dog vigtigt at pointere, at der ikke er en sammenhæng mellem den faste løns størrelse og CEO'ens performance på det givne tidspunkt. Endvidere

skal den faste lønkomponent hverken anses som værende kortsigtet eller langsigtet, da den udbetales fast og altså ikke er direkte performanceafhængig.

Den kontante bonus og aktieaflønning danner tilsammen den variable del af den samlede lønpakke, der er incitamentsskabende. Den væsentlige forskel heri er, at den kontant bonus motiverer til kortsigtede handlinger, mens aktieaflønning fører til mere langsigtede beslutninger. Disse lønkomponenter er derudover afhængige af, at de givne performance kriterier bliver opfyldt. Den faste andel af den samlede totale aflønning udgøres, som tidligere beskrevet, af fast løn, pension og andre goder. Den variable andel består af kontant bonus, der anses for at være kortsigtet incitamentsskabende, og aktieaflønning, der skaber mere langsigtet incitamenter. Den faste andel og den variable andel udgør tilsammen den samlede totale aflønning, som illustreret nedenfor.



Figur 6: Opsamling af lønkomponenter, egen tilvirkning

4.3.5 Eksempler på lønpakker

I dette afsnit frembringes eksempler på lønpakker for CEO'en i tre udvalgte selskaber. Der er tale om Novo Nordisk, Vestas Wind Systems og Danske Bank, der praktiserer forskellige tilgange til sammensætningen af deres lønpakker. Tabellen herunder viser et udtræk af data fra de tre selskabers vederlagsrapporter fra 2022:

Beløb i DKK mio.

Selskab	Total løn	Fast løn	Kontant bonus	Aktieaflønning	Fast andel	Variabel andel
Novo Nordisk	60,1	19,1	13,2	27,8	32%	68%
Vestas Wind Systems	34,4	13,0	-	21,4	38%	62%
Danske Bank	18,4	14,8	0,7	2,9	80%	20%

Tabel 2: Eksempler på lønpakker, egen tilvirkning

Det interessante i forbindelse med kortlægningen af de tre selskabers samlede lønpakker er, at der er forholdsvis stor variation i både størrelse og sammensætning. Novo Nordisk er det selskab i C25, der har den største totale aflønning til deres CEO på over 60 millioner kroner, hvilket er godt 13 millioner mere end nummer to. Tages sammensætningen af aflønningen i

Novo Nordisk i betragtning udgøre den fast andel under halvdelen af den samlede totale aflønning, hvorfor den variabel andel repræsenterer størstedelen i form af de incitamentskabende komponenter kontant bonus og aktieaflønning. Dette er også tilfældet i Vestas Wind Systems, men en betragtelig forskel er, at der ikke er udbetalt en kontant bonus, som følge af at performance kriterierne ikke blev indfriet. Et relevant aspekt er i den sammenhæng, at på trods af udeblivelsen af den kontante bonus, konstituerer den variable andel fortsat hovedparten af den totale aflønning. Dette er forårsaget af den forholdsvis store aktieaflønning. Vendes blikket mod Danske Bank, hvor forholdet mellem den faste og variable andel er væsentlig anderledes. Her står den faste løn for hele 83% af den samlede total aflønning, mens de variable løn udgør 17%.

Ovenstående er eksempler fra konkrete sammensætninger af lønpakken til CEO's og de komponenter der indgår heri. Disse eksempler viser, at der i aflønningen af CEO's i C25 selskaberne findes anseelige forskelle i vægtningen og brugen af de enkelte komponenter.

4.4 Pay-for-performance

I relation til behandlingen af problemformuleringen frembringes den relevante teori omhandlende pay-for-performance, der indbefatter en præsentation af resultater fra tidligere litteratur. For at udtrykke pay-for-performance relationen i de danske C25-selskaber er det selvsagt essentielt at udpensle, hvad det helt konkret består af.

For at beskrive Pay-for-performance er det selvsagt relevant at undersøge, hvad variablerne pay og performance består af. I den gængse litteratur på området, anvendes total CEO-løn ofte som pay-variablen (Jensen & Murphy, 1990b; Frydman & Jente, 2010; Hall & Liebman, 1998). Vendes blikket mod performance, findes der dog i større grad divergerende inputvariable. Jensen & Murphy (1990b) anvender markedsværdi, hvilket anses som at være den mest almene forståelse af performance i litteraturen (Frydman & Jente, 2010; Hall & Liebman). Bechmann (2019) undersøger pay-for-performance, hvor performance-variablen udgøres af omsætning.

For at forstå Pay-for-performance relationen undersøges sensitiviteten mellem CEO løn og resultater. Jensen & Murphy (1990b) definerer sensitiviteten, som ændringen i CEO formue i relation til ændringen i aktionærernes formue. I den henseende tolkes en højere sensitivitet som et tegn på en tættere sammenhæng mellem CEO løn og aktionærernes interesser. Sensitiviteten eller sammenhængen mellem CEO løn og performance er undersøgt i tidligere

forskning på området.

Jensen & Murphy (1990b) var blandt de første til at udarbejde en omfattende undersøgelse af pay-for-performance relationen i store amerikanske selskaber. Undersøgelsen tager udgangspunkt i mere end 1.400 børsnoterede selskaber i perioden 1974-1986. Konklusionen er, at der findes en stigning i CEO-formue på $3,25 for hver $1.000 i selskabsværdien. I den henseende konkluderes det i undersøgelsen, at der ikke findes en sammenhæng i relationen mellem pay og performance.

Jensen & Murphy (1990a) kritiserer desuden det fokus pay-for-performance har på niveauet af aflønningen til CEOen, fremfor måden hvorpå CEO's aflønnes. I denne sammenhæng anvendes udtrykket "It's not how much you pay, but how". I den forbindelse er Jensen & Murphy (1990a) fortalere for, at fokus øges på selve kombinationen af lønkomponenterne fremfor det samlede lønniveauet.

En række nyere undersøgelser peger dog i den anden retning, hvori en stærkere sammenhæng i pay-for-performance relationen udledes. Hall & Liebman (1998) konkluderer, modsat Jensen & Murphy (1990b), at der i langt højere grad er sammenhæng i CEO aflønning og selskabets performance. Endvidere hævder Hall & Liebman (1998), at størstedelen af sammenhængen i pay-for-performance relationen kan tilskrives ændringerne i CEOens aktiebeholdning. I og med, at Hall & Liebmann (1998) antages at være skrevet, i hvert fald tilnærmelsesvist, som et direkte modsvar på Jensen & Murphy (1990b), kommer det formentlig ikke som nogen overraskelse, at resultaterne er divergerende.

En højere sammenhæng mellem pay-for-performance forekommer også i Frydman & Jenter (2010), hvor CEOs i de 500 mest omsatte amerikanske selskaber oplever en forbedret pay-for-performance relation fra 1992 og frem mod 2005. I denne periode er en stigning i CEO-formue for hver $1.000 i selskabsværdien gået fra $3.70 til $6.40. I denne henseende kan det antydes, at pay-for-performance relationen er styrket i perioden.

Med afsæt i ovenstående er der ingen tvivl om, at den tidligere forskning i pay-for-performance relationen peger i forskellige retninger, da der ikke findes enighed om, hvorvidt pay-for-performance relationen er stærk eller svag. I den forbindelse er det relevant at tage

undersøgelsernes regnemetoder til overvejelse. I størstedelen af de undersøgelser benyttes regressionsmodeller, der beskriver sensitiviteten mellem to parametre. Det er tidligere i afsnittet skildret, hvordan Jensen & Murphy (1990b) fandt en ændring i CEO-lønnen med $3.25 for hver $1.000 ændring i aktionærernes formue. Til regressionanalysen i Jensen & Murphy (1990b) anvendes den samlede lønpakke og dens komponenter som den afhængige variabel i regressionsanalysen, hvor den uafhængige variabel er markedsværdi.

Ovenstående pay-for-performance resultater tager alle udgangspunkt i amerikansk data og litteratur. Ikke desto mindre foretager Eriksson & Lausten (2000) en analyse af dansk ledelsesaflønning og drager konklusionen, at pay-for-performance sensitiviteten som udgangspunkt er svag. Mere præcist konkluderes det, at udviklingen i ledelsesaflønning i lav grad kan forklare selskabets præstation. Vigtigt at tilføje er, at konklusionen af deres analyse ikke skildrer mellem managere og CEO's, men derimod blot konkluderer, at sensitiviteten er svag som helhed.

I overensstemmelse med afhandlingens problemformulering er det ambitionen at undersøge relationen mellem pay og performance i C25-selskaber. I denne henseende er det relevant at foretage en regressionsanalyse af C25-selskabernes aflønning til CEO's og sammenhængen til forskellige variabler, der beskriver deres performance. I den forbindelse er flere parametre relevante at medtage, da der ikke er et parameter der fuldkommen beskriver CEO performance, men derimod flere som i sidste ende er relevante i henhold til den overordnede CEO-performance. Dette vedrører performancevariablerne markedsværdi, omsætning og EBITDA. Anvendelsen af de ovenstående performancevariabler drøftes yderligere i afsnit *7.1.2 performancevariabler.*

Selskabets markedsværdi er relevant angående pay-for-performance relationen, da det overordnede formål med aflønning af CEOs er at skabe sammenfaldende interesser mellem CEO og aktionærerne. Endvidere er parametrene omsætning og EBITDA brugbare i pay-for-performance sammenhæng, da det indikerer CEOens overordnede evne til at skabe vækst og indtjening.

4.5 Performance Kriterier

I det følgende afsnit frembringes hovedpunkterne ved performance kriterier, der er knyttet til incitamentsaflønning.

I forhold til de performance kriterier, der beskrives i C25-selskabernes offentlige rapporter, er disse ofte meget overordnede, da der ikke er lovgivningsmæssige krav til detaljegraden. Dette betyder, at rapporterne ikke behøver at belyse de eksakte performance kriterier, målemetoder eller targets. Derfor kan der naturligvis være en diskrepans mellem de offentlige kendte performance kriterier og de performance kriterier, der anvendes i selskabernes specifikke kontrakter (Erhvervsstyrelsen, 2021).

Det er tidligere blevet belyst, hvordan lønkomponenterne på forskellig vis kan anvendes som kortsigtet og langsigtet incitamentsaflønning. Dette er tæt relateret til performance kriterierne, der fungerer som de mål, der skal indfries, for at aflønningen udbetales til CEO'en. Når et C25-selskab anvender aktieaflønning, knyttes det ofte til et eller flere performance kriterier, der kan optjenes på længere sigt. Den kontante bonus knyttes ligeledes til performance kriterier, der dog kan optjenes på kortere sigt (Erhvervsstyrelsen, 2021). Performance kriterierne inddeles ofte i enten finansielle og ikke-finansielle (Erhvervsstyrelsen, 2021).

Finansielle performance kriterier

De finansielle performance kriterier er knyttet til finansielle nøgletal, såsom omsætning, årets resultat, afkast på investeret kapital, aktiekurser og andre relevante parametre. I den forbindelse struktureres de finansielle performance kriterier ofte efter, om de er knyttet til kortsigtede eller langsigtede incitamentsaflønning (Erhvervsstyrelsen, 2021).

Ikke-finansielle performance kriterier

De ikke-finansielle performance kriterier er knyttet til parametre der ikke er af finansiel karakter, såsom kundetilfredshed, medarbejdertilfredshed, sikkerhedsstatistikker og strategiske milepæle (Erhvervsstyrelsen, 2021).

Endvidere stiller ikke-finansielle performance kriterier i højere grad krav til selskabernes måling og indsamling af data, da kriterierne ikke er finansielle og derfor ikke indgår i den regnskabsmæssige rapportering. Dette kan forårsage, at de ikke-finansielle performance kriterier kan være svære at måle og evaluere korrekt.

Performance kriterier i afhandlingen

Værd at tilføje til ovenstående finasielle- og ikke-finaniselle performance kriterier, er at de danner rammerne for, hvordan kontant bonus og aktieaflønning opnås. De vedrører derfor

den variable del af lønpakken. Performance kriterier analyseres dog ikke yderligere i denne afhandling, da det ikke er ambitionen at undersøge, hvorvidt en CEO har nået sine finansielle mål eller ej. Det er derfor i højere grad niveauet og sammensætning, og ikke opnåelsen, af lønpakken, der er i fokus. I den henseende tager afhandlingen udgangspunkt i aflønningen af CEOs, men altså ikke de bagvedliggende performance kriterier, der bidrager til indfrielsen af den variable løn.

4.6 Opsamling på det teoretiske grundlag

I og med, at det teoretiske ståsted er beskrevet ovenfor, findes det nu relevant at opsummere, inden datasættet præsenteres. Indledningsvist introduceres principal-agent-forholdet og de udfordringer, der typisk opstår mellem principalen og agenten. Knyttet til principal-agent-forholdet er en række problemstillinger, som indebærer; selve *interessekonflikten*, *risiko*, principalen antages at være risikoneutral, og agenten risikoavers, samt *asymmetrisk information*. En af de centrale udfordringer i principal-agent-forholdet omhandler at skabe sammenfald mellem de to parters interesser. Derudover antages agenten at være udsat for væsentlig mere risiko, da denne er koncentreret omkring ansættelsen hos et selskab, mens principalen antages at have en diversificeret portefølje, hvorfor vedkommendes risikoeksponering antages at være lavere.

Dette præsenterer en naturlig overgang til aflønning, der, i teoretisk forstand, har det centrale formål at motivere agenten til at handle i principalens interesse. Derfor fremhæves aflønning ofte som værende løsningen på problematikkerne i forbindelse med principal-agent-forholdet. Det er i denne henseende essentielt at forstå, at aflønningen kan konstrueres på meget forskellig vis, hvad angår lønkomponenterne og sammensætningen af disse.

Den samlede totale aflønning af CEO's i C25-selskaberne inddeles fortrinsvis i *fast løn*, *kontant bonus* og *aktieaflønning.* Den faste løn er ofte fundamentet i lønpakken og udgøres af fast grundløn, pensionsbidrag og andre goder. Kontant bonus dækker over et kontant beløb, der udbetales til CEO'en ved opnåelse af et forudbestemt, kortsigtet performance kriterium. Aktieaflønning består af en tildeling af aktier, som kan være såkaldte fantomaktier, restricted aktier, aktieoptioner eller blot helt almindelige aktier. Aktieløn anvendes ofte i en langsigtet kontekst.

I forhold til pay-for-performance relationen peger undersøgelser i forskellige retninger, da der ikke findes enighed om, hvorvidt pay-for-performance relationen er stærk eller svag. Dette

kan i mellemtiden have betydning, at den tidligere forskning tager udgangspunkt i forskellige tidsperioder og inkorporerer forskellige data og fremgangsmåder i deres undersøgelser, hvorfor resultaternes forskelligheder naturligvis afspejles herefter.

Med afsæt i ovenstående anses underspørgsmål 1. besvaret, da forhold og komponenter som har indflydelse på CEO-aflønning er frembragt. I ambitionen om at besvare de efterfølgende underspørgsmål og selve problemformuleringen påbegyndes afhandlingens databehandling nedenfor.

5. Datasæt

Nærværende afsnit, omhandler afhandlingens databehandling, som indledes med en beskrivelse af måden hvorpå dataen er fremsøgt, samt i hvilken sammenhæng datasættet bruges. Ydermere fremsætter datasættets begrænsninger, hvilket indebærer en refleksion af disse samt hvordan det håndteres i databehandlingen. Slutteligt visualiseres datasættet, hvor mønstre og tendenser udledes.

5.1 Beskrivelse af data

Kommende afsnit har til formål at præsentere og danne overblik over det anvendte datasæt. I den forbindelse, hvilke dataudtræk og informationer, der danner grundlag for den senere analyse.

Afhandlingens data består af et manuelt indsamlet datasæt, der omhandler C25-selskabernes CEO-aflønning. I praksis betyder det, at der foretaget en individuel gennemgang af hvert C25-selskabs vederlagsrapporter for at indsamle relevant og tilgængeligt information, hvorfor vederlagsrapporten udelukkende er gennemlæst i det omfang, at den vedrører CEO-aflønning. Hvis det ikke har været muligt at finde informationerne i vederlagsrapporten, er det pågældende selskabs årsrapport anvendt, ligeledes er årsrapporter kun gennemlæst med henblik på at indsamle data vedrørende CEO-aflønning. Det er typisk i årene 2018-2019, at dette har været relevant. En gennemlæsning af årsrapporterne har som oftest ikke været nødvendig, da vederlagsrapporten ofte står som et kapitel i årsrapporten, hvorfor dette blot er læst. I de fleste tilfælde fremgår aflønningen til CEOs i vederlagsrapporten, hvilket skyldes selskabslovens §139b, der trådte i kraft juni 2019. Denne skal C25-selskaberne efterleve, hvorfor alle vederlagsrapporterne og deraf information om den enkelte CEO's aflønning er offentligt tilgængelig og oftest kan tilgås via det enkelte selskabs hjemmeside. Til trods for at

selskabsloven §139b først trådte i kraft medio 2019, er der foretaget dataudtræk for perioden 2018-2022. Der forekommer i den henseende enkelte begrænsninger, som udpensles i afsnit *5.3 Datasættes begrænsninger.*

Det samlede dataudtræk, der er foretaget i forbindelse med kortlægningen af C25-selskabernes aflønning af CEO's, er komprimeret i Bilag X.

5.1.1 Indsamling af data

Dataindsamlingen er foretaget i perioden medio april til primo maj. Det har den umiddelbare fordel, at alle selskaberne på daværende tidspunkt har offentliggjort årsrapporter, samt udgivet vederlagsrapporter, hvorfor den relevante data er tilgængelig. Dette betyder, at afhandlingen kan bygges på et aktuelt sammenligningsgrundlag, da det senest udgivet materiale anvendes. Alt information, der danner grundlag for databehandlingen, er udelukkende indsamlet via offentligt tilgængeligt materiale.

5.1.2 Inkluderede selskaber

I datasættet er alle nuværende selskaber, der indgår i det danske C25-indeks (OMXC25) inkluderet. Det er essentielt at pointere, at datasættet udelukkende består af selskaberne, der pr. 1. januar 2023 befinder sig i C25-indekset. Nedenstående tabel oplister selskaberne:

Ambu B	DSV	Novo Nordisk B
A.P. Møller Mærsk	FLSmidth & Co.	Novozymes B
Bavarian Nordic	Genmab	Pandora
Carlsberg B	GN Store Nord	Rockwool B
Chr. Hansen Holding	ISS	Royal Unibrew
Coloplast B	Jyske Bank	Tryg
Danske Bank	Netcompany	Vestas Wind Systems
Demant	Nordea Bank Abp	Ørsted

Tabel 3: Inkluderede selskaber, egen tilvirkning

De ovenstående selskaber udgør altså populationen, mens det samtidig er disse, der refereres til, når C25-selskaberne omtales i afhandlingen. I den forbindelse er det essentielt at oplyse,

hvorfor der i tabellen kun er 24 selskaber. Dette skyldes, at C25-indekset består af de 25 mest handlede danske aktier, hvori både A.P. Møller Mærsk´s A- og B -aktier indgår (Nordnet, 2023). Dette er blot en aktieteknikalitet, men betyder altså i praksis, at der indgår 24 selskaber i C25-indekset. Dette har samme betydning for afhandlingens dataudtræk, der i den henseende beror på de 24 ovenstående selskaber.

Et yderligere relevant aspekt er, at der sker udskiftninger i C25-indekset. I den forbindelse er det essentielt at påpege, at afhandlingen beskæftiger sig med de selskaber, der pr. 1. januar 2023 er en del af C25-indekset. Dette gøres for at bibeholde kontinuitet i de selskaber, som indgår i dataudtrækket og samtidig for at opretholde et brugbart sammenligningsgrundlag.

5.1.3 CEO-løn og lønkomponenter

Der er tidligere i afhandlingen beskrevet, hvad de enkelte lønkomponenter består af og hvordan de opdeles. I praksis benytter C25-selskaberne divergerende begreber, når de henviser til deres fordeling af lønkomponenter. Ens for størstedelen af selskaberne er, at de refererer til fast løn, som dækker over fast grundløn, pensionsbidrag og andre goder, der samlet set dækker over CEOens faste del af lønpakken (Erhvervsstyrelsen, 2021). Den variable del af lønpakken består af kontant bonus og aktieaflønning, der henholdsvis er baseret på kort- og langsigtede incitamenter. Summen af disse lønkomponenter udgør den samlede CEO-løn.

I denne afhandling ses der derfor bort fra eksempelvis den pågældende CEO's aktiebeholdning. I afhandlingen er fokus rettet mod aflønning af CEO's, hvorfor der i denne sammenhæng ses bort fra ejerskab selskaberne i blandt. Det anerkendes, at den pågældende CEO's aktiebeholdning kan have en indflydelse på CEO's ansættelsesforhold og deraf aflønning. Eksempelvis er det et krav i en række af de udvalgte selskaber, at CEOen ved tiltrædelse skal eje et minimum antal aktier. Det er dog essentielt at pointere, at aktiebeholdningen eller CEO's formue ikke tages i betragtning i afhandlingens undersøgelse, da fokus er pålagt aflønning og dens komponenter, samt sammensætning og niveau. Afhandlingen tager altså udgangspunkt i aflønningsperspektivet mellem selskab og CEO, som danner grundlag for undersøgelsen og ikke CEO's velstand, der antages at være påvirket af en række andre faktorer.

5.1.4 Tidsmæssig data afgrænsning

Som beskrevet ovenfor, tages der i databehandlingen udgangspunkt i perioden 2018-2022. Denne periode vælges for, først og fremmest, at inkludere de nyeste og mest relevante data for C25-selskaberne. For det andet, er selskabernes transparens vedrørende CEO-aflønning væsentlig forbedret i senere år, særligt i og efter 2019 grundet selskabsloven §139b. Omtrent halvdelen af de inkluderede selskaber præsenterer i 2018 deres CEO-aflønning i en særskilt vederlagsrapport, hvorimod resten placerer denne som en del af den samlede årsrapport. Der er et tydeligt skel i kvaliteten af vederlagsrapporterne før og efter 2018, hvorfor en sammenligning vanskeliggøres.

5.2 Brug af datasættet

Datasættet skal danne grundlag for analysen samt være medvirkende til at frembringe en besvarelse af problemformuleringen. I denne henseende er der foretaget dataudtræk på sammensætningen af lønkomponenterne, som behandles og visualiseres senere i afhandlingen. Dette udføres som et essentielt element i analysen af C25-selskabernes konstruktion af lønpakken, hvori det er ambition at finde strukturer og tendenser i aflønning til deres CEOs. Datasættet indeholder 120 CEO-aflønninger for C25-selskaberne, som opdeles i de tre overordnede lønkomponenter: *fast løn*, *kontant bonus* og *aktieaflønning*. Dette giver først og fremmest mulighed for, at analysere på udviklingen i lønkomponenterne i den 5 årige periode fra 2018-2022, samt giver anledning til at undersøge tendenser i sammensætningen af lønkomponenterne ud fra selskabs karakteristika. Det indebærer, i lighed med problemformuleringen, en analyse af sammensætningen af lønkomponenterne på tværs af sektorer og selskabsstørrelse. Datasættet anvendes i den forbindelse til at konstruere essentielle tabeller og andet grafisk materiale, der vil indgå som et væsentligt element i den kommende analyse.

Endvidere har datasættet en tydelig funktion i henhold til analysen af sammenhængen mellem pay og performance. Der foretages nemlig dataudtræk på performance indikerende tal, såsom markedsværdi, omsætning og EBITDA. Dette gøres som et led i udarbejdelse af en regressionsanalyse, der skal beskrive sammenhængen mellem aflønning af CEOs i C25-selskaberne og deres performance. Datasættet vil desuden benyttes til at forstå, om der er forskel på sammenhængen i pay-for-performance relationen afhængig af selskabsstørrelse.

I forbindelse med udarbejdelsen og brugen af datasættet, er det essentielt at være bevidst om de begrænsninger, det indeholder. Dette udspecificeres i det kommende afsnit.

5.3 Datasættets begrænsninger

Datasættet har sine naturlige begrænsninger, da det beskæftiger sig med et erhvervsmiljø, hvor der sker hyppige ændringer. Det betyder eksempelvis, at der sker udskiftninger på CEO-posten, som har direkte indflydelse på aflønningen. Endvidere er datasættet, som tidligere beskrevet, et resultat af dataudtræk for perioden 2018-2022, hvorfor der opstår en periodemæssig begrænsning. Derudover er der i enkelte tilfælde mangel på brugbar information, hvorfor der er taget alternative metoder i brug for at estimere de relevante datainput. Disse aspekter vil blive beskrevet nedenfor.

5.3.1 Periodemæssig begrænsning

Datasættet tager udgangspunkt i en 5-årig periode fra 2018-2022. Denne periodemæssige afgrænsning er foretaget, således at de relevante data er tilgængelige. Det er tidligere beskrevet, hvordan det især, før lovgivningen på området trådte i kraft, ikke altid er muligt at finde en eksakt CEO-aflønning for de enkelte selskaber. Dette betyder at var en 10-årige periode eksempelvis valgt, vil informationsniveauet i rapporterne være begrænset, hvilket i sidste ende går ud over kvaliteten af det samlede datasættet. I denne henseende er den 5-årige periode afgrænsningen foretaget.

Endvidere findes der også et aspekt af en tidsmæssig relevans, da det ikke er hensigten med afhandlingen at undersøge en historisk udvikling, men nærmere et nyere og mere aktuelt billede. Dette betyder samlet set, at datasættet udelukkende kan anvendes til at beskrive udviklingen i perioden 2018-2022.

5.3.2 Manglende information

Ved nøje gennemgang af alle årsrapporter og vederlagsrapporter for C25-selskaberne, har det ikke været muligt at finde A.P. Møller Mærsk´s aflønning til deres CEO i 2018. CEO-løn for A.P. Møller Mærsk 2018 er således noteret som 0. Det har den betydning, at A.P. Møller Mærsk ikke medregnes (eller N-1), når der foretages en fordeling af selskaber på eksempelvis kvartiler og sektorer i året 2018. Ved denne metode fordeles den manglende CEO-løn hos A.P. Møller Mærsk 2018 ikke til andre selskaber og yderligere forvrængning af datasættet

undgås. Med andre ord belastes grupperingerne ikke af den manglende aflønning i A.P. Møller Mærsk.

I Rockwool præsenteres CEO-løn ikke separat i 2018-2019. Derimod anvendes posten *Registered Directors*, der består af både CEO og CFO aflønning. Dette skaber en problemstilling i datasættet, da summen af den samlede løn til CEO'en og CFO'en naturligvis er højere end lønnen for blot CEO'en, hvorfor en inddragelse af *Registered Directors* vil skabe et misvisende billede af udviklingen i CEO-aflønning for Rockwool. For at imødekomme denne udfordring er der udregnet et gennemsnitsforhold mellem CEO og CFO for alle lønkomponenterne i Rockwool i perioden 2020-2022. Med andre ord, er der udregnet hvor stor en andel af Registered Directors løn, der ved hjælp af gennemsnit, kan tilskrives CEO'en i 2018 og 2019. Forholdet er omtrent 75/25 i CEO-favør i perioden 2020-2022, og mere konkret er CEO'en andel som følger:

Fast løn = 72% af registered directores

Bonus = 72% af registered directores

Aktieaflønning = 78% af registered directores

Disse procentsatser er ganget på lønkomponenterne for Rockwool i 2018 og 2019 for at estimere et mere retvisende billede af CEO-lønnen. Det er naturligvis muligt, at gennemsnittet for 2020-2022 ikke direkte kan kalkulere den præcise aflønning i 2018-2019, men ikke desto mindre anses det for at være den bedste løsning i dette tilfælde.

Vestas opgør i 2018 kun aflønning i form af Executive Management Remuneration. Tallet er derfor 34,6 mio. kr., hvilket ikke er retvisende for resten af perioden. På lige fod med Rockwool, er der foretaget en estimering af CEO-løn for Vestas for året 2018. I årsrapporten fra 2018, er der ikke noteret bonus eller aktieaflønning, hvorfor estimatet udelukkende laves på fast løn på baggrund af perioden 2019-2022. Selskabet skiftede CEO i 2018-2019, hvilket potentielt kan være årsagen til den manglende rapportering af CEO-løn samme år.

5.3.3 Udskiftning af CEO

Der er sket udskiftning i 11 af de 24 inkluderede selskaber i perioden 2018-2022, hvor CEOen er skiftet mindst én gang (Se bilag 1, tabel 1). Det præsenterede en problemstilling i forbindelse med udtræk af data, særligt i situationer, hvor CEO udskiftning fandt sted midt i

regnskabsåret. I disse tilfælde anvendes den tiltrædende CEO's aflønning. Argumentet for dette valg findes i, at mange af selskaberne giver en forholdsvis høj til- og fratrædelsesbonus, hvilket kan forvrænge datasættet. Modsat vil den tiltrædende CEO's løn for et enkelt år naturligvis være relativt lavere, i og med at perioden ikke er 12 måneder. I GN Store Nord er der i perioden 2019-2022 to aktive CEOs, heraf med to forskellige ansvarsområder. I dette tilfælde inkluderes udelukkende CEOen, der sidder i hele perioden 2018-2022. Dette gøres for, at udviklingen af CEO-løn i perioden er sammenlignelig i hele perioden. Den samlede CEO-aflønning er dermed justeret for GN Store Nord.

5.3.4 Skævt regnskabsår

Ved indledende dataindsamling er det noteret, hvorvidt et selskab anvender et skævt regnskabsår. Tre selskaber anvender i den forbindelse skæve regnskabsår i hele analyseperioden. Når selskaberne eksempelvis fordeles i sektorer, er det værd at have for øje, at CEO-løn, markedsværdi, omsætning og EBITDA for de tre selskaber ikke er tidsmæssigt direkte sammenlignelige med de resterende selskaber. Der forekommer altså en lille tidsmæssig forvrængning, når et selskab med skævt regnskabsår, samt et selskab der følger kalenderåret, indgår i en sammenligning. På trods af denne tidsmæssige diskrepans vurderes det til stadighed at være et relevant sammenligningsgrundlag, da datasættet ikke belastes betydeligt herved.

5.3.5 Valutakurs og afrundinger

I tilfælde, hvor selskaberne anvender udenlandske valutakurser, anvendes der i afhandlingen følgende kurser:

1 EUR svarer til 7,45 DKK

1 USD svarer til 6,85 DKK

Kurserne er anvendt og noteret pr. 15. maj 2023, hvorfor den samme valutakurs benyttes i hele analyseperioden, når der foretages valutaomregning. Dette gøres, således datasættet isoleres derfor valutakursudsving, hvilket ellers ville have influeret aflønningen.

I relation til datasættets afrundinger er det vigtigt at pointere, at der ved afrunding af tal kan opstå, hvad der ligner fejl i beregningerne. Eksempelvis i tilfælde, hvor summen af tre

enkeltstående procentsatser ikke resulterer i 100%. Dette sker udelukkende på baggrund af afrundinger.

5.4 Opstilling og overblik over datasæt

Dette afsnit har til formål at præsentere datasættet, og derved skabe overblik over aflønning af CEOs i C25-selskaberne. I den forbindelse vil der fremgå tabeller og grafer, der illustrerer niveau, udvikling og tendenser på tværs af år, sektorer og størrelse. Endvidere henvises der til yderligere illustrativt materiale i form af bilag 1. Datasættet kan desuden findes i sin helhed i Excel-format bilag 2.

5.4.1 Grundlæggende brug af lønkomponenter

		Heraf antal med			Heraf andel		
Årstal	Antal	Fast løn	Kontant bonus	Aktieaflønning	Fast	Kontant	Aktieaflønning
2018	23	23	17	18	100%	74%	78%
2019	24	24	19	22	100%	79%	92%
2020	24	24	19	19	100%	79%	79%
2021	24	24	19	22	100%	79%	92%
2022	24	24	19	21	100%	79%	88%
Total	119	119	93	102	100%	78%	86%

Tabel 4: Grundlæggende brug af lønkomponenter, egen tilvirkning.

Den ovenstående tabel beskriver antallet af hvert enkelt lønkomponenter der benyttes i C25-selskaberne, samt den procentvise brug. Her fremgår det tydeligt, at samtlige selskaber benytter *fast løn*, der også tidligere i afhandlingen, er beskrevet som værende fundamentet i lønpakken. Dette er gældende for hvert år i analyseperioden, hvorfor *fast løn* må anses som et helt centralt element i aflønningen til C25-selskabernes CEO.

Desuden observeres det, at lønkomponentet *kontant bonus* er mindst udbredt hos C25-selskaberne i hele analyseperioden. Antallet af selskaber, der benytter den kortsigtede incitamentsaflønning, i form af kontant bonus, er i gennemsnit 78%. Dette betyder, at på trods af at lønkomponentet er mindst anvendt, benyttes der kontant bonus i størstedelen af selskaberne.

Det langsigtede lønkomponent, *aktieaflønning,* benyttes i gennemsnit i 86% af selskaberne. Der er dog forholdsvis store udsving i brugen, når det sammenholdes med de andre lønkomponenter.

5.4.2 Niveau og andel af lønkomponenter

i mio. DKK		Heraf fordeling			Heraf andel		
Årstal	Total løn	Fast løn	Kontant bonus	Aktieaflønning	Fast	Kontant bonus	Aktieaflønning
2018	406	217	73	116	53%	18%	29%
2019	512	256	105	150	50%	21%	29%
2020	511	268	97	146	52%	19%	29%
2021	588	287	113	188	49%	19%	32%
2022	600	289	101	210	48%	17%	35%
Total	2618	1317	490	810	50%	19%	31%

Tabel 5: Niveau og andel af lønkomponenter, egen tilvirkning.

Ovenstående tabel 5 specificerer niveauet af de enkelte lønkomponenter, samt hvor stor en andel de udgør af den samlede lønpakke. Der observeres først og fremmest en tendens til, at den totale aflønning stiger i analyseperioden, hvilket er tilfældet i samtlige år. Tilnærmelsesvist kan den samme udvikling observeres i aktieaflønningen, der ligeledes er stigende gennem analyseperioden, med undtagelse af 2020. Den kontante bonus afviger en smule fra de øvrige lønkomponenters udvikling, da den både falder og stiger analyse årene imellem.

I henhold til den grundlæggende sammensætning af lønpakkerne observeres en relativ sammenfaldende fordeling over analyseperioden. Den gennemsnitlige fordeling for samtlige selskaber i hele analyseperioden er:

- Fast løn 50,77%
- Kontant bonus 18,56%
- Aktieaflønning 30,67%

Den samlede aflønning er dermed forholdsvis ligelig fordelt mellem den faste og variable del. I denne henseende konstituerer aktieaflønning den største andel af den variable aflønning, mens kontant bonus udgør det mindste lønkomponent. Ydermere kan det observeres, at aktieaflønningen udgør en større andel af lønpakkerne i løbet af analyseperioden, hvilket skyldes, at dette lønkomponent steget relativt mere end kontant bonus og fast løn.

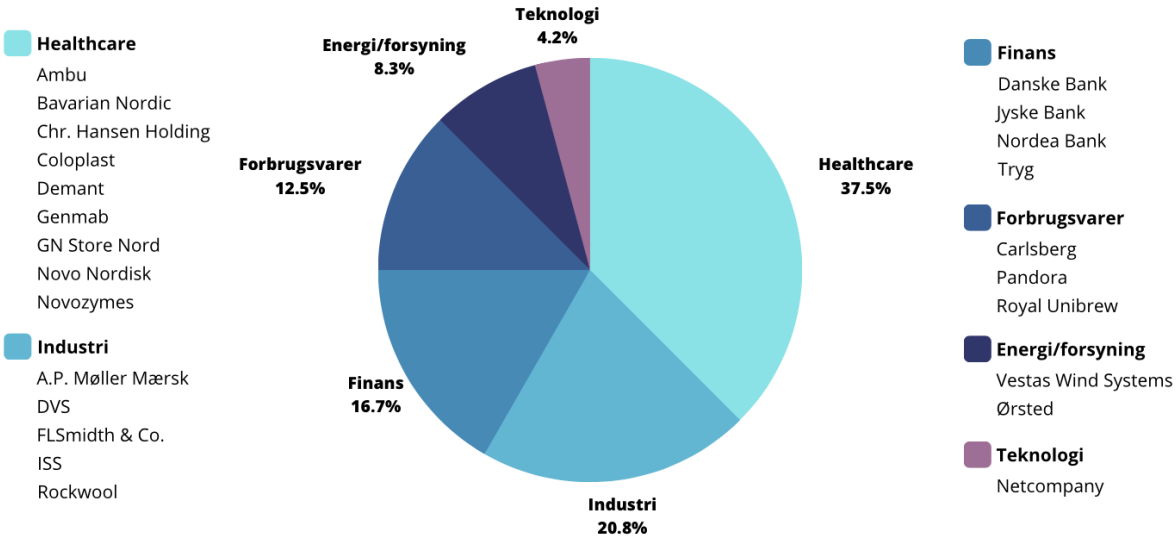
Gennemsnitsniveau

I forlængelse af ovenstående afsnit, findes det relevant at kigge på den gennemsnitlige total løn og lønkomponenter i analyseperioden. Kommende afsnit tager udgangspunkt i tabel 2 i bilag 1.

Den gennemsnitlige samlede lønpakke for alle inkluderede selskaber i perioden 2018-2022, udgør 22 mio. kr. Analyseres udviklingen i perioden, vokser den samlede lønpakken forholdsvis stabilt fra 17,7 mio. kr. i 2018 til omtrent 25 mio. kr. i 2022. Den faste løn udgør i gennemsnit i perioden 2018-2022 11,1 mio. kr., hvor der, i tråd med den samlede lønpakke, ses en forholdsvis stabil stigning over hele perioden. Rettes blikket mod kontant bonus, udgør dette lønkompent 4,1 mio. kr. i gennemsnit over perioden. Aktieaflønningen udgør i gennemsnit 6,8 mio. kr.

5.5 Opdelingen efter sektor

I forlængelse af ovenstående data fremstilling introduceres et sektorperspektiv herunder. Ambitionen i afhandlingen er blandt andet at undersøge om anvendelsen, størrelsen og fordelingen af den samlede lønpakke og dets komponenter kan forklares af hvilken sektor, et selskab befinder sig i. Fordelingen af selskaber efter sektorer er derfor et naturligt led i databehandlingen, hvorfor denne præsenteres nedenfor. Formål er at frembringe relevante tendenser og strukturer for sammensætning og brugen af lønkomponenterne i de forskellige sektorer. I den forbindelse præsenteres nedenstående overblik over sektoropdelingen:



Figur 7: Opdeling efter sektor, egen tilvirkning.

5.5.1 Fordeling af selskaber

I ambitionen om at fordele selskaberne i sektorer er der i afhandlingen taget udgangspunkt i Børsens fordeling (Børsen, 2023). Afhandlingen efterlever tilnærmelsesvis denne fordeling, hvorfor forskellene mellem afhandlingens og Børsens sektoropdeling præsenteres herefter.

Børsen skelner mellem *forbrugsvarer* og *forbrugstjenester*, der indeholder henholdsvis Carlsberg og Royal Unibrew, samt Pandora. De tre selskaber er inkorporeret i samme gruppe for at mindske antallet af små grupper og er placeret i samme sektor, *forbrugsvarer*. Teknologi indeholder kun Netcompany, da dette selskab umiddelbart ikke kan knyttes til nogle af de andre sektorer. Udviklingen i *teknologi* vil altså kun tage afsæt i Netcompany.

Vestas og Ørsted er, som illustreret ovenfor, fordelt i samme sektor. De to selskaber er knyttet til sektorerne *energi* og *forsyning*. I tråd med argumentet ovenfor, ønskes det i afhandlingen at minimere antallet af sektorer bestående af ét selskab, da disse blot illustrerer udviklingen for et enkelt selskab. Til senere sammenligning og analyse, bidrager grupper med ét selskab ikke meget, hvorfor der også tages forbehold for konklusionerne rettet med Teknologisektoren.

5.5.2 Størrelsen på sektorerne

I figur x ovenfor, er den procentvise størrelse på sektorerne præsenteret. Det observeres, at *Healthcare* og *Teknologi* udgør henholdsvis 37,5% og 4,2% af den samlede population. Det er derfor relevant at reflektere over konsekvensen ved den skæve fordeling af sektorer. Det antages at større antal selskaber alt andet lige må være bedre til at udtrykke en udvikling i en given sektor. Ideelt set, havde alle sektorerne også indeholdt samme antal selskaber for i større grad at retfærdiggøre en sammenligning på tværs af sektor. En ligelig fordeling af selskaber i sektorerne er dog ikke mulig uden at foretage en oversimplificering. Med dette in mente, accepteres den skæve fordeling af antal selskaber pr. sektor derfor i afhandlingen, da dette vurderes at være i overensstemmelse med virkeligheden. I den forbindelse repræsenteres de enkelte sektorer af de selskaber, der faktisk tilhører disse.

Ovenstående afsnit er skrevet for at give indblik i nogle af de overvejelser, der har været i forbindelse med opdelingen i sektorer i denne afhandling. Vægtningen af de store selskaber fordeles altså bedre i sektorer med større populationer, og dette er værd at have for øje, når der i afhandlingen udregnes gennemsnit af den samlede lønpakke, og fordelingen af lønkomponenterne. Det er derfor vigtigt at have populationens størrelse i tankerne, når der fortolkes på udvikling i sektorer, da udviklingen i disse sektorer i nogle tilfælde kan tilskrives et af de store selskaber, som eksempelvis Carlsberg og Novo Nordisk.

5.5.3 Grundlæggende brug af lønkomponenter fordelt på sektor

År 2022		Heraf antal med			Heraf andel		
Sektor	**Antal**	**Fast løn**	**Kontant bonus**	**Aktieaflønning**	**Fast**	**Kontant bonus**	**Aktieaflønning**
Healthcare	9	9	9	8	100%	100%	89%
Industri	5	5	4	5	100%	80%	100%
Finans	4	4	2	2	100%	50%	50%
Forbrugsvarer	3	3	3	3	100%	100%	100%
Energi/forsyning	2	2	1	2	100%	50%	100%
Teknologi	1	1	0	1	100%	0%	100%
Total	24	24	19	21	100%	79%	88%

Tabel 6: Grundlæggende brug af lønkomponenter fordelt på sektor, egen tilvirkning.

Sektorernes anvendelse af de forskellige lønkomponenterne for 2022 er illustreret ovenfor i tabel 6. Tidligere i afhandlingen er den overordnede anvendelse af de tre lønkomponenter og den procentvise fordeling heraf. Fordeles dette på sektorer, observeres der dog en interessant udvikling. Kontant bonus er fortsat den mindst anvendte lønkomponent, men udgør dog stadig hele 79%. Aktieaflønning anvendes af 88% af selskaberne i 2022, og anvendes derfor næstmest. Alle selskaberne i healthcare anvender alle 3 lønkomponenter i 2022. Fem selskaber anvender ikke kontant bonus i 2022, hvor to er i finans, samt en i henholdsvis industri, energi/forsyning og teknologi. Rettes fokus mod procentfordelingerne, er det tydeligt, at bonusaflønning er en mindre anvendt lønkomponent i finanssektoren, hvor blot 50% anvender dette. Det kan forklares af, at finanssektoren udgøres af Danske Bank, Nordea, Jyske Bank og Tryg, hvoraf de sidste 2 ikke anvender bonusaflønning.

Aktieaflønning anvendes af 21/24 selskaber, hvoraf der ligeledes er 2 finansselskaber, der ikke benytter sig af aktieaflønning. Jyske Bank og Nordea anvender ikke aktieaflønning, og Jyske Bank anvender dermed udelukkende fast løn til CEO. Dette gør sig desuden gældende over hele analyseperioden, at Jyske Bank hverken anvender bonus eller aktieaflønning. Det er derfor tydeligt, at finanssektoren, modsat resten af sektorerne, er tilbageholdende med at anvende de to variable komponenter af lønpakken. For 2022 anvender kun 50% af *finanssektoren* kontant bonus- og aktieaflønning.

Ligeledes anvendes kontant bonus af 50% i Energi/forsynings-sektoren. I dette tilfælde kan procentsatsen også forklares af en forholdsvis lav population, da det udelukkende er Vestas, der i denne sektor ikke anvender bonus i 2022.

5.5.4 Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på sektor

i mio. DKK (2022)		Heraf fordeling			Heraf andel		
Sektor	**Total løn**	**Fast løn**	**Kontant bonus**	**Aktieaflønning**	**Fast**	**Kontant bonus**	**Aktieaflønning**
Healthcare	234	95	40	99	40%	17%	42%
Industri	133	68	29	36	51%	22%	27%
Finans	71	57	4	10	80%	6%	14%
Forbrugsvarer	95	35	25	35	37%	26%	37%
Energi/forsyning	58	29	3	25	50%	6%	44%
Teknologi	9	6	0	4	59%	0%	41%
Total	600	289	101	210	48%	17%	35%

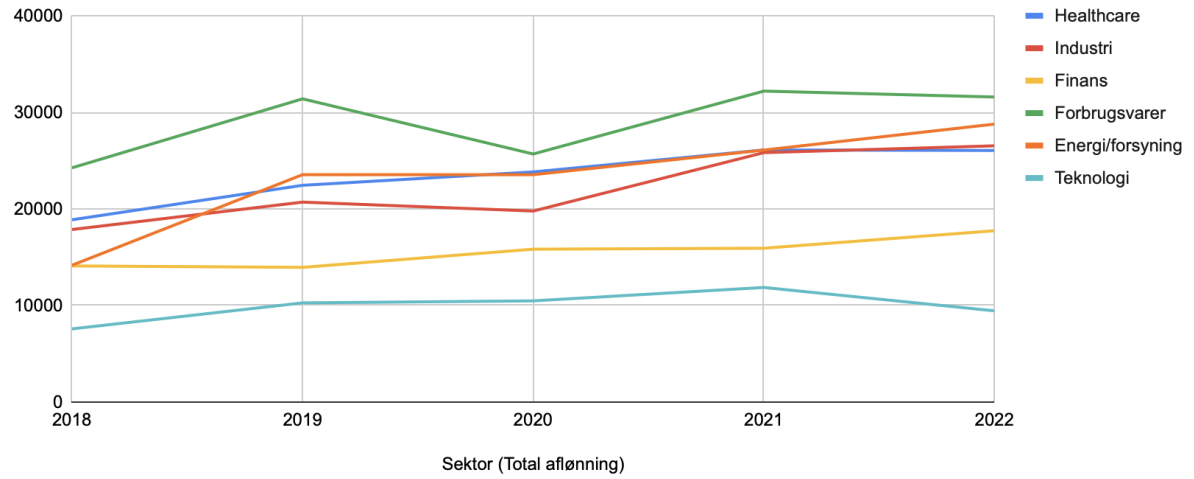
Tabel 7: Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på sektor, egen tilvirkning.

Niveau og andel af lønpkomponenterne fordelt på sektor i året 2022 er illustreret ovenfor i tabel 7. Kommende afsnit tager derfor afsæt i året 2022 og ikke hele analyseperioden. *Healthcare-sektoren* er den største sektor målt på alle lønkomponenterne. Dette kan forklares delvist af populationsstørrelsen, samt at Novo Nordisk er placeret i denne sektor. Lønkomponenterne fast løn, bonus og aktieaflønning fylder henholdsvis 40%, 17% og 42%, og dermed er *healthcare-sektoren* den eneste sektor, hvor aktieaflønning overstiger fast løn. I *forbrugsvarer* fylder fast løn og aktieaflønning begge 37%, og er derfor den sektor, hvor forholdet mellem de to lønkompenterne ligner *healthcare* mest. Det modsatte er tilfældet i *finanssektoren,* hvor hele 80% af den samlede lønpakke udgøres af fast løn. Blot 6% og 14% kan tilskrives henholdsvis kontant bonus og aktieaflønning. Som nævnt i forklaringen af tabel 6, anvender 50% af populationen i *finanssektoren* bonus- og aktieaflønning, og heraf kan den skæve fordeling forklares.

Bonusaflønning er den mindst anvendte lønkomponent, og dette afspejles også i niveauet af bonusaflønning i tabel 7. Vægtningen af kontant bonus varierer mellem 0%-26% blandt sektorerne, og udgør 17% af den samlede lønpakke. Resten udgøres af 48% fast løn og 35% aktieaflønning.

5.5.5 Udvikling i lønkomponenter ud fra sektoropdelingen

Kommende afsnit beskriver udviklingen og tendenserne i de tre lønkomponenter og den samlede lønpakke over perioden 2018-2022. Modsat de forhenværende afsnit, tages der nu afsæt i hele analyseperioden. Afsnittet rummer derfor følgende: Total aflønning fordelt på sektor, fast løn fordelt på sektor, kontant bonus fordelt på sektor, samt aktieaflønning fordelt på sektor. Nedenfor er den gennemsnitlige totale aflønning fordelt på sektor visualiseret. For at tilgå de andre fordelinger, henvises der til Bilag 1.



Graf 1: Gennemsnitlig total aflønning fordelt på sektor, egen tilvirkning.

Graf 1 ovenfor illustrerer udviklingen i den gennemsnitlige samlede lønpakke fordelt på sektor. Først og fremmest observeres det, at samtlige sektorer har højere gennemsnitsløn i 2022 end i 2018. Nogle af sektorerne vokser naturligt mere end andre, og særligt *energi/forsyning* vokser markant i analyseperioden. I 2018 var den gennemsnitlige lønpakke i sektoren på omtrent 14 mio. kr., mens lønpakken i 2022 er på hele 28,8 mio. kr., hvilket resulterer i en stigning på 103%, der med længder er den største stigning. Stigningen fandt sted mellem 2018-2019, hvor resten af perioden var forholdsvis stabil.

Industrisektorens gennemsnitlige lønpakke vokser med omtrent 50% i perioden, hvor der observeres, med undtagelse af 2020, en stigning i hvert af årene i analyseperioden. *Forbrugsvarersektoren* kan tilskrives den højeste gennemsnitlige lønpakke i hele analyseperioden. Det kan forklares af, at Carlsberg og Pandora har et, sammenlignet med størstedelen af de andre selskaber, højt lønningsniveau over hele perioden.

Fra 2018-2022 vokser samtlige sektorers gennemsnitlige lønpakke. Største stigning tilskrives *Energi/forsyning* på 103%, og den laveste stigning er teknologi på 25%. *Finanssektoren* vokser med 26%, og resten af sektorerne vokser mellem 30-49%. Procentsatserne udtrykker forskellen mellem 2018 og 2022, og enkelte sektorer kan således opleve fald i perioden 2019-2021.

I forbindelse med udviklingen i den faste lønkomponent observeres det, at alle sektorernes gennemsnitlige faste løn stiger over analyseperioden (Se bilag 1, graf 1). Dette er i tråd med den samlede lønpakke, der ligeledes vokser i perioden. Undersøges udviklingen i den kontante bonus, kan det ses, at to af sektorerne oplever en nedgang i denne lønkomponent.

Dette er tilfældet for Teknologi og Finans, hvorimod at niveauet samlet set er stigende i de resterende selskaber. I den forbindelse er det essentielt at tilføje, at der observeres væsentlige udsving årene imellem (Se bilag 1, graf 2).

Vendes blikket mod aktieaflønningen, observeres en tydelig stigning i niveauet blandt samtlige sektorer (Se bilag 1, graf 3). Niveauet af aktieaflønning vokser med minimum 50% i alle sektorerne, med undtagelse for Forbrugsvarer. Tendensen viser derfor tydeligt, at fordelingen af stigningen i aktieløn er fordelt ud på de fleste sektorer.

5.5.6 Opsamling for opdelingen i sektor

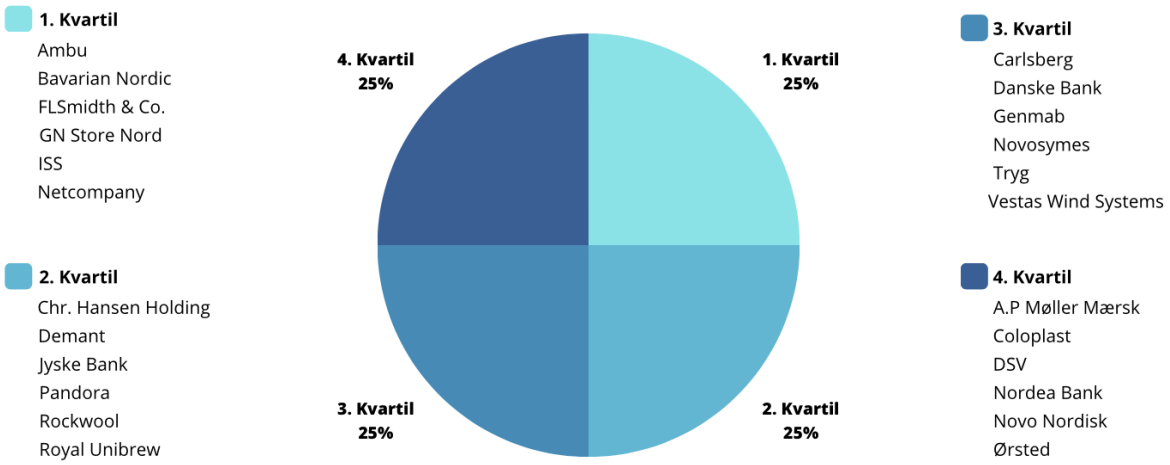
Den gennemsnitlige samlede lønpakke er stigende i samtlige sektorer. Denne stigning er forholdsvis konsekvent fordelt på de lønkomponenter, hvor blot kontant bonus er faldende i Finans og Teknologi. Resultaterne viser ligeledes, at CEO's aflønnes højest i Forbrugsvarer, efterfulgt af Healthcare, Energi/forsyning og Industri, hvor de tre sidste befinder sig på et lignende lønniveau. Særligt er det samlede lønniveau stigende i Energi/forsyning, hvor lønpakken fordobles i analyseperioden. Generelt stiger lønniveauet forholdsvis meget fordelt på alle sektorer, hvor den samlede lønpakke mindst er 25% større i 2022 sammenlignet med 2018, hvilket er tilfældet hos Teknologi.

Der observeres en forholdsvis divergerende anvendelse af de forskellige lønkomponterne sektorerne i blandt. Fast løn anvendes naturligvis af alle sektorerne i og med, at samtlige selskaber aflønner deres CEO's ved fast løn. Aktieaflønning anvendes af alle selskaberne i de følgende sektorer, Industri, Forbrugsvarer, Energi/forsyning, og teknologi. I Healthcare anvender 8/9 af selskaberne aktieaflønning, samt 50% i Finans. Vendes blikket mod kontant bonus, er anvendelses meget adspredt. I blot Healthcare og Forbrugsvarer anvendes kontant bonus af alle selskaberne. I Industri anvender 80% kontant bonus, samt 50% ved Finans og Energi/forsyning. Netcompany anvender ikke kontant bonus i 2022, hvorfor procentsatsen i Teknologi er 0. Der observeres derfor en forholdsvis tydelig forskel i anvendelsen af kontant bonus sektorerne i blandt.

5.6 Opdelingen efter selskabsstørrelse

I forlængelse af præsentationen af ovenstående data fremstilles herunder et perspektiv på inddelingen i selskabsstørrelse. Formålet er, at frembringe relevante tendenser og strukturer for sammensætning og brugen af lønkomponenterne i relation til selskabernes størrelse. Dette

gøres i afhandlingen ambitionen om at afdække anvendelsen og fordelingen af de enkelte lønkomponenter i relation til selskabets karakteristika såsom selskabsstørrelse. Herunder illustreres et overblik over opdelingen i selskabernes størrelse i fire kvartiler:



Figur 8: Opdeling efter selskabsstørrelse, egen tilvirkning.

5.6.1 Fordeling af selskaber

I forbindelse med opdelingen af selskaber efter selskabsstørrelse, er der i afhandlingen taget udgangspunkt i den pågældende markedsværdi. Selskabernes markedsværdi er indsamlet fra investeringsplatformen Nordnet d. 27.04.2023 (Nordnet, 2023). I denne sammenhæng er selskaberne fordelt på fire lige store kvartiler, som hver indeholder seks selskaber. Det første kvartil rummer således de mindste selskaber målt på markedsværdi, der befinder sig i intervallet 12 mia. kr. til 28 mia. kr. Herefter følger det andet kvartil, der indeholder selskaber med en markedsværdi, der spænder fra 31. mia. kr. til 71 mia. kr. Dernæst er tredje kvartil, hvor selskabernes markedsværdi befinder sig mellem 99 mia. kr. til 183 mia. kr. Slutteligt findes det fjerde kvartil, der ligesom de øvrige kvartiler indeholder seks selskaber, heri grupperes de største selskaber målt på markedsværdi. Disse selskaber har alle en markedsværdi over 207 mia. kr. I denne henseende er det relevant at påpege, at *Novo Nordisk* kan tilskrives en markedsværdi, der er væsentlig større end de resterende selskaber i fjerde kvartil.

Opdelingen af selskaberne i kvartilgrupperingerne kan findes i bilag 1, tabel 3, hvor de nøjagtige markedsværdier på aflæsningstidspunktet og selskabernes rangering i de enkelte kvartiler kan tilgås.

5.6.2 Grundlæggende brug af lønkomponenter fordelt på selskabsstørrelse

Selskabernes anvendelse af de enkelte lønkomponenter for 2022 kan aflæses i nedenstående tabel 8.

År 2022		Heraf antal med			Heraf andel		
Størrelse	**Antal**	**Fast løn**	**Kontant bonus**	**Aktieaflønning**	**Fast**	**Kontant bonus**	**Aktieaflønning**
1. kvartil	6	6	5	5	100%	83%	83%
2. kvartil	6	6	5	5	100%	83%	83%
3. kvartil	6	6	4	6	100%	67%	100%
4. kvartil	6	6	5	5	100%	83%	83%
Total	24	24	19	21	100%	79%	88%

Tabel 8: Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på sektor, egen tilvirkning.

Tidligere i data afsnittet er den overordnede brug af lønkomponenterne, samt anvendelsen af lønkomponenter i relation til sektoropdelingen præsenteret. I forlængelse af dette introduceres den grundlæggende brug af lønkomponenterne fordelt på selskabsstørrelse.

I den henseende er brugen af lønkomponenterne tilnærmelsesvis identisk, da fordelingen i første, anden og fjerde kvartil er identisk. Heri benyttes *fast løn* i 100% af kvartilerne, mens *kontant bonus* og *aktieaflønning* bruges i fem af de seks selskaber i disse kvartiler, svarende til 83%.

Det tredje kvartil adskiller sig fra de øvrige, da brugen af kontant bonus og aktieaflønning er henholdsvis mindre og større. Den kontante bonus benyttes i fire af seks selskaber, svarende til 67% , mens aktieaflønning bruges af alle selskaberne i tredje kvartil. I den sammenhæng er det relevant, at understrege det aspekt, at hvert kvartil blot indeholder en population af seks selskaber, hvorfor påvirkningen af et enkelt selskabs brug af lønkomponenterne har betydelig indflydelse ovenstående tal i tabel 8.

5.6.3 Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på selskabsstørrelse

Nedenstående tabel 9 viser niveau og andel af de enkelte lønkomponenter fordelt på kvartilerne efter selskabsstørrelse målt på markedsværdi. Tabellen beskriver niveau og andel for 2022, og altså ikke udviklingen i hele analyseperioden, der dog udpensles i det kommende afsnit; *udvikling i lønkomponenter ud fra selskabsstørrelse*.

i mio. DKK (2022)		Heraf antal med			Heraf andel		
Kvartiler	Total løn	Fast løn	Kontant bonus	Aktieaflønning	Fast	Kontant bonus	Aktieaflønning
1. kvartil	93	44	19	30	47%	20%	33%
2. kvartil	114	63	17	34	55%	15%	30%
3. kvartil	192	77	29	87	40%	15%	45%
4. kvartil	194	99	35	61	51%	18%	31%
Total	594	282	100	212	48%	17%	35%

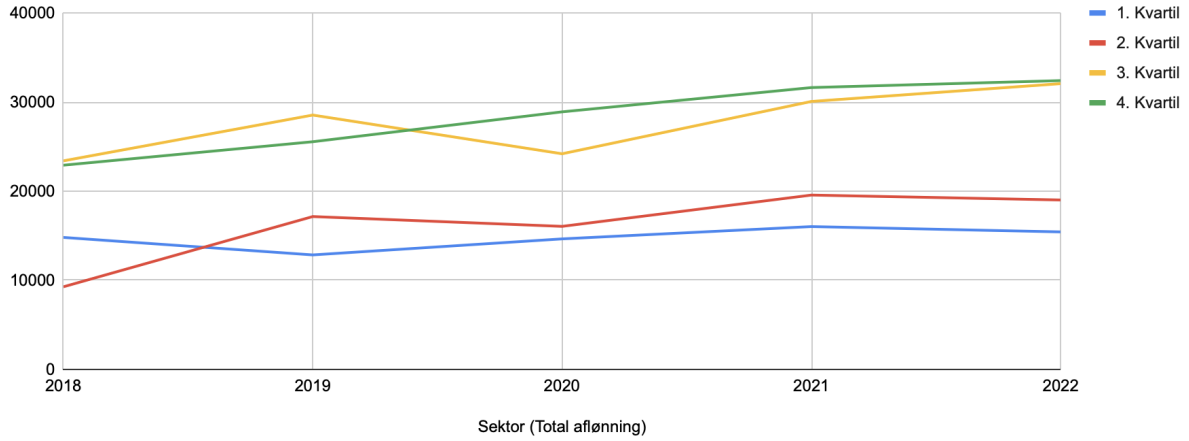
Tabel 9: Niveau og andel af lønkomponenter fordelt på selskabsstørrelse, egen tilvirkning.

Det observeres, at niveauet af den samlede totale løn er forholdsvis sammenhængende med selskabsstørrelse. Den samlede totale aflønning er dog nogenlunde lige store for tredje og fjerde kvartil, men fordelingen af lønkomponenter er dog divergerende. Det er gældende for fjerde kvartil, at den faste lønkomponent udgør størstedelen af lønpakken med 51%, mens det for tredje kvartil er aktieaflønning der konstituerer det største lønkomponent.

Den faste lønkomponent følger en kontinuerlig udvikling i niveauet mellem kvartilerne, hvor selskaberne med den laveste markedsværdi ligeledes er de selskaber, der har det laveste niveau af fast løn, mens selskaberne med den største markedsværdi har det højeste niveau af fast løn. Dette er tilnærmelsesvis også tilfældet ved kontant bonus og aktieaflønning, der dog har enkelte undtagelser. Den kontante bonus har nogenlunde samme niveau i første og andet kvartil, mens aktieaflønningen har det største niveau i tredje kvartil.

5.6.4 Udvikling i lønkomponenter ud fra selskabsstørrelse

Dette afsnit har til formål at beskrive udviklingen og tendenser i de tre lønkomponenter samt den samlede lønpakke over perioden 2018-2022. Modsat det ovenstående afsnit, tages der altså nu afsæt i hele analyseperioden. Afsnittet rummer derfor udviklingen i den totale aflønning fordelt på selskabsstørrelse, samt udviklingen i de tre lønkomponenter fordelt på selskabsstørrelse for analyseperioden. Nedenfor illustreres den gennemsnitlige totale aflønning fordelt på selskabsstørrelse. De øvrige fordelinger af de enkelte lønkomponenter kan tilgås i Bilag 1.



Graf 2: Gennemsnitlig total aflønning fordelt på selskabsstørrelse, egen tilvirkning.

I ovenstående graf 2 observeres det, at den totale aflønning er stigende for samtlige kvartiler mellem 2018-2022. Den andet kvartil er dog iøjnefaldende, da selskaberne heri oplever en fremgang i den gennemsnitlige totale aflønning på over 100%, hvilket er en betydelig forøgelse i den forholdsvis korte periode. Et væsentligt aspekt hertil er den relative store afstand, der foreligger mellem anden og tredje kvartilen.

Tages de enkelte lønkomponenter i betragtning observeres det, at udviklingen i den faste lønkomponent har været stigende for samtlige kvartiler over perioden 2018-2022 (Se bilag 1, graf 4-6). Den gennemsnitlige faste løn for de største selskaber målt på markedsværdi stiger eksempelvis 27% mellem 2018-2022, mens selskaberne i første kvartil kun oplever en procentvis stigning på 2%. Den mest markante stigning findes i anden kvartil, hvor den gennemsnitlige faste løn stiger 62%, hvilket kan forklares ved det forholdsvis lave niveau i 2018.

Endvidere gør det sig gældende, at niveauet af den gennemsnitlige faste løn følger kvartilopdelingen i relation til markedsværdien for årene 2020-2022. I årene forinden observeres moderate afvigelser eksempelvis i 2019, hvor den andet kvartil har en større gennemsnitlig fast løn end tredje kvartil.

I forhold til udviklingen i den gennemsnitlige kontante bonus observeres en fremgang i alle kvartiler med undtagelse af første kvartil, hvori en mindre tilbagegang udledes (Se bilag 1, graf 5). Endvidere ses en tendens til, at niveauet af den kontante bonus følger niveauet på selskabernes markedsstørrelse, dog med enkelte udsving i analyseperioden.

Udviklingen i aktieaflønning er stigende for samtlige kvartiler, der findes dog en yderst interessant observation i forbindelse med udarbejdelsen af dataen. Niveauet af aktieaflønning er størst for selskaberne i tredje kvartil, hvilket er den næsthøjeste gruppering i forhold til selskabernes markedsværdi (Se bilag 1, graf 6). Det tredje kvartil har altså den højeste aktieaflønning i hele analyseperioden, hvilket i stor udstrækning kan tilskrives Carlsberg, Vestas Wind Systems og Genmab, der alle honorerer deres CEOs med en stor aktiebaseret aflønning.

5.6.5 Opsamling for opdelingen i selskabsstørrelse

Overordnet set observeres, at den gennemsnitlige totale aflønning er stigende i analyseperioden, både grundlæggende for alle C25 selskaber, men også for de enkelte kvartiler. Denne udvikling er relativ sammenfaldende med udviklingen i de enkelte lønkomponenter, der ligeledes er stigende i analyseperioden, med undtagelse af den kontante bonus for første kvartil. Endvidere viser databearbejdelsen, at der er relativt stor afstand mellem de to kvartiler med laveste markedsværdi og de to kvartiler, der indeholder selskaberne med den højeste markedsværdi, når det kommer til den gennemsnitlige totale aflønning.

Derudover udledes det, at brugen af de enkelte lønkomponenter er forholdsvis identisk. I tre ud af fire kvartiler benyttes *fast løn* i 100% af selskaberne, mens *kontant bonus* og *aktieaflønning* bruges i fem af de seks selskaber i disse kvartiler, svarende til 83%. Der findes altså ingen umiddelbar sammenhæng mellem selskabsstørrelse målt på markedsværdi og brugen af de enkelte lønkomponenter, da alle lønkomponenterne er forholdsvis udbredte i samtlige af kvartilopdelingerne. Derimod observeres der en tydelig tendens til, at lønniveauet følger størrelsen på selskabet. Med andre ord, aflønnes CEO's i de største selskaber højere end de mindste selskaber.

5.7 Afslutning/overgang til analyse

Den deskriptive statistik og databehandling er for nuværende opstillet og præsenteret, hvorfor det er ambitionen at påpege interessante observationer i relation til problemformuleringen, som vil anvendes til videre analyse af sammensætningen af lønpakkerne hos C25-selskaberne.

Udviklingen i lønkomponenterne fra 2018-2022 viser at alle tre lønkomponenter; *fast løn*, *kontant bonus* og *aktieaflønning* er stigende i analyseperioden. I den forbindelse er det relevant at tilføje, at aktieaflønningen er forøget i betydeligt højere grad end de andre lønkomponenter. Dette ses både i brugen af aktieaflønning, hvor anvendelsen er steget fra i 78% i 2018 til 88% i 2022. Derudover udgør aktieaflønningen overordnet set en større andel af lønpakkerne i C25-selskaberne, da aktieaflønningen i 2018 udgjorde 27% af lønpakken, hvilket er øget til 35% i 2022.

Overordnet er der betydelige udsving i aflønningen fordelt på sektorer over analyseperioden sammenlignet med opdelingen i kvartiler. Der observeres altså en umiddelbar større sammenhæng mellem, hvilken sektor selskaberne indgår i og sammensætningen af lønpakkerne, end tilfældet er for selskabsstørrelsen. Modsat findes en tydelig sammenhæng mellem selskabsstørrelse og niveauet af lønpakkerne.

Med afsæt i ovenstående databehandling kan det antages, at aflønningsstruktur og sammensætning i større grad er afhængig af hvilken sektor et selskab befinder sig i. Størrelsen på C25-selskaberne anses ikke i lige stor grad at have indflydelse på, hvordan lønpakken struktureres. Ydermere observeres en tendens til, at lønniveauet i større grad kan forklares af markedsværdien på et givent selskab, da der udledes en sammenhæng i lønniveauet og selskabsstørrelse. I og med, at tendenser og strukturer kan forklares af sektor og størrelse, anses underspørgsmål 2. at være besvaret.

6. Analyse

I de følgende afsnit analyseres tendenser og strukturer for aflønning til CEOs i C25-selskaberne. Med afsæt i problemformuleringen undersøges sammenhænge i aflønningen og konkrete selskabs karakteristika, som indbefatter sektor og selskabsstørrelse. Med udgangspunkt i den selekterede litteratur på området analyseres og sammenholdes dataudtrækket med allerede eksisterende resultater fra tidligere studier, hvilket danner grobund for en udpensling af forskelle og ligheder. Derigennem muliggøres analysen af de forhold, der bidrager til udviklingen og udbredelsen af aflønningen til CEOs i C25-selskaberne.

Hvor det i løbet af afsnit *5. datasæt* er blevet beskrevet, hvordan data indsamles i det omfang, at det vedrører CEO-løn på niveau og sammensætning, er det nu nødvendigt at lave en

yderligere dataindsamling. Markedsværdi, omsætning og EBITDA, der anvendes til regressionsanalyse i afsnit *6.2.1 Sammenhæng og de tre forklarende variabler*, er alle fundet i selskabernes årsrapporter. I de tilfælde, hvor et selskab ikke har rapporteret markedsværdi i årsrapporten, er denne udregnet ved at gange antal udstedte aktier med aktiekursen.

Afhandlingens analyse opdeles i to delanalyser, som undersøger hvert sit aspekt af aflønningen i lighed med den udformede problemformulering. Først og fremmest undersøges de væsentlige resultater fra datasættet i relation til den litteratur, der danner grundlaget for afhandlingen og tidligere er præsenteret i forbindelse med litteraturreviewet. Her sammenholdes iøjnefaldende tendenser og strukturer fra datasættet med resultater fra allerede eksisterende forskning på området. Dette indbefatter en analyse af sammensætningen af lønkomponenterne i lønpakkerne i C25-selskaberne, samt undersøgelse af udviklingen i de enkelte lønkomponenter.

Dernæst analyseres forholdet mellem pay og performance, som tidligere i afhandlingen er præsenteret, som værende et interessant aspekt i aflønningen af CEOs. Med udgangspunkt i en regressionsanalyse, som det primære redskab, undersøges pay-for-performance sammenhængen i de danske C25-selskabers aflønning til deres CEO. Resultaterne herfra behandles og sammenlignes med tidligere undersøgelser, som har frembragt resultater af relevans for pay-for-performance sensitivitet. I den forbindelse bliver det muligt at drage paralleller resultaterne imellem, og dermed antage i hvor vid udstrækning der er sammenhæng mellem pay og performance i C25-selskabernes aflønning til deres CEO.

Nedenfor påbegyndes analysen af de danske C25-selskabers sammensætning og niveau af lønpakkerne i relation til resultaterne fra den tidligere forskning på området.

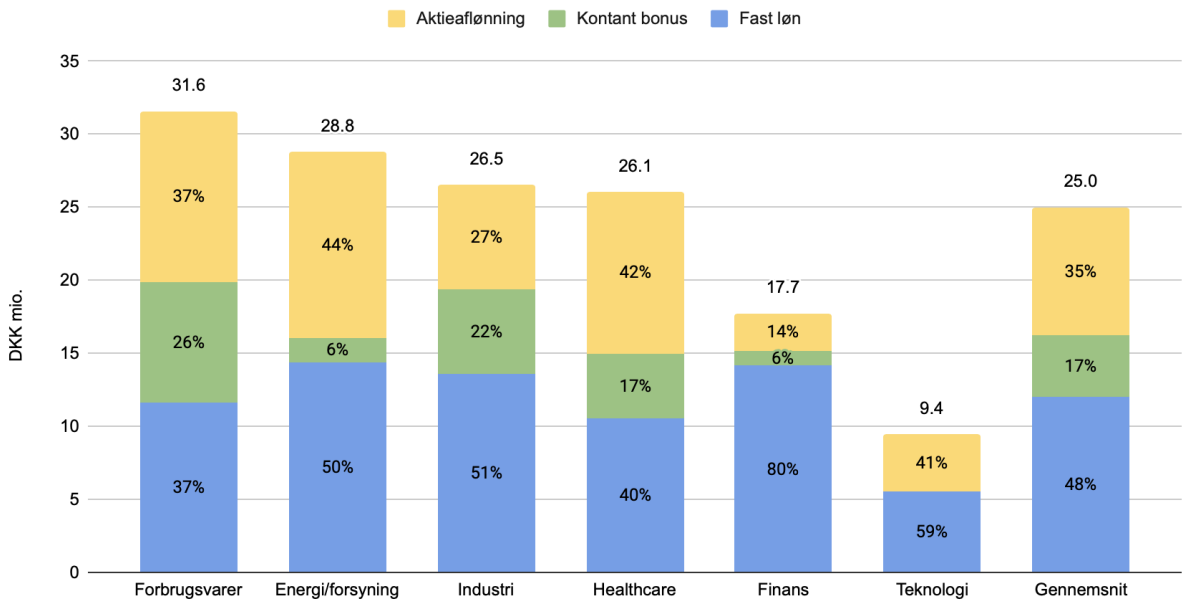
6.1 Sammensætning og niveau af lønpakkerne

I den første del af analysen benyttes en komparativ tilgang, der sammenholder datasættets resultater med den eksisterende litteratur. I den henseende bidrager afhandlingens databehandling til at videreføre allerede eksisterende resultater, der samtidig danner grundlag for komparativ bearbejdning af C25-selskabernes aflønning. Den periodemæssige forskydning mellem de eksisterende studier og denne afhandling muliggør en undersøgelse af udviklingen i sammensætning og niveau på tværs af resultaterne. I den forbindelse er det essentielt at have for øje, at de forskellige studier baserer sig på divergerende datagrundlag, der stammer fra forskellige geografiske områder og tidsperioder. Disse anvendes desuagtet,

da en integrering af flere studier tilsammen kan skabe et brugbart sammenligningsgrundlag for afhandlingens datasæt. Det kommende analyseafsnit tager dermed afsæt i tendenser fra tidligere forskning på området, som sammenholdes med observationer fra datasættet.

6.1.1 Sammensætning af gennemsnits lønkomponenterne fordelt på sektor

Graf 3 viser niveauet af den samlede lønpakke, samt fordelingen af de enkelte lønkomponenter for året 2022. Med andre ord illustreres niveau af sammensætningen af lønpakken fordelt på den sektorinddeling, som er foretaget i afhandlingen.



Graf 3: Sammensætning af gennemsnits lønkomponenterne fordelt på sektor, egen tilvirkning

Det fremgår, at C25-selskaberne i gennemsnit honorerer deres CEOs med en samlet lønpakke på 25 mio. kr., der består af 48% fast løn, 17% kontant bonus og 35% aktieaflønning.

Som det udtrykkes i afsnit *5.4.2 Niveau og andel af lønkomponenter*, vokser aktieaflønning både på niveau og procentvis vægtning i den samlede lønpakke. Jørgensen et al. (2019) finder lignende resultater, hvor aktieaflønningen i perioden 2004-2016 ligeledes er stigende. I artiklen konkluderes det derudover, at den samlede aflønning stiger i takt med aktieaflønningens vægtning i den samlede lønpakke, hvilket antages at være i tråd med afhandlingens resultater. Jørgensen et al. (2019) finder den mulige forklaring, at det stigende kompleksitetsniveau i selskaberne har svækket aktionærernes evne til at holde opsyn på CEO-aflønning.

I og med, at aktieaflønning ofte forstås som det lønkomponent, der motiverer til langsigtet performance, kan det udledes at der i C25-kontekst antages at være et stigende fokus på langsigtet performance.

Sammenholdes C25-selskabernes lønniveau og sammensætning med tidligere studier, såsom Jensen, Murphy & Wruck (2004), der undersøger den gennemsnitlige lønpakke til CEOs i S&P 500 selskaber i perioden 1992-2002. S&P 500 er et amerikansk aktieindeks, der i lighed med C25, der indeholder de 25 mest handlede danske aktier, rummer de 500 mest handlede amerikanske aktier. Jensen et al. (2004) opdeler den samlede lønpakker i fire lønkomponenter, som består af *salary*, *bonus*, *stock options*, og *other compensation*. Dette kan sammenlignes med afhandlingens tre overordnede lønkomponenter. Den faste lønkomponent, der dækker over en fast grundløn, pensionsbidrag og andre goder, kan sammenlignes med salary og other compensation, mens kontant bonus kan sammenholdes med bonus og aktieaflønning med stock options.

Sammenholdes C25-selskabernes gennemsnitlige aflønning og sammensætning med observationerne fra undersøgelsen i Jensen et al. (2004) fremtræder flere interessante aspekter. Først og fremmest forekommer det, at lønpakken i gennemsnit er sammensat af 55% fast løn, 22% kontant bonus og 24% aktieaflønning for S&P 500 selskaberne i 1992 (Jensen et al., 2004, s. 31). Når dette sammenholdes med C25 selskabernes gennemsnitlige sammensætning af lønpakken i 2022, udgør lønkomponentet kontant bonus 17%, hvorfor det konstituerer det mindste lønkomponent for både C25-selskaberne og S&P500-selskaberne i 1992. Derudover danner aktieaflønningen en større andel af den samlede lønpakke i C25-selskaberne end tilfældet var for de amerikanske selskaber i 1992. Det illustreres i figur X, at den gennemsnitlige aktieaflønning udgør 35% af den gennemsnitlige lønpakke for C25-selskaberne, mens aktieaflønning for selskaberne i Jensen og Murphy undersøgelse stod for 24% af den gennemsnitlige lønpakke. Det modsatte er gældende for den faste løn, som udgør hele 55% af sammensætningen af lønpakken hos de amerikanske selskaber i 1992, mens fast løn for C25-selskaberne udgør 48% af lønpakken.

Det er tydeligt, at C25-selskaberne i et større omfang benytter de variable lønkomponenter sammenlignet med S&P500-selskaberne i 1992. Dette kan formentlig forklares af den ændring, de amerikanske foretager i deres sammensætning af lønpakkerne i 1990´erne. I denne periode pålægges et større fokus på den direkte incitamentsbaseret aflønning, der tilskynder til at øge aktionærernes værdi (Jensen el at., 2004). Endvidere er det ikke

utænkeligt, at det øgede fokus på aktieaflønning fra flere forskere og deraf studier, der anbefalede en større aflønning i form af aktier på daværende tidspunkt, har haft indflydelse på udbredelsen (Jensen & Murphy, 1990a; Jensen & Murphy, 1990b).

Det fremgår tydeligt, at der er sket en udvikling i sammensætningen i S&P500-selskabernes aflønning, når Jensen et al. (2004) frembringer den gennemsnitlige sammensætningen af lønpakken i S&P500-selskaberne i 2002. Herigennem står det klart, at den faste lønkomponent udgør en væsentlig lavere andel af lønpakker i 2002 sammenlignet med 1992. Den gennemsnitlige sammensætning af lønpakken i S&P500-selskaberne i 2002 bestod af 36% fast løn, 17% kontant bonus og 47% aktieaflønning. I den 10-årige periode observeres en tendens til, at S&P500-selskabernes lønpakkerne i væsentlig højere grad indeholder aktieaflønning, der udgør omtrent halvdelen af den gennemsnitlige lønpakke i 2002 (Jensen et al., 2004, s. 31; Bergstresser & Philippon, 2005).

Tidligere undersøgelser har bl.a. antydet, at den danske aflønningspraksis afviger aflønning i USA, hvor den faste lønkomponent udgør mellem 50-60% af den samlede aflønning (Erikson & Lausten, 2000). Dette stemmer overens med S&P500-selskabernes aflønning i 1992, hvor der, i kontrast til aflønningen i 2002, var en stor brug af fast løn. Der er imidlertid betydelige forskelle på den amerikanske sammensætning af aflønninger og C25-selskabernes gennemsnitlige sammensætning, som illustreret i figur X. Det fremgår, at C25-selskaberne ikke i samme grad benytter aktieaflønning, det er dog essenitelt at pointere, at aktieaflønningen andel af lønpakken har været stigende i afhandlingens analyseperiode for C25-selskaberne. Dette fremgår af tabel 2, hvori udviklingen i det enkelte lønkomponenter betragtes over perioden 2018-2022.

Blandt de nyeste undersøgelser af lønsammensætningen i USA er Frydman & Jenter (2010), der frembringer den gennemsnitlige sammensætning af CEO-løn for S&P500-selskaber i perioden 1992-2008. Her fremgår det, at den gennemsnitlige lønpakke i 2008 udgøres af 22% Fast løn, 21% Kontant bonus og 57% Aktieaflønning, hvilket er i tråd med udviklingen af de senere år, hvor andelen af den faste lønkomponent er mindsket til fordel for aktieaflønning.

Af nyere amerikanske undersøgelser, nævnes Groysberg et al. (2021). Artiklen undersøger blandt andet lønniveauet i 2018 med udgangspunkt i Russell 3000, hvilket er de 3000 største amerikanske selskaber, målt på markedsværdi. Undersøgelserne bekræfter den rivende

udvikling i anvendelsen af aktieaflønning, hvor hele 75% af den samlede lønpakke består af aktieaflønning. Fast løn og kontant bonus udgør henholdsvis 9% og 16% af lønpakken.

Til trods for at udviklingen i C25-selskaberne også tenderer til mere aktieaflønning, udgør dette lønkomponent ikke tilnærmelsesvis samme andel som hos de amerikanske selskaber. Dette stemmer overens med Bechmann (2019), der beretter om de danske lønpakker, som har relativt lidt variabel løn, når det anskues i international sammenhæng. Sammenlignet med seneste anvendte undersøgelse (Groysberg et al., 2021), er resultaterne noget nær modsatte. Fast løn udgør mindste lønkomponent i amerikansk sammenhæng, mens afhandlingens resultater bekræfter at den faste lønkomponent er det største i C25-sammenhæng.

Dette er dog at foretrække, når det sammenholdes med den præsenterede teori i afsnittet *4.3 Lønkomponenter*. Heri argumenterer Mehran (1995) for, at CEOs må foretrække en relativ lav andel variabel løn herunder især aktieaflønning. Dette beror på, at der grundlæggende er andre faktorer, der spiller ind på aktiekursen, såsom makroøkonomiske og geopolitiske forhold, der er uden for CEO's kontrol.

I denne sammenhæng bør den enkelte CEO dog holdes ansvarlig for de faktorer, der til en vis grad er udenfor deres kontrol, men fortsat kan påvirkes af CEO'ens egen ageren (Jensen & Murphy, 2011). Dermed er aktieaflønning uomtvisteligt en vigtig lønkomponent, når det kommer til sammensætningen af lønpakkerne i C25-selskaberne.

Uagtet at aktieaflønning udgør en forholdsvis mindre andel af lønpakkerne i C25-selskaberne, viser tidligere undersøgelser, at der siden 2004 er sket en kraftig fremgang i anvendelsen af aktieaflønning. På daværende tidspunkt udgjorde aktieaflønningen mindre end 3% af den samlede lønpakke til CEOs i danske selskaber med over 1.000 fuldtidsansatte, mens den i 2016 stod for mere end 27% (Jørgensen et al, 2019). Afhandlingens databearbejdning antyder, at denne udvikling er fortsat, da aktieaflønningen i 2022 udgør 35% af den gennemsnitlige lønpakke for CEOs i C25-selskaberne.

Foretages en sammenligning af aflønning niveauet for C25-selskaberne og S&P500-selskaberne fra Jensen et al. (2004), kan det udledes, at niveauet af aflønningen er langt højere i USA. Korrigeres aflønningsniveauet fra Jensen et al. (2004) med inflationen, således at der dannes et sammenligningsgrundlag, kan C25-selskabernes nuværende aflønningsniveau sidestilles med forhenværende niveauer. De danske C25-selskaber honorerede i gennemsnit deres CEOs med en samlet lønpakke på 25 mio. kr. i 2022, hvilket

er 6 mio. kr. lavere end den samlede aflønning for CEOs i S&P500 selskaberne i 1992, når der er korrigeret for inflation. Det er dog essentielt at pointere, at aflønningsniveauet simultant med aktieaflønning et øget betragteligt i 1990´erne, hvorfor det gennemsnitlige aflønningsniveau for S&P500-selskaberne i 2002 befandt sig på 108 mio. kr. Ifølge Frydman & Jenter (2010) befandt det totale aflønningsniveau på 74 mio. kr. i 2008.

Der er fortsat korrigeret for inflationen, hvilket betyder, at der tydeligt fremgår en stor niveauforskel i aflønningen af CEOs mellem USA og Danmark. Dette skyldes formodentligt, at selskaberne, der indgår i S&P500, er relativt større end C25-selskaberne målt på markedsværdi og omsætning.

En tilføjelse hertil er, som tidligere nævnt, at de forskellige studier baserer sig på divergerende datagrundlag, der stammer fra forskellige geografiske områder og tidsperioder. Det er derfor essentielt, at have de divergerende forudsætninger for øje, når der sammenlignes. Pennings (1993) beskriver, at aflønningsstrukturen er institutions- og kulturspecifik, hvorfor der eksempelvis kan forekomme store skel på tværs af landegrænser. Brugen af tidligere studier er fortsat essentielt, da det bidrager til en bedre forståelse af C25-selskabernes aflønning af CEOs.

Andre undersøgelser konkluderer, at sammenholdes CEO aflønning i danske selskaber med de skandinaviske nabolande, er aflønningsniveauet signifikant højere i Danmark sammenlignet med Norge og Finland (Bechmann, 2019). Et yderst interessant aspekt ved denne undersøgelse er, at der ikke findes en signifikant forskel i aflønningsniveauet Danmark og Sverige imellem, til trods for at gennemsnitslønnen i de svenske selskaber er 38,5 mio. kr., mens den er 19,1 mio. kr. i de danske selskaber. Dette skyldes, at undersøgelsen af Bechmann (2019) tager højde for forskellen i selskabsstørrelse. Med andre ord, er der korrigeret for at de svenske selskaber i gennemsnit er 32% større end de danske målt på omsætning (Bechmann, 2019).

Helt generelt findes der store forskelle i afhandlingen resultatet på sammensætningen af CEO-aflønning, når de sammenholdes med sammensætningen i CEO-løn fra internationale studier. Især niveauforskellen er stor, men sammensætningen er også relativt divergerende, da den faste del fylder mere i C25-sammenhæng. Der observeres dog også sammenfaldende tendenser, hvori aktieaflønningens udvikling er en af disse. Med afsæt i ovenstående analyse

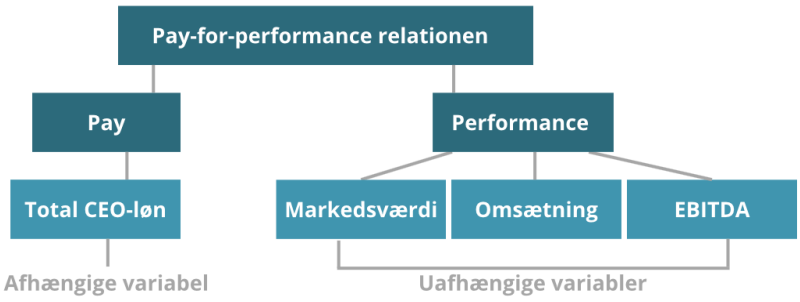
anses underspørgsmål 3. som værende besvaret, da det litteraturen foreskriver og er sammenholdt med afhandlingens egne resultater angående sammensætning.

I relation til ovenstående analyse af sammensætningen og niveauet af aflønning for C25-selskaberne foretages der, som tidligere nævnt, en undersøgelse af sammenhængen mellem pay og performance i selv samme selskaber.

6.2 Pay for performance

Med afsæt i en regressionsanalyse, er det ambitionen at undersøge sammenhængen mellem pay og performance i C25-selskaberne. Tidligere undersøgelser på området tager ofte udgangspunkt i store datasæt med store amerikanske selskaber, hvor især det amerikanske aktieindeks S&P500 ofte danner datagrundlaget. I modsætning til tidligere undersøgelser af pay-for-performance relationen, tages der i afhandlingen udgangspunkt i et relativt lille datasæt af danske C25-selskaber.

I denne henseende er det ambitionen i afhandlingen at foretage en analyse på den totale CEO-løn der, som tidligere beskrevet jf. *lønkomponenter,* indeholder de 3 lønkomponenter fast løn, kontant bonus og aktieaflønning. Den totale CEO-løn undersøges i relation til markedsværdi, omsætning og EBITDA. Disse begreber udmønter sig som Pay-for-performance, hvor Pay defineres som CEO-løn, og markedsværdi, omsætning og EBITDA udgør Performance. Dette er illustreret i nedenstående figur 9.



Figur 9: Pay-for-performance relationen, egen tilvirkning.

Det er vanskeligt at definere performance og særligt i pay-for-performance regi, da CEO-performance ikke kan knyttes direkte til en variabel. Spørgsmålet stilles derfor, om markedsværdi som enkeltstående variabel kan beskrive udviklingen i CEO-løn. I denne afhandling vurderes det, at markedsværdi ikke alene kan udtrykke CEO performance, hvorfor to ekstra performancevariable, omsætning og EBITDA, tilføjes. De tre separate

performancevariabler vurderes bedre at kunne beskrive CEO performance og deraf udtrykke udviklingen i CEO-løn, hvorfor de er inkluderet. Anvendelsen af de ovenstående performancevariabler drøftes yderligere i afsnit *7.1.2 performancevariabler*, hvori konsekvensen og effekten inddrages.

En vigtig tilføjelse til dette, er der ved fortolkningen af pay-for-performance relationen anvendes to forskellige analysemodeller. Den første tager udgangspunkt i forklaringsgraden og pålideligheden, mens den anden beskæftiger sig med sensitiviteten i pay-for-performance relationen. Jensen & Murphy (1990b) anvender pay-for-performance sensitivitet til at beskrive, hvorvidt pay-for-performance relationen er svag eller stærk i deres undersøgelse. Dette betyder konkret, at der i denne afhandling også udregnes pay-for-performance sensitivitet for at muliggøre en fair sammenligning af resultater foretaget på samme grundlag.

Pay-for-performance anskues dermed på to forskellige måder igennem denne afhandling. Først og fremmest på forklaringsgraden og signifikans mellem performancevariablerne og CEO-løn, og dernæst på pay-for-performance sensitiviteten på samme performancevariabler. Dette klargøres løbende gennem analysen. I ambitionen om at undersøge pay-for-performance relationen i C25-selskaberne påbegyndes den anden analysedel, der indbefatter en regressionsanalyse, hvorfor det findes relevant at forklare hvordan denne forstås og anvendes i denne afhandling.

6.2.1 Regressionsanalyse

Overordnet er regressionsanalyse et statistisk redskab, der anvendes til at identificere relationen mellem en afhængig og en eller flere uafhængige variable. Den afhængige variabel er den variabel, der undersøges, mens den uafhængige variabel er den forklarende variabel.

Regressionsanalyse kan undersøge, i hvilken grad udviklingen i den afhængige variabel forklares af udviklingen i de uafhængige variabler. Det er med andre ord en undersøgelse af pay-for-performance relationerne, hvori den afhængige variabel udgør pay, mens performance konstituerer den uafhængige variabel. I den forbindelse forstås den afhængige variabel som værende total CEO-løn, og de uafhængige variabler udgøres af markedsværdi, omsætning og EBITDA (se figur 9).

R^2 (Forklaringsgraden)

For at undersøge sammenhængen mellem den afhængige variabel og de uafhængige variable, anvendes R^2. R^2-værdien anvendes til at forklare, hvor stærk matchet mellem regressionsmodellen og dataen er. Hertil anvendes en skala fra 0-1. Jo tættere på 1, jo stærkere er relationen mellem de to ovenstående. Ved analyse af R^2 vil det være muligt at undersøge, hvor stor en del af variationen i den afhængige variabel, der kan forklares af de uafhængige variabler (Moore, McCabe & Craig, 2009, s. 117). I afhandlingens kontekst vil det med andre ord være muligt at identificere, hvor stor procentdel af variationen i total CEO-løn, der kan forklares af variation i markedsværdi, omsætning og EBITDA. R^2 anvendes derfor til at undersøge, hvilken af de tre performancevariabler, der udtrykker den stærkeste pay-for-performance-relation.

P-værdi (signifikans)

I anvendelsen af R^2, er det relevant at undersøge signifikansniveauet af resultatet. Til dette anvendes p-værdien, der udtrykker signifikansniveauet også kaldet pålideligheden af resultaterne. P-værdien er således en statistisk indikator på sandsynligheden for et givent resultat er opnået tilfældigt. Dette betyder, at jo lavere en p-værdi, desto lavere sandsynlighed for at resultatet er tilfældigt. Med andre ord, giver en lav p-værdi en indikation om resultaternes signifikans (Moore et al., 2009, s. 379).

I afhandlingen anvendes tre forskellige signifikansniveauer til at beskrive hver sin grad af signifikans. Der skelnes således mellem følgende signifikansniveauerne; 0,01, 0,05 og 0,10, der betegnes med henholdsvis ***, **, og *. De tre signifikansniveauer kaldes herefter for henholdsvis 1. - 2. og 3. signifikansniveau. 1. signifikansniveau er derfor markeret ved ***, 2. signifikansniveau ved ** og 3. signifikansniveau ved *. P-værdierne hjælper altså undersøgeren med at vurdere, hvor pålidelige resultaterne er.

P-værdien anvendes i sammenspil med R^2 for at udtrykke, hvornår en given R^2-værdi antages at være signifikant. Det hjælper således afhandlingen med at identificere, hvilke af de udvalgte performancevariabler, der har en betydelig effekt på total CEO-løn, samt hvor pålidelig denne effekt antages at være.

Datapunkter

I afhandlingen anvendes simpel lineær regression, hvilket betyder, at der anvendes én afhængig variabel og én uafhængig variabel separat. Dette gøres, da det i afhandlingen er ambitionen at undersøge den individuelle sammenhæng mellem markedsværdi, omsætning og

EBITDA og CEO-løn. Dette undersøges på tværs af selskaber, sektor og størrelse, hvorefter en sammenligning kan foretages for at undersøge pay-for-performance relationen.

Alle input værdier er i 1.000 DKK. Forstået på den måde, at CEO-løn, markedsværdi, omsætning og EBITDA alle er noteret og anvendt i 1.000 DKK. Niveauet af input-værdier fastsættes til 1.000 kr. for at være sammenlignelige.

Den første regressionsanalyse i afsnit *6.2.1 Sammenhæng mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler,* tager udgangspunkt i afhandlingens totale datasæt vedrørende pay og performance. I og med, at analyseperioden er 5 år, samt at der indgår 24 selskaber, fremkommer der i alt 120 datapunkter ved denne regression.

I afsnit 6.2.2 Sammenhængen i forhold til selskabsstørrelse, hvor kvartilerne er bestemmende for størrelsen. 1. og 2. kvartil anses som de mindre selskaber, mens 3. og 4. kvartilen udgør de store selskaber, hvorfor der er foretaget to separate regressionsanalyser. Det har den betydning, at de to separate regressioner udarbejdes på halvdelen af det samlede antal datapunkter og udgør totalt 60 datapunkter. Antallet af datapunkter behandles yderligere i afsnit *7. Diskussion.*

Resultaternes validitet kan derfor diskuteres, da en regressionsanalyse ideelt set skal inkludere flere datapunkter. Dette uddybes i afhandlingens diskussion.

Det er for nuværende ambitionen at frembringe afhandlingens regressionsanalysen, hvori analysen af sammenhængen og forklaringsgraden mellem CEO-løn og performance variablerne markedsværdi, omsætning og EBITDA påbegyndes.

6.2.1 Sammenhæng mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler

De indledende karakteristika, der ligger til grund for den kommende regressionsanalyse, er beskrevet i de forhenværende afsnit. I relation til ovenstående udføres test af sammenhæng mellem pay og performance, samt signifikansniveauet af sammenhængen mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler; markedsværdi, omsætning og EBITDA. Med udgangspunkt i en regressionsanalyse, som det primære redskab, undersøges pay-for-performance sammenhængen i de danske C25-selskabers aflønning til deres CEO. Resultaterne fra regressionsanalysen præsenteres nedenfor i tabel 10.

Performancevariabler	R^2
Markedsværdi	0.382***
Omsætning	0.196***
EBITDA	0.202***

Tabel 10: Forklaringsgrad mellem CEO-løn og performancevariablerne, egen tilvirkning.

Indledningsvist observeres det, at R^2 for de tre forklarende variable ligger på 0.382, 0.196 og 0.202 for henholdsvis markedsværdi, omsætning og EBITDA. Fordelingen viser, at markedsværdi og total CEO-løn opnår den højeste R^2 på 0.382, hvorfor markedsværdi med andre ord kan forklare 38% af variationen af CEO-aflønning for C25-selskaberne. Sammenhængen er en smule svagere hos de to resterende performancevariabler, omsætning og EBITDA, hvor R^2 udgør henholdsvis 0.196 og 0.202. Disse performancevariabler er derfor i svagere grad i stand til at forklare udviklingen i CEO-løn med henholdsvis 19,6% og 20,2%. Forstået på den måde, at pay-for-performance-relationen er stærkere ved markedsværdi som den forklarende variabel end tilfældet er ved omsætning og EBITDA. Derudover observeres det, at omsætning og EBITDA antages at have tilnærmelsesvist samme forklaringsgrad på udviklingen af CEO-løn.

Som nævnt i forklaringen af regressionanalyse, er R^2 tæt relateret til p-værdien, hvorfor det findes relevant at inkorporere denne i sammenhængen mellem pay og performance. For markedsværdi, omsætning og EBITDA befinder p-værdierne sig langt under det 3. signifikansniveau, som er opstillet i afhandlingen. Markedsværdi, der har den højeste R^2-værdi, har ligeledes den laveste p-værdi. Alle performancevariablerne antages derfor både at have en vis effekt i variationen af CEO-løn, samt at resultaterne vurderes at være pålidelige efter 3. signifikansniveau.

Sammenholdes disse resultater med den teoretiske behandling i afsnit *4.1 Principal-agent-forholdet*, hvori det beskrives, hvordan der eksisterer en interessekonflikt, CEO og aktionærer imellem. I denne henseende ønsker CEO'en at maksimere sin aflønning mod en minimeret indsats, hvor det modsat er i aktionærernes interesse at CEO'en udfører arbejdet tilfredsstillende og i overensstemmelse med aktionærernes ønsker (Jensen & Meckling, 1976). Det betyder med andre ord, at det er essentielt at konstruere en lønpakke, der skaber sammenfald mellem CEO'ens og aktionærernes interesser. Inddrages ovenstående regressionsanalyse er det tydeligt, at markedsværdien er den performancevariabel, der har den største forklaringsgrad til total CEO-løn i C25-selskaberne i perioden 2018-2022. Dette

er interessant, da det alt andet lige må betyde, at CEO'ens og aktionærernes interesser er sammenhængende til en vis grad. CEO'en antages derfor at være interesseret i at maksimere markedsværdien, da denne performancevariabel har størst indflydelse på vedkommendes lønudvikling. I den henseende kan markedsværdien forklare 38% af udviklingen i CEO-løn, hvilket betegner en relevant sammenhæng mellem markedsværdi og CEO-løn, som er i tråd med bestræbelsen efter sammenfaldende interesser.

I denne forbindelse findes det relevant at undersøge sammenhængen i pay-for-performance relationen efter selskabsstørrelse. Er der eksempelvis forskel på forklaringsgraden mellem performancevariablerne og CEO-løn, når de mindste og største selskaber anskues separat?

6.2.2 Sammenhængen i forhold til selskabsstørrelse

I relation til undersøgelsen af pay-for-performance sammenhængen i forhold til selskabsstørrelse blandt C25-selskaberne er det relevant at inddrage tidligere resultater fra litteraturen. Jensen & Murphy (1990b) undersøger, udover en samlet pay-for-performance relation, også pay-for-performance fordelt på selskabsstørrelse. Interessant ved denne undersøgelse er, at relationen mellem pay og performance lader til at være væsentlig stærkere i mindre selskaber målt på lønstigning pr. $1000 ændring i shareholder wealth. I analysen fra Jensen & Murphy (1990b) opdeles selskaberne i store og mindre selskaber på baggrund af medianen. Alle selskaber med en markedsværdi over medianen, defineres derfor som store selskaber, mens selskaberne med en markedsværdi under medianen, defineres som mindre selskaber.

I den sammenhæng kan resultaterne fra databehandlingen inddrages. Det er et væsentligt aspekt, at der foreligger en stor afstand mellem de to kvartiler med laveste markedsværdi og de to kvartiler, der indeholder selskaberne med den højeste markedsværdi. Denne udvikling er visualiseret i afsnit *5.6.5 Udvikling i lønkomponenter ud fra selskabsstørrelse.* Der findes altså et væsentligt spring i den gennemsnitlige totale aflønning mellem andet og tredje kvartil, hvilket kan tale for opdelingen af selskaberne efter medianen. Dermed anvendes samme opdeling, som tilfældet var i Jensen & Murphy (1990b), hvilket betyder, at første og anden kvartilerne rummer det, der defineres som mindre selskaber, mens tredje og fjerde kvartilerne indeholder de store selskaber.

Interessant er det derfor at udregne R^2 og p-værdien for henholdsvis selskaberne første og anden kvartilerne og selskaberne i tredje og fjerde kvartilerne for at identificere

forklaringsgraden mellem CEO-løn og markedsværdien. Det findes derfor relevant at undersøge, om forklaringsgraden er højest ved de største eller mindste selskaber og sammenkoble dette resultat med Jensen & Murphy (1990b).

Der indgår i alt 60 datapunkter pr. regression på baggrund af størrelseinddelingen, hvilket naturligvis er halvdelen af tilfældet ved afsnittet forinden. Forklaringsgraden for hvert performacevariabel præsenteres nedenfor. Signifikansen af dette resultat er angivet ved antallet af *.

	Kvartil 1 & 2	Kvartil 3 & 4
Markedsværdi	0.208 ***	0.296 ***
Omsætning	0.029	0.103 **
EBITDA	0.244 ***	0.130 ***

Tabel 11: *Forklaringsgrad mellem CEO-løn og performancevariablerne i forhold til selskabsstørrelse, egen tilvirkning.*

Indledningsvist observeres det i tabel 11, at blot en værdi er statistisk insignifikant, nemlig omsætning for første og anden kvartilen. Alle andre resultater vurderes signifikante på *** med undtagelse for ** ved omsætning på tredje og fjerde kvartilen. Der findes derfor en markant større signifikans i resultaterne relateret til markedsværdi og EBITDA. Markedsværdien har, i tråd med ovenstående afsnit *6.2.1 Sammenhæng mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler*, den største indvirkning på udviklingen i CEO-løn. Særligt ved de største selskaber, vurderes markedsværdi at være den bedst forklarende performancevariabel, hvor knap 30% af variationen i CEO-løn kan forklares af variationen i markedsværdi. Ved de mindste selskaber kan omtrent 20% af variationen i CEO-løn forklares af variationen i markedsværdi.

Omsætning er den svageste performancevariabel til at forklare variationen i CEO-løn. Ved selskaberne i første og anden kvartil kan blot 3% af variationen i CEO-løn forklares af variationen i omsætning. Dette resultat er desuden insignifikant, hvorfor dette resultat ikke tilknyttes megen troværdighed. Ved de største selskaber vurderes der at være en større sammenhæng mellem CEO-løn og omsætning, hvor 10% af udviklingen kan forklares ved 2. signifikansniveau.

Ved EBITDA vurderes sammenhængen mellem CEO-løn at være stærkest ved selskaberne i første og andet kvartil, hvilket er interessant sammenlignet med resultat for markedsværdi.

Omtrent 25% af variationen i CEO-løn kan forklares af variationer i EBITDA ved de mindste selskaber, mens 13% er tilfældet ved de største selskaber.

Ikke desto mindre, er der indikationer på at markedsværdi er bedst til at forklare variationer i CEO-løn, hvorfor pay-for-performance relationen antages at være stærkest ved denne performancevariabel. Dette er umiddelbart divergerende med Jensen & Murphy (1990b), i og med, at afhandlingens forklaringsgrad mellem markedsværdi og CEO-løn antages at være bedst i største selskaber. Der tages dog forbehold for forskellige regnemetoder, hvorfor pay-for-performance også undersøges ved beregning af sensitivitet i afsnittet nedenfor.

6.2.3 Sensitiviteten mellem pay og performance

Ovenstående pay-for-performance afsnit tager i store træk afsæt i forklaringsgraden mellem performancevariablerne og CEO-løn, samt det tilhørende signifikansniveau. Forklaringsgraden mellem pay og performance undersøger dog kun sammenhængen mellem udviklingen i to variabler og udtrykker dermed ikke den økonomiske relation herimellem.

I afhandlingens teoretiske behandling, blev tidligere litteraturs resultater i forbindelse med pay-for-performance præsenteret. I den sammenhæng blev sensitivitets begrebet introduceret, der har sit afsæt fra Jensen & Murphy (1990b), og som udtrykker ændringen i CEO formue (i kr.) i forhold til ændringen i aktionærernes formue (i 1.000 kr.), som selskabets markedsværdi repræsenterer. I den henseende tolkes en højere sensitivitet, som et tegn på en tættere sammenhæng mellem CEO-løn og aktionærernes interesser.

I ambitionen om at sammenholde afhandlingens resultater med tidligere forskning på området findes det relevant at foretage en sensitivitets beregning for CEO-løn og de tre separate performance variabler; markedsværdi, omsætning og EBITDA. Denne beregning af sensitiviteten findes ved at observere regressionsanalysens output. Konkret er det koefficienten for x-værdien (de uafhængige variable), der udtrykker sensitiviteten, hvilket er i overensstemmelse med Jensen & Murphy (1990b) metode. Derved etableres et sammenligningsgrundlag, da hovedparten af den tidligere forskning på området anvender sensitivitetsberegninger til at udtrykke pay-for-performace relationen.

Sensitiviteten mellem CEO-løn og de tre performance variable beregnes for hele datasættet, som indeholder de 24 selskaber, der indgår i C25-indekset. Med afsæt i afhandlingens datasæt er følgende koefficienter fremkommet:

	Markedsværdi	Omsætning	EBITDA
Sensitivitet	0.0000368 ***	0.00006931 ***	0.00019 ***

Tabel 12: Sensitivitet mellem CEO-løn og performancevariablerne, egen tilvirkning.

Anvendes samme metode som Jensen & Murphy (1990b), kan nedenstående pay-for-performance-sensitiviteter udledes.

For hver 1000 kr. ændring i markedsværdi, stiger CEO-løn med 0,04 kr.

For hver 1000 kr. ændring i omsætning, stiger CEO-løn med 0,07 kr.

For hver 1000 kr. ændring i EBITDA, stiger CEO-løn med 0,20 kr.

I ovenstående sensititetsberegninger observeres det, at markedsværdien har den laveste sensitivitet til CEO-løn. Det kan umiddelbart virke modstridende med resultaterne fra afsnit *6.2.1 Sammenhæng mellem CEO-løn og de tre forklarende variabler*, hvori markedsværdien har den højeste forklaringsgrad af variationen i CEO-løn. De mulige årsager hertil behandles yderligere i afhandlingens afsnit *7.2.2 Forklaringsgrad mod sensitivitet*.

Relateres de ovenstående sensitivitets-værdier til tidligere forskningsresultater, der er præsenteret i afhandlingens teoriafsnit *4.4 pay-for-performance*, findes der en markant forskel i niveauet af CEO-lønstigningen mod en markedsværdistigning på $1000. Den første omfattende undersøgelse af sensitiviteten mellem pay og performance er foretaget af Jensen & Murphy (1990b). Undersøgelsen tager udgangspunkt i mere end 1.400 børsnoterede selskaber i perioden 1974-1986. Konklusionen på undersøgelsen bliver, at der anslås en sensitivitet i CEO-formue på $3,25 for hver $1.000 i selskabsværdien.

Sammenholdes den anslåede pay-for-performance sensitivitet fra Jensen & Murphy (1990b) med afhandlingens sensitivitets beregninger findes en klar diskrepans. Det estimeres i afhandlingen, at der for hver 1.000 kr. ændring i selskabets markedsværdi sker en stigning i CEO-løn på 0,04 kr.. Forskellen er altså til at få øje på, når dette sammenlignes med Jensen & Murphys sensitivitets resultater, hvor en $1.000 ændring i selskabets markedsværdi bidrager til en stigning i CEO-formue på $3,25. Med andre ord må det antages, at pay-for-performance sensitiviteten er mindre i C25-selskabernes aflønning til CEOs i perioden 2018-2022 sammenlignet med de amerikanske selskaber fra Jensens og Murphys (1990b) undersøgelse. Det betyder, at der forekommer en svagere pay-for-performance relation i C25-selskaberne.

I denne sammenhæng er det værd at tilføje, at en række undersøgelser peger i retning af en stærkere pay-for-performance sensitivitet. Dette er gældende for Hall & Liebman (1998) samt Frydman & Jenter (2010), der ligeledes er amerikanske undersøgelser, som dog estimerer en højere sensitivitet. Det fremgår dermed, at der forekommer tydeligere indikationer på, at C25-selskabernes pay-for-performance er relativ svag i international sammenhæng.

Sidestilles afhandlingens pay-for-performance-sensitivitet med tidligere dansk litteratur, findes der større sammenhæng i resultaterne. Eriksson & Lausten (2000) finder, i tråd med denne afhandling, en relativ svag sammenhæng i pay-for-performance sensitiviteten og konkluderer, at ændringer i CEO-løn ikke er overvejende drevet af ændringer i selskabets præstation. Denne afhandlings lave pay-for-performance sensitivitet stemmer derfor overens med Eriksson & Lausten (2000). Værd at tilføje til konklusionen i Eriksson & Lausten (2000) er, at undersøgelsen er udarbejdet på baggrund af et datasæt, der efter deres egen overbevisning er repræsentativt for mellemstore og store selskaber i Danmark. Derfor vurderes resultaterne i et vist omfang at være sammenlignelige med denne afhandlings resultater.

Pay-for-performance sensitiviteten, målt ved markedsværdi, er den eneste udregning, der umiddelbart kan sammenlignes med tidligere litteratur. Ikke desto mindre findes det også relevant at analysere pay-for-performance sensitiviteten, målt ved omsætning og EBITDA.

Hver 1.000 kr. ændring i omsætning og EBITDA resulterer i en CEO-lønstigning på henholdsvis 0,07 kr. og 0,20 kr. Ændringer i omsætning og særligt EBITDA har således større indflydelse på stigninger i CEO-løn sammenlignet med markedsværdi, omend disse resultater er væsentlig lavere end tilfældet ved tidligere amerikanske undersøgelser (Jensen & Murphy 1990b; Hall & Liebman 1998; Frydman & Jenter 2010). Med andre ord er pay-for-performance sensitiviteten altså stærkest ved EBITDA.

Grundet de større sensitiviteter ved omsætning og EBITDA, bør en CEO alt andet lige være mere interesseret i at maksimere disse fremfor markedsværdi. Jf. *afsnit 4.1 principal-agent-forholdet*, foreskriver teorien, at principalen og agenten, eller aktionærerne og CEO'en, har modstridende interesser. Forstået på den måde, at aktionærerne og CEO'en er interesserede i at øge egen velstand i form af stigningen i henholdsvis markedsværdi og løn. Ved fortolkning af sensitiviterne ovenfor, kan CEO'en bedst maksimere egen velstand ved at maksimere omsætning og EBITDA. Det er med andre ord i større grad i CEO'ens interesse at øge disse

performancevariabler, da en stigning i omsætning og EBITDA, i følges sensitiviteten, resulterer i en større lønstigning. Dette kan indikere, at der findes en reel interessekonflikt mellem de to parter.

Sensitiviteten mellem pay og performance på størrelsesniveau

Jensen & Murphy (1990b) undersøger desuden pay-for-performance sensitiviteten fordelt på selskabsstørelser, hvor små selskaber defineres som selskaber under medianen, samt større selskaber over medianen. Resultatet udtrykker en 8.05$ stigning i CEO-løn pr. $1000 ændring i shareholder wealth for mindre selskaber, mod 1.85$ pr. $1000 ændring i shareholder wealth for større selskaber. Der findes derfor en væsentlig stærkere pay-for-performance-sensitivitet ved mindre selskaber.

Vendes blikket tilbage mod størrelsesopdelingen i afsnit *6.2.2 Sammenhængen i forhold til selskabsstørrelse*, fandtes en større forklaringsgrad ved pay-for-performance relation i større selskaber, målt ved markedsværdi. Eller med andre ord kan udviklingen i CEO-løn bedre forklares af performancevariablerne i større selskaber.

Ikke desto mindre er resultaterne fundet ved to forskellige regnemetoder, hvorfor det findes relevant at følge Jensen & Murphy (1990b) udregning, der tager udgangspunkt i markedsværdi, for at identificere sammenhænge og forskelle. Udregnes pay-for-performance sensitiviteten på de nedre to kvartiler og de øvre to kvartiler ved samme metode som Jensen & Murphy, kan sensitiviteten fordelt på størrelse identificeres. Koefficienterne for afhandlings kvartiler, kan udtrykkes som:

Sensitivitet	**Kvartil 1 & 2**	**Kvartil 3 & 4**
Markedsværdi	0.000144***	0.000030***

Tabel 13: Sensitivitet mellem CEO-løn og markedsværdi i forhold til selskabsstørrelse, egen tilvirkning.

Dette betyder, at følgende kan udledes:

For hver 1000 kr. ændring i markedsværdi for første og anden kvartilerne, stiger CEO-løn med 0,14 kr.

For hver 1000 kr. ændring i markedsværdi for tredje og fjerde kvartilerne, stiger CEO-løn med 0,03 kr.

På baggrund af ovenstående sensitivitetsberegninger, antages pay-for-performance relationen at være stærkest ved de mindste selskaber, hvilket i store træk er i lighed Jensen & Murphy (1990b) resultater, der udtrykker at mindre selskaber oplever en stærkere pay-for-performance-sensitivitet. Som i tilfældet ved sensitiviteten, målt ved den samlede CEO-løn og samlede markedsværdi, er niveauet væsentlig lavere sammenlignet med de amerikanske resultater. Ikke desto mindre er konklusionen den samme. Ændringer i markedsværdi, resulterer i større stigninger i CEO-løn ved de mindste selskaber.

Afhandlingens anden analysedel undersøger pay-for-performance, målt ved forklaringsgrad og sensitivitet i C25-selskaberne. Resultaterne sammenholdes løbende med tidligere resultater fra dansk og amerikansk litteratur, og forskellene udtrykkes herigennem. I denne sammenhæng vurderes underspørgsmål 4 og 5.

6.3 Delkonklusion

I undersøgelsen af afhandlingens problemformulering er analysen struktureret som todelt analyse. I første del af analysen sammenholdes væsentlige resultater fra datasættet med den litteratur, som er præsenteret i litteraturreviewet og dermed danner grundlaget for afhandlingen. I den forbindelse analyseres sammensætningen og niveauet af lønpakkerne i C25-selskaberne. I den henseende kan det konkluderes, at C25-selskaberne i gennemsnit har en CEO-lønpakker på 25 mio. kr., hvoraf fast løn udgør det største lønkomponent efterfulgt af henholdsvis aktieaflønning og kontant bonus. Endvidere forekommer relativ store variationer i både niveauet og sammensætningen af lønpakkerne på tværs af sektorer.

Når resultaterne fra afhandlingens databehandling sammenholdes med tidligere litteratur, som især udspringer fra USA, står det klart, at aflønningsniveauet hos C25-selskaberne er meget mindre. Herudover findes en relativ stor divergens mellem sammensætningen af lønpakkerne, da C25-selskabernes aflønning i højere grad beror sig på den faste lønkomponent. En essentiel tilføjelse er, at udviklingen peger i retning af mere variabel løn, når databearbejdningen sammenholdes med litteraturens indikationer.

Anden del af analysen behandler Pay-for-performance. To forskellige perspektiver anvendes til behandlingen af samme og udgøres først og fremmest af en undersøgelse af forklaringsgraden mellem performancevariablerne og CEO-løn. Regressionsanalysen målt ved total CEO-løn og de separate performancevariablerne, viser at markedsværdi har den

største forklaringsgrad i udviklingen af CEO-løn. Ikke desto mindre er omsætning og EBITDA også statistisk signifikante, men kan i svagere grad forklare udviklingen i CEO-løn.

Anskues forklaringsgraden mellem CEO-løn og performancevariablerne på størrelsesniveau, findes det at markedsværdi er den performancevariabel der bedst kan forklare udviklingen i CEO-løn i de største selskaber.

Ydermere kan det konkluderes, at for hver 1000 kr. ændring i markedsværdi, stiger CEO-løn med 0,04 kr. Markedsværdien er således den performancevariabel hvor en 1.000 kr. ændring, resulterer i den mindste stigning i CEO-løn. Endvidere kan det udledes af resultaterne vedrørende sensitiviteten, målt ved størrelse, at de mindste selskaber har den største pay-for-performance sensitivitet.

7. Diskussion

Det nærværende afsnit har det formål at udfolde afhandlingens diskussion, der frembringer essentielle nuancer ved analysens resultater og generelle faldgruber ved behandlingen. I den sammenhæng er afhandlingens analyse selvsagt ikke udtømmende, da det ingenlunde er alle faktorer, der potentielt har indvirkning på både sammensætningen og niveauet af lønpakken i C25-selskaberne, som inkluderes. Derfor indeholder diskussionen en drøftelse af de dominerende faktorer, der potentielt influerer resultaterne. Yderligere frembringes relevante dispositioner, der er foretaget i ambitionen om at behandle pay-for-performance relationen hos C25-selskaberne i forbindelse med deres aflønning af CEOs. Diskussionen vil afføde spørgsmål, der ikke er besvaret i udarbejdelsen af denne afhandling, hvorfor der naturligvis findes grobund for fremtidige undersøgelser på området.

7.1 Faldgruber i analysen

I afsnit *5.3 datasættets begrænsninger*, præsenteres rammerne for datasættets opstilling, hvori der indgår flere estimeringer. Følgende afsnit frembringer en diskussion af de identificerede faldgruber og svagheder ved resultaterne og fremgangsmåden hertil.

7.1.1 Sektoropdeling og datagrundlag

I behandlingen af de resultater, der er foranlediget af sektoropdelingen, er det essentielt at forstå betydningen af datasættets størrelse og selve opdelingen. Datasættet indeholder, som tidligere beskrevet, 24 enkeltstående selskaber, som i dele af databehandlingen opdeles efter

sektor. Dette betyder, at der i opdelingen af selskaberne vil være sektorer, hvori et eller ganske få selskaber indgår. Eksempelvis består Teknologi og Energi/Forsyning af henholdsvis en og to selskaber, hvorfor det vil være forvrængende at udlede resultater, der skulle være repræsentative for hele sektoren i Danmark. Der er udelukkende tale om tendenser, der forekommer blandt de største børsnoterede selskaber, der indgår i C25-indekset.

Samtidig kan det diskuteres, hvorvidt regressionsanalysen af pay-for-performance relationen bygger på nok observationer, hvorfor denne er forbundet med en vis usikkerhed. Dette betyder, at resultaternes generaliserbarhed alt andet lige hæmmes, da datagrundlaget er forholdsvis begrænset. Det er dog essentielt at tilføje, at det udelukkende er afhandlingens ambition at undersøge C25-selskabernes aflønning, hvorfor det selvsagt ikke er relevant at medtage flere selskaber. Databehandlingen og deraf analysen, er altså et resultat af dataindsamling for de nuværende 24 enkeltstående selskaber, der indgår i C25-indekset. Endvidere er dataindsamlingen foretaget for en 5-årige periode, således at der kan udledes tendenser på tværs af C25-selskabernes størrelse og sektorer. Det kan naturligvis diskuteres, hvorvidt en 5-årig periode kan danne grundlag for at analyse af udviklingen C25-selskabernes CEO-aflønning. I denne sammenhæng er det relevant at pointere, at der indtil 2019, hvor selskabslovens §139b trådte i kraft, ikke var væsentlige krav til C25-selskabernes transparens i forhold til deres aflønning af CEOs. Det betyder, at en udvidelse af analyseperioden må antages at forårsage væsentlige mangler i datasættet, hvorfor det ikke vil være repræsentativt og dermed influerer analysens konklusioner negativt.

I og med, at datasættet strækker sig over en 5-årig periode, samt at den lineære regression foretages separat og altså udelukkende indeholder en forklarende variabel pr. regressionsmodel, forekommer der et naturligt lavt antal af datapunkter. Ideelt set, vil en lang række datapunkter i de fleste tilfælde på bedre vis kunne illustrere udviklingen mellem to variable. I denne afhandling foretages en regressionanalyse bestående af 120 datapunkter. I analysen af pay-for-performance, fordelt på størrelse, inkluderes 60 datapunkter pr. regression. Der kan i denne sammenhæng stilles spørgsmålstegn ved, hvorvidt dette er nok. Dette er dog en problemstilling, der i afhandlingen er blevet accepteret i ambitionen om at undersøge C25-selskaberne over en 5-periode, hvorfor det maksimale antal datapunkter er opnået.

7.1.2 Performancevariabler

Regressionsanalysen af pay-for-performance relationen eksekveres med baggrund i tre forskellige performancevariabler, hvilket er bestående af markedsværdi, omsætning og EBITDA. Når relationen mellem pay og performance skal undersøges, kræves en variabel, der kan fungere som performance indikator, men der findes imidlertid ikke en fuldkommen indikator for CEO-performance. Hermed menes, at der ikke eksisterer en variabel, der udelukkende beskriver CEOens performance, i kraft af at variablerne influeres af en lang række forhold. I den henseende kan det diskuteres, hvorvidt de enkelte performance indikatorer fungerer som en variabel for CEO-performance. Markedsværdien bestemmes af det enkelte selskabs aktiekurs, hvilket en CEO på sin vis har indflydelse på med sin performance, samt mængden af udstedte aktier. Det vanskelige er i den forbindelse at udlede hvilken indflydelse CEO performance har på aktiekursen og deraf markedsværdien, da denne påvirkes af et stort sammensurium af faktorer. Det kan eksempelvis være samfundsrelevante faktorer, såsom rentesatser, inflationstal, konflikter, handelskrige og pandemier. Dette er faktorer som er udefrakommende, hvilket medfører at CEO´en ikke har indflydelse på disse og derfor kan der ikke stilles entydige lighedstegn mellem markedsværdi og CEO-performance.

I og med der ikke eksisterer en entydig performance variabel, inddrages to yderligere variabler i regressionsanalysen, således at flere variabler kan frembringe en forståelse for CEO-performance. Dette indebærer, som tidligere nævnt, nøgletallene omsætning og EBITDA. Omsætning som performance indikator viser CEO's evne til at skabe vækst og indtjening. Dette kan naturligvis ikke stå alene, da en CEO's performance afhænger af andre forhold, såsom profitabilitet. I den forbindelse inddrages EBITDA, også kendt som resultat af primær drift, der kan anvendes som en variabel for selskabets præstation.

Udvælgelsen og anvendelsen af disse performance variabler vil være et diskussionspunkt i mange henseende, da der ikke kan tegnes en fuldkommen parallel mellem CEO-performance og markedsværdi, omsætning eller EBITDA. Det bidrager dog til anvendeligheden, at der inddrages flere variabler, som i sammenspil kan give en større forståelse af pay-for-performance relationen blandt C25-selskaberne.

7.1.3 Kompleksitet

I behandlingen af problemformuleringen er der foretaget valg, der implicit forsimpler undersøgelsen af aflønningen af CEOs i C25-selskaberne. Dette indebærer den opdeling, der er foretaget af lønpakken, som udmunder i de tre lønkomponenter; fast løn, kontant bonus og aktieaflønning. Dette er åbenlyst en forenklet opdeling, da lønpakkerne ofte indeholder mere komplekse elementer og strukturer for aflønningen. Dette er ikke ensbetydende med, at opdelingen ikke er brugbar eller nødvendig at foretage for at konstruere et datasæt, der er sammenlignelig på tværs af selskaberne. I den henseende argumenteres der for, at en simplicitet i opdelingen af lønpakkerne alt andet lige foretrækkes, således at der kan udledes sammenhænge i sammensætning og niveauer på tværs af selskabsstørrelser og sektorer.

I forlængelse af ovenstående kan det diskuteres, hvorvidt den enkelte CEO's aktiebeholdning har indflydelse på aflønningen. Når pay og performance analyseres, kan det være fordelagtigt at analysere den totale økonomiske påvirkning, en CEO oplever. Det vil i mange tilfælde inkludere aktiebeholdning, da denne i et omfang har indflydelse på CEO'ens økonomiske påvirkning. Aktiebeholdning eller krav til aktiebeholdning, som ses i nogle selskaber, er ikke en del af afhandlingens datasæt. Argumentet er igen et spørgsmål om sammenlignelighed selskaberne i blandt. Forskellige selskaber har forskellige krav til aktiebeholdning, hvorfor værdien af aktiebeholdningen også kan fluktuere markant selskaberne i blandt. I afhandlingen anerkendes det, at aktiebeholdning har en væsentlig indflydelse på den samlede økonomiske påvirkning af CEOen. Ikke desto mindre er denne ikke medregnet, da det vurderes at en ekskludering i højere grad bidrager til sammenligneligheden selskaberne i blandt.

7.2 Resultater fra analysen

I forbindelse med behandlingen af afhandlingens analyse frembringes en række resultater, som er relevante at vende i diskussionen. Dette afsnit omhandler i denne sammenhæng en artikulering af resultaternes bevæggrunde.

7.2.1 Kontrollerbarhedsprincippet

Teorien vedrørende kontrollerbarhedsprincippet er modstridende, hvori Mehran (1995) foreslår, at CEO'en ikke skal belastes økonomisk af faktorer udenfor vedkommendes kontrol. Mere konkret betyder det, at en CEO bør foretrække en mindre andel af variabel løn.

Modsat advarer Jensen & Murphy (2011) om, at en fuldkommen forfølgning af kontrollerbarhedsprincipettet kan medføre negative konsekvenser. Der kan også stilles spørgsmålstegn ved, hvad en stor grad af variabel løn i virkeligheden indebærer. Tages disse delvist modstridende standpunkter in mente og vendes blikket mod afhandlingens fordeling af lønkomponenter, kan ovenstående diskuteres. Jf. afsnit 6.1.1 observeres det, at 48%, 17% og 35% af den samlede lønpakke kan tilskrives henholdsvis fast løn, kontant bonus og aktieaflønning i 2022. Igen kan der stilles spørgsmålstegn ved, hvad der vurderes at være en høj andel af aktieaflønning. Fortsættes fokus med at være på C25-selskaberne, kan det udledes, at vægtningen af aktieaflønning er steget fra 29% i 2018 til 35% i 2022, altså en stigning på 6%-point. Aktieaflønning dækker altså omtrent ⅓ den af den samlede lønpakke i hele perioden og er stigende. En stigende aktieaflønning må antages, i hvert fald i hovedtræk, at være i strid med kontrollerbarhedsprincippet. Men vendes blikket mod USA, vægter aktieaflønning hele 57% i 2008, hvilket er markant højere end ved C25-selskaberne. Således kan spørgsmålet igen stilles, hvorvidt kontrollerbarhedsprincippet skal tages hensyn til, og i hvor stor grad det egentlig har indflydelse på den variable del af lønpakkens udvikling.

Jensen & Murphy (2011) advokerer for, at CEO'en i et vist omfang bør holdes ansvarlig for faktorer udenfor vedkommendes kontrol. Den stigende procentvise vægtning af variabel løn kan antyde, at C25-selskaber i højere grad følger denne tankegang.

7.2.2 Forklaringsgrad mod sensitivitet

I udarbejdelsen af regressionsanalysen forekom markedsværdien, som den performancevariabel med den højeste forklaringsgrad af variationen i CEO-løn. Derudover findes det, at sensitiviteten mellem pay og performance er lavest ved markedsværdi som performancevariabel. Det kan umiddelbart virke som to modstridende konklusioner, da det kunne antages ved observation af forklaringsgrad, at en markedsværdi stigning vil resultere i den største stigning i CEO-løn, hvorfor det findes relevant yderligere at diskutere grundlaget, hvorpå resultaterne opstår.

Først og fremmest findes forklaringsgraden på baggrund af en udvikling i to værdier, eksempelvis udvikling i CEO-løn og markedsværdi i dette tilfælde. Forklaringsgraden udtrykker derfor, i hvor stor grad markedsværdi antages at kunne forklare udviklingen i CEO-løn.

Ved sensitiviteten er det desuden værd at forholde sig til værdien af input. Markedsværdi er det største input, sammenlignet med omsætning og EBITDA. Markedsværdi er således den performancevariabel, hvor differencen mellem CEO-løn er størst. Med andre ord, vil sensitiviteten ofte være størst i tilfælde, hvor forholdet af den afhængige og uafhængige variabel er tættest på hinanden. Afhandlingens resultater viser ligeledes, at en stigning i EBITDA, resulterer i den største stigning i CEO-løn, hvilket er i tråd med ovenstående forklaring.

De to metoder at behandle pay-for-performance divergerer derfor fra hinanden, både i udregningen såvel som de tilhørende resultater. En høj forklaringsgrad mellem pay og performance kan derfor ikke indikere, hvor stor sensitiviteten er mellem to variabler.

7.2.3 Tidsmæssig forskel

Afhandlingens resultater er alle relateret til CEO-aflønning i C25-selskaberne, der eksempelvis undersøges ved niveau og sammensætning, udvikling og pay-for-performance. Resultaterne er desuden knyttet til perioden 2018-2022. Med andre ord kan afhandlingens resultater kun forstås og anvendes i en C25-kontekst i perioden 2018-2022.

Ikke desto mindre findes det relevant at sammenholde disse resultater på området med både dansk litteratur og udenlandsk litteratur, her hovedsageligt amerikansk. Udfordringen ved denne øvelse findes primært i de tidsmæssige og datamæssige forskelle. Det kan derfor diskuteres i hvilket omfang en sammenligning kan udføres på et retfærdigt grundlag.

Først og fremmest er afhandlingens resultater meget specifikke og tager som sagt udgangspunkt i C25-selskaber i 2018-2022. Allerede ved den specifikke data og periode, vil en sammenligning i samme kontekst være vanskelig at foretage. Det er tidligere blevet berørt, at dansk litteratur på eksempelvis pay-for-performance er forholdsvis begrænset. Af den anvendte litteratur, findes Eriksson & Lausten (2000) som værende det nærmeste på afhandlingens undersøgelse. Grundet det manglende informationsniveau i dansk kontekst, fandtes det derfor nødvendigt at vende blikket mod amerikansk litteratur i ambitionen om at sammenligne resultater, omend disse bygges på forskellige data og tid. Forskellen på lønniveau og fordeling af lønkomponenter mellem dansk og amerikansk CEO-aflønning er betydelige, og konsekvensen heraf er løbende reflekteret over igennem afhandlingen. Trods

de klare forskelle mellem dansk og amerikansk litteratur, observeres der lignende tendenser, hvor aktieaflønning lader til at være en konsekvent stigende lønkomponent.

Jensen & Murphy (1990b) anvendes hyppigt igennem afhandlingen, da undersøgelsen lader til at være den første omfattende pay-for-performance analyse, samt at meget af den senere litteratur ofte tager udgangspunkt i samme artikel. Ikke desto mindre, er der en betydelig tidsmæssig forskel mellem Jensen & Murphy (1990b) og denne afhandling, hvorfor det fandtes naturligt at inddrage nyere litteratur på emnet. Hall & Liebman (1998) og Frydman & Jenter (2010) inddrages i denne sammenhæng for at finde et sammenligningsgrundlag, der i hvert fald tidsmæssigt ligner denne afhandlings data mere.

Afhandlingens resultater afviger væsentlig fra den af tidligere amerikansk litteratur og kan, måske selvsagt, bedre sammenlignes med den begrænsede litteratur, der findes i dansk kontekst. Ikke desto mindre antages en sammenligning på tværs af tid og niveau at bidrage med interessant viden, også i en C25-kontekst.

8. Konklusion

Afhandlingens formål er at afdække, hvordan niveau og sammensætning af lønpakkerne kan begrundes af selskabsstørrelse og sektor, samt hvorvidt markedsværdi, omsætning og EBITDA kan forklare udviklingen i aflønningen. I den henseende tager afhandlingen udgangspunkt i de nuværende C25-selskaber, hvori deres aflønning af CEOs er afhandlingens fokusområde.

Afhandlingens underspørgsmål er besvaret løbende igennem afhandlingen, hvorfor det for nærværende er ambitionen at besvare afhandlingens hovedspørgsmål. Konklusionerne, der drages nedenfor, er derfor alle relateret til besvarelse af afhandlingens problemformulering.

Det kan konkluderes, at C25-selskaberne sammensætter CEO-aflønning på mange forskellige måder. Det observeres, at den faste lønkomponent benyttes af alle C25-selskaberne, mens aktieaflønning og kontant bonus benyttes af henholdsvis 86% og 78% af C25-selskaberne i samme analyseperioden. Endvidere konkluderes det, at den gennemsnitlige aflønning for C25-selskaberne er forholdsvis ligelig fordelt mellem den faste og variable del. I denne henseende konstituerer aktieaflønning den største andel af den variable aflønning, mens kontant bonus udgør det mindste lønkomponent.

Udviklingen i lønkomponenterne viser at alle tre lønkomponenter; *fast løn*, *kontant bonus* og *aktieaflønning* er stigende. I den forbindelse er det relevant at tilføje, at aktieaflønningen er forøget i betydeligt højere grad end de andre lønkomponenter, hvorfor vægtningen af aktieaflønningen er øget.

Endvidere kan det konkluderes, at samtlige sektorer oplever en stigende CEO-løn. Det kan forklares af, at aktieaflønning og fast løn vokser i samtlige sektorer i analyseperioden. Dertil findes en væsentlig forskel i stigning sektorerne i blandt. Ydermere udledes det, at der findes store forskelle i niveau og sammensætning fordelt på sektor. Selskabsstørrelse har ligeledes en væsentlig betydning på det samlede lønniveau. I den forbindelse følger lønniveauet størrelsen på C25-selskaberne, hvoraf det konkluderes at CEO's i de største selskaber i gennemsnit har et højere aflønningsniveau.

Markedsværdi, omsætning og EBITDA findes signifikante som forklarende performancevariabler for udviklingen af CEO-løn. Forklaringsgraden er størst ved markedsværdi, i og med at variationen i markedsværdi bedst forklarer udviklingen i CEO-løn. I den forbindelse indikeres det, at der skabes et større sammenfald i principal-agent-forholdet, når markedsværdien fungerer som den bedst forklarende performancevariabel på udviklingen i CEO-løn i C25-selskaberne. Ligeledes konkluderes det, at pay-for-performance relation er stærkest ved de største selskaber, målt ved forklaringsgrad.

Der indikeres, at markedsværdi er den bedste variabel til at forklare udviklingen i CEO-løn. På trods af dette, har markedsværdi den svageste pay-for-performance relation, målt ved sensitivitet. Sensitiviteterne er signifikante på alle performancevariabler, hvor en stigning i EBITDA antages at resultere i den største stigning i CEO-løn. Måles pay-for-performance ved sensitivitet, konkluderes det, at der er størst sammenhæng mellem CEO-løn og performance i de mindste selskaber.

Sammenkobles forklaringsgraden og sensitiviteten, findes der en relativ svag sammenhæng mellem pay og performance. Forklaringsgraden kan i bedste fald udtrykke 38% af udviklingen i CEO-løn, mens en 1.000 kr. stigning i performance i bedste tilfælde resulterer i en stigning i CEO-løn på 0.20 kr.

På baggrund af afhandlingens resultater konkluderes det, at sammenhængen mellem CEO-løn og performance er forholdsvis svag i en kontekst, hvor aflønning forventes at spille en

afgørende rolle. I denne henseende er resultaterne både positive og signifikante, hvorfor konklusionen anses som værende pålidelig.

9. Litteraturliste

Bebchuk, L & Fried, J (2006). Pay without Performance: Overview of the Issues. *Academy of Management Perspectives.* Vol. 20, No. 1, pp. 5-24

Bechmann, K. (2018). Ledelsesaflønning: Hvad siger bestyrelserne og direktørerne egentlig selv? *Finans/Invest,* pp. 22-27.

Bechmann, K. (2019). Direktørlønninger og betydningen af korrekt benchmarking. *Finans/Invest.* Vol. 6. pp. 12-16.

Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics.* Vol. 80. pp. 511-529

Burrell, G., & Morgan, G. (1979). Sociological paradigms and organizational analysis. *Ashgate Publishing.*

Børsen investor (2023). C25 filtreret efter en branche. Lokaliseret d. 21. april 2023 på: https://borsen.dk/investor/kurser/danske-aktier/?filter=c25

Conyon, M. (2006). Executive Compensation and Incentives. *Academy of Management Perspectives.* Vol. 20, No. 1, pp. 25-44.

Corporate Governance. (2021). Ledelsens vederlag, afsnit 4. Lokaliseret d. 4. april 2023 på: https://corporategovernance.dk/4-ledelsens-vederlag

Ederer, F. & Manso, G. (2013) Is Pay for Performance Detrimental to Innovation?. *Management Science* 59(7):1496-1513.

Erhvervsstyrelsen (2021). Vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport. Lokaliseret d. 4. april 2023 på: https://erhvervsstyrelsen.dk/opdateret-vejledning-om-vederlagspolitik-og-vederlagsrapport-30

Eriksson, T. & Lausten, M. (2000). *Managerial pay and firm performance*. Vol. 16, pp. 269-286

Friis, L. (2023). Business-update: Danmarks højestlønnede direktør får nu mere end 60 millioner i løn. Berlingske. Lokaliseret d. 28. februar 2023 på: https://www.berlingske.dk/business/business-update-danmarks-hoejestloennede-direktoer-faar-nu-mere-end-60

Frydman, C. & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *National Bureau of Economic Research.*

Groysberg, B., Abbott, S., Marino, M. & Aksoy, M. (2021). Compensation Packages That Actually Drive Performance. *Harvard Business Review.*

Hall, B. & Liebman, B. (1998). Are CEO's really paid like bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics.* Vol. 113.

Harzing, A. (2022). Journal quality list. Lokaliseret d. 20. februar 2023 på: https://harzing.com/resources/journal-quality-list.

Holm, T. & Mortensen, J. (2017). Topchefer advarer mod uetisk høje lønninger i erhvervslivets ledelse. Kristeligt Dagblad. Lokaliseret d. 28. februar 2023 på: https://www.kristeligt-dagblad.dk/danmark/topchefer-advarer-mod-uetisk-hoeje-loenninger-i-erhvervslivets-ledelse

Jensen, M. & Meckling, W. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics.* Vol. 3, pp. 305-360

Jensen, M. & Murphy, K. (1990a). Ceo incentives - it's not much you pay, but how. *Harvard Business Review*. No. 3, pp. 138-153

Jensen, M. Murphy, K (1990b). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy.* Vol. 98, No. 2, pp. 225- 264.

Jensen, M., Murphy, K. & Wruck, E. (2004). Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *Harvard NOM working paper*.

Jensen, M. & Murphy, K. (2011). CEO Bonus Plans: And How To Fix Them. *Harvard Business School NOM Working Paper*.

Jørgensen, K., Whitta-Jacobsen, H., Munch, J., Sørensen, C. & Jeppesen, T. (2019). Er danske direktørlønninger stukket af?. Kraka.

Kunz, A. & Pfaf, D. (2002). Agency theory, performance evaluation, and the hypothetical construct of intrinsic motivation. *Accounting, Organizations and Society*. Vol. 27, pp. 275-295

Mehran,. H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*. pp. 163-184.

Modell, S. (2007). Integrating Qualitative and Quantitative Methods in Management Accounting Research: A Critical Realist Approach. *School of Accounting, University of Technology Sydney*.

Moore, D., Mcgabe, G. & Craig. (2009). Introduction to the Practice of Statistics, sixth edition. *Published in W.H. Freeman and Company*.

Nordnet. (2023). Hvad er C25-indekset. Lokaliseret d. 27. april 2023 på: https://www.nordnet.dk/dk/marked/indeks/c25

Nordnet. (2023). Selskabernes markedsværdi. Lokaliseret d. 27. april 2023 på https://www.nordnet.dk/dk.

Olsen, S. (2019). Lønnen til magtfulde direktører stikker helt af – her er to bud på hvorfor. Berlingske. Lokaliseret d. 28. februar 2023 på: https://www.berlingske.dk/virksomheder/loennen-til-magtfulde-direktoerer-stikker-helt-af-her-er-to-bud-paa

Pennings, M. (1993). Executive reward systems: A cross-national comparison. *Journal of Management Studies*, pp. 261-280.

Rosenstreich,. D, & Wooliscroft, B. (2009). Measuring the impact of accounting journals using Google Scholar and the g-index. *The British Accounting Review*. Vol. 41. pp. 227-239

Seligmann, L. (2022). Se listen: Her er de 9 bedst betalte topchefer i Danmark. Euroinvestor. Lokaliseret d. 28. februar 2023 på: https://www.euroinvestor.dk/nyheder/se-listen-her-er-de-9-bedst-betalte-topchefer-i-danmark

Selskabsloven (2019). Aflønning af ledelsesmedlemmer §139b. Lokaliseret d. 28. februar 2023 på: https://www.retsinformation.dk/eli/lta/2019/763