UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE.
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E CONTABILIDADE

Efeito Tributário na Configuração do Sistema de Remuneração Gerencial

Cláudio Soerger Zaro

Orientador: Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar

SÃO PAULO

2015

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima.
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dra. Andson Braga de Aguiar
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

CLÁUDIO SOERGER ZARO

Efeito Tributário na Configuração do Sistema de Remuneração Gerencial

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Andson Braga de Aguiar

VERSÃO CORRIGIDA

(Versão original disponível na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Zaro, Cláudio Soerger
Efeito tributário na configuração do sistema de remuneração gerencial /
Cláudio Soerger Zaro. -- São Paulo, 2015.
137 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2015.
Orientador: Andson Braga de Aguiar.

1. Salários. 2. Remuneração. 3. Incentivos. 4. Tributação. 5. Plano de pagamento de salários. 5. Contabilidade gerencial. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

À Maria, Ane e Elise
essenciais em minha trajetória de vida.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela vida, pelas inúmeras oportunidades que me proporcionou e pelas pessoas maravilhosas que colocou em meu caminho.

À minha mãe, Maria, que sempre encorajou a busca por conhecimento e qualificação e que durante todo o período me apoiou e auxiliou. Também às minhas irmãs, Ane e Elise, que compartilharam as dificuldades e vitórias, sempre oferecendo-me suporte e ajuda.

Um agradecimento especial é devido ao Nélcio e à Franciane, que no início dessa jornada, me receberam e me ofereceram segurança, conforto, apoio e carinho. Compartilhamos muitas experiências, tropeços e sucessos. Aprendi com vocês uma grande lição de generosidade, confiança e solidariedade. Muito obrigado!

Aos amigos, que compreendem a ausência e a dedicação necessária a esse projeto. Especificamente agradeço a Giovani, Jhoni e Acácio pelas diversas viagens a Videira e pelo companheirismo. À Pâmela, Cristiane, Elaine, Elaine e Scheila, pelas distrações e divertimentos nesse dois anos. Aos amigos da pós graduação, que se tornaram família nesse processo, pelo entendimento mútuo, força e auxílio. Um carinhoso obrigado para Erika, Daniel, Mamadou, Sayuri, Janilson, Robson, Kléber, Júlio, Marilu, Simone, Josué, Osvaldo e Luciana. Aos amigos de São Paulo, que em várias situações me deram apoio César, Rafael, Célio.

À Angélica, Bianca, Marília, Renata e Verônica, pessoas incríveis com quem compartilhei o teto e o cotidiano. Um importante agradecimento a Fernanda e Estela que foram minhas parceiras de estudos.

Ao professor Andson Braga de Aguiar, meu orientador, pela paciência, incentivo, apoio, oportunidades e inúmeras contribuições.

A todos os professores e funcionários da FEA pelos ensinamentos, suporte e auxílio nos mais diversos momentos dessa jornada. Muito obrigado!

Aos membros da banca, pelas críticas e sugestões que muito contribuíram ao trabalho.

Aos representantes das empresas que responderam ao questionário, tornando esse trabalho possível.

Agradeço à equipe da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), em especial, ao Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, por ter disponibilizado importantes informações para a realização da pesquisa.

À concessão de bolsa demanda social pela CAPES.

Agradeço à concessão de bolsa pela FAPESP, fundamental para a continuidade da pesquisa.

Enfim, a todos que de alguma forma contribuíram nesse processo. Sem vocês esse trabalho não seria possível. Obrigado!

Epígrafe

*O conhecido é finito; o desconhecido, infinito.
Intelectualmente estamos em uma pequena
ilha no meio de um ilimitado oceano de
inexplicabilidade. Nosso dever a cada geração
é reivindicar um pouco mais de terra.*

T. H. Huxley (1877)

RESUMO

O presente trabalho busca verificar qual a influência da tributação sobre os incentivos dos sistemas de remuneração e se o efeito da tributação e de incentivos diferencia-se entre níveis hierárquicos. A literatura de teoria de agência sugere que maior ênfase nos propósitos de incentivo da remuneração culminará em maior proporção de pagamentos via bônus anuais, opções de ações, planos de longo prazo e participação nos lucros ou resultados, nessa ordem. A consulta da legislação tributária, por sua vez, cria a expectativa de que a priorização de propósitos tributários na determinação das formas de remuneração refletirá em maior proporção de participação nos lucros ou resultados, opções de ações, bônus anuais e planos de longo prazo, nessa ordem. Essa ordenação diferenciada é adequada a perspectiva da teoria do *trade-off*, que argumenta que a ênfase em um fator gera um efeito inverso em outro, e que diante disso, as organizações procuram equilibrar as dimensões consideradas. Além disso, é esperado que, em função de mais níveis de monitoramento e também em função de opções de ações serem menos precisas, com relação ao desempenho do agente, para níveis hierárquicos mais baixos, apresente-se ênfase em propósitos de incentivo na remuneração executiva enquanto se priorize propósitos tributários na remuneração de média gerência. Para a análise empírica destas relações, os dados foram coletados por meio de questionário enviado para as empresas que publicaram balanços no ano de 2012 e participaram da base da Revista Exame, Melhores e Maiores, bem como, numa segunda análise empírica, coletou-se dados disponíveis no relatório de referência, disponibilizado pela Comissão de Valores Mobiliários. A principal expectativa do trabalho é de que efeitos tributários sejam importantes na determinação da forma como se dá a remuneração, principalmente no que tange a escolha pela Participação nos Lucros ou Resultados. Os resultados suportam essa expectativa. Quanto a importância de incentivo, identificou-se que todas as formas de remuneração citadas são usadas com esse propósito, no entanto, participação nos Lucros ou Resultados foi a que apresentou um efeito significativamente inferior às demais. Já em relação ao efeito tributário, a hipótese é confirmada integralmente, sugerindo a ordenação proposta acima, e o forte impacto desse na escolha do uso da Participação nos Lucros ou Resultados. Além disso, especificamente em relação a Participação nos Lucros ou Resultados, verificou-se uma interação significativa entre incentivos e tributação o que sugere a existência de um *trade-off* na escolha entre esses propósitos, ou seja, ao priorizar o propósito tributário está-se sacrificando o propósito de incentivo, em relação a Participação no Lucros ou Resultados. No que se refere a diferenças quanto a níveis hierárquicos, não foram identificados resultados significantes.

ABSTRACT

This study seeks to evidence the influence of tax considerations on incentives in compensation systems, as well as establish whether tax and incentive effects differ across the organization's structure. Agency theory literature suggests that a greater emphasis on incentive purposes leads to a higher proportion of annual bonuses in compensation packages. Tax legislation, on the other hand, presents the expectation that a prioritization of tax purposes will be reflected in a greater proportion of profit and gain sharing when determining compensation packages. These differing orders are congruent with the perspective based in trade-off theory, which posits that a greater emphasis on one factor creates an opposite effect on another, and in light of this, companies seek to set a balance between various items under consideration. Beside this, an emphasis on incentive-based goals is expected in executive compensation when tax considerations take precedence over that of middle management, as a result of increased supervision and the lesser need for stock options at lower levels of the organization's structure. In order to analyze these relationships, empirical data were gathered using a questionnaire submitted to the companies that both reported balance sheets in 2012 and participated in the Biggest and Best (Melhores e Maiores) ranking published by Exame magazine in 2013, following which data were also gathered from the companies' reference forms for a secondary empirical analysis, as provided by the CVM (Comissão de Valores Mobiliários). The main expectation of this study is that tax effects are significant in the determination of how compensation is structured, particularly in respect to the decision to use Profit and Gain Sharing. The results support this claim. Regarding the importance of incentives, it was shown that all of the types of compensation in question are used pursuing this aim; however, profit and gain sharing displayed a significantly lesser effect than the others. Concerning tax effects, the hypothesis is confirmed, suggesting more intense use of Profit and Gain Sharing. Further, and in relation to Profit and Gain Sharing specifically, a significant interaction between incentive and tax considerations was shown, suggesting the existence of a trade-off inherent to the selection of the same, or rather, when tax considerations take priority, incentives purposes are sacrificed in the case of Profit and Gain Sharing. No significant results were established regarding differences across the organization structure.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS.....	3
LISTA DE FIGURAS	4
LISTA DE TABELAS	5
1 INTRODUÇÃO	7
1.1 APRESENTAÇÃO.....	7
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO.....	9
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES.....	13
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	14
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1 INFLUÊNCIA TRIBUTÁRIA SOBRE A REMUNERAÇÃO.....	17
2.1.1 Teoria do <i>Trade-off</i>	19
2.2 PROPÓSITO TRIBUTÁRIO DOS SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO GERENCIAL	21
2.3 TRATAMENTO TRIBUTÁRIO DA REMUNERAÇÃO	24
2.3.1 Tratamento tributário de participação nos lucros ou resultados	27
2.3.2 Tratamento tributário dos bônus periódicos	28
2.3.3 Tratamento tributários de opções de ações.....	28
2.3.4 Tratamento tributário de outros planos de longo prazo.....	29
2.4 PROPÓSITOS DE INCENTIVO NOS SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO GERENCIAL	32
2.4.1 Incentivos de participação nos lucros ou resultados	33
2.4.2 Incentivos dos bônus periódicos	36
2.4.3 Incentivos de opções de ações	39
2.4.4 Incentivos de outros planos de longo prazo	41
2.5 DIFERENCIAÇÃO NA ESTRUTURA DE PLANOS DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DE MÉDIA GERÊNCIA	43
3 ASPECTOS METODOLÓGICOS.....	49
3.1 LEVANTAMENTO	49
3.1.1 População e amostra.....	49

3.1.2	Elaboração do questionário e pré teste	50
3.1.3	Construtos da pesquisa.....	51
3.1.4	Variáveis de controle	53
3.1.5	Informações descritivas sobre a amostra.....	57
3.1.6	Análise da não resposta	59
3.2	ESTUDO DE ARQUIVO	62
3.2.1	População e amostra	62
3.2.2	Construtos da pesquisa.....	62
3.2.3	Variáveis de controle	66
3.2.4	Informações descritivas sobre a amostra.....	67
4	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	69
4.1	LEVANTAMENTO.....	69
4.1.1	Estatísticas descritivas	69
4.1.2	Pressupostos da técnica TOBIT.....	72
4.1.3	Resultados do levantamento.....	74
4.1.4	Análise da diferenciação entre níveis hierárquicos.....	85
4.1.5	Testes de robustez	86
4.2	ESTUDO DE ARQUIVO	89
4.2.1	Estatísticas descritivas	89
4.2.2	Pressupostos da técnica TOBIT.....	92
4.2.3	Resultados do estudo de arquivo	92
4.2.4	Testes de robustez	99
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	103
	REFERÊNCIAS	109
	APÊNDICES	119

LISTA DE ABREVIATURAS

CSLL	-	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	-	Comissão de Valores Mobiliários
FAP	-	Fator Acidentário de Prevenção
FGTS	-	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
INCRA	-	Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária
IRPF	-	Imposto de Renda Pessoa Física
IRPJ	-	Imposto de Renda da Pessoa Jurídica
PIB	-	Produto Interno Bruto
PLR	-	Participação nos Lucros ou Resultados
SEBRAE	-	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SENAC	-	Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial
SENAI	-	Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial
SENAR	-	Serviço Nacional de Aprendizagem Rural
SESC	-	Serviço Social do Comércio
SESI	-	Serviço Social da Indústria
SEST	-	Serviço Social do Transporte

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Tratamento tributário das modalidades de remuneração.....	30
Figura 2 - Tributação da remuneração da pessoa física.....	30
Figura 3 - Custos de Agência das modalidades de remuneração	42
Figura 4 - Fórmula para análise dos dados	74
Figura 5 - Fórmula para análise dos dados	92

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas descritivas - Porte	57
Tabela 2 - Estatísticas descritivas - Setor	58
Tabela 3 - Estatísticas descritivas – Nacionalidade e responsável pela gerência	58
Tabela 4 - Informações sobre o perfil do respondente	59
Tabela 5 - Teste Paramétrico e Não Paramétrico de diferença das médias do não respondente e amostral	60
Tabela 6 - Teste de igualdade de médias da amostra com quantidade de não respondentes de igual tamanho	61
Tabela 7 - Porte e setor de atuação das empresas constantes da amostra.....	68
Tabela 8 - Estatísticas descritivas – Configuração dos planos de remuneração.....	70
Tabela 9 - Estatísticas descritivas – Indicadores de Incentivo	71
Tabela 10 - Estatísticas descritivas – Indicadores Tributários	72
Tabela 11 - Teste das especificações Tobit	73
Tabela 12 - Teste Variance-Inflation Factor (VIF) de multicolinearidade.....	73
Tabela 13 - Resultado Tobit para a proporção de cada remuneração variável.....	75
Tabela 14 - Média da variável incentivo por quartil das formas de remuneração.....	77
Tabela 15 - Regressão Linear explicando a proporção de Bônus.....	78
Tabela 16 - Efeitos Parciais Médios de Tributação sobre a Remuneração	79
Tabela 17 - Efeitos Parciais Médios de Incentivo sobre a Remuneração.....	81
Tabela 18 - Avaliação do efeito do trade-off entre incentivo e tributação	82
Tabela 19 - Resultado Tobit das variáveis de controle.....	83
Tabela 20 - Efeitos de incentivo e tributação por nível hierárquico.....	85
Tabela 21 - Efeitos das variáveis de interesse pelo modelo Logit.....	86
Tabela 22 - Efeitos diferenciados de incentivo para empresas gerenciadas pelo proprietário .	88
Tabela 23 - Estatísticas Descritivas - Configuração dos Planos de Remuneração (R\$).....	90
Tabela 24 - Estatísticas Descritivas - Configuração dos Planos de Remuneração (R\$).....	90
Tabela 25 - Estatísticas Descritivas - Variáveis Independentes	91
Tabela 26 - Teste Variance-Inflation Factor de multicolinearidade.....	92
Tabela 27 - Resultado Tobit para a proporção de cada remuneração variável explicada pelos fatores de incentivo e tributário	93
Tabela 28 - - Avaliação do efeito do trade-off entre incentivo e tributação.....	97
Tabela 29 - Resultado Tobit das variáveis de controle.....	98
Tabela 30 - Efeitos das variáveis de interesse pelo modelo Logit.....	99
Tabela 31 - Comparativo do Efeito de Incentivo e Tributário em estimações separadas	100

1 INTRODUÇÃO

1.1 APRESENTAÇÃO

Planos de remuneração são apresentados como instrumentos para alinhar os interesses de principais e agentes e para direcionar uma alocação adequada de esforços (Baker, Jensen, & Murphy, 1988; Jensen & Meckling, 1976; Prendergast, 1999). De acordo com a teoria de agência, relacionar pagamentos ao desempenho motiva o funcionário a exercer um maior esforço por entender que isso resulta no aumento de sua remuneração (Hölmstrom, 1979; Shavell, 1979). Além de estimular um melhor desempenho, essa prática gera outros benefícios, dentre os quais vale ressaltar a seleção e a retenção de melhores funcionários (Prendergast, 1999), transformando os programas de remuneração num elemento chave do sistema de controle gerencial (Merchant & Van der Stede, 2012).

Não obstante essa concepção, Aboody e Kasznik (2009) argumentam que fatores alheios aos objetivos desses incentivos influenciam a configuração de pacotes de remuneração. Mais especificamente, apontam a influência da tributação como um determinante em potencial das formas de estabelecimento desses planos. A propósito dessa questão, Murphy (1999), em sua revisão sobre pesquisas relativas à remuneração de executivos, avaliou o tratamento fiscal diferenciado como um dos elementos importantes, dentre outros fatores, para a explicação da popularidade de opções de ações no mercado americano. Esse preceito sugere a possibilidade de que as empresas devem ponderar não só os efeitos de incentivo, mas também os tributários, ao estruturarem seus planos de remuneração.

No contexto brasileiro, suporte parcial à proposição de que vantagens tributárias sejam indutoras da configuração e implementação de planos de remuneração gerencial pode ser constatado em Cohen, Viturino e Vieira (2012). Ao tratarem especificamente dos benefícios de longo prazo de sistemas de remuneração, explicitam a atual tendência do modelo brasileiro de refletir o paradigma americano com base em opções de ações, o qual, segundo os autores, é motivado por questões tributárias e pelo aumento do número de empresas que têm suas ações negociadas na bolsa de valores. Contudo, argumentam que a Receita Federal do Brasil manifestou um entendimento de que, em muitos casos, a remuneração baseada em opções de

ações é utilizada para evadir o recolhimento da contribuição previdenciária e a retenção do Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF) na fonte.

Reforçando essa evidência, vale citar que uma pesquisa elaborada pela empresa Hay Group identificou que a proporção de remuneração variável em empresas atuando no Brasil é a maior do mundo, representando 42 % do salário pago. Esse fenômeno, segundo o diretor de remuneração da Hay Group, é atribuído em parte ao regime de tributação. O diretor alega que, no Brasil, os tributos incidentes sobre a folha de salários são muito elevados e, por essa razão, as empresas procuram formas alternativas de remunerar seus funcionários. Desse modo, diferentemente do esperado pela literatura de agência, a qual enfatiza a predominância de efeitos de incentivo, o caso brasileiro parece sugerir, se não uma efetiva ênfase, ao menos a consideração dos fatores tributários na estruturação dos sistemas de remuneração.

Embora existam indicativos de que a tributação influencia a composição dos planos de remuneração, não é claro qual o efeito que a escolha baseada nos fatores tributários exerce sobre os incentivos aos agentes. Por exemplo, a Participação nos Lucros ou Resultados apresenta tratamento tributário vantajoso e a legislação que regula a matéria argumenta que o uso desse instrumento tem um aspecto motivacional importante, como se pode perceber no seguinte trecho da lei:

Esta Lei regula a participação dos trabalhadores nos lucros ou resultados da empresa como instrumento de integração entre o capital e o trabalho e como incentivo à produtividade, nos termos do art. 7º, inciso XI, da Constituição (Lei nº 10.101, 2000).

Apesar disso, sugere-se que existe um conflito na escolha entre priorização tributária e de incentivos. Este conflito é percebido na replicação do estudo de Miller e Scholes (1982), os quais analisaram o tratamento tributário de cada forma de remuneração, classificando-as como fiscalmente vantajosas ou desvantajosas. Nessa análise, a percepção dos autores sobre a dificuldade de diferenciar os efeitos da tributação e de incentivos é percebida quando destacam que o uso de formas de remuneração que são fiscalmente desvantajosas relaciona-se apenas ao oferecimento de incentivos, enquanto que o uso de formas de remuneração vantajosas, do ponto de vista tributário, pode ser atribuído ao oferecimento de incentivos, ao tratamento tributário ou a ambos.

A perspectiva de Sunder (2014), reforça essa possibilidade de conflito, pois destaca que alguns aspectos dos contratos gerenciais são determinados em função de leis tributárias e não de incentivos. O autor salienta que, nos Estados Unidos, opções de ações não qualificadas, ações

restritas, direitos de valorização de ações e bônus relacionados ao desempenho receberam tratamento fiscal favorável sob a lei tributária federal em vários momentos e, diante disso, as empresas têm razões tributárias para usar tais planos, mesmo que não contribuam para a motivação e avaliação dos gestores.

A diferença nas três percepções apresentadas demonstra como há divergência de opiniões quanto ao efeito da diferença no tratamento tributário sobre os planos de remuneração, sendo que os redatores da lei acreditavam no potencial de uma remuneração fiscalmente vantajosa que alcançasse objetivos de incentivo, enquanto Miller e Scholes (1978) e Sunder (2014) não se mostraram totalmente convencidos do potencial de atendimento simultâneo desses objetivos. Diante disso, procura-se investigar empiricamente esse aspecto, tomando por base a teoria do *trade-off*, a qual questiona o argumento que sugere resultados positivos com a minimização da carga tributária, ao levar em consideração os custos advindos da adequação ao tratamento tributário mais benéfico (já que a análise isolada do tratamento tributário permite somente inferir o sacrifício tributário em razão de incentivos, mas não é suficiente para indicar a existência do efeito inverso, ou seja, a renúncia a efeitos de incentivo, ao permitir-se a influência tributária). Existem, também, aspectos teóricos que justificam custos de agência mais intensos nas formas de remuneração com tratamento fiscal mais benéfico, o que reforça as previsões em conformidade com a perspectiva da teoria do *trade-off*.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Embora as evidências até aqui apresentadas analisem a remuneração como um pacote total, esta pode assumir diversas formas: bônus, opções de ações, participação nos resultados etc. Teixeira (2012) identificou que, no Brasil, o programa de participação nos lucros e resultados é a forma de remuneração variável mais utilizada. Corroborando tal informação, Brisolla Junior (1994), em trabalho que buscava analisar as formas que esse tipo de remuneração assume no ambiente brasileiro, também identificou que a forma mais comum de remuneração variável entre as empresas analisadas é a de participação nos lucros e resultados, constatada em 65% das empresas analisadas. Resultado semelhante é encontrado por Marquart (2009) o qual, no contexto das maiores empresas de Santa Catarina, verifica que 95% das empresas que utilizam remuneração variável (aproximadamente 80% do total analisado) empregam a participação nos

lucros e resultados. O mesmo autor aponta que a Lei 10.101/2000 teve influência importante no uso de remuneração variável por empresas brasileiras, ao permitir à organização a realização de pagamentos de participação nos lucros livre da incidência de encargos sociais, e a dedução desses valores na apuração dos impostos sobre a renda.

Essas sinalizações de percepção do mercado quanto à influência da tributação nos planos de remuneração também foram captadas na pesquisa de Dutra, Rodrigues, Serra e Lyrio, (2012), a qual analisou a capacidade do sistema de remuneração variável de alavancar a concretização de estratégias organizacionais. A análise dos autores utilizou diversas unidades de uma empresa e apontou os encargos trabalhistas e demais aspectos referentes à carga tributária incidente sobre esse tipo de remuneração como os aspectos mais problemáticos para a estruturação de um sistema de remuneração variável.

Por todo o exposto, identifica-se a possibilidade de conflitos no momento da estruturação de um plano de remuneração. Embora a literatura de agência preconize a implantação de programas que alinhem os interesses de agentes e principais, incentivando a conduta desejada pela empresa, Hall e Liebman (2001) argumentam que os efeitos da tributação na elaboração de contratos são ambíguos. A origem desta ambiguidade reside em uma das premissas da teoria de agência, a do interesse residual do principal, ou seja, o principal recebe todo o lucro proveniente das ações e decisões do agente após a remuneração deste (Rees, 1985). Ocorre que a tributação sobre remuneração impõe mais um encargo além da própria remuneração, reduzindo o interesse em motivar o agente. Segundo os autores, esse efeito, isoladamente, deveria implicar que tributos sobre a remuneração levariam a uma redução no uso de remuneração baseada em desempenho. Por outro lado, Hall e Liebman (2001) também analisam as implicações da tributação para o agente, destacando o fato de que parte de seus rendimentos é destinada ao pagamento de impostos, o que reduziria o esforço para qualquer nível de remuneração e, consequentemente, implicaria em contratos com maior uso de elementos de incentivo quando a tributação para a pessoa física é alta. Tais efeitos apontam para certa carência no poder explicativo da teoria de agência em ambientes de alta tributação sobre a remuneração (Hall & Liebman, 2001), tornando-se possível que outros fatores, que não o incentivo, exerçam influência significativa nesses planos. Quanto a esse aspecto, considerando-se o ambiente brasileiro, a tributação pode apresentar importância significativa na estruturação do sistema de remuneração. Isso é suscitado pela já citada constatação de que a maioria das empresas prefere a forma de remuneração variável que mais goza de benefícios legais: a participação nos lucros e resultados (Brisolla Junior, 1994; Marquart, 2009; Teixeira, 2012). A

relevância da tributação como um fator determinante na escolha da estrutura de remuneração pode ser verificada na área de finanças com a análise da estrutura de capital, aplicação convencional da teoria do *trade-off*.

Embora a influência tributária nas formas de remuneração tenha sido considerada tanto na literatura, como na opinião de profissionais, as investigações empíricas conduzidas apresentam evidências não uniformes (Frydman & Molloy, 2011; Perry & Zenner, 2001; Rose & Wolfram, 2002). Apesar da ausência de consistência, as pesquisas apontam alguma influência da tributação nas escolhas dos tipos de remuneração utilizados, mesmo que em vários casos o efeito percebido seja bastante modesto. A análise no Brasil pode oferecer algum avanço nessa investigação por ser um ambiente em que a tributação sobre a remuneração é mais intensa do que no mercado americano¹. Além disso, a presente pesquisa busca analisar como são acomodadas as tensões geradas pelo tratamento tributário diferenciado para as formas de remuneração, observando-se que na perspectiva da teoria do *trade-off* a opção por minimizar o custo tributário tende a reduzir a capacidade de incentivo da remuneração e seu principal aspecto é alcançar um equilíbrio entre esses elementos, contexto que se evidencia devido às formas beneficiadas pela vantagem tributária incorrerem em maiores custos de agência.

Definindo a premissa da existência de uma influência tributária como base, propõe-se a seguinte pergunta orientadora da pesquisa:

Qual a influência da tributação na capacidade de incentivo dos planos de remuneração gerencial?

Dessa forma o objetivo geral da pesquisa é verificar o impacto tributação na capacidade de incentivo dos planos de remuneração.

¹ Nos Estados Unidos, a carga tributária sobre a remuneração é de aproximadamente 13,65%, incluindo contribuição à seguridade social (a previdência brasileira), auxílio médico e imposto federal para seguro desemprego. O percentual pode ser acrescido de imposto estadual para seguro desemprego de acordo com o estado em que a empresa atua. Como se vê, o valor é bastante inferior ao praticado no Brasil, onde a contribuição à previdência social, por si só, atinge o percentual de 20%, incidindo ainda em contribuições para terceiras entidades e para o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

Para alcançar esse objetivo, o trabalho apresenta os seguintes objetivos específicos:

- Verificar empiricamente a influência tributária na configuração de planos de remuneração;
- Identificar a existência do conflito com propósito de incentivos devido à influência tributária;
- Conciliar os resultados provenientes de duas análises, com amostras diferentes.
- Avaliar diferenças nesses efeitos entre níveis hierárquicos.

Com base nos dados identificados com respeito aos benefícios oriundos da utilização da remuneração gerencial com propósitos de incentivo e/ou tributários, é esperado que, baseado no atendimento de propósitos de incentivo para a remuneração, haja uma preferência proporcional maior pelos pagamentos via bônus periódicos do que por opções de ações, planos de longo prazo e participação nos lucros ou resultados, respectivamente. Na sequência, a legislação tributária brasileira foi consultada para identificar qual é o tratamento tributário dispensado, ao empregador, para cada um dos tipos de remuneração estabelecidos como objeto de estudo e, com base nisso, apresentar a expectativa de que, ao considerar-se os propósitos tributários na determinação das formas de remuneração, se apresentará uma preferência proporcionalmente maior pela participação nos lucros ou resultados, e então para as opções de ações, bônus periódicos e planos de longo prazo, nessa ordem. Ademais, é esperado que, em função de um maior número de níveis de monitoramento e também da precisão de opções de ações para níveis hierárquicos mais baixos, apresente-se uma maior ênfase em propósitos de incentivo na remuneração executiva, enquanto que os propósitos tributários na remuneração sejam priorizados para a média gerência.

Para testar essas relações, duas metodologias foram empregadas, um questionário e um estudo de arquivo, de forma a realmente evidenciar os efeitos e de verificar a consistência dos resultados alcançados em diferentes amostras e por meio de diferentes operacionalizações dos construtos da pesquisa.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES

Nos Estados Unidos, a repercussão causada pelas discussões sobre a remuneração de altos executivos é indicada por Murphy (1999) como um dos assuntos corporativos que mais recebeu atenção na história moderna daquele país. O tema recebeu um maior foco nos diversos momentos de recessão econômica dos últimos anos, durante os quais os ganhos dos gestores destoaram daqueles recebidos pelos *shareholders* (Bhagat & Romano, 2009). Atualmente, enfrentando um novo período de crise, essa questão volta a ser debatida, inclusive num estudo de Grant Thornton, o qual expõe que executivos seniores avaliaram como excessiva a remuneração dessa classe de profissionais. Essa percepção dos executivos transpareceu numa pesquisa feita com 2.800 empresas, em 40 países, e cujo resultado revelou, em nível mundial, que 67 % dos participantes concordam que há excesso na remuneração executiva. Numa análise isolada de respondentes brasileiros, o número chega a 84%. Na opinião de Antoniel Silva, diretor de gestão de pessoas da Grant Thornton, essa discussão deve, em breve, chegar ao Brasil, embora tenha sido retardada pelo baixo nível de desemprego verificado (Arcoverde, 2012). Dentro de um contexto social, esses fatores ressaltam a importância de investigações acadêmicas sobre a remuneração de executivos, principalmente no âmbito nacional, já que verificou-se um nível acentuado de executivos brasileiros ressaltando a remuneração excessiva dessa classe.

Ao mesmo tempo, dado o notório impacto que a carga tributária exerce sobre as empresas brasileiras, também se tornam importantes as investigações sobre os efeitos dessa tributação. Santos e Hashimoto (2003) demonstram que a carga tributária efetiva, capturada pela Demonstração do Valor Adicionado, é maior do que aquela informada pelos canais governamentais para companhias abertas. Os autores também destacam que os encargos incidentes sobre a folha de pagamentos configuram-se como relevantes sobre o total recolhido pelas empresas. Informações disponibilizadas pela Receita Federal do Brasil indicam que, em 2013, a arrecadação de contribuições previdenciárias foi aquém de 340 bilhões de reais, representando um aumento de 3,39% na comparação com a arrecadação de 2012 (Secretaria da Receita Federal do Brasil, 2014), representando aproximadamente 7% do valor do PIB brasileiro no ano de 2013. Nesse sentido, além do objetivo primário da implantação de planos de remuneração, isto é, o alinhamento de objetivos entre principais e agentes, a pesquisa contribui ainda para uma melhor compreensão do papel de fatores tributários na configuração dos planos de remuneração.

Investiga-se também o caráter de imprevisibilidade dos efeitos da tributação nos planos de remuneração dentro do contexto da teoria de agência destacado por Hall e Liebman (2001). Por um lado, essa imprevisibilidade advém do fato que o resultado residual não é composto somente do pagamento da remuneração, mas também dos seus impostos incidentes, o que reduz o interesse do principal em remunerar. Por outro lado, a tributação na esfera pessoal do gestor implica numa redução do montante recebido por ele, o que, consequentemente, reduz o incentivo em qualquer nível de remuneração, especialmente quando essa relação é analisada a partir de um ambiente de elevada carga tributária, como identificado no Brasil. Além disso, pretende-se contribuir ao apresentar a atual tendência de configuração de planos de remuneração no mercado brasileiro, identificando o uso das principais modalidades de remuneração, tanto em planos para executivos, como para a média gerência.

Nesse cenário, a pesquisa amplia a investigação sobre sistemas de remuneração ao reconhecer e avaliar o impacto da tributação e investigar como a influência desse fator afeta a capacidade de prover incentivos aos agentes. Adicionalmente, aborda a questão destacada por Aboody e Kasznik (2009): a ausência de robusta evidência empírica sobre a influência de fatores tributários na configuração dos planos de remuneração, apesar de a literatura sobre tributação de receitas e remuneração executiva ter vastamente tratado do assunto, e considerando-se que os governos procuram influenciar a forma de remuneração por meio de alterações ou ajustes tributários.

Como contribuição adicional, são utilizados dois métodos de coleta para responder à questão de pesquisa, oferecendo assim uma oportunidade para refinar questões que fiquem ambíguas na análise de um só método e obter uma maior robustez na consistência dos resultados encontrados em amostras diversas e na mensuração diferenciada dos construtos.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O presente estudo foca em empresas de grande porte atuando no Brasil. O teste foi realizado com duas amostras não probabilísticas, sendo que em relação a coleta por meio do questionário a amostra é composta por 112 empresas respondentes de um conjunto de 1.195 empresas constantes do cadastro de empresas da Revista Exame Melhores e Maiores, edição 2013. As

variáveis dependentes e independentes foram reportadas pelos próprios respondentes e alguns controles baseam-se na informação constante nas demonstrações contábeis publicadas.

Quanto a segunda forma de coleta de dados, realizada por meio dos Relatórios de Referência apresentados a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), coletou-se informações de 298 empresas com capital aberto, considerando o período entre 2011 e 2013.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho será apresentado em cinco seções, a começar desta introdução, a qual busca contextualizar a pesquisa e evidenciar a motivação para a análise e as contribuições esperadas.

A segunda seção será dedicada ao referencial teórico, abordando primeiramente os efeitos tributários na remuneração sob a perspectiva da organização, considerando-se todo e qualquer encargo ou desembolso com obrigatoriedade legal, além dos benefícios fiscais aplicáveis a determinados tipos de remuneração. O segundo capítulo abordará as características e efeitos atribuídos a sistemas de remuneração dentro da relação principal-agente. O objetivo dessa discussão será de apresentar o ambiente de estudo da pesquisa, demonstrando os elementos da relação e como estes interferem nas escolhas e comportamento dos agentes. Esse capítulo apresentará os efeitos de incentivos como parte de sistemas de remuneração gerencial, levando em consideração o alinhamento dos interesses entre principais e agentes, norteador este que implica em atração de talentos, alocação de esforços otimizada e melhor capacidade de retenção. Essa revisão é a base que irá estruturar as relações esperadas entre incentivos e contratos de remuneração e apoiar a investigação empírica que buscará testar as relações identificadas. Em seguida, o terceiro capítulo apresentará as evidências de diferenciação na estrutura dos planos de remuneração de altos executivos e da gerência, a fim de respaldar a análise em ambos os níveis. O objetivo dessa incursão teórica é analisar o nível de diferenciação esperado pela literatura na determinação da remuneração dos diferentes níveis hierárquicos. Ao longo dessa seção, serão apresentadas as hipóteses do trabalho.

A metodologia aplicada ao trabalho para a investigação empírica das hipóteses apresentadas ao longo do referencial será exposta na terceira seção. Além de apresentar os dois métodos de pesquisa utilizados para coletar os dados, essa seção também identificará a amostra, o perfil dos

respondentes e as minúcias dos construtos das principais variáveis da pesquisa, assim como sua forma de mensuração.

Na sequência, a seção quatro exibirá os resultados provenientes da análise dos dados, promovendo um debate sobre os resultados, à luz dos elementos expostos no referencial teórico.

Finalmente, a quinta seção apresentará as considerações finais, bem como as limitações do estudo e sugestões para futuras investigações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 INFLUÊNCIA TRIBUTÁRIA SOBRE A REMUNERAÇÃO

A teoria de agência, preconizada por Jensen e Meckling (1976), é estruturada a partir de um relacionamento no qual o principal contrata o agente para realizar tarefas em seu nome, tarefas essas que envolvem delegar alguma autoridade para a tomada de decisões. Esse relacionamento pode ser impactado por interesses individualistas e oportunistas, pois é esperado que ambas as partes procurem maximizar resultados individuais, acarretando na predição de que o agente possa vir a agir em próprio benefício, independentemente dos efeitos para o principal. Nesse contexto, surgem proposições para alinhar os objetivos das partes, dentre as quais se destacam o monitoramento, destinado a limitar atividades inadequadas, e os planos de remuneração gerencial que premiam as condutas dos agentes que maximizam o valor para o principal (Jensen & Meckling, 1976).

Dessa forma, o principal propósito da teoria de agência é de caracterizar a forma ótima dos contratos que ocorrem nas relações com as características acima descritas (Rees, 1985) de forma a induzir os empregados a agirem de acordo com os interesses do empregador (Prendergast, 1999). Em sua vertente tradicional, os sistemas de remuneração servem a dupla função de alocação de riscos (entre principal e agente) e de recompensa por um trabalho produtivo (Holmstrom & Milgrom, 1991). Nesse contexto, a remuneração é um dos aspectos principais da teoria de agência e revela-se como um instrumento usado para garantir a adequação da conduta do agente. Um ponto basilar dessa teoria é que o principal procura aumentar os lucros esperados ao exortar o agente a um maior esforço, aumentando a produção e garantindo para si o valor adicional gerado, descontado o pagamento da remuneração do funcionário. Ou seja, induzir o funcionário a um maior esforço, selecionando e mantendo os melhores, alinhar interesses, entre outros, são geralmente tratados como benefícios advindos da remuneração, como se não houvessem outros custos além do pagamento efetuado ao funcionário e o principal usufruísse desse benefício residual (Prendergast, 1999).

No entanto, Aboody e Kasznik (2009) ampliam o escopo da discussão ao apontarem a tributação e regulação contábil como elementos externos aos incentivos que exercem influência

sobre a configuração dos planos de remuneração. Um dos fatores já havia sido apontado por Hall e Liebman (2001), ao mencionarem como os efeitos tributários são contrários à premissa da teoria de agência com respeito ao interesse residual, já que o principal terá de arcar não só com os custos relativos ao salário do agente, mas também com a tributação incidente sobre este, o que reduz o interesse do principal de prover incentivos em ambientes de alta tributação.

Nos Estados Unidos, pesquisas, dentre as quais destaca-se a de Perry e Zenner (2001), foram realizadas para determinar se a configuração do sistema de remuneração variável é efetivamente impactada pela tributação. Os autores identificaram uma redução no pagamento de remuneração em dinheiro, limitando-o a um milhão de dólares, conforme a alteração do código tributário, regulador da tributação sobre a remuneração variável. No entanto, a remuneração dos principais executivos não seguiu essa tendência, sofrendo um aumento, pós-alteração, porém na forma de pagamentos baseados em ações.

Rose e Wolfram (2002), ao examinarem uma amostra maior do que a de Perry e Zenner (2001), encontraram pouca evidência de efeitos significantes do novo limite de um milhão de dólares para a dedução sobre os níveis de compensação pagas. Por outro lado, Harris e Livingstone (2002) identificaram o efeito inverso, constatando que as empresas que remuneravam abaixo do novo limite tiveram uma alteração mais pronunciada, no sentido de elevar os pagamentos até o limite de dedutibilidade. Hall e Liebman (2001) buscaram identificar se o aumento no uso de pagamentos baseados em ações, a partir da metade da década de 1980, foi de alguma forma efetuado para evitar o limite de um milhão estipulado no § 162 do código tributário americano. Os resultados encontrados, no entanto, indicaram que a alteração na legislação pouco influenciou no uso desses instrumentos. De forma inconclusiva e somente ao analisar, por séries temporais, o período completo de 1946 a 2005, Frydman e Molloy (2011) encontraram certa elasticidade em relação às alterações tributárias. Contudo, rejeitaram qualquer efeito dos impostos sobre os tipos de remuneração analisados, dentro de um horizonte de prazo limitado (3, 5 e 10 anos).

Nesse cenário, é esperado que a tributação exerça influência nos planos de remuneração, induzindo o uso de determinadas formas de remuneração e desestimulando o de outras. Na perspectiva da teoria do *trade-off* esse efeito é razoável, na medida em que isso aumenta o resultado, mesmo mantendo constante o nível de remuneração. No entanto, a priorização de uma forma de remuneração por razões tributárias, embora compreensível na perspectiva de redução de custos, interfere nos efeitos de incentivo que a remuneração terá para o agente.

Considerando-se que a justificativa do uso de formas de remuneração não tributariamente vantajosas é que os benefícios dos efeitos de incentivo por elas proporcionados ultrapassam o excesso de custo tributário incorrido já fornece evidência de que existe um conflito entre a provisão de incentivos e a maximização do resultado advindo da economia tributária, conforme aplicação da perspectiva de Miller e Scholes (1982) e também das previsões da teoria do *trade-off*. Entretanto, a relação inversa pode não ocorrer. É possível que as formas de remuneração com tratamento tributário favorável possam também atender aos efeitos de incentivo desejados pelos principais. Contudo, se houvesse tal simultaneidade, haveria pouca razão para o uso das formas de remuneração não fiscalmente vantajosas, o que completa os elementos para a adequação da teoria, em que os efeitos são contrários e o equilíbrio é um dos pontos centrais da decisão de configuração do plano de remuneração.

2.1.1 Teoria do *Trade-off*

A expressão "teoria do *trade-off*" é usada por diferentes autores para descrever uma classe de teorias relacionadas, pelas quais se faz necessária uma decisão baseada na avaliação dos vários custos e benefícios das diferentes abordagens, com utilização em diversas áreas do conhecimento. Frequentemente, presume-se que a decisão é obtida a fim de tecer um equilíbrio entre os custos marginais e os benefícios marginais. De forma mais direcionada com o assunto deste trabalho, essa teoria tem sido usada em discussões sobre finanças para determinar a estrutura de capital adequada, levando em conta os benefícios tributários da utilização de capital de terceiros, com o contraponto de que o uso exagerado desse artifício implica na geração de custos, os quais, se forem excessivos, podem levar a empresa à falência (Frank & Goyal, 2008).

A explicação que dominava a discussão sobre estrutura de capital era a apresentada por Modigliani e Miller (1963), os quais advogavam que, em condições de eficiência de mercado, a estrutura de capital é irrelevante. O que determina o sucesso da empresa é seu valor de mercado, independentemente da distribuição entre capital de terceiros e capital próprio. Quando a tributação foi adicionada a essa proposição, criou-se um benefício para a utilização de capital externo que funcionaria como instrumento para evitar a tributação sobre os lucros. Presumindo-se que os objetivos da empresa sejam lineares e que os custos do capital de terceiros não compensem a vantagem tributária, a solução ideal seria o uso de 100% de financiamento

externo (Miller & Scholes, 1978). Essa percepção é superada quando surge a proposição de que o laço corporativo não é um mero aglomerado de pretensões, mas, sim, que existe a obrigação legal de honrar seus compromissos. Com isso, se a empresa não é capaz de fazer frente a suas obrigações, ela é forçada à falência e sofre as penalidades dela decorrentes. Dessa forma, o aspecto central da teoria é de que a alavancagem máxima reflete o conflito entre os benefícios fiscais da utilização de capital externo e o custo marginal do endividamento (Kraus & Litzenberger, 1973). De acordo com Myers (1984), uma empresa que segue a teoria do *trade-off* define uma meta do percentual de endividamento e caminha gradualmente para essa meta, a qual é definida pelo equilíbrio entre a minimização tributária e os custos de falência.

Embora o fenômeno analisado nesse estudo seja de origem bastante diferente daquele para o qual a teoria foi concebida, a relação aqui proposta é bastante similar. Busca-se examinar como é alcançado o equilíbrio entre os propósitos tributários e os efeitos de incentivos na estruturação dos sistemas de remuneração. No contexto da estrutura de capital, a escolha entre débito ou patrimônio é feita com o intuito de minimizar o custo tributário e, com isso, maximizar o resultado da empresa, mas com a contrapartida de gerar custos e riscos decorrentes das obrigações assumidas. De forma semelhante, na estruturação da remuneração dos agentes, o principal pode buscar minimizar os encargos fiscais, o que resultará em imediato impacto positivo no resultado, mas com o efeito indireto de potencializar a redução do resultado por não oferecer incentivo adequado ao agente. Conforme mencionado acima, a perspectiva de Miller e Scholes (1982) evidencia o conflito na escolha de sistemas que possuem tratamento tributário desvantajoso, enquanto permite a possibilidade de sua ocorrência nos casos em que a forma de remuneração goza de benefícios fiscais.

Os próximos tópicos buscarão avaliar tanto os efeitos tributários como os de incentivo das formas de remuneração, procurando ainda evidenciar se suas características indicam a existência desse conflito previsto pela teoria e como é alcançado o equilíbrio entre os dois fatores. As formas de remuneração consideradas são Participação nos Lucros ou Resultados, Bônus Periódicos, Opções de Ações e Planos de Longo Prazo. Existe uma Distinção entre Participação nos Lucros e Participação nos resultados. O primeiro é apresentado por Estrin et al. (1997) como uma forma de remuneração variável baseada no lucro total da empresa, ao passo que planos de participação nos resultados relacionam a remuneração ao alcance de alguma forma de objetivos de desempenho organizacionais ou de equipes, pré-especificados (Gomez-Mejia, Welbourne, & Wiseman, 2000). Por sua vez, Bônus é uma forma de

remuneração, mais flexível, que está atrelada a alguma forma de medida de desempenho e pode ou não ser estabelecido previamente. Já a remuneração por opções de ações é uma garantia ao titular de comprar um número de ações a um preço determinado (BM&F Bovespa, 2010), enquanto planos de incentivo de longo prazo tipicamente seguem o formato dos bônus anuais, mas com uma métrica cumulativa de três a cinco anos (Murphy, 1999).

2.2 PROPÓSITO TRIBUTÁRIO DOS SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO GERENCIAL

Devido a uma estreita relação entre incentivos eficientes e o objetivo das empresas de minimizar as obrigações tributárias (Scholes, 2005), diversos autores argumentam pela influência da tributação na formulação de sistemas de remuneração (Aboody & Kasznik, 2009; Miller & Scholes, 1982; Murphy, 1999). Tais propostas têm como principal cenário os Estados Unidos, pois, além da disponibilidade de informação pública sobre a remuneração dos executivos, o código tributário americano cria o potencial de influenciar a remuneração de várias maneiras, tal como a limitação de um milhão de dólares para a dedutibilidade no imposto de renda para remuneração não contingente em desempenho paga aos principais executivos. Isso resulta em diversas implicações fiscais para as diferentes formas de remuneração, em dinheiro e em instrumentos patrimoniais. Outro fator importante a ser considerado é que os pagamentos em dinheiro permitem dedutibilidade imediata, enquanto a dedução de pagamentos em ações é diferida. Com base nisso, argumenta-se que esses tratamentos diferenciados podem criar condições para um planejamento tributário de forma a reduzir a tributação para a empresa por meio da priorização de determinadas formas de remuneração (Aboody & Kasznik, 2009). Os efeitos que essa escolha tributária acarreta em termos de incentivo, porém, não têm sido evidenciados, o que justifica a aplicação da teoria do *trade-off*.

Por meio de uma incursão analítica, Hart e Moutos (1994) apresentaram um modelo de forma de negociação entre empresas e sindicatos e, considerando as características dos envolvidos e desconsiderando os propósitos fiscais, identificaram que não há interesse na implantação de um sistema de distribuição de resultados. Entretanto, ao incluir a imposição governamental sobre os lucros, renda e tributos da folha de salários, verificaram que, no processo de negociação, as partes favorecem a forma de remuneração com o menor custo total.

Com o objetivo de salientar as vantagens tributárias das diferentes formas de remuneração sobre outras, Miller e Scholes (1982) apresentaram os impactos individuais dos impostos e classificaram cada tipo de remuneração como tributavelmente vantajosa, desvantajosa, neutra ou ambígua. Ao considerarem o código aplicável em 1980, os autores concluíram que: a compra financiada de ações é desvantajosa; os planos de ações restritas, planos de seguros e opções de ações não qualificadas têm efeitos ambíguos; os bônus e divisão de lucros são vantajosos; e os demais tipos de remuneração alcançam neutralidade tributária. Com essa distinção os autores presumiram que os esquemas que não são vantajosos tributariamente têm efeitos de incentivo, distinguindo-se daqueles que podem ser relacionados à intenção de gozar de benefícios fiscais.

Embora algumas pesquisas já tenham investigado empiricamente essa relação, as evidências demonstram um efeito sutil da tributação na estruturação dos planos de remuneração. Entre os pioneiros, Hite e Long (1982) analisaram a hipótese tributária pelas mudanças trazidas pela reforma tributária de 1969, na qual os benefícios fiscais de opções de ações foram alterados das qualificadas para as não qualificadas. O resultado da análise identificou um padrão de migração de um plano para o outro, oferecendo suporte ao forte impacto da alteração nos contratos de remuneração de executivos elaborados com opções de ações. Numa análise semelhante, porém relacionando as implicações nas demonstrações contábeis da escolha entre opções qualificadas e não qualificadas, Matsunaga, Shevlin e Shores (1992) verificaram que mudanças nos percentuais dos tributos levaram algumas empresas a alterar seus planos de remuneração. No entanto, salientam que a evidência é frágil, pois o efeito preponderante foi o impacto que a escolha teria nas demonstrações contábeis.

Focando noutra alteração, especificamente a limitação de dedutibilidade para imposto de renda da remuneração não atrelada ao desempenho, Balsam e Ryan (1996) identificaram que as empresas são sensíveis à magnitude dos custos tributários adicionais ocorridos em função dessa alteração. Apesar disso, perceberam que as empresas com maior probabilidade de alterar os planos para atender aos critérios de dedutibilidade eram as que já atrelavam a remuneração ao desempenho, observação esta que levou os autores a questionar a efetividade da determinação legal. Com a mesma abordagem, Rose e Wolfram (2000) perceberam um efeito mais sutil, ao identificarem que as empresas controlavam os aumentos e até aumentavam os componentes relacionados ao desempenho, conforme o montante do pagamento aproximava-se do limite. Mesmo assim, os efeitos no nível geral de pagamento a executivos pareceram não alterar-se.

A partir da metade da década de 1980, Hall e Liebman (2001) buscaram identificar se o aumento no uso dos pagamentos baseados em opções de ações de alguma forma deu-se com a intenção de evitar o limite de um milhão de dólares estipulado pelo § 162 do código tributário americano. No entanto, os resultados encontrados mostraram que o uso desses instrumentos foi pouco influenciado pela alteração na legislação. Apresentando resultados diferentes para essa análise, Perry e Zenner (2001) identificaram uma redução no pagamento de remuneração em dinheiro correspondente ao limite de um milhão, conforme a supracitada alteração instituída pelo código regulador da tributação sobre a remuneração variável. A remuneração dos presidentes, todavia, não seguiu a mesma tendência, sofrendo um aumento após a alteração, mas na forma de pagamentos baseados em ações. Rose e Wolfram (2002), ao examinarem uma amostra maior do que a de Perry e Zenner (2001), encontraram alguma evidência de efeitos do novo limite de dedução de um milhão de dólares, levando as empresas a conter a remuneração fixa paga. Por outro lado, Harris e Livingstone (2002) identificaram o efeito inverso, em que empresas que remuneravam abaixo do novo limite tiveram uma alteração mais pronunciada, no sentido de elevar os pagamentos até o limite de dedutibilidade.

Numa análise bastante diferenciada, Reitenga, Buchheit, Yin e Baker (2002) procuraram identificar o comportamento de linearização dos resultados para empresas que qualificam e as que não qualificam seus planos para dedutibilidade. A análise indicou que as mudanças nos resultados são mais lineares para empresas com planos qualificados, e também apresentou evidências de que, de forma discricionária, essas empresas provisionam resultados para alcançar metas mais comumente do que empresas que não qualificam seus planos de remuneração para dedutibilidade. Essas evidências demonstram que a tributação pode influenciar não só os planos de remuneração, mas também a elaboração de demonstrações contábeis.

Por sua vez, embora seu objetivo principal não tenha sido identificar os efeitos tributários para empresas com planos de remuneração baseados em ações, mas, sim, o impacto para a pessoa física auferindo essa renda, Walker (2004) identificou que tais programas são mais custosos para o empregador do que o equivalente pagamento em dinheiro. Esse efeito foi analisado, pois o autor defendia o uso de instrumentos com essa forma de remuneração por representar um menor ônus na tributação pessoal do funcionário.

Babenko e Tserlukevich (2009) investigaram as implicações fiscais da remuneração de empregados via opções de ações e salários fixos. Os resultados, alcançados por meio de simulações com base em dados reais, indicaram opções de ações como uma alternativa vantajosa em comparação com a remuneração por salário fixo; entretanto, não exploraram se a prática é utilizada pelas empresas com essa finalidade. Por fim, apesar de o fazerem de forma inconclusiva, Frydman e Molloy (2011) encontraram elasticidade em relação às alterações tributárias ao analisarem, por séries temporais, o período completo de 1946 a 2005, porém rejeitaram qualquer efeito dos impostos sobre os tipos de remuneração analisados num horizonte de prazo limitado (3, 5 e 10 anos).

Como destacado, as pesquisas que investigaram a relação entre a tributação e a remuneração, de forma geral, indicam um efeito sutil da tributação na estruturação do plano de incentivos monetários, no entanto não tratam de forma direta o efeito que a influência tributária tem na capacidade de incentivo dos planos de remuneração, perspectiva da teoria do *trade-off* que prevê um efeito contrário entre tributação e incentivos e que as empresas deverão balancear esses efeitos para alcançar o melhor resultado.

2.3 TRATAMENTO TRIBUTÁRIO DA REMUNERAÇÃO

Como já relatado, em função da disponibilidade de dados sobre remuneração executiva, todas as pesquisas identificadas têm como cenário o mercado americano, em que a contribuição à seguridade social, auxílio médico e imposto federal para seguro desemprego é de aproximadamente 13,65%, podendo ser acrescido de imposto estadual. No entanto, vale ressaltar que, devido à maior representatividade, complexidade e grau da carga tributária, o ambiente brasileiro talvez permita uma análise mais assertiva dos efeitos da tributação (Santos & Hashimoto, 2003).

A remuneração acarreta diversas implicações no Sistema Tributário Nacional brasileiro. De forma bastante direta, pode-se listar a incidência da contribuição patronal à seguridade social, das verbas a terceiras entidades, do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e dos reflexos trabalhistas. Indiretamente, pode-se listar ainda a dedutibilidade da remuneração na determinação do imposto de renda e da contribuição sobre o lucro líquido. A análise se

concentrará nos efeitos tributários para a pessoa jurídica, embora se reconheça que os efeitos tributários são também significativos na esfera da pessoa física.

A contribuição patronal à seguridade social é calculada sobre o total da remuneração paga ou creditada aos empregados a uma alíquota de vinte por cento. Além disso, para financiar os benefícios em função de incapacidade laborativa decorrente de riscos ambientais no trabalho, incidem-se ainda, sobre o total das remunerações dos empregados, alíquotas diferenciadas de um a três por cento, a depender do risco de acidente de trabalho da atividade (Lei nº 8.212, 1991), e cujo cálculo deve observar o Fator Acidentário de Prevenção (FAP), o qual consiste de um multiplicador entre 0,5 a 2,0, com a alíquota sendo ajustada de acordo com o desempenho da empresa. Além dessa alíquota, existem também as contribuições a terceiras entidades, com incidências diferenciadas para cada atividade, que incluem taxas para: Salário Educação, a uma alíquota de 2,5% (Lei nº 4.440, 1964); Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária (INCRA), a uma alíquota de 2,7% (Lei nº 2.613, 1955); Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (SENAI), a uma alíquota de 1% (Decreto-Lei nº 4.048, 1942); Serviço Social da Indústria (SESI), a uma alíquota de 1% (Decreto-Lei nº 9.403, 1946); Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial (SENAC), a uma alíquota de 1% (Decreto-Lei nº 8.621, 1946); Serviço Social do Comércio (SESC), a uma alíquota de 1,5% (Decreto-Lei nº 9.853, 1946); Serviço Nacional de Aprendizagem Rural (SENAR), a uma alíquota de 2,5% (Lei nº 8.315, 1991); Serviço Social do Transporte (SEST), a uma alíquota de 1,5% (Lei nº 8.706, 1993); e Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), a uma alíquota de 0,3% (Lei nº 8.029, 1990).

O FGTS e os reflexos trabalhistas são considerados implicações tributárias neste estudo por configurarem-se como encargos financeiros de obrigatoriedade legal, suportados pelo empregador e cuja base de cálculo é a remuneração devida ao empregado. No entanto, esses dois elementos não se enquadram na definição jurídica de tributo, pois os valores não são convertidos ao erário (Lei nº 5.172, 1966). O FGTS é formado por depósitos mensais de 8% da remuneração do funcionário em contas vinculadas a cada trabalhador. Já os reflexos trabalhistas são compostos de valores devidos ao funcionário por direitos garantidos pela legislação trabalhista, incluindo: o descanso semanal remunerado, o qual assegura o vencimento referente aos domingos e feriados nacionais (Lei nº 605, 1949); o décimo terceiro salário, devido

anualmente aos funcionários com base na sua remuneração integral; e as férias anuais remuneradas, que garantem trinta dias de férias remuneradas com, pelo menos, um terço a mais do salário normal do funcionário (Constituição da República Federativa do Brasil, 1988).

Com relação à dedutibilidade das despesas de remuneração para a apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), de forma geral, é aplicável a todas as formas de remuneração, por ser o lucro líquido do período a base de cálculo do imposto, na modalidade de lucro real. Dessa forma, todos os componentes do lucro interferem na sua determinação, a menos que haja expressa determinação em contrário (Decreto 3.000, 1999). Vale observar que a base de cálculo da contribuição sobre o lucro líquido é o lucro líquido antes da provisão para o IRPJ.

Apesar disso, existem diferenças para determinados tipos de contratos de trabalho, tal como o contrato na modalidade de diretor não empregado. Diretor não empregado é aquele eleito por assembleia geral dos acionistas para o cargo de direção das sociedades anônimas, conhecido como diretor estatutário, não mantendo as características inerentes a relações de emprego. É segurado obrigatório da seguridade social na modalidade de contribuinte individual, incidindo na contribuição ao Instituto Nacional de Seguradora Social (INSS), a uma alíquota de vinte por cento, porém sem a incidência de contribuições para terceiros, FGTS² e reflexos trabalhistas.

Essas incidências serão especificadas para cada tipo de remuneração nas seções a seguir, a fim de distinguir as formas tributariamente desvantajosas, em que o conflito entre oferecer incentivos ao agente e minimizar o custo tributário é pressuposto, daquelas que apresentam vantagens tributárias que possam estimular sua ênfase durante a estruturação do plano de recompensas, mas que podem causar como consequência um sacrifício em termos dos efeitos de incentivo desejados, pois o simples fato de ter tratamento benéfico não implique necessariamente o incentivo como resultado.

² A Lei nº 6.919 (1981) faculta a extensão do regime do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço para Diretores Não Empregados.

2.3.1 Tratamento tributário de participação nos lucros ou resultados

A Constituição da República Federativa do Brasil (1988) determina como direito dos trabalhadores a participação nos lucros ou resultados, desvinculada da remuneração. Isso implica que a distribuição de resultados não compõe a base de cálculo da contribuição para a seguridade social ou para terceiras entidades. Também não é base para depósitos do FGTS ou para cálculo dos valores de reflexos trabalhistas. Para efeitos de apuração do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, a participação no resultado poderá ser deduzida como despesa operacional, dentro do próprio exercício da sua constituição. Contudo, para fazer jus a esse tratamento, é necessário que a remuneração seja feita em conformidade com a Lei nº 10.101 (2000)³ ou de acordo com a Lei 6.404 (1976)⁴, situação em que incorrerá o benefício de não incidência das contribuições ou valores devidos aos funcionários a título de FGTS ou reflexos, porém não poderá ser deduzida no cálculo do IRPJ e CSLL a menos que a participação seja atribuída a todos os empregados de acordo com as normas gerais, com tratamento igualitário para todos que estejam em situação equivalente no momento em que foram estipuladas no estatuto ou contrato social ou pela deliberação da assembleia.

Tendo em vista as potenciais deduções e imunidades relativas a esse tipo de remuneração, considera-se que esse seja o de menor custo tributário relativo aos demais componentes variáveis da remuneração, mantido constante o nível de remuneração. Essa conclusão isolada não indica qualquer conflito entre propósitos tributários e de incentivos, sendo necessária a análise dos custos de agência específicos a essa forma de remuneração. Desse modo, a utilização de planos de participação nos lucros ou resultados pode ocorrer somente para minimização dos custos tributários, relacionando-se à expectativa da teoria do *trade-off* ou ao atendimento simultâneo dessa dimensão e o provimento de incentivos aos agentes.

³ A Lei 10.101/2000 apresenta a participação nos lucros ou resultados como um instrumento para a integração do capital e do trabalho e como incentivo à produtividade, fixando os aspectos primordiais para sua determinação. Primeiramente, a lei determina que a participação será estabelecida por meio de negociações entre a empresa e seus empregados, por via de uma comissão escolhida pelas partes, na qual deverá constar um representante indicado pelo sindicato da categoria; alternativamente, a sua implantação pode ocorrer por convenção ou acordo coletivo. Nos instrumentos advindos de uma das formas de negociação, deverão constar regras claras e objetivas quanto ao direito à participação, bem como mecanismos de aferição das informações sobre o cumprimento do acordo. Para o cálculo da participação, a lei faculta a inclusão de critérios, entre os quais devem constar índices de produtividade, qualidade ou lucratividade da empresa, e previamente pactuados programas de metas, resultados e prazos (Lei nº 10.101, 2000).

⁴ O art. 152 da Lei 6.404/1976 especifica que as empresas poderão distribuir a seus administradores participação nos lucros, desde que o total não ultrapasse a remuneração anual por eles recebida nem o valor correspondente a um décimo dos lucros, prevalecendo o limite mais baixo.

2.3.2 Tratamento tributário dos bônus periódicos

Os bônus periódicos sofrem a incidência de todas as contribuições, FGTS e reflexos trabalhistas, também qualificando-os para dedução no IRPJ e CSLL. Isso de acordo com a determinação do Decreto-Lei nº 5.452 (1943):

Art. 457 - Compreendem-se na remuneração do empregado, para todos os efeitos legais, além do salário devido e pago diretamente pelo empregador, como contraprestação do serviço, as gorjetas que receber.

§ 1º - Integram o salário não só a importância fixa estipulada, como também as comissões, percentagens, gratificações ajustadas, diárias para viagens e abonos pagos pelo empregador.

No entanto, há uma particularidade aplicável aos bônus pagos especificamente aos diretores estatutários que não permite que estes sejam dedutíveis do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido:

Art. 357. Serão dedutíveis na determinação do lucro real as remunerações dos sócios, diretores ou administradores, titular de empresa individual e conselheiros fiscais e consultivos (Lei nº 4.506, de 1964, art. 47).

Parágrafo único. Não serão dedutíveis na determinação do lucro real (Decreto-Lei nº 5.844, de 1943, art. 43, § 1º, alíneas "b" e "d"):

I - as retiradas não debitadas em custos ou despesas operacionais, ou contas subsidiárias, e as que, mesmo escrituradas nessas contas, *não correspondam à remuneração mensal fixa* por prestação de serviços (Decreto-Lei nº 5.844, de 1943, art. 43, § 1º, alíneas "b" e "d"). [itálico nosso] (Decreto 3.000, 1999).

Como é possível verificar no acima exposto, a lei especifica que a dedutibilidade de imposto de renda somente se aplica a remuneração mensal fixa, portanto as empresas não podem reduzir da base de cálculo do IRPJ e CSLL os valores pagos a título de bônus aos diretores estatutários.

Em síntese, espera-se que esse tipo de remuneração seja aquele que apresente os maiores custos tributários, quando comparados aos planos de participações nos lucros ou resultados e às opções de ações. Com base nisso, é a modalidade de pagamento em que o conflito, ou *trade-off*, entre propósitos de incentivo e tributários fica evidente, conforme poderá ser percebido mais adiante. Utilizando a perspectiva de Miller e Scholes (1982), existe o sacrifício da minimização de custos tributários para garantir o provimento de incentivo aos agentes.

2.3.3 Tratamento tributários de opções de ações

Opções de ações apresentam um tratamento bastante diferenciado. Não se enquadram na definição de remuneração apresentada no art. 457 da Consolidação das Leis do Trabalho, o qual

especifica que a remuneração do trabalhador é composta de salário fixo, comissões, percentagens, gratificações ajustadas, diárias para viagens, gorjetas e abonos. Pela definição da BM&F Bovespa (2010), opções de ações é uma garantia ao titular de comprar um número de ações a um preço determinado. Não há a entrega de valores financeiros em contraprestação ao serviço dispensado, de forma que não é base de cálculo para as contribuições à seguridade social nem são aplicáveis os reflexos trabalhistas. Para cálculo do IRPJ e CSLL não é aplicável a dedutibilidade por ausência de previsão legal.

Desse modo em razão da não incidência de contribuições patronais e reflexos trabalhistas mostra-se como uma forma de remuneração com vantagem tributária, possuindo custos tributários menores do que aqueles incidentes sobre os bônus anuais. Apesar disso, entende-se que as opções de ações possuem custos tributários superiores àqueles incidentes sobre a Participação nos Lucros ou Resultados (PLR), visto que não é permitida a sua dedutibilidade para a apuração do IRPJ e CSLL. Ainda assim, é uma modalidade de remuneração que permite alcançar o objetivo de minimização dos custos tributários e, tal qual a PLR, existe a possibilidade de ao mesmo tempo atender propósitos de incentivo ou, ao contrário, gerar um conflito em que a escolha de um elemento elimina o efeito do outro.

2.3.4 Tratamento tributário de outros planos de longo prazo

Planos de longo prazo têm o mesmo tratamento tributário que seus correspondentes pagamentos na modalidade de gratificações de curto prazo. Eles oferecem a vantagem tributária de diferimento, pois a base de cálculo é computada no momento do desembolso. Os valores pagos sofrerão incidência da contribuição patronal e a terceiras entidades, bem como FGTS e reflexos trabalhistas. A dedutibilidade terá a mesma restrição aplicada aos bônus de diretores estatutários, mas é garantida para todos os casos de pagamento a empregados.

Assim sendo, observa-se que os custos tributários dos outros planos de longo prazo tendem a ser similares aos incidentes sobre bônus anuais. De forma semelhante, apresenta o conflito entre propósitos de incentivo e tributários em que existe o sacrifício da minimização de custos tributários para garantir o provimento de incentivo aos agentes.

A Figura 1 resume o tratamento tributário dispensado aos diferentes tipos de remuneração:

Tipo de Remuneração	Contribuições Previdenciárias	Reflexos Trabalhistas (férias, 13º)	FGTS	Dedutível - IRPJ e CSLL
Bônus Periódicos	25,5 % a 30 %	Sim	8 %	Sim*
Participação nos Lucros ou Resultados - nos moldes da Lei nº 10.101/00 ou do art.462 RIR/99	Não	Não	Não	Sim
Outras Formas de Distribuição de Lucros	Não	Não	Não	Não
Plano de Opções de Compra de Ações	Não	Não	Não	Não
Planos de Longo Prazo	25,5 % a 30 %	Sim	8 %	Sim*

Figura 1 - Tratamento tributário das modalidades de remuneração* Bônus periódicos e Planos de Longo Prazo não são dedutíveis no Imposto de Renda quando a remuneração for para diretores estatutários.

Em função da escolha por limitar a análise aos efeitos tributários que oneram as empresas, as informações constantes da Figura 1 referem-se aos impactos fiscais na pessoa jurídica. Se fossem considerados os valores impostos ao trabalhador, identificaríamos a incidência do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF), conforme Livro 1 do Decreto 3.000 (1999), e a contribuição do segurado ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), conforme a Lei nº 8.212 (1991) e Portaria Interministerial MPS/MF 15 (2013), com as implicações demonstradas na Figura 2:

Tipo de Remuneração	Contribuições Previdenciárias (INSS)	IRPF	
		ALÍQUOTA	PARCELA ISENTA
Bônus Periódicos	8 % a 11%	7,5 % a 27,5 %	1787,77*
Participação nos Lucros ou Resultados nos moldes da Lei nº 10.101/00 ou do art.462 RIR/99	Não	7,5 % a 27,5 %	6.000,00
Plano de Opções de Compra de Ações	Não	15 %**	-
Planos de Longo Prazo	8 % a 11%	7,5 % a 27,5 %	1787,77*

Figura 2 - Tributação da remuneração da pessoa física

* Esses elementos compartilham a mesma parcela isenta, ou seja são isentos R\$ 1.787,77 da soma recebida a título de Bônus Anuais e Planos de Longo Prazo, sendo ainda adicionado a esse limite o recebido a título de Salário Fixo.

** Venda de ações são tributadas a 15% do ganho de capital auferido, com isenção para ganhos em vendas inferiores a R\$ 20.000,00 por mês.

Como pode ser percebido na Figura 2, a tributação da remuneração na esfera do empregado é bastante diferenciada a depender do valor recebido, sendo que valores mais altos tenderão a sofrer tributação mais intensa do que valores mais baixos. No entanto, é possível perceber que a PLR e opções de ações têm tratamento tributário vantajoso, enquanto os bônus anuais e planos de longo prazo sofrem total incidência, de forma bastante semelhante aos efeitos para a pessoa jurídica. Diante disso, acredita-se que não haverá prejuízos por considerar na análise empírica somente a percepção quanto a tributação para a empresa, já que os efeitos são bastante semelhantes, havendo apenas mais complexidade ao elencar qual é mais vantajosa, pois isso varia conforme o nível de remuneração considerado.

Com base na expectativa de influência da tributação proposta por Aboody e Kasznik (2009), Smith e Watts (1982) e Hall e Liebman (2001), espera-se que as formas de remuneração que dispõem de tratamento tributário vantajoso sobre outras, sejam preferidas por empresas que consideram os aspectos fiscais ao estruturar seus planos de remuneração. A concepção de que a estrutura da remuneração é alterada de acordo com o tratamento tributário dado a algumas espécies de pagamento fundamenta-se pela premissa básica de que as empresas que priorizam os efeitos de incentivo do sistema de remuneração apresentam uma estrutura de remuneração diferenciada daquelas em que os efeitos tributários são mais preponderantes, o que se alinha às expectativas da teoria do *trade-off* que determina que o atendimento de uma dimensão impacta negativamente outra, sendo necessário um equilíbrio.

Pelo apresentado acima, percebe-se que a distribuição de lucros ou resultados revela-se como a forma mais benéfica semelhante aos pagamentos efetuados por meio de opções de ações que também têm tratamento tributário vantajoso. Por fim, embora apresentem características bastante distintas, os pagamentos de bônus periódicos e os planos de longo prazo têm tratamento tributário idêntico entre si sendo esses os de maior custo tributário. Diante disso, estrutura-se a seguinte hipótese:

H1: Ao considerar-se propósitos tributários na configuração dos sistemas de remuneração, haverá prioridade pelo pagamento por Participação nos Lucros ou Resultados.

2.4 PROPÓSITOS DE INCENTIVO NOS SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO GERENCIAL

Dentre os planos de remuneração utilizados pelas empresas, aqueles baseados em incentivos monetários são considerados de especial importância. Sobre esse tema, Merchant e Van der Stede (2012) ressaltam que tais planos são formas de recompensa relevantes para se alcançar uma relação entre a remuneração e o desempenho, principalmente nos altos níveis gerenciais da organização. Manifestam também que os incentivos monetários não são o único modo de se alcançar essa relação e nem necessariamente o melhor, mas são os que têm sido mais comumente observados. Em sua pesquisa, ao destacarem a ênfase dada a planos de incentivos monetários, Baker et al. (1988) justificam que indivíduos são mais entusiásticos por recompensas monetárias do que por não monetárias, pois o dinheiro representa um direito generalizado sobre recursos e, portanto, é preferido sobre o mesmo valor em bens ou serviços. Essa postura fica clara ao analisar-se o exposto por Beatty e Zajac (1994), os quais defendem que incentivos, numa perspectiva econômica, são todas as recompensas financeiras atreladas ao desempenho de uma empresa.

O esforço despendido em proposições de formatos e modelos de planos de remuneração tem base na expectativa apresentada por Sappington (1991) de que, sob certas condições, seria possível induzir os agentes a comportarem-se exatamente como o principal o faria se esse possuísse as habilidades e conhecimentos do agente. O autor acredita que, ao analisar as mencionadas circunstâncias, torna-se possível identificar os pontos de atrito entre os envolvidos; pontos esses que tipicamente impedem um arranjo ideal. No entanto, perceber que outros elementos, como a tributação, influenciam a escolha das formas de remuneração indica que este propósito pode não ser alcançado, o que é consistente com a teoria do *trade-off*.

Baker et al. (1988) advogam que, para propósitos de análise, as políticas salariais podem ser subdivididas em três dimensões independentes – o nível, a forma funcional e a composição. O nível de remuneração é o total do custo do pacote de pagamentos esperado pelo empregador, ou o valor total do plano de remuneração esperado pelo empregado. O nível salarial determinará a qualidade e quantidade de trabalhadores que uma organização pode atrair, sendo que para contratar um empregado a empresa deve oferecer pelo menos o custo de oportunidade ou a reserva de utilidade. A forma funcional da remuneração fornece a definição da relação entre pagamento e desempenho e a definição do desempenho em si. De uma forma geral, enquanto o nível de remuneração determina o tipo de empregado que a empresa atrairá, a forma funcional

determina como o empregado irá desempenhar, uma vez contratado. A forma funcional proporciona o incentivo ao desempenho dos empregados, considerando-se que o simples aumento do nível de remuneração não terá efeitos no esforço ou no desempenho, exceto pelo habitual efeito da remuneração durante as decisões de oferta de mão de obra. Por último, a composição do sistema de remuneração gerencial define os montantes relativos dos diversos componentes do pacote, tais como remuneração em dinheiro, benefícios, qualidade do ambiente de trabalho, relacionamento com os colegas de trabalho, lazer etc.

O presente trabalho aborda a última dimensão apontada por Baker et al. (1988), no entanto, embora os autores apontem a forma funcional dos sistemas de remuneração como o elemento motivador do esforço, diversos estudos analisam e identificam efeitos de incentivo oriundos de elementos presentes na composição do pacote final oferecido (Enis, 1993; Estrin et al., 1997; Feltham & Wu, 2001; Kruse, 1994; Lazear, 2000). Isso porque determinadas características das formas de remuneração, por sua mecânica de atuação, oferecem fatores de incentivo ao funcionário. Ilustrativamente, essa particularidade pode ser destacada no papel desempenhado pelos seguintes instrumentos: opções de ações, as quais, para trazerem benefícios aos empregados, exigem que o esforço seja direcionado no sentido de promover o aumento do valor das ações; participação nos lucros ou resultados que, de forma semelhante, proporciona benefícios subordinados à observação de lucros; planos de longo prazo, os quais dependem da permanência do empregado na empresa para a fruição do benefício; entre outros. Dessa forma, o presente trabalho abordará a remuneração feita por meio de participação nos lucros ou resultados, bônus periódicos, opções de ações e outros planos de longo prazo, tal como feito em relação aos propósitos tributários.

2.4.1 Incentivos de participação nos lucros ou resultados

Os principais efeitos de incentivo da remuneração feita por meio de divisão de lucros ou resultados estão relacionados a um aumento no nível de esforço empregado pelo agente e à manutenção de talentos, pois intensifica a percepção de pertencimento a um grupo (Estrin et al., 1997; Jones & Pliskin, 1989). Apesar de a legislação brasileira não fazer distinção entre os planos de participação nos lucros e planos de participação nos resultados, Krauter (2007) evidencia que a literatura sobre remuneração faz essa distinção. O primeiro é apresentado por Estrin et al. (1997) como uma forma de remuneração variável baseada no lucro total da empresa,

ao passo que planos de participação nos resultados relacionam a remuneração ao alcance de objetivos de desempenho organizacionais ou de equipes, pré-especificado, mas não necessariamente o lucro (Gomez-Mejia et al., 2000).

Baker et al. (1988) enfatizam a popularidade de planos de participação nos lucros, identificados em diversas pesquisas. Seus resultados são consistentes àqueles relatados por Prendergast (1999), indicando que as empresas que usam planos de participação nos lucros apresentam produtividade superior às que não os utilizam, com uma estimativa de quatro a cinco por cento de aumento na produtividade. Para esse autor, os elementos que justificam tal desempenho incluem a pressão do grupo por desempenho, o monitoramento mútuo e o sentimento de pertencer ao grupo social.

Planos de participação nos lucros agem como incentivos ao induzir maior esforço, e garantir melhores habilidades produtivas e maior eficiência organizacional (Estrin et al., 1997). Esses resultados são alcançados por incentivos diferentes daqueles observados em contratos de incentivos individuais. Em ambientes em que se utiliza a participação nos lucros ou resultados, percebe-se uma redução no custo de monitoramento e, para situações em que a produtividade individual é muito custosa para mensurar, um incentivo mais intenso, já que eleva a pressão do grupo com o objetivo de aumentar a intensidade de trabalho em situações nas quais as produtividades individuais são inter-relacionadas. Nesses casos, a moral do grupo aumenta e esse elemento funciona ainda como um indutor do nível de esforço dos funcionários (Jones & Pliskin, 1989). Outro elemento está relacionado às habilidades produtivas da força de trabalho e de sua complacência em manter seu vínculo com a empresa. Argumenta-se que a participação nos lucros aumenta a percepção de grupo e ajuda na resolução de conflitos, podendo reduzir a rotatividade de funcionários e aumentar o capital intelectual específico da empresa. É também importante lembrar que muitas habilidades produtivas são ensinadas por colegas de trabalho, os quais estarão mais motivados a ajudar num plano de divisão de lucros. Finalmente, sendo que empresas caracterizadas como participativas irão produzir melhores resultados do que as que não adotam qualquer participação, outro elemento significativo está relacionado ao aperfeiçoamento na eficiência organizacional, num movimento que substitui um efeito negativo de conspiração para maximizar o resultado individual por um efeito positivo de conspiração para maximizar a riqueza conjunta. Aparte desses benefícios diretos decorrentes desse tipo de plano de remuneração, outro comumente apontado é o efeito de flexibilidade de salários, em que o montante a pagar varia de acordo com o desempenho da empresa e, por conseguinte, sua situação econômica. Nesse aspecto, a empresa perceberia uma redução significativa na folha de

pagamentos nos períodos em que se observou menor desempenho, reduzindo assim a probabilidade de demissões em função do resultado. Dessa forma, ambos os envolvidos ganham ou perdem de acordo com as alterações das condições econômicas (Estrin et al., 1997).

Além desses aspectos sobre os planos de participação nos resultados, Gomez-Mejia et al. (2000) apresentam como suas características básicas a vinculação da remuneração ao alcance de objetivos de desempenho previamente especificados e à alocação igualitária de parte dos ganhos entre os empregados dentro do grupo de desempenho, independentemente da contribuição individual. Os autores apresentam como vantagens da participação nos resultados a possibilidade de transferir maior risco aos funcionários, pois não há responsabilidade individual, mas, sim, de um grupo, conseqüentemente favorecendo a cooperação e transferência de conhecimento entre os funcionários.

Apesar disso tudo, a literatura de teoria de agência prevê que a resposta dos agentes a esses tipos de planos seria insignificante, pois o trabalhador cujo retorno sobre seus esforços serão divididos entre os demais empregados teria pouco incentivo ao esforço (Prendergast, 1999). Um problema frequentemente argumentado em discussões desse tipo de remuneração é conhecido como “*free riding*”, em que os funcionários não aplicam o esforço esperado porque individualmente receberão somente uma fração dos lucros adicionais gerados por seu empenho (Kim, 1998). As duas desvantagens mencionadas, contribuem para o descolamento entre o real desempenho do agente e sua remuneração, afetando a precisão dessa forma de remuneração. No entanto, independentemente desses efeitos, a remuneração por Participação nos Lucros ou Resultados é afetada pelo ruído, uma vez que depende não somente do esforço individual, mas também dos demais membros do grupo, especialmente levando-se em consideração que alto desempenho para um dos membros pode não ser alto desempenho para outro. Ainda outro problema oriundo desse contexto é o de impor ao agente riscos que não são por ele controláveis. Tais efeitos acarretam em menor eficiência do contrato quando comparado a outras formas de remuneração variável (Jirjahn, 2000). Apesar disso, embora não seja um caráter específico dessa forma de remuneração, Krauter (2007) relata diversos estudos sobre a estruturação e efetiva prática da Participação nos Lucros ou Resultados em diversas empresas brasileiras, identificando que, embora perceba-se um momento de aumento na vinculação dessa forma de remuneração a metas, ainda não é uma prática generalizada. Além disso, os resultados das pesquisas de Dutra (2001) e Xavier, Silva e Nakahara (1999) sugerem que, na maioria das vezes, a Participação nos Lucros ou Resultados constitui o mero pagamento de um abono.

Desse modo, tendo em vista o maior custo de agência relativo a outros componentes, esse tipo de incentivo é percebido neste estudo como o de menor capacidade de induzir comportamentos desejados, mantido constante o nível de remuneração. Vinculando essa característica ao seu tratamento tributário, considerado vantajoso em função da não incidência das contribuições previdenciárias, reflexos trabalhistas e dedutibilidade na apuração do IRPJ e CSLL, verifica-se a previsão do conflito sugerido pela teoria do *trade-off*: a opção de minimizar custos tributários impactam a capacidade de incentivo do plano de remuneração.

2.4.2 Incentivos dos bônus periódicos

Os dois efeitos mais citados da remuneração feita por meio de bônus estão relacionados à indução de um maior esforço e à seleção de melhores funcionários. Enquanto Gerhart, Rynes e Fulmer (2009) afirmam que os empregados se sentirão tão motivados quanto a intensidade da relação entre o pagamento e o desempenho, Bucklin e Dickinson (2001) preconizam que sistemas de incentivos monetários individuais são os que proporcionam a relação mais forte entre desempenho e pagamento. Essa forte relação é consequência das quatro seguintes características dos incentivos em sistemas individuais: são baseados no desempenho do trabalhador; são calculados com base em comportamentos ou resultados claramente especificados na etapa do contrato; são garantidos (alcançadas as metas especificadas); e, enfim, são pagos assim que possível, após o desempenho do empregado (Bucklin & Dickinson, 2001). Outro fator apontado por Healy (1985) é que bônus são dependentes de resultados positivos, fato que, por si, gera alguma forma de motivação por desempenho.

Para as empresas, a motivação para se adotar um plano de bônus é alcançar o alinhamento de interesses de principais e agentes (Enis, 1993). Shavell (1979) explica que isso ocorre porque os bônus são dispensados a partir de parte do ganho anual da empresa resultante do esforço do agente. Na perspectiva da teoria de agência, Banker, Lee, Potter e Srinivasan (2000) asseguram que contratos de remuneração baseados em bônus podem afetar positivamente o desempenho da organização por meio da motivação dos agentes para exercer maior esforço ou melhor alocá-lo, além de promover a seleção de funcionários mais produtivos. Segundo os autores, os efeitos sobre o esforço ocorrem porque os bônus motivam os empregados não só a aumentar a intensidade do esforço que estão dispostos a utilizar, mas também a aprender formas mais

produtivas para desempenhar suas tarefas, apresentando efeitos tanto no curto como no longo prazo. Tal argumento está em consonância com a perspectiva da teoria econômica analisada sob o contexto de mais de um período de avaliação e com uma expectativa de longa permanência na empresa (Duta & Reichelstein, 2003). Conforme o empregado, com o intuito de maximizar seus benefícios, investe maior esforço no seu aprendizado, resultando no aperfeiçoamento de sua produtividade ao longo do tempo, estando essa característica associada com a dimensão de esforço, apresentada por Sprinkle e Bonner (2002), desenvolvimento de estratégias. Com isso, o desempenho da organização deve continuar a melhorar ao longo do tempo, efeito desse aprendizado (Banker et al., 2000). Ou seja, a indução a um maior esforço, instantaneamente observada, não seria o único efeito proveniente da implantação do plano de bônus, pois resultaria também num efeito de longo prazo relacionado à disposição dos funcionários em aprender formas mais eficientes de desempenhar as atividades por eles já exercidas.

No que tange aos efeitos de seleção, espera-se que sejam positivos, pois o contrato de bônus pode agir como um instrumento que encoraja empregados menos produtivos a deixar a empresa, ao mesmo tempo em que motiva a inserção ou retenção de empregados mais produtivos (Lazear, 2000). Coerentemente com essa predição, Banker et al. (2000) argumentam que o impacto sobre a seleção de funcionários pode não ocorrer de forma instantânea, pois é possível que desconheçam suas próprias habilidades e careçam de oportunidades para conhecê-las por meio da avaliação de seu desempenho. Assim, os autores conjecturam que níveis mais altos de produtividade, advindos do efeito de seleção, também podem ser esperados no decorrer do tempo.

A partir dessas predições, consideráveis evidências sugerem que bônus dependentes de desempenho exercem um efeito benéfico na produtividade dos empregados (Bouwens & Lent, 2006). Em empresas japonesas, Jones e Kato (1995) identificaram um aumento de um por cento de produtividade no ano seguinte a um aumento de dez por cento no nível de bônus dos empregados. Numa análise que utilizou uma amostra pareada, Enis (1993) investigou as consequências da adoção de um plano de bônus em empresas da indústria de motores americana e identificou que as que adotam bônus apresentam lucros significativamente maiores do que as que não adotam. Nessa mesma vertente, Rajagopalan (1996) também evidencia efeitos positivos de planos de bônus anuais no desempenho de empresas do setor elétrico dos Estados Unidos. Em dois estudos relacionados, Banker, Lee e Potter (1996) e Banker et al. (2000) mostram os efeitos da implantação de um plano de bônus baseado em vendas, numa cadeia de

lojas de varejo. A persistência no aumento das vendas num período de cinco anos depois da implementação do plano e uma parte substancial do aumento total na produtividade de cada loja é decorrente do aumento de esforço dos empregados, tanto novos quanto aqueles anteriormente vinculados à empresa. Além do mais, percebe-se que as evidências não estão limitadas a empresas com fins lucrativos. Baber, Daniel e Roberts (2002) mostram que planos de bônus também podem ser usados para motivar gerentes de instituições de caridade, a fim de aumentar a eficiência das atividades de arrecadação de fundos.

Outros trabalhos evidenciam que os bônus anuais não apenas agem como motivadores de maior esforço, mas também servem para atrair agentes mais produtivos para a empresa. Baker et al. (1988), Gibbs (1995), Lazear (2000) e Prendergast (1999) revelam que a remuneração subordinada ao desempenho, tal como bônus, atraem empregados de alta qualidade, uma vez que funcionários mais hábeis terão maiores ganhos sob esses sistemas. Além disso, Gibbs (1995) detecta que empregados que receberam bônus em períodos anteriores têm uma melhor chance de serem promovidos, sugerindo que tais empregados são mais capacitados. Nesse mesmo sentido, Kahn e Sherer (1990) apresentam evidências de que, nas empresas por eles analisadas, os sistemas de bônus são direcionados para selecionar um grupo de gestores de alto desempenho. Banker et al. (2000) apontam também que a rotatividade de funcionários é maior em empresas que utilizam planos de bônus, resultado consistente com o efeito de seleção esperado quando um plano de bônus é utilizado.

Apresentada de forma sintética, essas considerações afirmam que, não obstante outros efeitos, os planos de remuneração com base em bônus mais elevados essencialmente criam um ciclo contínuo e positivo que aumenta o efeito do esforço e altera a composição da força de trabalho, efetivamente reduzindo o número de funcionários menos produtivos e atraindo funcionários mais produtivos, os quais, por sua vez, aumentam o efeito do esforço e, supõe-se, a eficiência de tal esforço (Bouwens & Lent, 2006).

Ao analisar a remuneração de executivos, Murphy (1999) identifica o pagamento de bônus como uma prática quase universal. Em sua análise ele descreve a forma de contratação dos bônus que estipula a zona de incentivo, a qual encerra um resultado mínimo a ser alcançado, a existência de uma faixa de desempenho que sirva de base para o cálculo do bônus e, finalmente, um teto para a remuneração, o qual não poderá ser ultrapassado, mesmo que os resultados superem a expectativa.

Murphy (1999) observa também que a zona de incentivo é, geralmente, uma estreita faixa de resultados abrangendo os padrões de desempenho⁵. Sabendo que os bônus têm por base o desempenho anual acumulado e os executivos podem revisar seus esforços diariamente, Murphy destaca que isso acarreta numa falta de linearidade entre os bônus e o desempenho, falta essa que aponta para os problemas de incentivos destacados por Holmstrom e Milgrom (1987). Especificamente, se a informação do resultado alcançado até o momento indica que o desempenho anual excederá o teto dos bônus, os executivos reduzirão esforços e buscarão gerenciar o momento de realização dos resultados, a fim de compor a base para o bônus do ano seguinte. Da mesma forma, se o resultado esperado estiver muito abaixo da zona de incentivos, os gerentes novamente tenderão a reduzir a intensidade do esforço, pois a probabilidade de alcançar o limite inferior da faixa de resultado se torna muito improvável. Já num cenário em que o resultado alcançado está moderadamente abaixo da zona de incentivo, a possibilidade de não receber os bônus daquele período, incentiva o gestor a alcançar de qualquer forma o mínimo requerido, independentemente das consequências desse posicionamento (Murphy, 1999).

Em síntese, relativamente aos demais tipos de remuneração, espera-se que o uso de bônus apresente menores custos de agência, o que reforça a proposição de conflito resultante da análise do tratamento tributário baseada em Miller e Scholes (1982) e também suportada pela teoria do *trade-off* em que bônus geram incentivo aos agentes, mas impondo um custo tributário mais elevado do que outras formas de remuneração.

2.4.3 Incentivos de opções de ações

Um fator preponderante das opções de ações está relacionado ao seu potencial de alinhamento de interesses do agente com os do principal, já que vincula a remuneração ao futuro preço da ação, aumentando diretamente a sensibilidade da remuneração ao desempenho e estimulando os empregados a maximizar o valor ao empregador, conforme a lição de Rappaport (1983) de que vincular a remuneração aos retornos de mercado, percebidos pelos investidores, é o modo mais direto de relacionar os interesses dos agentes com o dos principais. Opções de ações caracterizam-se como contratos que dão aos funcionários o direito de comprar um número

⁵ Murphy (1999) define padrões de desempenho como o nível de desempenho requerido para que os executivos alcancem a meta do bônus.

preestabelecido de ações da empresa por um determinado valor, num período de tempo estipulado. Em função disso, configura-se como um plano de longo prazo, pois o agente será remunerado pelo aumento do preço da ação em data futura a da outorga. Embora o prazo de opções de ações varie entre empresas, a maioria das opções é outorgada pelo preço de mercado naquele momento, com um período de carência de três a cinco anos e dez anos para exercício. Quando o preço das ações está acima do preço de exercício, o empregado pode exercer a opção e mantê-las como investimentos ou vendê-las com o ganho verificado entre o valor da outorga e o atual valor da ação (Merchant & Van der Stede, 2012).

Murphy (1999) aborda as características de incentivo dessa modalidade de remuneração, entre as quais destaca o fato de o funcionário somente ser beneficiado quando o preço da ação valorizar, o que irá motivá-lo a implementar iniciativas que aumentem o valor da ação da empresa. Além disso, a propriedade de ações pelos agentes tem o potencial de melhorar ainda mais o alinhamento de interesses, já que parte do sucesso financeiro do empregado dependerá do futuro da empresa e a valorização das ações beneficiará também o principal, já que se supõe que reflete a criação de valor para empresa. Finalmente, as condições que geralmente são impostas para garantir o direito ao exercício, tal como o confisco das opções no caso de desligamento, tendem a direcionar o foco do funcionário a uma orientação de longo prazo e, por conseguinte, contribuir para sua retenção.

Apesar dessas vantagens, as opções de ações também trazem diversas desvantagens (Merchant & Van der Stede, 2012). Uma delas é que, por representarem o potencial de futura emissão de opções, geram a diluição do capital acionário, o que pressiona o preço das ações para baixo. Essa forma de remuneração também motiva os agentes a investirem em estratégias arriscadas, aumentando a volatilidade dos preços das ações e potencializando seus ganhos. A desmotivação que a opção de ações gera no caso de o preço de exercício estar aquém do preço da outorga é outro fator negativo da modalidade. Enfim, opções de ações têm sofrido várias críticas em função de gerar um retorno frágil no mercado de ações, sem garantir um desempenho robusto para a empresa (Merchant & Van der Stede, 2012).

Outro fator importante mencionado por Murphy (2002) é a percepção por parte de agentes avessos ao risco e não diversificados de que a remuneração via opções de ações tem alto risco e, por isso, descontam o valor, de forma que o benefício percebido pelo agente proveniente da remuneração é menor do que o custo suportado pelo principal (Hall & Murphy, 2002). Soma-se a estes pontos desfavoráveis o fato de sofrer um custo de agência adicional, pois é uma

medida imprecisa do desempenho do agente, já que o preço da ação também é afetado por outros fatores (Feltham & Xie, 1994); efeito esse que se torna mais intenso para os níveis hierárquicos mais baixos (Murphy, 2002).

Desse modo, o uso de opções de ações, em relação aos demais tipos de remuneração, apresenta baixo custo de agência, especialmente para níveis gerenciais mais altos, embora esses custos sejam mais elevados do que os de bônus, em função do desconto por ser remuneração futura e do possível descompasso do desempenho com a remuneração. Diante disso, é possível que a opção de ações seja uma modalidade que atende a ambos objetivos, ou seja, o equilíbrio proposto pela teoria.

2.4.4 Incentivos de outros planos de longo prazo

Além de opções de ações, uma empresa pode utilizar outros planos de longo prazo. A remuneração feita por meio de planos de remuneração de longo prazo também procura o alinhamento de interesses entre principais e agentes, mas com enfoque em induzir uma orientação de longo prazo, além de incentivar a seleção e retenção de melhores funcionários.

Murphy (1999) especifica que planos de incentivo de longo prazo são de prática comum na remuneração da alta gerência e que tipicamente seguem o formato dos bônus anuais, mas com uma métrica cumulativa de três a cinco anos. Pepper, Gore e Crossman (2013) sustentam que os principais objetivos de planos de incentivo de longo prazo são garantir o alinhamento de interesses entre principais e agentes, de forma a reduzir tanto o risco de agência como o custo associado a recrutar, reter e motivar o agente, buscando a maximização do esforço e um maior desempenho. Evidências da relação positiva de planos de incentivo de longo prazo com o desempenho financeiro futuro são identificados por investigações realizadas por Gerhart et al. (2009) e Leonard (1990). Apesar disso, em uma análise empírica de entrevistas com executivos, Pepper et al. (2013) identificaram que planos de incentivo de longo prazo apresentam diversas limitações. Primeiramente, os executivos têm preferência por pagamentos presentes em vez de futuros. Em função disso, descontam os valores de pagamentos a serem recebidos no futuro, suscitando a percepção de que os valores pagos por meio do plano de remuneração de longo prazo são significativamente menores do que o custo acarretado para a empresa. Finalmente, os autores identificaram que 80% dos executivos da amostra são avessos ao risco, fato esse que

aumenta ainda mais o efeito de desconto pelo agente, ao considerar a remuneração de longo prazo.

Desse modo, embora possam apresentar menores custos de agência em relação à participação nos lucros e opções de ações, os planos de incentivos de longo prazo podem apresentar maiores custos de agência quando comparados a bônus anuais, principalmente pela preferência da remuneração de curto prazo. Nesse aspecto, novamente percebe-se o conflito entre uma remuneração com menores custos de agência, mas que, em contrapartida, apresenta um maior custo tributário, semelhante aos bônus anuais.

A Figura 3 resume os custos de agência incorridos pelos diferentes tipos de remuneração:

Custo de Agência	PLR	Bônus Períodos	Opções de ações	PLP
Comportamento Disfuncional	-	Sim	Sim	-
Risco	Sim	Sim	Sim	Sim
Ruído	Sim	-	Sim	-
Desconto	-	-	Sim	Sim
Free riding	Sim	-	-	-

Figura 3 - Custos de Agência das modalidades de remuneração

A partir dessa revisão pode-se destacar o potencial de incentivo das formas de remuneração. Sobre esse aspecto, Banker, Lee, Potter e Srinivasan (2000) declararam que os bônus podem afetar o desempenho das organizações por meio da motivação a um maior esforço ou uma melhor alocação deste, assim como incentivar o funcionário a desenvolver ou aprender formas mais produtivas para desempenhar suas tarefas, demonstrando um claro conflito da teoria do *trade-off* em função de seu desvantajoso tratamento tributário. Nessa vertente, as opções de ações representam um motivador ao empregado para aumentar a cotação das ações da empresa, alinhando assim os benefícios ao empregado com os benefícios aos investidores. Ademais, tal potencial de participação no patrimônio da empresa vincula os benefícios do empregado à futura situação da empresa (Merchant & Van der Stede, 2012). Apesar dos supracitados benefícios em potencial, as opções de ações sofrem um custo de agência por acarretarem maior risco ao agente e serem uma medida imprecisa do seu desempenho, uma vez que o preço da ação também é afetado por outros fatores (Feltham & Xie, 1994).

Já em relação a planos de incentivo de longo prazo, (Pepper et al., 2013) sustentaram que os principais objetivos são o de garantir o alinhamento de interesses entre principais e agentes, de forma a reduzir tanto o risco de agência quanto o custo a ele associado. A participação no resultado, tem-se observado, incentiva a aplicação de maior esforço, mas apresenta as limitações de um plano desenvolvido para um grupo, o que torna esses efeitos pouco compreensíveis para economistas (Baker et al., 1988), sendo a forma de remuneração variável com tratamento fiscal vantajoso mais utilizada no Brasil. Com base nessa argumentação é apresentada a seguinte hipótese:

H2: Ao considerar-se os propósitos de incentivo na configuração dos sistemas de remuneração, haverá prioridade pelo pagamento por meio de bônus periódicos.

2.5 DIFERENCIAÇÃO NA ESTRUTURA DE PLANOS DE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DE MÉDIA GERÊNCIA

Aggarwal e Samwick (2003) argumentam que identificar que incentivos variam entre os níveis hierárquicos é importante por dois fatores principais. O primeiro refere-se ao papel do alinhamento de interesses e responsabilidades entre os membros da gestão; enquanto o segundo aponta para a análise dos contratos dos principais executivos, foco da maior parte da literatura. A alegação dos autores é de que, por terem diferentes níveis e dimensões de autoridade, os gestores terão diferentes medidas de desempenho que podem ser usadas para prover incentivos. A sensibilidade da compensação com o resultado dependerá, portanto, do quão precisamente for mensurado o desempenho para todas as dimensões de responsabilidade do gestor. Em especial, gestores com sinais precisos⁶ de esforço, que não seja o desempenho corporativo, receberão menos exposição ao desempenho geral em sua remuneração.

Nesse aspecto, medidas de desempenho divisionais tendem a apresentar sinais relativamente mais precisos do que o desempenho geral. Portanto, a remuneração dos gestores divisionais deveria depender mais fortemente no desempenho divisional. Com base nessa fundamentação, os autores defendem que a sensibilidade ao desempenho corporativo será mais alta para executivos do que para gestores com responsabilidade divisional, da mesma forma em que

⁶ Precisão é entendida por (Banker & Datar, 1989) como a ausência de ruído no sinal.

espera-se que a sensibilidade ao desempenho divisional seja maior para gestores com responsabilidade divisional do que para executivos (Aggarwal & Samwick, 2003).

As conclusões de Aggarwal e Samwick (2003) demonstraram que incentivos monetários por desempenho diferem entre executivos de acordo com as suas responsabilidades e são estruturados para motivar os gestores, sujeitos a uma precisão com a qual seus esforços podem ser avaliados pelos investidores. Tal situação decorreria da utilização de medidas específicas capazes de captar o esforço do gerente divisional. Essa análise condiz com as proposições de Zajac e Westphal (1994) sobre o caráter substitutivo de monitoramento e incentivo, baseadas nos trabalhos normativos de Jensen e Meckling (1976). A perspectiva de Zajac e Westphal (1994) é de que, se os agentes são mais avessos ao risco, não aceitarão contingenciar o pagamento ao desempenho, fato esse que exigirá maior controle. Referente a esse aspecto, MacCrimmon e Wehrung (1990) analisaram as características pessoais que determinam a propensão dos agentes para aceitarem riscos, identificando que a variável composta por elementos que podem ser tomados como vinculados ao nível hierárquico do executivo, tais como patrimônio, valor da renda, posição na hierarquia e autoridade, está positivamente relacionada com a propensão ao aceite do risco. De forma mais direta, MacCrimmon, Wehrung e Stanbury (1986) verificaram que executivos de níveis mais altos tiveram uma pontuação mais alta em suas medidas de aceitação de risco. Por meio dessa pontuação, identificaram uma forte associação entre a posição e nível de autoridade na estrutura hierárquica da empresa e a preferência por riscos. Com base nesses achados, espera-se que quanto mais alto o nível hierárquico do agente, maior a propensão para a aceitação de riscos, propiciando uma menor necessidade de monitoramento, porém maior remuneração por desempenho.

Uma análise abrangente sobre as diferenças na remuneração de diferentes níveis hierárquicos foi fornecida por Lambert, Larcker e Weigelt (1993) e examina essa relação sob o prisma da teoria de torneios e da teoria de agência. Em seus estudos, observaram implicações de que as diferenças de remuneração entre os diferentes níveis hierárquicos podem ser explicadas pelas proposições de torneio. O resultado é atribuído ao fato de que o agente é incentivado não só pela remuneração atual, mas também pela perspectiva de remuneração futura ao alcançar altos cargos. Entretanto, presume-se que esse incentivo é reduzido a cada etapa do torneio, pois reduz-se um nível hierárquico das futuras perspectivas. Com essas considerações, os autores testaram e identificaram diferenças nos níveis de remuneração dos executivos e de gestores de unidades de negócio. Essas evidências podem sugerir diferenças não só de valores, mas também

da forma de efetuar essa contraprestação como consequência de outros fatores além de incentivo ao agente em posições hierárquicas mais baixas. Leonard (1990) também analisou as diferenças de nível de remuneração entre níveis hierárquicos e identificou diferenças expressivas entre os diversos níveis, igualmente embasadas pela teoria de torneios.

Murphy e Oyer (2003) analisaram ainda as alterações nos critérios de remuneração entre os diferentes níveis. A análise sugeriu que haverá menos discricionariedade na remuneração e avaliação de desempenho do executivo quando comparado a gestores de unidades de negócio. Isso porque o preço das ações tem poder avaliativo sobre o desempenho do executivo, sendo que suas decisões afetam a organização de forma global, o que não acontece para os níveis mais baixos. Variações no preço das ações refletem não só o desempenho organizacional, mas eventos percebidos como importantes pelo principal e que, no entanto, não são controláveis pelo agente, configurando-se ruído na relação da remuneração por esforço (Feltham & Wu, 2001). Essa característica das ações em conter informações não relacionadas ao desempenho individual se assevera com a visão de Murphy e Oyer (2003) de que o preço da ação traduz informações da situação global da empresa, tornando o ruído dessa forma de remuneração ainda mais intenso para níveis hierárquicos mais baixos, cujo desempenho pode ser muito diferente do desempenho global corporativo. Com base nisso, Murphy (2002) afirmou que, embora as opções de ações sejam apontadas como capazes de vincular diretamente a remuneração ao desempenho da empresa, esse racional é válido somente para os altos níveis executivos e não se mantém para os níveis mais baixos de gerência.

Outro fator que dificulta uma avaliação subjetiva de desempenho é a distância dos membros do conselho dos diretores do cotidiano da empresa, especialmente considerando-se que o executivo tem uma visão global e constante do desempenho dos níveis abaixo, atribuindo-lhe maiores elementos e melhor capacidade para avaliação de seus subordinados. Os achados dessa investigação indicam um uso muito diferenciado da discricionariedade na determinação dos bônus de executivos em relação aos demais níveis hierárquicos. Embora essa não seja a perspectiva abordada pelos autores, pode-se inferir que a diferença de critérios para a determinação da amplitude dos bônus entre os níveis hierárquicos impactará na proporção destes no total da remuneração, afetando assim a configuração dos planos de remuneração (Murphy & Oyer, 2003).

Numa comparação entre o nível e a estrutura de remuneração, Santalo e Kock (2009) utilizaram informações sobre executivos e gestores de unidades de negócio de diversas empresas. A análise procurou identificar agentes com atribuições e situação de mercado (setor e porte) semelhantes. Os autores argumentaram que os dois indivíduos (principal executivo e gestor de unidade de negócios) têm que desempenhar, basicamente, as mesmas funções, mas com a diferença de que o gestor da unidade de negócios se reporta ao principal executivo da empresa. Com isso em mente, buscaram identificar as diferenças de remuneração causadas pela posição hierárquica, levando em consideração o monitoramento, apontado por Zajac e Westphal (1994) como substituto da remuneração por desempenho, e desconsiderando os efeitos de torneio do sistema de incentivos. Seus achados apoiaram a hipótese de que realmente existem diferenças nos níveis e estrutura de remuneração de executivos e gestores de unidades de negócio em situações semelhantes.

Ao considerar-se as implicações tributárias, as evidências supracitadas podem indicar que a determinação da estrutura de remuneração de níveis hierárquicos mais baixos oferecem mais liberdade na determinação de formas de remuneração com propósitos de incentivos, pois as ações do agente sofrem maior monitoramento, aproximando-o do contrato ideal quando comparado ao do executivo que não tem o mesmo nível de monitoramento. Contudo, uma maior liberdade não tem implicações sobre os custos tributários, os quais permanecerão os mesmos, independentemente do nível hierárquico e seus diferentes tipos de remuneração. Baseando-se no exposto anteriormente, percebe-se que as instituições têm mais instrumentos para mitigar o conflito de agência quando se trata de níveis hierárquicos mais baixos, como por exemplo monitoramento e promoções, sendo esperado que, na escolha entre minimizar custos tributários ou oferecer incentivos, os efeitos tributários tenham preferência. Já no que tange aos níveis hierárquicos mais elevados, para os quais tanto a autoridade como o impacto de suas decisões têm maior influência na organização, ao mesmo tempo em que a remuneração configura-se como o principal instrumento de mitigação do conflito de agência, espera-se que a priorização seja dos propósitos de incentivo.

Em suma, numa comparação entre executivos e média gerência, não se espera que o peso relativo entre os diferentes tipos de remuneração seja o mesmo. Em especial, observa-se que os incentivos baseados em opções de ações têm menores custos para os altos executivos do que para a média gerência, pois traduzem uma criação de valor ao principal de forma integrada, impondo maior risco e ruído aos níveis gerenciais que têm responsabilidade e controle sobre os

fatos divisionais. Isso pode levar a uma menor importância relativa de bônus anuais e participação nos lucros ou resultados no pacote de remuneração dos altos executivos, enquanto que para a média gerência, a remuneração baseada em desempenho individual, ou do grupo que efetivamente participa, acarretaria os menores custos de agência, em sentido relativo. Essas percepções direcionam a seguinte hipótese:

H3: Quanto mais alta a posição hierárquica do agente, maior ênfase será dada aos propósitos de incentivo da remuneração do que aos tributários.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo apresenta a abordagem metodológica que será utilizada para evidenciar as relações formuladas ao longo do referencial teórico. O objetivo do capítulo é descrever as etapas realizadas no trabalho e os métodos empregados pelo pesquisador para a coleta e análise dos dados. Um levantamento e um estudo de arquivo foram as abordagens utilizadas para o trabalho, ambas buscando prover evidências sobre o conflito entre minimizar o custo tributário e oferecer incentivos ao agente. A opção de utilizar duas fontes de dados para testar a hipótese de *trade-off* entre incentivos e tributação deve-se à dificuldade de mensuração dessas variáveis, havendo sempre certo subjetivismo. Buscando apresentar maior robustez de resultados e conclusões do estudo, emprega-se a análise de dados de duas fontes para uma triangulação do resultado encontrado, reforçando qualquer evidência identificada.

No que se refere ao levantamento, inicia com a descrição da população, da amostra e dos métodos de coleta de dados, aborda as principais variáveis que serão utilizadas para evidenciar as relações esperadas, detalha os construtos utilizados para a mensuração dessas variáveis, descreve a elaboração do questionário e do pré-teste, apresenta as características dos respondentes e a forma de aplicação do questionário e, finalmente, fornece estatísticas descritivas.

Quanto ao estudo de arquivo, também são apresentadas as informações sobre a seleção da população e da amostra, aborda as variáveis que serão utilizadas para evidenciar as relações esperadas, especificando a mensuração dessas variáveis e fornecendo estatísticas descritivas.

3.1 LEVANTAMENTO

3.1.1 População e amostra

A população para o levantamento foi definida como empresas participantes da publicação Melhores e Maiores, editada pela Revista-Exame 2013, determinadas pelo desempenho em vendas e por indicadores de excelência empresarial. O total de empresas que participam da base de dados dessa revista e que publicaram balanço em 2013 foi de 1.195 empresas, que compõe a população do estudo. Essas características foram consideradas ideais para a investigação da importância relativa de efeitos de incentivo e de tributação na configuração dos planos de remuneração, pois oferecem um ambiente de empresas de grande porte. Tais empresas são mais

propensas a utilizar variados tipos de remuneração, além de comporem um grupo heterogêneo, com diferentes práticas e, potencialmente, diferentes propósitos para seus planos de remuneração.

Solicitou-se que o respondente fosse o responsável pelo setor de recursos humanos, pois se espera que nessa posição se tenha os conhecimentos sobre a configuração dos planos de remuneração gerencial, tanto em relação aos executivos, como em relação aos cargos de média gerência. Portanto, esse gestor possibilitará uma imagem precisa da realidade da empresa, em função de seu conhecimento profundo da estrutura, funcionamento e propósito dos planos de remuneração utilizados pela organização.

Na aplicação dos questionários, que ocorreu entre 13/09/2013 a 30/10/2013, utilizou-se o método de Dillman (1978), no qual um total de três e-mails foram enviados a cada respondente em potencial. O primeiro e-mail foi enviado acompanhado de uma carta de apresentação que relatava o assunto geral da pesquisa e informava que os resultados seriam confidenciais, com a utilização dos dados somente de forma agregada. Após um período de 10 dias foi encaminhado um segundo e-mail agradecendo àqueles que já haviam respondido e reiterando o pedido de resposta aos que não o fizeram. Passados mais 10 dias, um terceiro e último e-mail foi enviado, solicitando a resposta ao questionário e reiterando a importância do estudo.

Finalizados os procedimentos descritos acima, alcançou-se respostas referentes a 112 empresas, o que representa uma taxa de retorno de 9,37 % da população estabelecida e limitando o poder inferencial dos resultados, uma vez que a amostra é não probabilística. Como o questionário solicitou a informação referente a 3 níveis hierárquicos (principal executivo, diretoria e primeiro nível gerencial após a diretoria), isso permitiu um número total de 312 observações, pois nem todas as empresas forneceram informações relacionadas aos três níveis hierárquicos.

3.1.2 Elaboração do questionário e pré teste

De acordo com Dillman (1978) o questionário requer cuidado, pois está sob total controle do respondente, lembrando que o pesquisador terá somente uma chance para a coleta dos dados, pois é muito difícil e demorado requisitar informações adicionais aos respondentes. Em virtude disso, procurou-se estruturar adequadamente o questionário, a fim de coletar toda a informação

necessária. Diversas versões foram elaboradas para serem submetidas à avaliação e para realização de pré-testes, e, seguindo a indicação de Dillman (1978), o questionário foi apresentado a pesquisadores da área, para analisar sua adequação, e também para pessoas com características semelhantes a do respondente desejado, mas de empresas fora da população a ser abordada. O questionário empregado foi elaborado em meio eletrônico, contendo onze questões divididas em 5 partes. As primeiras quatro partes tratam das variáveis de pesquisa: configuração do sistema de remuneração; propósitos de incentivo; propósitos de tributação; estratégia; e coletividade. A última parte solicita informações gerais sobre a empresa e sobre o respondente.

3.1.3 Construtos da pesquisa

Este tópico concentra-se em descrever os construtos das principais variáveis, ou seja, da mensuração da variável dependente (configuração do plano de remuneração gerencial), das variáveis independentes (propósitos de incentivo e propósitos tributários dos referidos planos) e das variáveis de controle (estratégia, coletividade, porte, nacionalidade, setores em que a receita é base de cálculo para a contribuição patronal e, finalmente, se a gerência exercida pelo proprietário).

3.1.3.1 Configuração do plano de remuneração gerencial

Para mensurar a configuração do plano de remuneração para executivos e para funcionários em nível de média gerencia, foi solicitado ao respondente informar o percentual da remuneração total de cada um dos seguintes itens: (i) Salário Fixo; (ii) Bônus Anual; (iii) Distribuição de Lucros ou Resultados em conformidade com a Lei 10.101/00 ou Distribuição de Lucros ou Resultados em conformidade com o inciso II, do art. 462, do Regulamento do Imposto de Renda/1999; (iv) Outras formas de Distribuição de Lucros ou Resultados; (v) Contratos de Opções de Ações; e (vi) Outros Planos de Longo Prazo. Embora não abordado na revisão da literatura, solicitou-se a informação sobre salário fixo, para que fosse possível a avaliação comparativa desse importante aspecto do pacote de remuneração e também para que a totalização de 100% fosse mais próxima do que foi efetivamente pago.

3.1.3.2 Efeitos de incentivo do plano de remuneração gerencial

Inicialmente, a fim de capturar os efeitos de incentivo dos planos de remuneração gerencial, os benefícios esperados de caráter de incentivo na remuneração foram identificados na literatura e descritos no terceiro tópico do referencial teórico (alinhamento de interesses, nível de remuneração, direcionamento a um maior esforço, atração e retenção de talentos, orientação de longo prazo). Com base nisso, os respondentes foram solicitados a indicar a importância dada aos benefícios que a remuneração pode trazer, em termos de incentivos, no momento da última revisão do plano de remuneração gerencial. Utilizou-se uma escala de um a sete para que o respondente indicasse o grau de importância dos indicadores de incentivo, na qual os pontos extremos são "1", "sem importância", e "7", "muito importante". Considerando a classificação de Hair, Black, Babin e Anderson (2007) essa é uma variável intervalar, uma vez que permite identificar não só a ordem, mas é possível a mensuração da distância entre os pontos e o ponto de referência. Segundo os autores, a única diferença entre essa variável e uma variável razão é que enquanto o ponto de referência da variável escalar é arbitrário a variável razão apresenta o zero absoluto, que indica total ausência. Essa escala não se classifica como Likert, pois os pontos não são nomeados, indicando um ponto estático, mas, cada número de 1 a 7 refere-se a uma avaliação quantitativa feita pelo respondente quanto a importância do item, o que permite a aplicação da maior parte das técnicas multivariadas (Hair et al., 2007). Dessa forma, a variável foi criada a partir do somatório do nível de importância atribuído a cada uma das dimensões avaliadas pelos gestores, sendo chamada de **incentivo** e incluída no modelo econométrico para análise dos dados.

3.1.3.3 Efeitos tributários do plano de remuneração gerencial

A fim de então mensurar os efeitos tributários sobre os diferentes planos de remuneração, esses efeitos foram identificados na legislação, descritos no segundo capítulo do referencial teórico e apresentados de forma resumida na Figura 1. São considerados efeitos tributários todos os encargos financeiros, com obrigatoriedade legal e suportados pelo empregador, cuja base de cálculo é considerada como remuneração, independentemente de o valor ser revertido ao erário

(incidência de contribuições patronais, incidência do FGTS, incidência dos reflexos trabalhistas, dedutibilidade para apuração do Imposto de Renda, diferimento dos pagamentos). Tendo por base essa concepção, os respondentes foram solicitados a indicar a importância dada aos benefícios que a remuneração pode trazer, em termos tributários, no momento da última revisão do plano de recompensas gerenciais. Utilizou-se uma escala de um a sete, para que o respondente indicasse o grau de importância de indicadores tributários, na qual os pontos extremos são "1", "sem importância", e "7", "muito importante". Novamente, trata-se de uma variável escalar (Hair et al., 2007). Tal qual para os efeitos de incentivo, a variável criada a partir das respostas, constituída do somatório do nível de importância atribuído a cada uma das dimensões avaliadas pelos gestores, foi chamada de **tributação** e incluída no modelo econométrico para análise dos dados.

3.1.3.4 Nível hierárquico

Considerando-se que os efeitos tributários e de incentivos na configuração dos planos de remuneração seriam analisados de forma comparativa entre os planos para os executivos e os dos empregados em nível de média gerência, fez-se necessária a identificação do nível hierárquico do sujeito a que se referiam as informações, realizada por duas variáveis dicotômicas. A primeira assume o valor de "1" se a resposta quanto a remuneração refere-se ao nível da diretoria e "0" se for outro nível hierárquico. A segunda variável dicotômica assume o valor de "1" caso a observação refira-se a um membro da média gerência e "0" se for referente a outro nível hierárquico.

3.1.4 Variáveis de controle

Neste tópico, procura-se evidenciar outros elementos que possam exercer influência na configuração de planos de remuneração para que sejam considerados na análise, evitando a atribuição errônea de seus efeitos aos incentivos ou à tributação. Os itens que serão controlados e usados para explicar a configuração dos sistemas de remuneração são: estratégia; coletividade;

porte; nacionalidade da empresa (ou grupo econômico); setores em que a receita é base de cálculo para a contribuição patronal; e se a gerência da empresa é exercida pelo proprietário.

3.1.4.1 Estratégia

A estratégia é um fator importante evidenciado pela atenção de vários autores, dentre os quais Balkin e Gomez-Mejia, (1990), Fisher e Govindarajan (1993) e Salter (1973), os quais argumentaram pela necessidade de adequação entre a remuneração e o tipo de estratégia da empresa. Adepto dessa perspectiva, Salter (1973) propôs uma relação da remuneração variável ao risco da estratégia analisada, de forma que gestores em situação de maior incerteza demandam maior remuneração. Em função disso, a variável será mensurada utilizando-se a tipologia e instrumento de Govindarajan e Gupta (1985) que classificam as empresas de acordo com as seguintes estratégias: (a) construir, que visa expandir sua participação no mercado e sua posição competitiva, mesmo que tenha que enfrentar declínio na lucratividade ou fluxo de caixa no curto prazo; (b) colher, que procura maximizar lucros e fluxos de caixa antes de aumentar a participação de mercado; (c) manter, para a qual o foco é proteger a participação no mercado e posição competitiva, ao mesmo tempo em que obtém um retorno razoável sobre o investimento; e, finalmente, (d) reduzir investimento, que ocorre quando uma operação é encerrada. O respondente é solicitado a indicar o percentual que cada estratégia apresenta acima representa na sua organização e essa é multiplicada por um fator (-2, -1, 0 e 1 respectivamente), de forma a demonstrar qual a posição da estratégia num intervalo contínuo que inicia em reduzir investimento até construir.

Numa análise da relação com incentivos e tributação, este controle faz sentido em função das diferenças em termos das incertezas que tais empresas enfrentam (Langfield-Smith, 2006).

3.1.4.2 Coletividade

A coletividade é apresentada por Hofstede (1984) como uma dimensão cultural na qual impera a preferência por uma estrutura em que indivíduos podem esperar que seus parentes, tribo ou outros tipos de grupo tomarão conta deles em função de uma lealdade inquestionável, sendo

que a questão fundamental dessa dimensão é a interdependência que os indivíduos mantêm entre si. Geralmente, todos os países menos desenvolvidos economicamente aproximam-se mais dessa classificação de coletividade, enquanto países mais desenvolvidos pontuam mais fortemente como individualistas (Hofstede, 1984). O autor indica que o comportamento econômico numa sociedade baseada na coletividade será incompreensível e irracional se o interesse pessoal for considerado o principal pressuposto de motivação dos sujeitos, modelo utilizado pela teoria de agência. Essa questão vai ao encontro com a opinião preconizada por Baker et al. (1988), o qual afirma que a perspectiva econômica encontra poucos fundamentos para a utilização de modelos de remuneração baseados na divisão de lucros, uma das modalidades de pagamento mais comuns entre as empresas brasileiras. Com base nesse conceito, esta variável será capturada a fim de garantir que o propósito tributário, fortemente influenciado pela opção de PLR, não seja direcionado por este fator. A escala utilizada foi a de Hofstede (1984) em que o respondente atribuía uma nota de 1 a 7 a itens relacionados a coletividade, e a variável é composta pelo somatório das notas para esses itens.

3.1.4.3 Porte

Ao considerar-se a relação da remuneração total do principal executivo e o tamanho da empresa, Baker et al. (1988) colocou que a relação é causal e reflete a compatibilidade do executivo à empresa, com base nas habilidades do gestor. Esse resultado tem sido consistentemente encontrado em pesquisas sobre a remuneração de altos executivos (Deckop, 1988; McGuire, Chiu, & Elbing, 1962; Murphy, 1985; Roberts, 1956). Portanto, a remuneração dos executivos deve ser sensível ao tamanho da empresa, o que justifica o controle desta variável no estudo. No tocante aos funcionários em posição de média gerência, a relação supracitada pode não ser tão evidente, pois as empresas podem usar outros elementos, que não a remuneração, para incentivos, talvez com a mesma efetividade. Nesse aspecto, empresas maiores podem utilizar-se de métodos diversificados de incentivos. De qualquer forma, em ambas as esferas de análise, o porte tende a ser um efeito de importante observação durante o estudo e será mensurado por meio da função logarítmica da receita.

3.1.4.4 Nacionalidade do grupo

Como exposto anteriormente, o Brasil é um país com uma carga tributária intensiva e isso pode ser um fator importante para a determinação da remuneração. No entanto, empresas multinacionais ou com controle acionário de grupos econômicos internacionais podem tender a implantar os planos de remuneração gerencial seguindo os moldes de seus países de origem, onde o efeito tributário pode não ser tão acentuado ou ocorre de maneira muito diferenciada para que a relação se manifeste. Em função disso, a nacionalidade do grupo econômico da empresa também será objeto de controle, implementado por meio da inclusão de uma *dummy* para identificar grupos brasileiros versus grupos estrangeiros.

3.1.4.5 Setores em que a receita é base de cálculo para a contribuição patronal

A partir de 2011, atendendo a constantes solicitações, o Governo Federal Brasileiro iniciou um esforço para a desoneração da folha de pagamento, a fim de incentivar a produção nacional e a formalização das relações de emprego. Para isso, por meio da Medida Provisória nº 540/11, convertida na Lei nº 12.546 de 2011, deslocou a base de cálculo da Contribuição Patronal à Seguridade Social (incidente à uma alíquota de 20%) da remuneração paga aos empregados para a receita bruta das empresas pertencentes aos setores têxtil; confecções; couro e calçados; plástico; material elétrico; bens de capital – mecânico; ônibus; autopeças; naval; aéreo; móveis; tecnologia da informação; hotéis; *call centers*; e *design houses (chips)*. Esse é um efeito importante, pois a contribuição patronal tem um custo significativo no total da mão de obra das demais atividades. Vale mencionar que isso não desonerou totalmente a folha de salários, pois ainda incidem-se as verbas de terceiros, FGTS e todos os reflexos trabalhistas. No entanto, essa desoneração parcial reduz significativamente o efeito tributário das empresas e deve ser controlada para evitar prejuízos à análise dos dados. O efeito será capturado por uma *dummy* igual a "1" se a empresa operar em um dos setores a que a alteração legal é aplicável.

3.1.4.6 Gerência exercida pelo proprietário

Empresas geridas pelo seu proprietário não enfrentam, no nível executivo, o custo de agência que seria a justificativa para o oferecimento de incentivos, pois não se identifica a separação de propriedade e controle, elementos da aplicação da teoria de agência (Fama & Jensen, 1983). Esta variável já foi testada e verificada como determinante na pesquisa desenvolvida por Ke (2001), a qual identifica que, em empresas geridas por seus proprietários, o efeito tributário é um determinante da remuneração do gestor/proprietário. Isso faz desta variável um fator relevante para a análise da importância relativa da tributação sobre a configuração do plano de remuneração do executivo, porém as implicações para a média gerência não são evidentes. O controle será feito por uma *dummy* igual a "1" quando a empresa for gerida pelo proprietário e "0" nos demais casos.

3.1.5 Informações descritivas sobre a amostra

Neste tópico, busca-se apresentar informações gerais sobre o perfil das 112 empresas respondentes. Na Tabela 1, são apresentadas informações sobre o porte das empresas, com médias de 3,7 bilhões de reais de receita, 6,8 bilhões de reais de ativo total e 5.953 funcionários, o que corresponde ao perfil de empresas de grande porte, definido para possibilitar maior diversidade das formas de remuneração utilizadas.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas - Porte

Porte em termos de:	N	Mín.	Máx.	Média	Desvio Padrão
Receitas (em milhares R\$)	112	96.644	217.346.000	3.743.233	20.733.412
Ativos (em milhares R\$)	112	47.198	564.953.000	6.837.522	53.547.493
Número de empregados	112	8	145.000	5.953	18.526

No que se refere ao setor de atuação, a Tabela 2 permite perceber intensa variabilidade nos setores que as empresas respondentes atuam. Os setores com maior representação são de Serviços (13,39% - 15 respondentes), Produção Agropecuária (9,82% - 11 respondentes), Energia (8,93% - 10 respondentes) e Bens de Consumo (8,93% - 10 respondentes).

Tabela 2 - Estatísticas descritivas - Setor

Setor	Qtde	Freq.	Setor	Qtde	Freq.
Atacado	9	8,04%	Mineração	4	3,57%
Autoindústria	3	2,68%	Papel e Celulose	2	1,79%
Bens de Capital	5	4,46%	Produção Agropecuária	11	9,82%
Bens de Consumo	10	8,93%	Química e Petroquímica	5	4,46%
Clubes e Confederações	1	0,89%	Serviços	15	13,39%
Diversos	2	1,79%	Siderurgia e Metalurgia	9	8,04%
Eletroeletrônico	3	2,68%	Telecomunicações	1	0,89%
Energia	10	8,93%	Têxteis	2	1,79%
Farmacêutico	2	1,79%	Transporte	4	3,57%
Indústria da Construção	6	5,36%	Varejo	8	7,14%
TOTAL			112		

A Tabela 3, por sua vez, detalha a caracterização das empresas quanto a nacionalidade do grupo a que pertence o responsável pela gerência. É possível perceber a preponderância de empresas brasileiras, representando mais de 70% da amostra. São incluídas entre as empresas brasileiras aquelas caracterizadas como estatais, embora se reconheça que a influência governamental pode ser determinante na escolha das formas de remuneração, sendo a percepção da tributação muito diferenciada do que nas demais, já que o tributo recolhido é remetido ao próprio controlador. Por outro lado, no que se refere ao responsável pela gerência, percebe-se um equilíbrio, sendo praticamente metade da amostra gerida pelo proprietário e metade por terceiros.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas – Nacionalidade e responsável pela gerência

Nacionalidade	Gerida pelo Proprietário	Gerida por Terceiro	TOTAL	Freq.
Brasileiro	39	39	78	69,64%
Brasilo-austral.	0	1	1	0,89%
Brasilo-Cipriota	1	0	1	0,89%
Brasilo-suíço	0	1	1	0,89%
Estatal	3	2	5	4,46%
Estatal/Brasileiro	1	0	1	0,89%
Franco-brasileiro	1	0	1	0,89%
Alemão	1	2	3	2,68%
Americano	2	2	4	3,57%
Argentino	2	0	2	1,79%
Austríaco	1	0	1	0,89%
Chileno	1	0	1	0,89%
Espanhol	1	0	1	0,89%
Francês	2	1	3	2,68%
Holandês	2	1	3	2,68%
Inglês	1	0	1	0,89%
Indiano	0	1	1	0,89%
Japonês	0	1	1	0,89%
Norueguês	0	1	1	0,89%
Suíço	1	0	1	0,89%
Sul-africano	0	1	1	0,89%
TOTAL	59	53	112	
Frequência	52,68%	47,32%		

A Tabela 4, a seguir, apresenta informações sobre o perfil do respondente.

Tabela 4 - Informações sobre o perfil do respondente

Cargo	Menos de 2 anos	2 anos	3 anos	4 a 6 anos	7 a 10 anos	Mais de 10 anos	TOTAL
Analista	6	4	4	3	3	1	21
Assistente	1	0	0	0	0	0	1
Consultor	0	0	0	0	0	1	1
Contador	0	0	0	1	0	0	1
Coordenador	5	3	5	2	2	1	18
Diretor	0	1	0	1	3	1	6
Gerente	6	8	9	9	8	10	50
Superintendente	0	0	0	1	0	0	1
Supervisor	2	0	1	3	2	3	11
TOTAL	20	16	19	20	18	17	110

Percebe-se que o questionário foi respondido, em 52 dos 112 casos, pelo Gerente da área de Recursos Humanos, como solicitado pela pesquisa, o que corresponde a 46,43% das respostas. Em relação às demais, 6,25% das respostas foram providenciadas por cargos superiores ao gerente, e, em volume expressivo, 18,75% das respostas foram providas por analistas e 16,07% por coordenadores. Além disso, percebe-se que a maioria dos respondentes exerce a função a um tempo razoável, sendo que a média geral é de 5,76 anos na função, distribuídos como apresentado na Tabela 4.

3.1.6 Análise da não resposta

Com o intuito de identificar a ocorrência de viés em função da ausência de respostas, procedeu-se a comparação entre as informações de perfil dos respondentes e não respondentes num procedimento semelhante ao de Abernethy, Bouwens e Van Lent (2013). Posteriormente, a comparação foi realizada entre aqueles respondentes que preencheram o questionário em resposta ao primeiro envio do *link* de acesso, que representa 39 % do total de respondentes, e, então, entre os respondentes que preencheram os questionários após os dois envios seguintes, correspondendo a 60% do total de respondentes. Essa comparação envolveu todas as variáveis quantitativas incluídas na análise. Os respondentes dos dois envios finais são assumidos como representando os não respondentes (Babbie, 2001), de modo que a identificação de diferenças entre os dois conjuntos de respondentes representaria uma amostra enviesada.

Comparou-se a proporção de empresas conforme o seu controle acionário e identificou-se que a população foi basicamente composta por empresas com capital acionário brasileiro (80,16%), sendo essa também a característica da amostra (69,64%), num grupo com controle acionário classificados em 21 grupos diferentes. Além disso, as empresas respondentes obedecem uma escala de frequência proporcional a da população, na qual as nacionalidades de controle acionário mais comuns na população apresentaram maior número de respondentes e as com menor frequência na população receberam menor número de respostas. Prosseguindo com a análise comparou-se a participação dos setores na população, sendo que aqueles com maior participação foram energia, indústria de construção, bens de consumo e atacado. Na amostra, identificou-se maior participação de empresas de energia e de bens de consumo. No entanto, identificou-se também uma sub-representação quanto aos setores de indústria da construção e de atacado, e uma representação mais elevada do que na amostra original referente a serviços e produção agropecuária. Apesar disso, as semelhanças quanto à ordenação das proporções sugere que a participação dos setores apresenta certa aproximação com as características da população.

Na sequência avaliou-se a semelhança das empresas quanto ao seu porte pela comparação da receita líquida e ativo total, únicas informações disponíveis sobre toda a população. Para isso, procedeu-se o teste de médias, tanto paramétrico (teste t) como não paramétrico (Kolmogorov-Smirnov), dada a não normalidade da distribuição das variáveis. O teste foi repetido com a função logarítmica, para buscar atenuar o efeito da magnitude dos valores assumidos pelas informações de total do ativo e receitas líquidas, com resultados reportados na Tabela 5.

Tabela 5 - Teste Paramétrico e Não Paramétrico de diferença das médias do não respondente e amostral

Grupo	Variável	N	Media	Desvio Padrão	P.valor K-S	P.valor Teste T
Não Respondente Respondente	Receita Líquida	1088	969.975,30	2.439.099,00	0,0340	0,0001
		112	3.798.074,00	22.000.000,00		
Não Respondente Respondente	Total do Ativo	1088	1.860.487,00	8.805.567,00	0,1080	0,0050
		112	7.259.922,00	56.700.000,00		
Não Respondente Respondente	Log(Receita)	1088	13,1307	0,9779	0,0340	0,0032
		112	13,4420	1,2592		
Não Respondente Respondente	Log(Ativo)	1088	13,2185	1,3040	0,0860	0,0446
		112	13,4951	1,3907		

Diante de p valores (bicaudal) inferiores a 5%, verifica-se diferenças significativas entre as médias de receita líquida e de total do ativo entre os respondentes e não respondentes, seja no teste paramétrico ou não paramétrico (exceção de total do ativo no teste não paramétrico).

Entretanto, a diferença do tamanho das duas amostras é exagerada, sendo que isso se reflete num desvio padrão mais reduzido para a média dos não respondentes. Diante disso, buscou-se verificar se com um número de observações equilibrado o resultado se mantém. Para tanto, foram geradas quatro amostras aleatórias diferentes, com tamanho igual a 112, viabilizando a comparação.

Tabela 6 - Teste de igualdade de médias da amostra com quantidade de não respondentes de igual tamanho

Grupo	Variável	N	P.valor K-S	P.valor Teste T
Amostra 1 Não Respondente	Receita Líquida	224	0,3030	0,2177
Amostra 1 Respondente	Total do Ativo	224	0,3980	0,2796
Amostra 1 Não Respondente	Log(Receita)	224	0,3030	0,1984
Amostra 1 Respondente	Log(Ativo)	224	0,3980	0,2796
Amostra 2 Não Respondente	Receita Líquida	224	0,1160	0,1850
Amostra 2 Respondente	Total do Ativo	224	0,0550	0,3059
Amostra 2 Não Respondente	Log(Receita)	224	0,1160	0,0478
Amostra 2 Respondente	Log(Ativo)	224	0,0550	0,0942
Amostra 3 Não Respondente	Receita Líquida	224	0,1160	0,3383
Amostra 3 Respondente	Total do Ativo	224	0,7610	0,2352
Amostra 3 Não Respondente	Log(Receita)	224	0,1160	0,0516
Amostra 3 Respondente	Log(Ativo)	224	0,7610	0,3417
Amostra 4 Não Respondente	Receita Líquida	224	0,6350	0,2220
Amostra 4 Respondente	Total do Ativo	224	0,9510	0,3595
Amostra 4 Não Respondente	Log(Receita)	224	0,6350	0,2272
Amostra 4 Respondente	Log(Ativo)	224	0,9510	0,5964

Os resultados da Tabela 6 não indicam diferenças significantes entre as médias de receita líquida e do total do ativo quando a comparação é feita com amostras de igual tamanho e com a utilização de um nível de significância de 5%. Dessa forma, a comparação das características das empresas que compõe a população do estudo não sugere a existência do viés do não respondente.

Prosseguindo com a análise, a amostra foi separada entre aqueles que responderam na sequência do envio da primeira mensagem com o *link* de acesso para o questionário (Respondentes do 1º envio) e aqueles que responderam apenas quando do envio das duas mensagens seguintes (Respondentes subsequentes). Foram realizados tanto um teste paramétrico de diferença de médias (teste t), quanto um não paramétrico (Kolmogorov-Smirnov), pois, uma vez mais, as variáveis consideradas não apresentaram distribuição normal. Nenhum dos testes indica evidência de consistente viés do não respondente, pois não se rejeita a igualdade de médias entre os dois grupos a um nível de 5% em relação às variáveis coletadas, com exceção de Tributação e Estratégia (mas esta última somente no teste não paramétrico).

3.2 ESTUDO DE ARQUIVO

3.2.1 População e amostra

A população desta pesquisa foi definida como empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&F Bovespa. Essas características foram escolhidas, pois essas empresas são obrigadas ao preenchimento e envio das informações contábeis e do relatório de referência para a CVM, cuja consulta se faz disponível pelo site desse órgão.

A coleta de dados abarca todo esse universo de empresas, considerando-se as informações do período de 2011 a 2013, disponíveis na publicação do formulário de referência de 2014. Entre as empresas relacionadas no cadastro da CVM, foram selecionadas 298 empresas cujas demonstrações contábeis, referentes ao período de 2011 a 2013, estavam disponíveis no portal da CVM. Procedeu-se a coleta das informações dos anos de 2011 a 2013, por ser essa a informação disponível no relatório enviado no ano de 2014, além das informações de 2014, que não foram consideradas por não representarem o total da remuneração desse ano. Ainda assim, dessas empresas, 58 ou não informaram o valor da remuneração no quadro 13.2 do formulário de referência, ou houve algum erro de importação que prejudicou a coleta da informação referente a remuneração e, portanto, a empresa foi excluída da análise. Isso gerou uma amostra final de 240 empresas. Em alguns casos, a informação da remuneração estava disponível, mas alguma informação contábil não constava da base de dados da Comissão de Valores Mobiliários. Nesses casos, as informações contábeis foram complementadas por meio da Econômica.

3.2.2 Construtos da pesquisa

Este tópico concentra-se em descrever os construtos das principais variáveis, ou seja, da mensuração da variável dependente (configuração do plano de remuneração gerencial), das variáveis independentes (propósitos de incentivo e propósitos tributários dos referidos planos) e das variáveis de controle (porte, nacionalidade). Não constam entre as variáveis desta análise, o nível hierárquico, pois a remuneração divulgada no formulário de referência é somente do nível da diretoria, impossibilitando o teste da Hipótese 3, que prevê a diferenciação dos efeitos quanto a níveis hierárquicos.

3.2.2.1 Configuração do plano de remuneração gerencial

Para mensurar a configuração do plano de remuneração, coletou-se a informação disponível no item 13 do formulário de referência da Comissão de Valores Mobiliários, o qual publica a remuneração dos membros da diretoria. A exigência é da publicação do maior salário, total e menor salário da diretoria. Contudo, em função de pedidos de liminar, muitas empresas publicam apenas o valor total pago aos membros da diretoria. Diante disso, a pesquisa utilizará o valor médio, dividindo o total pago a diretoria pelo seu número de membros. Esse procedimento é realizado para obter a informação relativa a Bônus, Participação nos Lucros ou Resultados e Opções de Ações. Essas variáveis já foram usadas em outros estudos, procurando evidenciar o efeito da alteração tributária nos Estados Unidos, de forma a avaliar o efeito sobre o total da remuneração (Perry & Zenner, 2001; Rose & Wolfram, 2000, 2002). A informação sobre Planos de Longo Prazo não é apresentada de maneira isolada no formulário de referência e, por isso, não será possível avaliar os efeitos sobre essa forma de remuneração. Já em relação a Opções de Ações, a rubrica mencionada no relatório é de “remuneração baseada em ações”, mas a leitura de vários desses, permitiu verificar que essa classificação representa, na maioria dos casos, Opções de Ações. De qualquer forma, o valor é tratado mais como uma *proxy*, retratando uma tendência da utilização de Opções de Ações, do que talvez o seu uso efetivo, por haver a possibilidade de outros elementos figurarem nesse quesito. O período abrangido é de 2011 a 2013, dados completos disponíveis no relatório de referência publicado em 2014.

3.2.2.2 Efeitos de incentivo do plano de remuneração gerencial

Um dos principais efeitos que se deseja avaliar refere-se ao incentivo oferecido aos gestores. Essa informação não está imediatamente disponível e, como *proxy* para o incentivo ao desempenho, será considerada indicadora do retorno da empresa para o ano anterior ao pagamento da remuneração, nomeadamente Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL) e Retorno Sobre os Ativos (ROA). A justificativa para essa abordagem é que, ao explicitamente vincular a remuneração a essas medidas, a empresa utiliza os propósitos de incentivo citados por Merchant e Van der Stede (2012); o de informar ao agente quais os resultados importantes

e, dessa forma, direcionar seus esforços, além de motivá-lo no alcance dos objetivos organizacionais. Embora se tenha consciência de que esses indicadores são limitados para representação dos reais objetivos almejados pelas empresas, existem evidências empíricas de que os indicadores contábeis de retorno proporcionam incentivos aos agentes, além de seu intensivo uso na prática da remuneração executiva.

A adequação do uso de tais medidas é baseada em autores como Dewatripont e Tirole (1994) e Zimmerman (1997), os quais defendem que as medidas de retorno são congruentes com os interesses dos investidores porque proveem uma medida do valor econômico gerado a partir de recursos específicos e, dessa forma, são uma proxy razoável para o valor criado, além de ser um resumo do desempenho das diversas áreas da empresa, capturando, assim, o efeito das sinergias entre departamentos. Na discussão de fatores de incentivo, essa característica é importante, pois Jensen (2002) sugere que, justamente, o interesse do acionista reside na criação de valor de longo prazo na empresa. De forma que em níveis organizacionais mais altos, muitos dos principais resultados vinculados à remuneração são definidos em termos financeiros. Sobre esse aspecto, Merchant e Van der Stede (2012) ressaltam que investigações empíricas têm consistentemente mostrado evidências da congruência de medidas contábeis de retorno.

Um resultado interessante é o de Abernethy, Bouwens e Van Lent (2013) que identificam que, contrário ao tradicionalmente pregado (que as medidas contábeis focam a atenção em atividades de curto prazo), medidas de retorno contábil são associadas com foco no longo prazo. Esse resultado reforça pesquisas, tanto teóricas como empíricas, que demonstram o valor de incluir medidas mais completas sobre as decisões gerenciais. A argumentação dos autores é consequência de os retornos contábeis não se limitarem a resumir as muitas ações pertinentes dos gestores, mas também incorporar, explícita ou implicitamente, os custos de capital da empresa e, por isso, melhor alinham as ações dos gestores com os interesses de longo prazo da organização.

Esses efeitos benéficos esperados de medidas de retorno contábil têm duas origens. Primeiro, combinam informação das demonstrações contábeis e, portanto, explicitamente relacionam os ganhos aos ativos necessários para gerá-los. Segundo, as medidas contábeis de retorno são usadas, na prática, em conjunto com estimativas de custo de capital das empresas (Chenhall & Langfield-Smith, 1998), sendo que essas estimativas se caracterizam como taxas mínimas de atratividade, e sua inclusão nas medidas de retorno contábil reforçam incentivos para que gestores considerem os efeitos de longo prazo de suas ações (Abernethy, Bouwens & Van Lent, 2013). Isso porque medidas contábeis de retorno fazem com que os gestores considerem

explicitamente tanto os recursos disponíveis quanto o custo de capital necessário para gerar riquezas com tais recursos. Nesse cenário, Abernethy, Bouwens e Van Lent (2013) confirmam empiricamente a hipótese de que as medidas de retorno contábil podem ser usadas para alcançar comportamento consistente com os objetivos da empresa.

3.2.2.3 Efeitos tributários do plano de remuneração gerencial

Para capturar o efeito da tributação, utilizou-se uma variável dicotômica que assume o valor de um (1) se for verificada a existência de Lucro Antes do Imposto de Renda com um valor positivo e a não existência de saldos credores de prejuízos. Como a informação desses saldos credores de prejuízos não é pública, utilizou-se como *proxy* a existência de um valor positivo para o Lucro Antes do Imposto de Renda. A variável dicotômica, portanto, assumirá um valor igual a "0" (zero) se tiver incorrido em prejuízo ou espera-se que se tenha saldo de prejuízos a compensar. Essa variável foi utilizada, pois Graham (1996) e Plesko (2003), ao analisarem a adequação de diferentes *proxies* na representação dos atributos tributários no nível empresarial corporativo, identificaram que *proxies* calculadas com base nas demonstrações contábeis têm um bom desempenho na estimação da alíquota de imposto de renda do ano corrente. O resultado é que a variável que melhor representa essa alíquota é aquela baseada em métodos de simulação, que, conforme explicado por Graham e Mills (2008), é alcançada pela simulação de 18 anos de resultados antes da tributação, descontados possíveis prejuízos a serem compensados. Deve-se considerar, porém, que ambos os estudos identificam que a alíquota dicotômica apresentada acima tem alto nível de correlação com a alíquota simulada por esse método, além de apresentar um bom desempenho na estimação da alíquota real. Além disso, Graham, Hanlon, Shevlin e Shroff (2014) buscaram verificar como os gestores utilizam a tributação em suas decisões sobre remuneração, fusões e aquisições, estrutura de capital, venda ou *lease* e local para novas instalações e o resultado encontrado é que a maioria dos respondentes utiliza alguma forma de alíquota efetiva referente a Imposto de Renda.

Essa variável captura uma dimensão expressiva do efeito tributário sobre a remuneração que é a dedutibilidade para Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Por isso, espera-se que a variável dicotômica retrate adequadamente o fenômeno sobre a análise, embora se reconheça que ela não abrange explicitamente os efeitos relacionados ao pagamento dos tributos incidentes sobre a remuneração e os encargos trabalhistas.

Para melhor descrever o efeito dessa variável, utiliza-se a Participação nos Lucros ou Resultados e Bônus Anuais como exemplos. Uma vez que a Participação nos Lucros ou Resultados é dedutível no Imposto de Renda, ao assumir o valor de um a variável captura o “aproveitamento” efetivo do tratamento tributário vantajoso, já que reconhece a despesa do pagamento dessa remuneração, reduzindo o resultado e, conseqüentemente, o tributo a recolher. Inversamente, os Bônus, que quando pagos à diretoria estatutária não são dedutíveis, representam um desembolso que não pode ser deduzido do imposto a pagar quando a variável dicotômica assumir o valor de um, mas que tem esse efeito atenuado nos anos em que a empresa incorre em prejuízo ou tem prejuízos a compensar, já que não haverá o pagamento de imposto de renda. Ou seja, o bônus deixa de ser “penalizado” pela não dedutibilidade.

3.2.3 Variáveis de controle

Para evidenciar os efeitos a incentivos ou tributação, procura-se controlar por outros efeitos que podem impactar a estrutura de remuneração. Os itens que serão controlados e utilizados para explicar a configuração dos sistemas de incentivo são: porte, nacionalidade do capital acionário e setor de atuação.

3.2.3.1 Porte

Ao considerarem a relação da remuneração total do principal executivo e o tamanho da empresa, Baker et al. (1988) colocaram que a relação é causal, buscando refletir as habilidades do executivo necessárias a gestão de uma empresa maior. Esse resultado tem sido consistentemente encontrado em pesquisas sobre a remuneração de altos executivos (Deckop, 1988; McGuire et al., 1962; Murphy, 1985; Roberts, 1956). Portanto, a remuneração dos executivos deve ser sensível ao tamanho da empresa, o que justifica a caracterização desta variável como controle no estudo. A variável será mensurada por meio da função logarítmica do valor total do ativo.

3.2.3.2 Nacionalidade do capital acionário

Como exposto anteriormente, o Brasil é um país com uma carga tributária intensiva e isso pode ser um fator importante para a determinação da remuneração. Apesar disso, empresas multinacionais ou com controle acionário de grupos econômicos internacionais podem tender a implantar os planos de remuneração gerencial seguindo os moldes de seus países de origem, onde o efeito tributário pode não ser tão acentuado ou ocorre de maneira muito diferenciada para que a relação se manifeste. Em função disso, a nacionalidade do grupo econômico da empresa também será objeto de controle, implementado por meio da inclusão de um *dummy* para identificar grupos brasileiros versus grupos estrangeiros.

3.2.3.3 Setor de Atuação

Baker et al. (1988) relatam que as pesquisas das práticas de remuneração têm um papel muito importante na determinação da remuneração de executivos e, dessa forma, são influenciadas tanto pelo porte como pelo setor de atuação das empresas. Diante disso, para capturar os efeitos das práticas de remuneração de diferentes setores, serão incluídas 7 *dummies* no modelo, cada uma indicando um dos setores. A classificação é do código internacional de setores (*SIC code*) considerando o primeiro nível de agregação.

3.2.4 Informações descritivas sobre a amostra

As empresas participantes da amostra têm as informações de porte e setor de atuação detalhadas na Tabela 7. O setor utilizado para descrição da amostra é baseado no cadastro da Económica, compreendendo 20 setores produtivos. Os setores com maior representação na amostra são “Energia Elétrica” (24), “Construção” (21), “Comércio” (16) e “Têxtil” (16), mas não se verifica uma concentração exagerada de nenhum setor. Existe um grande número de empresas (58) cuja classificação da Económica é “Outros” e não há maior detalhamento sobre o setor de atuação. Em relação ao porte, a média geral da amostra é elevada, indicando que esta é composta por grandes empresas, embora o desvio padrão também o seja. A análise por setor

mostra uma redução nessa dispersão, mas ainda assim há bastante variação quanto ao porte das empresas participantes.

Tabela 7 - Porte e setor de atuação das empresas constantes da amostra

Setor	N	Média do Ativo	Desvio Padrão	Setor	N	Média do Ativo	Desvio Padrão
Agro e Pesca	3,00	1.536.085,40	1.559.305,08	Outros	58,00	4.352.377,25	6.628.383,42
Alimentos e Beb	13,00	11.952.402,48	14.845.740,51	Papel e Celulose	5,00	14.059.315,65	11.388.059,09
Comércio	16,00	5.776.774,81	8.418.752,54	Petróleo e Gas	4,00	173.202.497,78	286.306.820,87
Construção	21,00	4.817.703,69	4.604.286,00	Química	6,00	9.893.682,36	14.969.461,16
Eletroeletrônicos	4,00	2.321.401,05	2.154.302,34	Siderur & Metalur	15,00	13.115.842,76	21.097.641,93
Energia Elétrica	24,00	15.569.217,83	28.151.952,97	Software e Dados	4,00	2.964.213,18	4.109.632,64
Finanças e Seguros	12,00	125.118.185,86	275.252.795,18	Telecomunicações	5,00	35.806.209,39	28.834.865,04
Máquinas Indust	3,00	1.127.648,29	353.105,11	Textil	16,00	1.351.793,57	1.296.212,33
Mineração	4,00	68.416.136,62	114.632.153,66	Transporte Serviç	11,00	7.777.219,96	6.155.065,48
Minerais não Met	2,00	752.694,20	57.394,29	Veiculos e peças	14,00	3.213.264,99	4.812.994,79
Geral				240,00		17.213.347,99	81.803.911,49

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção, são expostos os dados obtidos na pesquisa e as análises realizadas por meio deles. Busca-se confrontar hipóteses desenvolvidas com as informações coletadas por meios de métodos quantitativos de análise. Para isso, foram realizadas as estimações dos modelos, considerando-se a variável dependente, a composição do pacote de remuneração e as variáveis independentes, os fatores incentivo e tributação, além das variáveis de controle.

Utilizou-se a técnica de análise Tobit, que é descrita por Wooldridge (2006) como um modelo econométrico para análise de variáveis dependentes que apresenta comportamento contínuo, com valores positivos, mas com parcela significativa da população tendo observação igual a zero. Esse modelo é adequado para o tratamento dos dados coletados por meio do questionário, pois a variável dependente (percentual de cada forma de remuneração) não pode assumir valores inferiores a zero, mas apresenta uma parcela significativa de observações com esse valor, em função da não utilização da forma específica de remuneração. Quanto ao estudo de arquivo, também esse é o modelo que melhor se adéqua aos dados, uma vez que muitas empresas não utilizam algumas das formas de remuneração, havendo várias observações com valor igual a zero. Contudo, como, no caso do estudo de arquivo, as informações disponíveis referem-se a 3 anos (2011-2013), utilizou-se o Tobit em dados em painel, a fim de controlar pelas características da empresa e pelo efeito tempo. O software utilizado para as estimações foi o STATA 12.

4.1 LEVANTAMENTO

4.1.1 Estatísticas descritivas

Numa primeira análise dos dados, por meio das estatísticas descritivas das variáveis dependentes do estudo, apresenta-se a configuração dos planos de remuneração das empresas participantes, sendo apresentado o percentual que cada uma das formas de remuneração representa no total da remuneração paga. A Tabela 8 evidencia que, para níveis hierárquicos mais altos, há maior proporção de remuneração variável, e que Bônus e Participação nos Lucros têm médias semelhantes para o principal executivo e para a diretoria, enquanto a proporção de Bônus é bem inferior, quando se trata de média gerência.

Além disso, fica evidente que muitas empresas ainda baseiam fortemente a remuneração em salário fixo, pesando-se que a média geral (71,95%) ultrapassa os 70% (somente em relação aos executivos a média fica abaixo disso), sendo que algumas empresas da amostra ainda utilizam essa como a única forma de remuneração em todos os níveis gerenciais, fato verificado pelo valor máximo assumindo a proporção de 100 %. Prosseguindo na análise, verifica-se que Participação nos Lucros ou Resultados é a forma de remuneração variável com maior média, consistente com estudos anteriores que identificaram que é a forma mais utilizada no Brasil (Brisolla Junior, 1994; Marquart, 2009; Teixeira, 2012), talvez por ser a forma de remuneração com tratamento fiscal mais vantajoso. A segunda forma de remuneração com maior média é Bônus e vale mencionar que, apesar disso, apresenta valor máximo superior ao de Participação nos Lucros ou Resultados, no que se refere tanto à Diretoria quanto à Média Gerência. As demais formas de remuneração variável têm participação menos expressiva, mas os valores máximos assumidos (37% e 41%) sugerem que algumas empresas as utilizam intensamente.

Tabela 8 - Estatísticas descritivas – Configuração dos planos de remuneração

Nível Hierárquico	Remuneração	N	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
CEO	Salário Fixo	95	67 %	24	-	100 %
CEO	Bônus	95	12 %	18	-	70 %
CEO	Participação nos Lucros ou Resultados	95	14 %	17	-	70 %
CEO	Opções de Ações	95	3 %	8	-	37 %
CEO	Planos de Longo Prazo	95	2 %	8	-	41 %
Diretoria	Salário Fixo	106	70 %	21	20 %	100 %
Diretoria	Bônus	106	12 %	19	-	80 %
Diretoria	Participação nos Lucros ou Resultados	106	14 %	17	-	70 %
Diretoria	Opções de Ações	106	2 %	6	-	27 %
Diretoria	Planos de Longo Prazo	106	1 %	5	-	32 %
M. Gerência	Salário Fixo	111	78 %	17	23 %	100 %
M. Gerência	Bônus	111	7 %	13	-	68 %
M. Gerência	Participação nos Lucros ou Resultados	111	13 %	13	-	60 %
M. Gerência	Opções de Ações	111	1 %	3	-	22 %
M. Gerência	Planos de Longo Prazo	111	1 %	3	-	20 %

Na sequência, se analisa a frequência de respostas, ao longo da escala, referentes à importância de fatores de incentivo na escolha das formas de remuneração. Quanto maior o número associado ao indicador, maior é a importância que ele teve na escolha das formas de remuneração relatadas no quadro anterior. A Tabela 9 (adiante) reporta concentração nas notas mais altas (5, 6 e 7), indicando que a grande maioria das empresas considera esses itens relevantes no momento da escolha das formas de remuneração, fato confirmado pelas médias

superiores ao ponto central da escala (4). Também interessante é o fato de que, para os três níveis hierárquicos, a dimensão “alinhamento de interesses” foi o fator de incentivo que obteve o maior percentual de nota máxima (7), ultrapassando 50% do total de respondentes. Essa tendência também é refletida nas médias, notando-se que “alinhamento de interesses” é a média mais alta, exceto para o nível de média gerência, em que a função da remuneração de garantir a reserva de utilidade do agente (garantir um nível de remuneração adequado) é ligeiramente maior do que a de alinhamento de interesses. Isso pode refletir o argumento de menor necessidade de incentivos pela remuneração para níveis hierárquicos mais baixos, em comparação com os níveis mais elevados, por motivos de maior monitoramento (Santalo & Kock, 2009), maior responsabilidade (Aggarwal & Samwick, 2003) ou o incentivo proposto pela teoria dos torneios (Lambert et al., 1993).

Tabela 9 - Estatísticas descritivas – Indicadores de Incentivo

Variável	Nível Hierárquico	Média	Frequência						
			1	2	3	4	5	6	7
Alinhamento de Interesses	CEO	6,4737	2,11%	0,00%	0,00%	4,21%	8,42%	10,53%	74,74%
Nível de remuneração	CEO	6,0526	3,16%	1,05%	1,05%	4,21%	11,58%	30,53%	48,42%
Indução de esforço	CEO	6,0947	2,11%	2,11%	2,11%	4,21%	10,53%	25,26%	53,68%
Atração	CEO	5,6000	2,11%	2,11%	4,21%	7,37%	25,26%	27,37%	31,58%
Retenção	CEO	5,7158	3,16%	0,00%	3,16%	7,37%	22,11%	30,53%	33,68%
Orientação de longo prazo	CEO	5,5053	3,16%	5,26%	2,11%	13,68%	16,84%	21,05%	37,89%
Alinhamento de Interesses	Diretoria	6,3679	0,94%	0,00%	0,94%	3,77%	10,38%	21,70%	62,26%
Nível de remuneração	Diretoria	6,0755	1,89%	0,94%	0,94%	2,83%	16,04%	32,08%	45,28%
Indução de esforço	Diretoria	6,0189	1,89%	0,94%	1,89%	6,60%	15,09%	24,53%	49,06%
Atração	Diretoria	5,6887	1,89%	0,00%	4,72%	8,49%	22,64%	30,19%	32,08%
Retenção	Diretoria	5,9434	0,94%	0,00%	2,83%	7,55%	14,15%	37,74%	36,79%
Orientação de longo prazo	Diretoria	5,6415	0,94%	4,72%	3,77%	10,38%	17,92%	24,53%	37,74%
Alinhamento de Interesses	Média Gerência	6,1081	1,80%	0,90%	1,80%	5,41%	10,81%	28,83%	50,45%
Nível de remuneração	Média Gerência	6,1261	0,00%	0,90%	0,00%	5,41%	13,51%	39,64%	40,54%
Indução de esforço	Média Gerência	5,9820	1,80%	1,80%	0,00%	3,60%	23,42%	24,32%	45,05%
Atração	Média Gerência	5,8018	0,90%	0,00%	2,70%	9,91%	20,72%	32,43%	33,33%
Retenção	Média Gerência	5,9550	0,00%	0,00%	0,90%	8,11%	20,72%	35,14%	35,14%
Orientação de longo prazo	Média Gerência	5,3604	3,60%	6,31%	3,60%	10,81%	18,92%	26,13%	30,63%

No que tange aos indicadores sobre a tributação, o raciocínio é similar ao do item anterior, em que notas mais elevadas indicam maior importância do atributo para a escolha das formas de remuneração, conforme a Tabela 10 (adiante). Novamente, a frequência é maior nas notas mais altas, indicando que as empresas respondentes tomam os efeitos tributários em consideração nas discussões sobre as formas de remuneração a serem utilizadas.

Tabela 10 - Estatísticas descritivas – Indicadores Tributários

Variável	Nível Hierárquico	Média	Frequência						
			1	2	3	4	5	6	7
INSS	CEO	4,6526	14,74%	5,26%	9,47%	11,58%	15,79%	15,79%	27,37%
Reflexos Trabalhistas	CEO	4,8421	11,58%	5,26%	10,53%	9,47%	14,74%	20,00%	28,42%
FGTS	CEO	4,8000	13,68%	6,32%	8,42%	7,37%	16,84%	16,84%	30,53%
Dedutibilidade para IRPJ	CEO	4,7684	10,53%	11,58%	4,21%	15,79%	12,63%	12,63%	32,63%
Diferimento	CEO	3,8211	24,21%	10,53%	8,42%	16,84%	12,63%	10,53%	16,84%
INSS	Diretoria	4,8302	11,32%	5,66%	5,66%	14,15%	19,81%	16,04%	27,36%
Reflexos Trabalhistas	Diretoria	5,0377	8,49%	4,72%	9,43%	10,38%	17,92%	16,98%	32,08%
FGTS	Diretoria	4,9717	9,43%	6,60%	6,60%	11,32%	19,81%	13,21%	33,02%
Dedutibilidade para IRPJ	Diretoria	4,8113	8,49%	11,32%	4,72%	14,15%	16,98%	16,04%	28,30%
Diferimento	Diretoria	4,0189	19,81%	11,32%	6,60%	17,92%	13,21%	16,04%	15,09%
INSS	Média Gerência	5,0811	9,91%	3,60%	8,11%	9,01%	17,12%	20,72%	31,53%
Reflexos Trabalhistas	Média Gerência	5,3514	6,31%	3,60%	7,21%	9,01%	16,22%	20,72%	36,94%
FGTS	Média Gerência	5,2703	7,21%	5,41%	6,31%	8,11%	18,02%	17,12%	37,84%
Dedutibilidade para IRPJ	Média Gerência	4,7838	9,91%	10,81%	5,41%	13,51%	16,22%	13,51%	30,63%
Diferimento	Média Gerência	3,9910	19,82%	13,51%	6,31%	13,51%	17,12%	14,41%	15,32%

Quanto às informações contidas na Tabela 10, cabe destacar que a importância da tributação é moderadamente mais baixa quanto maior o nível hierárquico. Ademais, a média é consistentemente mais alta para o item “Reflexos Trabalhistas”, sendo considerado o fator mais importante, embora a diferença não seja tão clara como observado em relação aos itens de incentivo. Esse efeito também sugere que foi adequada a decisão de tratar os efeitos dos reflexos trabalhistas como parte do custo tributário das empresas.

4.1.2 Pressupostos da técnica TOBIT

Wooldridge (2006) apresenta como pressupostos da técnica TOBIT as seguintes especificações:

- 1) distribuição normal;
- 2) ausência de heterocedasticidade; e
- 3) ausência de multicolinearidade entre as variáveis dependentes.

Apesar dessas especificações, o Stata não apresenta testes específicos para o modelo Tobit. O software dispõe somente de um teste sobre as especificações do modelo, relatado na Tabela 11, em que a hipótese nula é de que o modelo atende às três especificações acima:

Tabela 11 - Teste das especificações Tobit

Variável Dependente	Valor Calculado	Crítico a 10%	Crítico a 5%	Crítico a 1%
Bônus	47,411	3,06985	4,3516941	8,8781633
PLR	8,8206	3,57617	5,049839	10,826281
Opções de Ações	2,8106	9,26871	12,701517	21,826839
PLP	4,0882	9,6403	13,9234	23,7542

Uma vez que a hipótese nula é de que o modelo atende às especificações, deseja-se não rejeitar a hipótese nula de adequação dos dados ao modelo, sendo que a rejeição acontece quando o valor calculado da estatística Multiplicador de Lagrange é superior ao crítico. Como pode-se perceber, as estimações do modelo Tobit para Contratos de Opções de Ações e para Planos de Longo Prazo atendem às exigências das especificações do modelo em todos os níveis de significância recomendados, pela não rejeição da hipótese nula de adequação às especificações do modelo. O teste referente a Planos de Participação nos Lucros ou Resultados não rejeita a hipótese nula, indicando a adequação do modelo, somente considerando-se um intervalo de confiança de 99%. Já no que se refere a estimação para Bônus, acontece a rejeição da especificação do modelo em qualquer nível de significância analisado. Isso indica que os resultados pela estimação Tobit atendem a todas as premissas da técnica e, portanto, os resultados são confiáveis para as estimações relativas a Participação nos Lucros ou Resultados, Opções de Ações e Planos de Longo Prazo. Como existe a rejeição relacionada a Bônus, busca-se avaliar as possíveis causas para essa não adequação e são realizados testes adicionais para confirmar o resultado.

Para avaliar as premissas individualmente, procedeu-se a verificação da multicolinearidade, situação em que existe alta correlação entre duas ou mais das variáveis independentes (Wooldridge, 2006), cujos resultados são reportados na Tabela 12:

Tabela 12 - Teste Variance-Inflation Factor (VIF) de multicolinearidade

Variável	VIF	VIF	Tolerância	R²
Incentivo	1,21	1,1	0,8232	0,1768
Tributação	1,25	1,12	0,7992	0,2008
Coletividade	1,18	1,09	0,8491	0,1509
Estratégia	1,01	1,01	0,9875	0,0125
Porte	1,07	1,03	0,9354	0,0646
Brasileira	1,06	1,03	0,9475	0,0525
Setor Deson.	1,0700	1,0300	0,9363	0,0637

Percebe-se que não existe problema de multicolinearidade, já que os valores de VIF são baixos e existe alta tolerância em relação a todas as variáveis.

Finalmente foram procedidos os testes de normalidade de Shapiro-Wilk, Shapiro-Francia, e Kolmogorov-Smirnov, os quais indicam a rejeição da hipótese nula de normalidade, tanto para as variáveis dependentes como para as independentes. Embora isso represente uma violação de um dos pressupostos, não é considerado um impedimento à análise dos resultados, devido ao respaldo do teorema central do limite, que justifica a normalidade assintótica para grandes amostras (Wooldridge, 2006). As estimações são realizadas com 312 observações, sendo 95 referentes a principais executivos, 106 relacionadas à diretoria e 111 sobre o nível gerencial diretamente subordinado a diretoria.

4.1.3 Resultados do levantamento

Considerando a existência de 4 variáveis dependentes, foram realizadas estimações de quatro modelos econométricos, obedecendo a seguinte fórmula:

$$y = \beta_0 + \beta_1 \text{ incentivo} + \beta_2 \text{ tributação} + \text{controles}$$

Figura 4 - Fórmula para análise dos dados

Os resultados das estimações Tobit são reportados na tabela 13 a seguir, destacando o coeficiente e desvio padrão de cada variável, além do número de observações e probabilidade chi-quadrado de cada uma das estimações.

Destaca-se que todos os modelos são significantes, considerando um nível de significância de 99%, conforme a estatística chi-quadrado. A análise dos demais itens é detalhada nos próximos subtópicos.

Tabela 13 - Resultado Tobit para a proporção de cada remuneração variável

Variáveis	1-Bônus (b/DP)	2-PLR (b/DP)	3-Opções (b/DP)	4-PLP (b/DP)
Constante	48,4111 (31,4377)	-64,8609 ** (19,0525)	-89,1628 * (36,6950)	-258,3457 ** (51,8816)
Incentivo	0,5249 (0,4405)	0,7759 ** (0,2690)	-0,0246 (0,4831)	2,1581 ** (0,7361)
Tributação	-0,6791 * (0,3072)	0,4170 * (0,1974)	0,4365 (0,3891)	-0,8827 * (0,3879)
Coletividade	-0,5727 (0,6462)	-0,4575 (0,3906)	-1,9178 * (0,8009)	2,7797 ** (1,0150)
Estratégia	8,7598 (5,4435)	-1,6202 (3,4127)	-20,5600 ** (7,3117)	-8,7455 (6,9868)
Porte	-8,3174 + (4,4493)	8,0489 ** (2,5041)	19,3905 ** (5,4793)	19,7455 ** (4,7155)
Brasileira	-3,1463 (5,3281)	-2,9440 0,3906	-28,2468 ** (7,1359)	-14,7154 (5,9223)
Setor Deson	18,7777 * (8,9017)	-29,0723 ** (8,3576)	-135,4171 * .	-125,3385 .
Dono	6,4886 (4,5833)	-0,4307 (2,7782)	-27,3332 (7,5255)	-6,0951 (5,5004)
N. Obs.	312	312	312	312
Prob.chi²	0,0087	0,0000	0,0000	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Bônus Anuais (Bônus): percentual da remuneração total representado pelo pagamento de bônus no ano de 2012.

Participação nos Lucros ou Resultados (PLR): percentual da remuneração total representado pelo pagamento de participação nos lucros ou resultados no ano de 2012.

Contratos de Opções de Ações (Opções): percentual da remuneração total representado pelos contratos de opções de ações no ano de 2012.

Planos de Longo Prazo (PLP): percentual da remuneração total representado pelo pagamento de planos de longo prazo no ano de 2012.

Efeitos de Incentivo (Incentivo): variável formada pelo somatório das notas de importância de 6 indicadores de incentivo.

Efeitos Tributários (Tributação): variável formada pelo somatório das notas de importância de 5 indicadores de tributação.

Coletividade (Coletividade): variável de controle gerada pela fatorial da escala de Hofstede.

Setor desonerado (Setord): variável de controle por meio de dummy assumindo valor “1” caso refira-se a uma empresa de setor com contribuição patronal ao INSS, calculada com base na receita.

Estratégia (Estratégia): variável de controle gerada pelo instrumento de Govindarajan e Gupta (1985), que considera que a estratégia é uma posição entre os extremos “construir” e “reduzir investimento”, sendo solicitada a proporção que cada um dos tipos representa na estratégia da empresa, ponderados de forma que quanto mais alto o fator mais próximo da estratégia “construir”.

Porte (Porte): variável de controle por meio da função logarítmica da receita líquida do exercício de 2012.

Nacionalidade (Brasil): variável de controle por meio de *dummy* assumindo valor “1” se a empresa tiver controle acionário brasileiro.

Gerência exercida pelo proprietário (Dono): variável de controle por meio de dummy assumindo valor “1” caso refira-se a uma empresa em que acionistas ou quotistas assumem papel na gestão.

4.1.3.1 Análise dos efeitos das variáveis incentivo e tributação

Inicialmente, a análise avalia os efeitos das variáveis de interesse do estudo, a importância de incentivos e a importância tributária, que são os aspectos principais do trabalho, com base nos resultados constantes da Tabela 13. A primeira estimação utiliza como variável dependente o percentual de Bônus utilizado pela empresa; a segunda o percentual de PLR, conforme a Lei nº 10.101 (2000), passível de dedutibilidade para IRPJ e CSLL; a terceira considera o percentual dos contratos de Opções de Ações; e, finalmente, a quarta utiliza o percentual pago como Planos de Longo Prazo. Todas as estimações, por máxima verossimilhança, apresentam significância a 5%, indicando um bom poder explanatório do modelo.

Vale ressaltar que o efeito de tributação pela técnica Tobit, apresenta um efeito significativo em 3 (três) das estimações, com um intervalo de confiança de 95%, como é possível verificar na Tabela 13. A tributação apresenta coeficientes negativos nas estimações referentes ao pagamento de Bônus e de Planos de Longo Prazo. Já na estimação da proporção da Participação nos Lucros ou Resultados o efeito é positivo, implicando num aumento da proporção de utilização de PLR com o aumento da importância tributária. Esse resultado oferece evidência favorável a Hipótese 1 (H1), cuja previsão é de que ao considerar os efeitos tributários, a opção seria por maior uso da forma de remuneração com tratamento mais benéfico, nesse caso a Participação nos Lucros ou Resultados.

Em relação ao efeito de incentivo, verificou-se efeito positivo e significativo em duas das estimações, nomeadamente Participação nos Lucros ou Resultados e na de Planos de Longo Prazo. Isso destoa do efeito esperado pela Hipótese 2 (H2) que prevê que a consideração de efeitos de incentivo levaria a um aumento no uso de Bônus, que não foi significativo. A ausência de significância de incentivos para a determinação do uso de Bônus e Opções de Ações surpreende pela vasta literatura advogando o incentivo ao agente gerado por essas formas de remuneração (Merchant & Van der Stede, 2012). Diante disso, buscou-se explicar esse resultado, avaliando o banco de dados. Para iniciar essa análise, separou-se as empresas que usam cada forma de remuneração e dividiu-se em quartis quanto à utilização. Nessa análise, identificou-se que das 312 observações, 122 utilizaram Bônus na composição de sua remuneração e que, dentre essas, compõem o primeiro quartil da proporção de bônus as que usam entre 1% a 13%, o segundo e terceiro quartis as empresas com proporção de pagamento de bônus entre 13% e 36%, e, finalmente, que entre o um quarto das empresas que mais pagam bônus estão aquelas cuja proporção ultrapassa os 36%. Assim sendo, calculou-se as médias de incentivo para cada quartil de percentual das formas de remuneração, reportados na Tabela 14:

Tabela 14 - Média da variável incentivo por quartil das formas de remuneração

Quartil	Bônus	PLR	Opções	PLP
1º Quartil	34,719	35,673	34,600	34,571
2º e 3º Quartis	34,633	36,157	34,533	38,533
4º Quartil	37,167	37,070	34,875	39,167

O que se pode observar é que as médias de incentivo são próximas entre as 4 formas de remuneração, e que há uma ascendência na média de importância de incentivo passando do 1º ao último quartil para a utilização de bônus. Além disso, as médias são bastante próximas das médias dos quartis de Participação nos Lucros ou Resultados, que apresentou um efeito significativo sobre incentivos. Testando a diferença de médias entre os quartis de Bônus e tomando como base a média dos quartis de Participação nos Lucros ou Resultados, pois essa apresentou efeitos significantes, verificou-se que as médias tanto do primeiro quartil de Bônus (34,719) como do último não são estatisticamente diferentes (p. valor de 0,1912 e 0,5544, unicaudal) da média do primeiro e último quartis de Participação nos Lucros ou Resultados.

A redução na média observada no 2º e 3º quartis de Bônus chamou a atenção, pois a média desse grupo (34,633) é significativamente mais baixa (p. valor de 0,0102, unicaudal) do que a média do 2º e 3º quartis para a Participação nos Lucros ou Resultados (36,157) e uma análise das observações que compõem esse grupo, permitiu verificar que trata-se de 11 observações com avaliação de incentivo consistentemente mais baixas do que as demais. No entanto, não se espera que essas 11 observações tenham um efeito substancial na estimação, considerando-se que 122 empresas utilizam Bônus. Quanto à Opções de Ações, realmente não se observa tão claramente a tendência de aumento na importância de incentivo quanto maior o uso dessa forma de remuneração. Não obstante, considerar esse efeito como prova da não associação de incentivos com o seu uso é delicado, pois somente 33 das 312 observações utilizam Opções de Ações, sendo que as poucas observações podem ser a razão da não significância dos resultados.

Diante da verificação de médias semelhantes entre os quartis de Bônus e Participação nos Lucros ou Resultados e da tendência de aumento da importância de incentivos com a migração do primeiro ao último quartil, e também tomando-se em consideração que a estimação de Bônus verificou que os dados não atendiam às especificações da técnica Tobit, decidiu-se por estimar-se por uma regressão⁷, mas nesse caso somente com as empresas que utilizam Bônus, pois a

⁷ Essa mesma estimação foi realizada por um Modelo Linear Generalizado (GLM – sigla do inglês *Generalized Linear Model*) em virtude da não normalidade dos dados e dos resíduos, e os resultados são qualitativamente os mesmos que os apresentados na Tabela 14.

regressão não permite a identificação de concentração de zeros da amostra. Os resultados dessa regressão são reportados na Tabela 15:

Tabela 15 - Regressão Linear explicando a proporção de Bônus

V. Dependente Bônus	Coefficiente Padronizado	Desvio Padrão	t	P> t	Intervalo de Confiança (95%)	
Incentivo	1,1705	0,3395	3,45	0,001	0,4978	1,8432
Tributario	-0,1490	0,2111	-0,71	0,482	-0,5673	0,2693
Coletividade	1,0334	4,1152	0,25	0,802	-7,1196	9,1864
Estratégia	-1,1931	0,4372	-2,73	0,007	-2,0593	-0,3270
Porte	-3,4033	3,5500	-0,96	0,340	-10,4365	3,6300
Brasileira	-0,7340	3,5529	-0,21	0,837	-7,7729	6,3050
Setor desonerado	6,6039	5,2985	1,25	0,215	-3,8933	17,1012
Dono	0,2106	3,2900	0,06	0,949	-6,3075	6,7287
Constante	34,2977	23,4308	1,46	0,146	-12,1230	80,7183
Número de Observações: 122						
Prob. F: 0.0301						
R ² 0.1364						
R ² ajustado 0.0752						

Efeitos de Incentivo (Incentivo): variável formada pelo somatório das notas de importância de 6 indicadores de incentivo.

Efeitos Tributários (Tributação): variável formada pelo somatório das notas de importância de 5 indicadores de tributação.

Coletividade (Coletividade): variável de controle gerada pela fatorial da escala de Hofstede.

Setor desonerado (Setord): variável de controle por meio de *dummy* assumindo valor “1” caso refira-se a uma empresa de setor com contribuição patronal ao INSS, calculada com base na receita.

Estratégia (Estratégia): variável de controle gerada pelo instrumento de Govindarajan e Gupta (1985), que considera que a estratégia é uma posição entre os extremos “construir” e “reduzir investimento”, sendo solicitada a proporção que cada um dos tipos representa na estratégia da empresa, ponderados de forma que quanto mais alto o fator mais próximo da estratégia “construir”.

Porte (Porte): variável de controle por meio da função logarítmica da receita líquida do exercício de 2012.

Nacionalidade (Brasil): variável de controle por meio de *dummy* assumindo valor “1” se a empresa tiver controle acionário brasileiro.

Gerência exercida pelo proprietário (Dono): variável de controle por meio de *dummy* assumindo valor “1” caso refira-se a uma empresa em que acionistas ou quotistas assumem papel na gestão.

Frente a tais resultados, verifica-se o efeito positivo e significativo esperado de que o aumento da importância dada a incentivo aumenta a proporção do uso de Bônus no pacote de remuneração. Quanto às demais variáveis, com a utilização da regressão em relação ao modelo Tobit, percebe-se duas diferenças centrais à análise. Uma é a de não haver significância estatística em relação ao efeito tributário que, apesar disso, mantém o mesmo sinal, sugerindo que o principal sacrifício na dimensão da tributação ocorre na decisão de se utilizar Bônus, porém não sendo linear entre empresas que decidem por esse instrumento de pagamento. A outra, em relação ao modelo Tobit, refere-se à significância da variável “estratégia”, que não apresentava efeito significativo.

Esse resultado demonstra que o incentivo é significativo na escolha da composição do pacote de remuneração, todavia o efeito não foi expressivo o suficiente para diferenciar as empresas que não utilizam Bônus. Uma possível causa para isso é que entre as empresas que não utilizam

Bônus, observa-se que os demais arranjos de instrumentos de remuneração oferecem subsídios para o incentivo ao agente, o que não necessariamente reflete sua opinião sobre os Bônus.

Entretanto, como a amostra de empresas é menor e a técnica empregada é diferente, não é possível avaliar se o efeito de incentivo é superior para Bônus do que para as demais formas de remuneração. Desse modo não se confirma a H2, sendo possível somente afirmar que, consistente com estudos anteriores (Estrin et al., 1997; Lazear, 2000; Merchant & Van der Stede, 2012; Pepper et al., 2013), Bônus, Participações nos Lucros ou Resultados e Planos de Longo Prazo associam-se com a provisão de incentivos. Mesmo assim, não é possível apontar uma tendência em relação ao efeito de incentivos sobre Opções de Ações, em função do reduzido número de observações.

Numa tentativa de refinar esses resultados, buscou-se apresentar a ordenação das formas de remuneração em consequência da importância registrada para tributação e incentivos. Quanto à dimensão tributária, como mencionado acima, verifica-se que dada uma maior importância à tributação, haverá a priorização de Participação nos Lucros ou Resultados, pois essa apresenta coeficiente positivo, figurando como a primeira nesse ordenamento. Quanto aos demais itens significativos faz-se necessária a comparação dos intervalos de confiança relativos a Bônus e Planos de Incentivo de Longo Prazo, pelos efeitos médios parciais.

Tabela 16 - Efeitos Parciais Médios de Tributação sobre a Remuneração

Equação nº	Coefficiente Padronizado	Desvio Padrão	t	P> t 	Intervalo de Confiança (95%)	
1-Bônus	-0,6791*	0,3072	-2,2100	0,0270	-1,2812	-0,0769
2-PLR	0,4170*	0,1974	2,1100	0,0350	0,0302	0,8038
4-PLP	-0,8827*	0,3879	-2,2800	0,0230	-1,6430	-0,1223

Pela análise dos dados acima, verifica-se que os intervalos de confiança de Bônus e Planos de Longo Prazo se sobrepõem. Analisando o resultado da regressão apresentada na Tabela 16, nota-se que o intervalo de confiança do efeito tributário sobre Bônus inicia-se em -1.055 e termina em -0.1319, muito semelhante ao da técnica Tobit, embora a diferença das empresas que compõe as duas amostras desestimele essa comparação. Essa ausência de diferença no efeito entre Bônus e Planos de Longo Prazo não é surpreendente, pois, como descrito no capítulo 2.2.5, o tratamento tributário é o mesmo, havendo uma vantagem mínima para Planos de Longo Prazo referente à ocorrência do recolhimento dos tributos na data do efetivo pagamento e por um tempo mais longo do que Bônus.

Verifica-se que a ordem final de proporção de uso das formas de remuneração em função de maior importância aos propósitos tributários na configuração dos sistemas de remuneração, apresenta em primeiro lugar Participação nos Lucros ou Resultados, seguida por Opções de Ações e finalmente Bônus Anuais e Planos de Longo Prazo. A evidência dos sinais dos coeficientes, embora não abrangendo todas as formas de remuneração, evidenciam que uma maior importância do efeito tributação implica em maior uso de uma forma de remuneração que goza de incentivos fiscais, a PLR, e reduz a utilização de formas de remuneração que apresentam maior custo tributário. Espera-se que ao atribuir maior peso a dimensão tributária haverá ênfase no uso de Participação dos Lucros, em seguida utilizem Opções de Ações, por serem indiferentes ao efeito tributário na sua decisão e, por fim, Bônus e Planos de Longo Prazo, por apresentarem um tratamento tributário menos vantajoso.

Na avaliação da ordem de uso de formas de remuneração em função de efeitos de incentivo, verifica-se somente significância estatística quando a variável dependente é a PLR (nível de significância de 1%), utilizada de acordo com a lei 10.101/2000, e Planos de Longo Prazo (nível de significância de 1%), como é possível verificar na tabela 13, apresentada anteriormente. A ausência de significância em relação aos demais fatores limita a análise somente para essas formas de remuneração. O que se verifica é que, em ambas as situações com significância, o coeficiente é positivo, indicando que quanto maior o valor do fator referente à importância de incentivo, maior a proporção do uso desse item no total da remuneração. Para prosseguir a análise da ordem, serão comparados os intervalos de confiança dos dois modelos. Deve-se, porém, atentar ao alerta de Wooldridge (2006) que expõe que, embora o resultado gerado pelo Tobit seja similar a um resultado estimado por Mínimos Quadrados Ordinários e também seja possível avaliar as significâncias e sinais do modelo como se assim fosse, a interpretação do efeito econômico não pode ser diretamente realizada. A solução para isso é o computo dos efeitos parciais médios, permitindo assim a comparação desse novo intervalo de confiança gerado.

Dessa forma, a Tabela 17 apresenta os efeitos parciais médios do efeito de incentivo sobre o percentual de uso de Participação nos Lucros ou Resultados e Planos de Longo Prazo. Pela análise do efeito parcial médio, pode-se perceber que é relevante o efeito de incentivo sobre o uso de ambas as formas de remuneração. Aplicando-se o valor médio de incentivos de 35,50, advindo da amostra, para avaliar qual o efeito da importância de incentivo na proporção das formas de remuneração, verifica-se que o efeito é de aumento de 16,64 pontos percentuais

(35,50 x 0,4686) para a Participação nos Lucros ou Resultados e de 76,61 pontos percentuais para os Planos de Longo Prazo, mantidos constantes todos os demais efeitos.

Tabela 17 - Efeitos Parciais Médios de Incentivo sobre a Remuneração

Equação nº	Coefficiente Padronizado	Desvio Padrão	t	P> t	Intervalo de Confiança (95%)	
2-PLR	0,4686**	0,1616	2,9000	0,0040	0,1519	0,7853
4-PLP	2,1581**	0,7361	2,9300	0,0040	0,7096	3,6066

O que se identifica pela análise da Tabela 17 é que, embora os efeitos econômicos de Planos de Longo Prazo pareçam substancialmente superiores aos de Participação nos Lucros ou Resultados, existe uma pequena sobreposição entre os intervalos de confiança estimados (intervalo de confiança de Participação nos Lucros ou Resultados vai até 0,7853, ao passo que o referente a Planos de Longo Prazo iniciam em 0,7096) que inviabiliza a afirmação de que o efeito de incentivo sobre a proporção do uso de Planos de Longo Prazo é superior aos de Participação nos Lucros ou Resultados. De forma semelhante, a evidência da regressão linear para o teste do efeito de incentivos para o uso de bônus, apresentado na Tabela 15, não permite avaliar se os efeitos são superiores, pois a utilização de uma amostra diferente e outra técnica estatística inviabiliza a comparação. Diante disso, a evidência isolada do questionário não é suficiente para um posicionamento das formas de remuneração, sendo somente possível afirmar que existe o relacionamento entre a importância de incentivo e o uso de Participação nos Lucros ou Resultados, Bônus e Planos de Longo Prazo.

Os efeitos apresentados até esse ponto testam as hipóteses H1, que restou confirmada, indicando que há uma relação positiva do uso de Participação nos Lucros ou Resultados com a importância da tributação, e H2, não confirmada, uma vez que não foi possível evidenciar diferenças significativas no efeito de incentivo sobre o uso de Bônus ou Planos de Longo Prazo ou Participações nos Lucros ou Resultados. No entanto, eles não são suficientes para responder à questão central do trabalho que se refere ao conflito sugerido pela teoria do *trade-off*, em que os efeitos serão opostos. Para isso, as estimações serão reprocessadas, incluindo a interação da tributação com a de incentivo, conforme sugerido por Wooldridge (2006). Esse procedimento permite identificar o efeito de uma variável cujo efeito dependa da magnitude de outra variável independente. O resultado dessa estimação não é utilizado para o teste das hipóteses acima, pois a inclusão da interação introduz o problema de multicolinearidade, apresentando valores de VIF substancialmente mais altos para as variáveis incentivo (2,75), tributação (5,48) e interação

(6,76), fazendo com que a tolerância caia dramaticamente (0,1323; 0,0333; 0,219, respectivamente) e influenciando alguns dos resultados indicados acima.

Tabela 18 - Avaliação do efeito do trade-off entre incentivo e tributação

Equação nº	Constante	Coeficientes Padronizados e Desvios Padrão			N. Obs.	Prob.chi ²
		Incentivo	Tributação	Interação		
1-Bônus	77,7726 ⁺ (41,9042)	-0,4347 (1,0126)	-2,3166 (1,6098)	0,0461 (4,4738)	312	0,0105
2-PLR	-130,7645 ^{**} (35,5516)	2,7689 ^{**} (0,9185)	3,4020 [*] (1,3077)	-0,0835 [*] (2,5070)	312	0,0000
3-Opções	-76,9600 (50,1698)	-0,4438 (1,3129)	-0,1534 (1,7704)	19,4926 (5,4666)	312	0,0000
4-PLP	-346,4105 ^{**} (98,7008)	4,6908 ⁺ (2,3790)	3,4338 (3,6500)	-0,1151 (0,0977)	312	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Os valores da interação constantes da Tabela 18 somente apresentam significância em relação ao percentual de uso da Participação nos Lucros ou Resultados, ao considerar-se um nível de significância de 5%. O sinal negativo da interação significa que o aumento do valor da importância de uma das variáveis acarreta na redução do valor da importância atribuído à outra. Esse é um resultado que traz evidências do *trade off* proposto pela teoria, mas não respaldada no argumento de Miller e Scholes (1978), pelo fato de a sustentação teórica sozinha não ser capaz de explicitar.

Tal resultado sugere que o efeito de incentivo da Participação nos Lucros ou Resultados é inferior às demais, uma vez que sua escolha, fundada em razões tributárias, reduzem o incentivo provido ao agente. Contudo, a multicolinearidade trazida pela interação impactou na ausência de significância de tributação sobre a utilização de Bônus⁸, e também influenciou o efeito tributário em relação à Participação nos Lucros ou Resultados, reduzindo o nível de significância de 1% para 5% e eliminando o efeito relacionado aos Planos de Longo Prazo.

⁸ A estimação pelo modelo de regressão proposto anteriormente gera exatamente os mesmos resultados, de não significância da interação e perda de significância das variáveis incentivo e tributação a um nível de 5%.

4.1.3.2 Análise dos efeitos das variáveis de controle

No tópico anterior, foram analisados os efeitos das variáveis específicas do estudo. Como um refinamento das análises, os resultados referentes às demais variáveis utilizadas, já reportados na tabela 13, são reapresentados na Tabela 19 a seguir:

Tabela 19 - Resultado Tobit das variáveis de controle

Equação nº	Coeficientes Padronizados e Desvios Padrão					
	Porte	Brasileira	Coletividade	Estratégia	Setor D.	Dono
1-Bônus	-8,317 ⁺ (4,45)	-3,146 (5,33)	-0,573 (0,65)	8,760 (5,44)	18,778 [*] (8,90)	6,489 (4,58)
2-PLR	8,049 ^{**} (2,50)	-2,944 (3,34)	-0,458 (0,39)	-1,620 (3,41)	-29,072 ^{**} (8,36)	-0,431 (2,78)
3-Opções	19,390 ^{**} (5,48)	-28,247 ^{**} (7,14)	-1,918 [*] (0,80)	-20,560 ^{**} (7,31)	-135,417 .	-27,333 [*] (7,53)
4-PLP	19,745 ^{**} (4,72)	-14,715 [*] (5,92)	2,780 ^{**} (1,02)	-8,746 (6,99)	-125,339 .	-6,095 (5,50)

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Coletividade (Coletividade): variável de controle gerada pela fatorial da escala de Hofstede.

Setor desonerado (Setord): variável de controle por meio de dummy assumindo valor “1” caso refira-se a uma empresa de setor com contribuição patronal ao INSS, calculada com base na receita.

Estratégia (Estratégia): variável de controle gerada pelo instrumento de Govindarajan e Gupta (1985), que considera que a estratégia é uma posição entre os extremos “construir” e “reduzir investimento”, sendo solicitada a proporção que cada um dos tipos representa na estratégia da empresa, ponderados de forma que quanto mais alto o fator mais próximo da estratégia “construir”.

Porte (Porte): variável de controle por meio da função logarítmica da receita líquida do exercício de 2012.

Nacionalidade (Brasil): variável de controle por meio de *dummy* assumindo valor “1” se a empresa tiver controle acionário brasileiro.

Gerência exercida pelo proprietário (Dono): variável de controle por meio de dummy assumindo valor “1” caso refira-se a uma empresa em que acionistas ou quotistas assumem papel na gestão.

Considerando-se um nível de significância de 5%, a variável porte assume valores significantes em todas estimações, com exceção da de Bônus. Em relação à Participação nos Lucros ou Resultados e Opções de Ações, os valores são positivos, indicando maior frequência de utilização. No caso da remuneração por contratos de Opções de Ações, um fator relevante no efeito positivo, sem dúvida, é que é mais comum para empresas de maior porte ter ações negociáveis, o que auxilia na explicação de maior utilização desse tipo de contratos. Por fim, o resultado também é positivo e significativo para Planos de Longo Prazo, indicando que quanto maior a empresa, maior o uso desse instrumento. O resultado com sinal positivo da relação com porte foi consistente com o efeito apresentado por Baker et al. (1988), o qual determinou que empresas com maior porte apresentam maior nível de remuneração.

Percebe-se também uma menor utilização de formas de remuneração variável por empresas com controle acionário brasileiro, exceto em relação a Bônus e Participação nos Lucros ou Resultados que não apresentam significância em níveis usuais. O efeito negativo sobre Opções de Ações e Planos de Longo Prazo parece condizer com a menor tradição das empresas brasileiras em utilizar essas práticas de remuneração (Dias, Cunha, & Mário, 2009).

Coletividade, que se esperava que tivesse um efeito positivo para a PLR, por ser uma forma de remuneração de grupo, não apresentou significância nesta análise que apresentou significância, porém, em relação aos Planos de Longo Prazo, com sinal positivo, e às Opções de Ações, com sinal negativo. É possível que esse resultado se apresente porque, em empresas com níveis coletivos mais elevados, Planos de Longo Prazo podem ser percebidos como motivando e valorizando mais a permanência na instituição, enquanto os pagamentos na forma de Opções de Ações podem ser percebidos como uma recompensa pelo desempenho individual, o que não é o mais relevante numa cultura coletivista. Não obstante, pode também indicar uma limitação na coleta dessa informação, pois, evitando alongar demasiadamente o questionário, utilizou-se somente alguns itens da escala de Hofstede (1984) e talvez isso não tenha permitido a distinção adequada do perfil coletivista.

A variável estratégia, por sua vez, apresentou efeitos significantes somente em relação a contratos de Opções de Ações, apesar de que esse relacionamento é um pouco curioso, pois indica que quanto mais a estratégia se aproxima da “pura” estratégia construir, menor o uso dessa forma de remuneração. Por retratar um menor uso de formas de remuneração de longo prazo, tradicionalmente vinculadas à estratégia “construir”, esse efeito não era previsto. Uma possível explicação para isso pode ser que, pelo risco envolvido nessa estratégia ser mais elevado, os gestores procuram negociar uma menor proporção desses instrumentos, temendo que o preço das ações caia e eles não possam exercer o seu direito.

A análise dos coeficientes empresas pertencentes a um dos setores tributados pela receita demonstram maior utilização de bônus e menor utilização de PLR. Esses resultados são condizentes com a situação dessas empresas e reforçam a hipótese tributária, já que as empresas tem mais liberdade para determinação da remuneração, pois os efeitos tributários sobre as diferentes formas são minimizados. Nesse caso as empresas utilizam mais bônus, um dos componentes que tem maior tributação e menor utilização de PLR que goza do tratamento fiscal mais benéfico.

Por fim, no que se refere à variável que controla os efeitos de a gerência ser realizada pelo proprietário, novamente verifica-se significância somente na estimação de contratos de Opções de Ações. O sinal negativo indica que a influência do proprietário reduz a utilização de Opções de Ações. Esse é um efeito razoável, se considerarmos que o proprietário está na posição que mais pode influenciar os atos de gestão que afetam o valor das ações, combinado com o efeito de maior monitoramento dos subordinados.

4.1.4 Análise da diferenciação entre níveis hierárquicos

A Hipótese 3 (H3) do trabalho prevê que quanto mais alta a posição hierárquica do agente, maior ênfase será dada aos propósitos de incentivo da remuneração e menor a importância de efeitos tributários. Para testá-la, foram reestimados os modelos Tobit apresentados na tabela 13, utilizando-se variáveis *dummy* para os diferentes níveis hierárquicos e interações entre as *dummies* e os fatores de incentivo e tributação. A utilização dessas especificações permite intercepto e inclinação diferenciada para cada nível hierárquico (Wooldridge, 2006). A fim de verificar se existe influência diferenciada de incentivos e tributação para os três níveis hierárquicos, é necessário avaliar a interação entre as *dummies* e os fatores de incentivo e tributação. Para facilitar a visualização, as variáveis foram codificadas como: *inc dir*, referindo-se à interação do nível de diretoria com o fator incentivo; *trib dir*, referindo-se à interação do nível de diretoria com o fator tributário; *inc ger*, referindo-se à interação do nível de gerência com o fator incentivo; e, finalmente, *trib ger*, referindo-se à interação do nível de gerência com o fator tributário. Esses efeitos são reportados na Tabela 20 abaixo:

Tabela 20 - Efeitos de incentivo e tributação por nível hierárquico

Equação nº	Coeficientes Padronizados e Desvios Padrão				N. Obs.	Prob.chi²
	Inc.Dir	Trib.Dir	Inc.Ger	Trib.Ger		
1-Bônus	0,831 (0,74)	-0,511 (1,04)	1,003 (0,72)	-0,544 (1,05)	312	0,0354
2-PLR	0,123 (0,49)	-0,414 (0,66)	-0,100 (0,47)	-0,254 (0,65)	312	0,0000
3-Opções	-0,338 (0,81)	-0,352 (1,01)	0,654 (1,01)	-0,501 (1,19)	312	0,0000
4-PLP	-0,064 (0,83)	-1,225 (1,68)	-0,364 (0,81)	-1,787 (1,62)	312	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Como se pode perceber pela tabela, nenhuma das interações apresenta significância, resultado que não oferece suporte para a H3. Esse resultado indica, sim, que as empresas que valorizam incentivos e tributação não diferenciam seus pacotes de remuneração de acordo com os três níveis hierárquicos analisados.

4.1.5 Testes de robustez

Uma vez que as variáveis dos resultados reportados nos tópicos anteriores não apresentam normalidade, sendo essa uma das premissas das técnicas, buscou-se avaliar se o resultado foi alterado em função dessa violação. O argumento para continuar a análise, utilizando o modelo Tobit, foi o tamanho da amostra, que permite esperar a normalidade assintótica, baseado no teorema central do limite. Para reforçar a adequação da utilização desse modelo, procede-se a análise pela técnica Logit, que não requer a normalidade dos dados. Esse modelo não foi utilizado como principal análise do estudo, pois apresenta a limitação de utilizar como variável dependente uma binária, indicando a utilização ou não da forma específica de remuneração, o que ignora muito da refinação da composição do pacote de remuneração coletada pelo questionário (Wooldridge, 2006). Os resultados pelo modelo Logit são apresentados na Tabela 21, as variáveis de controle foram incluídas no modelo, mas não foram reportadas.

Tabela 21 - Efeitos das variáveis de interesse pelo modelo Logit

Equação nº	Constante	Coeficientes Padronizados e Desvios Padrão		N. Obs.	Prob.chi²
		Incentivo	Tributação		
1-Bônus	2,6674 (1,6423)	0,0029 (0,0226)	-0,0383 * (0,0168)	312	0,0130
2-PLR	-4,7673 ** (1,7241)	0,0432 + (0,0224)	0,0389 * (0,0169)	312	0,0000
3-Opções	-6,3849 (2,9309)	-0,0022 (0,0366)	0,0466 (0,0332)	294	0,0000
4-PLP	-22,4663 ** (4,2583)	0,2077 ** (0,0653)	-0,0862 ** (0,0321)	294	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Opções e PLP apresentam 294 observações, pois a estimação por Logit identificou que a variável “setor desonerado” explicava perfeitamente o “0”, por isso as observações foram excluídas do modelo. Ao excluir a variável “setor desonerado” do modelo e estimar com as 312 observações, os resultados são qualitativamente os mesmos que os apresentados acima.

A análise da Tabela 21 permite perceber que a estimação por Logit confirma os resultados, sendo que a principal diferença da variável tributação é de reforçar a significância dos coeficientes na equação de Planos de Longo Prazo. Quanto ao efeito de incentivo, a diferença foi a de reduzir para 10% o efeito sobre o uso de Participação nos Lucros ou Resultados, sendo que os Bônus continuaram sem apresentar significância, o que não ocasiona surpresa, pelos motivos discutidos anteriormente. Esse efeito indica, porém, que as empresas que não utilizam o instrumento de remuneração não estavam avaliando diretamente o seu uso; ao contrário, estavam avaliando as formas de remuneração que efetivamente utilizam. Esse resultado valida o uso da regressão para estimar a equação para Bônus, em que esse efeito foi mais intenso; pese-se que 122 observações apresentam o uso de Bônus, ao passo que 189 utilizam Participação nos Lucros ou Resultados.

De forma geral, o resultado é consistente com as predições do modelo Tobit, sendo que os itens que eram significantes apresentaram significância e os sinais foram mantidos, indicando que o modelo Tobit foi adequado para as estimações. Diante da convergência dos resultados, reforçam-se as mesmas conclusões quanto à aceitação parcial da H2 e a não confirmação, nem rejeição da H1, sendo somente possível afirmar que incentivos associam-se significativamente com Bônus, Planos de Longo Prazo e Participação nos Lucros ou Resultados, embora não seja possível identificar em quais formas de remuneração esse efeito é superior. Já em relação à Opções de Ações, não se identificou resultados significativos, mas a quantidade reduzida de empresas utilizando esse instrumento na amostra inviabiliza esse resultado como evidência de ausência desse efeito. A principal conclusão da aplicação da técnica Logit é que a violação da premissa da normalidade das variáveis para o modelo Tobit não gerou viés nos resultados.

Outra análise de sensibilidade realizada tem a ver com a verificação dos efeitos de incentivo diferenciados em empresas cuja gerência é exercida pelo proprietário, em que o principal conflito de agência refere-se ao conflito entre minoritários e majoritários, em comparação com aquelas que têm gerência exercida por terceiros, em que se apresenta o conflito clássico de agência (Cesari, 2012). Isso pode ser relevante pela estrutura de capitais brasileiro, caracterizada como concentrada e, com frequência, gerida pelo proprietário. Como uma resposta a essa característica do mercado acionário brasileiro é possível que ocorra uma adequação da estrutura de remuneração como forma de proteção aos acionistas minoritários (Cesari, 2012). Para essa análise, criou-se uma interação da variável *dummy* que controla a gerência (dono) e o fator de incentivo. Como, novamente, a diferenciação será percebida no termo interativo, esse termo é reportado na Tabela 22:

Tabela 22 - Efeitos diferenciados de incentivo para empresas gerenciadas pelo proprietário

Equação nº	Termo Interativo	Coeficientes Padronizados e Desvios Padrão			
		1-Bônus	2-PLR	3-Opções	4-PLP
Tobit	dono*incentivo	-0,3987	0,1282	0,0350	0,0482
	desvio padrão	(0,9402)	(0,5251)	(1,3162)	(0,1206)
Logit	dono*incentivo	-0,0221	0,0046	-0,0541	1,4531
	desvio padrão	(0,0479)	(0,0455)	(0,1089)	(1,3204)

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Nessa análise também se observa a ausência de influência diferenciada para empresas em que a gerência é exercida pelo proprietário. É possível que isso se justifique porque, muito embora a origem do conflito seja diferenciada, a escolha da forma de remuneração não deve ser a ferramenta específica para trata-lo. Em geral, as proposições da literatura de Governança Corporativa apontam que entre os instrumentos para proteção aos minoritários estão níveis mais elevados de transparência e divulgação. É possível que, em função da maior influência que esses administradores possuem, seja razoável esperar que formas de avaliar o desempenho e resultado fossem diferenciadas para a proteção de minoritários, em contraposição a terceiros. Mas, nesse caso, justificaria atrelar mais fortemente a remuneração ao desempenho, de forma a afetar diretamente sua renda. No entanto, parece estar mais relacionado com o nível de remuneração e forma de avaliação do que a forma de remuneração escolhida, não sendo esse um obstáculo para a análise empregada neste estudo.

Buscando avaliar se empresas estatais estariam influenciando os resultados reportados, as estimações foram reprocessadas excluindo essas empresas. O argumento de que empresas estatais podem apresentar um relacionamento diferenciado quando comparadas a empresas privadas advém do nível de regulação ser superior para as demais empresas. Porém, os resultados encontrados, após a exclusão das empresas estatais, são qualitativamente iguais aos apresentados na Tabela 13.

Um último teste realizado para garantir a validade dos resultados analisados, foi a avaliação do efeito de observações extremas (*outliers*), reprocessando as estimações com a exclusão das observações identificadas como extremas, pelo método *Boxplot*. Identificou-se a existência de 21 *outliers* em relação às variáveis independentes, 13 em relação à variável dependente Bônus, 4 referentes à Participação nos Lucros ou Resultados e 1 em relação aos Planos de Longo Prazo. Os resultados são semelhantes aos apresentados ao longo deste capítulo, havendo uma redução no efeito de incentivo para Planos de Longo Prazo, mas ainda significativa a 5%, visto que o

efeito mais relevante foi a ausência de significância do efeito de incentivos para a Participação nos Lucros ou Resultados, que anteriormente era bastante expressivo.

Contudo, esse fato pode indicar que o efeito de incentivos sobre o uso de Participação nos Lucros ou Resultados foi induzido pelas observações extremas, podendo, alternativamente, decorrer do alto número de *outliers* excluídos em relação ao tamanho da amostra, sendo que a ausência de significância pode ser fruto desse tratamento. Como a principal consequência de manter os outliers na análise é reduzir o efeito de incentivos de Participação nos Lucros ou Resultados e isso dificulta a aceitação da hipótese, que prevê Bônus com a forma de remuneração com maior efeito de incentivo, optou-se por realizar o teste com a inclusão dos outliers, por ver essa decisão como a mais conservadora para o estudo. No próximo tópico, confrontam-se esses resultados com os do estudo de arquivo.

4.2 ESTUDO DE ARQUIVO

Neste tópico, serão apresentadas as informações coletadas por meio do estudo de arquivo e dos modelos estatísticos destinados ao teste das hipóteses metodológicas. Como a informação disponível no Formulário de Referência é relacionada à remuneração da diretoria, ela será suficiente para o teste das Hipóteses 1 e 2. No entanto, por não dispor de informações sobre diferentes níveis hierárquicos, a Hipótese 3 não será testada neste tópico.

4.2.1 Estatísticas descritivas

Numa primeira análise dos dados, por meio de estatísticas descritivas, apresenta-se a configuração dos planos de remuneração das empresas participantes, sendo que esses planos são as variáveis dependentes do estudo. A Tabela 23 evidencia a tendência, mencionada por Cohen, Viturino e Vieira (2012), de uso intensivo de remuneração variável pelas empresas atuando no Brasil. De fato, as três formas de remuneração variável, publicadas no relatório de referência, têm média e valor máximo superiores ao valor pago a título de salário fixo. Apesar disso os desvios padrão das três formas de remuneração variável são bastante altos e o valor

máximo pago na amostra se distancia muito da média em todos os casos, indicando que as práticas de remuneração variam muito, bem como a magnitude dos valores pagos.

Tabela 23 - Estatísticas Descritivas - Configuração dos Planos de Remuneração (R\$)

Variáveis dependentes	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Salário Fixo	688,00	651.153,60	411.294,09	-	2.980.832,25
Bônus	688,00	1.574.866,75	3.739.089,88	-	40.958.999,00
Participação nos Lucros ou Resultados	688,00	1.995.930,70	6.694.621,85	-	85.000.000,00
Remuneração Baseada em Ações	688,00	2.064.123,80	5.482.879,92	-	40.000.000,00

Para visualizar a interdependência entre essas formas de remuneração, decidiu-se por apresentar a informação da Tabela 23 novamente, mas em termos percentuais, conforme a Tabela 24 abaixo:

Tabela 24 - Estatísticas Descritivas - Configuração dos Planos de Remuneração (R\$)

Variáveis dependentes	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Salário Fixo	688,00	42,94%	37,97%	-	100,00%
Bônus	688,00	22,29%	30,79%	-	100,00%
Participação nos Lucros ou Resultados	688,00	20,38%	31,17%	-	100,00%
Remuneração Baseada em Ações	688,00	14,38%	24,38%	-	100,00%

Apresentada dessa forma, verifica-se que na verdade o Salário fixo é o elemento com maior peso na média das empresas, correspondendo a 42,94% do total pago aos gestores. Essa aparente contradição, poderia ser conciliada ao considerar-se o fato de que empresas de maior porte têm práticas mais agressivas de remuneração variável e, conseqüentemente, a magnitude dos pagamentos pode influenciar a análise. Diante disso, a transformação dessas variáveis pela aplicação do log natural justifica-se e é adotada para evitar a interferência de efeitos advindos da magnitude da variável e não do significado econômico que ela possa ter. Para possibilitar o uso da transformação logarítmica, dada a existência de observações com valor zero, foi necessário o tratamento da adição uma unidade monetária (R\$ 1,00) em cada observação, o que não deve influenciar os resultados em função dos altos valores assumidos por todas as variáveis.

Ainda assim, se verifica a ocorrência do uso intensivo de remuneração variável (Cohen et al., 2012), em que a média de salário fixo é inferior a 50% da remuneração. Algumas empresas da amostra, porém, ainda limitam a remuneração ao salário fixo (observado pelo valor máximo de 100% em relação ao salário fixo), ao passo que outras utilizam somente remuneração variável.

A utilização média das formas de remuneração variável são semelhantes, variando entre 14,38%, referente a remuneração baseada em ações, e 22,29%, relacionada ao uso de Participação nos Lucros ou Resultados. A maior proporção de uso de Participação nos Lucros ou Resultados reforça as evidências trazidas por Brisolla Junior (1994), Marquart (2009) e Teixeira (2012), os quais afirmam que a Participação nos Lucros ou Resultados é a forma de remuneração variável mais utilizada no Brasil. Em relação a todas as formas de remuneração, verifica-se que existem empresas que não utilizam certas modalidades (dado o percentual zero como valor mínimo) e, em contraponto, outras que utilizam somente um dos instrumentos (refletido no valor máximo de 100%)⁹.

Por fim, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis independentes do modelo, exceto em relação ao ativo e setor, apresentadas na sessão anterior. A Tabela 25 resume essas informações:

Tabela 25 - Estatísticas Descritivas - Variáveis Independentes

Variáveis Independentes	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	688,00	0,16	1,06	- 3,00	13,50
Brasileira	688,00	0,25	0,43	-	1,00

O valor do Retorno sobre o Ativo, *proxy* para o incentivo ao agente, identifica que, no ano anterior ao pagamento da remuneração, houve um determinado nível de rentabilidade. A média é um pouco superior a zero, indicando que as empresas encontram-se em situação de lucratividade, mas o desvio padrão é alto. O valor mínimo observado foi de 3 negativos e o máximo de 13,5.

A variável seguinte, Brasileira, também se refere a uma variável dicotômica e indica se o controle acionário é brasileiro ou estrangeiro, conforme informado pela própria empresa na ficha cadastral da CVM. A média de 0,25 indica que somente 25% das observações referem-se a empresas com controle acionário brasileiro. As informações de porte e setor não são reportadas neste tópico, por terem sido apresentadas na descrição da amostra.

⁹ Um dado não previsto foi o de uso exclusivo de Remuneração Baseada em Ações. A empresa Contax Participações S.A. informou nos três anos (2011-2013) o pagamento somente na forma de remuneração baseada em ações, no campo 13.2 do formulário de referência. Buscando entender o motivo dessa anomalia, analisou-se outros trechos do relatório de referência da empresa e, na descrição da política de remuneração, a empresa evidencia que o pagamento do salário fixo foi feito pela empresa do grupo CONTAX S.A. (que não publica o relatório de referência). Desse modo, nenhuma observação de fato utiliza unicamente remuneração Baseada em Ações. As observações não foram excluídas, pois a análise será por forma de remuneração e utilizará o logaritmo do valor pago, portanto não deve sofrer influência dessa característica da empresa.

4.2.2 Pressupostos da técnica TOBIT

Procedeu-se o teste da normalidade das variáveis utilizadas (dependentes e independentes), por meio dos testes Shapiro-Wilk, Shapiro-Francia e do teste de assimetria de Kolmogorov-Smirnov. A normalidade da distribuição das variáveis é rejeitada para todas as variáveis em todos os testes, exceto para a variável tributação nos testes Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia, não rejeitando a hipótese nula nos níveis usuais. Todavia, esse resultado indica uma violação dos pressupostos do modelo Tobit, embora não seja considerado um impedimento à análise dos resultados apresentados devido ao respaldo do teorema central do limite, o qual justifica a normalidade assintótica para grandes amostras (Wooldridge, 2006).

Na sequência, procedeu-se a verificação da multicolinearidade, situação em que existe alta correlação entre duas ou mais das variáveis independentes (Wooldridge, 2006) e cujos resultados são reportados na Tabela 26.

Tabela 26 - Teste Variance-Inflation Factor de multicolinearidade

Variável	VIF	VIF	Tolerância	R ²
Incentivo (ROA)	1,19	1,09	0,8415	0,1585
Incentivo (ROE)	1,06	1,03	0,9414	0,0586
Tributação	1,07	1,03	0,9359	0,0641
Porte	1,12	1,06	0,8924	0,1076
Brasileira	1,0100	1,0000	0,9945	0,0055

Pela análise dos baixos valores da estatística VIF e a alta tolerância entre as variáveis, não se identifica a ocorrência do problema de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

4.2.3 Resultados do estudo de arquivo

O procedimento foi semelhante ao utilizado no levantamento, em que, dada a existência de 3 variáveis dependentes, foram realizadas estimações de três modelos econométricos¹⁰, obedecendo a seguinte fórmula:

$$y = \beta_0 + \beta_1 \text{ incentivo} + \beta_2 \text{ tributação} + \text{controles}$$

Figura 5 - Fórmula para análise dos dados

¹⁰ Não foram estimados 4, pois Planos de Longo Prazo não são destacados no formulário de referência.

Tabela 27 - Resultado Tobit para a proporção de cada remuneração variável explicada pelos fatores de incentivo e tributário

Variáveis	1-Bônus (b/DP)	2-PLR (b/DP)	3-Opções (b/DP)
Constante	-10,6101 ⁺ (6,1721)	-31,8178 ^{**} (8,7117)	-16,0147 [*] (5,5612)
Incentivo	1,6226 ^{**} (0,5177)	0,1019 (0,5797)	1,7015 ^{**} (0,6297)
Tributação	-2,6194 (3,7393)	9,7073 [*] (3,9983)	3,3546 (3,4903)
Porte	1,0019 ^{**} (0,3248)	0,4592 (0,2880)	0,5394 [*] (0,2684)
Brasileira	-3,1962 (2,4543)	-5,1478 ⁺ (2,7568)	1,4742 (2,4995)
Setor 2	-9,5319 [*] (4,7329)	21,5393 ^{**} (7,8514)	-10,1795 [*] (4,6823)
Setor 3	-7,1388 (4,7515)	17,8978 ^{**} (7,8294)	-6,2076 (4,6633)
Setor 4	-2,2026 (4,6797)	19,0684 ^{**} (7,8975)	-2,7096 (4,7775)
Setor 5	-3,7878 (5,5855)	23,3752 ^{**} (8,6012)	12,3195 [*] (6,0723)
Setor 6	-5,8425 (4,6595)	21,8277 ^{**} (7,8533)	5,1973 (4,9720)
Setor 7	4,5549 (6,1042)	7,5318 (8,8144)	15,1557 [*] (6,9349)
Setor 8	0,0064 (5,8147)	13,2538 (8,7291)	6,3470 (6,5173)
N. Observ.	688	688	688
Prob.chi ²	0,0005	0,0037	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, *5 % e **10 %

Bônus Anuais (Bônus): logaritmo natural do valor médio pago a título de bônus. Para aplicação do logaritmo, foi acrescentado o valor de um real a todas as observações, pois não é possível a aplicação do logaritmo sobre o valor “0” (zero).

Participação nos Lucros ou Resultados (PLR): logaritmo natural do valor médio pago a título de participação nos lucros ou resultados. Para aplicação do logaritmo foi acrescentado o valor de um real a todas as observações, pois não é possível a aplicação do logaritmo sobre o valor “0” (zero).

Contratos de Opções de Ações (Opções): logaritmo natural do valor médio pago a título de remuneração baseada em ações. Para aplicação do logaritmo foi acrescentado o valor de um real a todas as observações, pois não é possível a aplicação do logaritmo sobre o valor “0” (zero).

Efeitos de Incentivo (Incentivo): variável que utiliza o ROA11 como proxy para o incentivo a melhor desempenho do gestor.

Efeitos Tributários (Tributação): variável dicotômica assumindo valor igual a “1” (um) caso a empresa apresente lucro (no ano do pagamento da remuneração) e não tenha apresentado prejuízo no período anterior (a partir do que pressupõe-se ausência de saldo de prejuízos a compensar) e “0” caso apresente prejuízo no ano do pagamento da remuneração ou no anterior.

Brasileira: variável dicotômica em que “1” (um) indica que a empresa informou, no cadastro da CVM, ter controle acionário nacional e “0” (zero) se informou controle acionário estrangeiro.

Porte: log natural do total do ativo, utilizado como proxy para porte.

Setor: dummy para os 8 (oito) setores, considerando somente o primeiro dígito do SIC - Standard Industrial Classification.

¹¹ Para avaliar a consistência dos resultados, a análise é repetida utilizando o RPL e é reportada em nota de rodapé.

Os resultados das estimações Tobit, dados em painel, são reportados na tabela 27, destacando o coeficiente e desvio padrão de cada variável, além do número de observações e probabilidade chi-quadrado de cada uma das estimações.

4.2.3.1 Análise dos efeitos das variáveis incentivo e tributação

A análise tem seu início com a avaliação dos efeitos de incentivos e da tributação, os aspectos principais deste trabalho, apresentados na Tabela 27. A primeira estimação utiliza como variável dependente o percentual de Bônus utilizado pela empresa; a segunda o percentual de PLR, conforme a Lei nº 10.101 (2000), passível de dedutibilidade para IRPJ e CSLL e, finalmente, a terceira considera o percentual dos contratos de Opções de Ações.

O efeito tributário apresentou um efeito positivo e significativo da variável dicotômica relativa à alíquota corporativa marginal para a Participação nos Lucros e Resultados, a um nível de significância de 95%. O efeito não é significativo sobre o uso de Bônus e Opções de Ações, embora se verifique o sinal negativo do estimador, em função da não dedutibilidade dos bônus para a diretoria estatutária. Esse resultado é condizente com a Hipótese 1 (H1), que argumenta que uma maior associação com o fator tributário implicará no maior uso de Participação nos Lucros ou Resultados, pois identifica que a forma de remuneração com maiores benefícios tributários associa-se positivamente com a alíquota marginal corporativa. Nesse caso, o resultado está alinhado com o identificado na análise dos dados do questionário, em que se verifica o efeito significativo e positivo do uso de Participações nos Lucros ou Resultados, tal qual nesta etapa do estudo, e um efeito negativo sobre os Bônus. Dessa forma, o resultado do estudo de arquivo reforça a aceitação da primeira hipótese metodológica.

Maior refinamento da ordenação, com base no estudo de arquivo, fica prejudicada por somente a Participação nos Lucros ou Resultados apresentar significância, com efeito positivo, mesmo efeito identificado para esse instrumento no questionário. Dessa forma, mantém-se a ordem estabelecida no questionário, em que a consideração dos efeitos tributários leva a maior uso de Participação nos Lucros ou Resultados, dado seu efeito positivo e significativo em ambas as análises, Opções de Ações que não apresentou significância em nenhuma análise e as formas de remuneração com maior custo tributário, Bônus e Planos de Longo Prazo, apresentaram efeito negativo e significativo, sendo preteridas em relação às demais.

No que tange ao efeito de incentivo, verificou-se significância estatística para as variáveis dependentes Bônus e Opções de Ações (nível de significância de 99%). O coeficiente de incentivo para essas duas estimações são semelhantes, com o coeficiente na estimação de Bônus igual a 1,6226 (intervalo de confiança entre 0,608 e 2,637) e o da estimação de Opções de Ações igual a 1,7015 (intervalo de confiança entre 0,467 e 2,936). Vale observar que, considerando-se o efeito parcial médio, o intervalo de confiança do efeito de incentivo para Bônus está inteiramente contido no intervalo de confiança de Opções de Ações, o que indica que não há uma diferença significativa de efeitos de incentivo entre essas duas modalidades de remuneração. Como o efeito de incentivo para o uso de Bônus e Opções de Ações é semelhante, o resultado não oferece suporte para a H2, que previa Bônus como a forma com maior associação com propósitos de incentivo.

A ausência de significância do incentivo sobre a Participação nos Lucros ou Resultados é, no mínimo, intrigante, devido ao efeito significativo encontrado na análise das respostas do questionário e à pressuposição de que a Participação nos Lucros e Resultados depende da existência de lucros (rentabilidade), além de acreditar-se que o ROA é uma das formas efetivas de incentivar os gestores de alto nível hierárquico, em função da congruência dessas variáveis de retorno com os interesses dos provedores de capital (Chenhall & Langfield-Smith, 1998). A análise da média do ROA para empresas que utilizam Participação nos Lucros e Resultados (0,1835) como forma de remuneração permite identificar também que essa média é mais alta que a média amostral (0,1365) e que a média das empresas que não utilizam esse instrumento (0,1109), embora essas diferenças não sejam significativas estatisticamente (p . valor = 0,8711 e 0,9420, respectivamente).

Em razão disso, semelhantemente à análise feita sobre o efeito de incentivo de Bônus a partir do questionário, o resultado é reestimado, utilizando-se a variável de Participação nos Lucros ou Resultados como dependente e selecionando somente as empresas que utilizam esse instrumento de pagamento. Entretanto, essa análise apresenta qualitativamente o mesmo resultado da Tabela 27, não sendo possível inferir um aumento no valor pago a título de Participação nos Lucros ou Resultados em função do aumento no ROA da empresa, o que parece sugerir que as empresas não vinculam a remuneração aos objetivos dos provedores de capital, não se percebendo, portanto, um efeito significativo de incentivo sobre a Participação nos Lucros ou Resultados.

Novamente busca-se, por meio dos resultados, sugerir uma ordem quanto à associação do efeito de incentivo com Bônus, Planos de Longo Prazo, Opções de Ações e Participação nos Lucros ou Resultados. Pelo resultado reportado na Tabela 27, não é possível identificar essa hierarquização quanto a Bônus e Opções de Ações. Porém, uma vez que o ROA¹², a *proxy* para o incentivo ao agente, não apresenta efeito significativo sobre Participação nos Lucros ou Resultados, sugere-se um efeito menor de incentivos, quando comparado a Bônus e Opções de Ações, que apresentaram efeitos significantes.

Esse resultado não entra em conflito com o resultado obtido a partir do questionário, pois os resultados do questionário sinalizaram um efeito significativo e positivo de incentivos sobre Participação nos Lucros ou Resultados¹³, Bônus e Planos de Longo Prazo¹⁴. No entanto, naquela análise, não foi possível hierarquizar as formas de remuneração quanto a sua capacidade de incentivos, pois os intervalos de confiança se sobrepunham em relação à Participação nos Lucros e Resultados e aos Planos de Longo Prazo. Ademais, a análise dos Bônus revelou efeito significativo somente na análise de uma subamostra, indicando que quanto maior a preocupação com incentivos, maior o valor pago a título de bônus, mas, ao mesmo tempo, que a diferença de empresas compondo as análises inviabilizou a comparação.

Ou seja, enquanto os dados do questionário parecem sugerir que todas as formas de remuneração têm efeitos de incentivo, a análise dos dados desta seção sugere que o efeito de incentivo é mais saliente para Bônus e Opções de Ações do que para Participação nos Lucros ou Resultados. Tal resultado sugere que Participação nos Lucros e Resultados apresenta maiores custos de agência e, por isso, um efeito de incentivo inferior ao das demais formas de remuneração analisadas, compatível com o sugerido no referencial teórico.

A Hipótese 3 (H3) não será passível de teste com os dados coletados no relatório de referência da CVM. A impossibilidade do teste decorre do fato de a sustentação da hipótese prever diferença nos efeitos de incentivo e tributação entre diferentes níveis hierárquicos, enquanto a informação disponível no relatório de referência estaria relacionada apenas ao nível hierárquico da diretoria estatutária, não permitindo essa análise.

¹² Substituindo pelo PLR como indicador de incentivos nas estimações reportadas, os efeitos são qualitativamente os mesmos, mantendo-se inalterados os sinais e níveis de significância para as variáveis dependentes.

¹³ Embora esse resultado possa ser fruto de observações que assumem valores extremos, como discutido no item 4.1.7.

¹⁴ A ausência de significância quanto as Opções de Ações no questionário deve advir do baixo número de empresas que utilizam esse instrumento, 33 entre os respondentes do questionário.

Os efeitos identificados acima testam as hipóteses do trabalho e apresentam evidências sobre os efeitos tributário e de incentivo sobre a estruturação do sistema de remuneração gerencial. Porém, não são suficientes para obter uma resposta à questão central do trabalho que se refere ao conflito sugerido pela teoria do *trade-off*, em que os efeitos serão opostos. Para isso as estimações foram reprocessadas, incluindo a interação da tributação com a de incentivo, conforme se verifica em Wooldridge (2006). O resultado dessa estimacão não é utilizado para o teste das hipóteses, pois a inclusão da interação introduz o problema de multicolinearidade (valores de VIF para as variáveis incentivo e interação são de 4,24 e a tolerância cai para 0,0055), influenciando alguns dos resultados apresentados acima.

Tabela 28 - - Avaliação do efeito do trade-off entre incentivo e tributação

Equação nº	Constante	Coeficientes Padronizados e desvios padrão			N. Obs.	Prob.chi²
		Incentivo	Tributação	Interação		
1-Bônus	-9,5294 (6,3091)	2,9981 (1,9635)	-2,7075 (3,7409)	0,9298 (0,3367)	688	0,0062
2-PLR	-32,0287 ** (8,7413)	-0,7855 2,3643	9,6675 * (3,9983)	2,8082 (7,2554)	688	0,0061
3-Opções	-15,8075 * (5,5952)	3,4614 (4,8715)	3,3111 (3,4974)	-5,2793 (14,4769)	688	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Os valores da interação constantes da Tabela 28 não apresentam significância nos níveis usuais. Entretanto, a multicolinearidade trazida pela interação impactou na ausência de significância de incentivo sobre a utilização de Bônus, mas não influenciou o efeito tributário em relação à Participação nos Lucros ou Resultados. A ausência de significância da interação em relação à Participação nos Lucros ou Resultados, diferente do identificado no resultado do questionário, pode decorrer mais da não significância do efeito de incentivo do que da não existência desse efeito. Portanto, embora não respalde, também não desqualifica a evidência trazida pelo resultado do questionário. Sendo que entende-se que, coletivamente, os resultados apontam para a existência do efeito do *trade-off* entre incentivos e tributação quando da escolha da utilização de planos de Participação nos Lucros ou Resultados, apresentando a evidência faltante para o argumento de Miller e Scholes (1978). As variáveis de controle foram incluídas no modelo, mas não foram reportadas.

4.2.3.2 Análise dos efeitos das variáveis de controle

Na sessão anterior foram analisados os efeitos das variáveis de interesse deste estudo. Como um refinamento das análises, os resultados das variáveis que foram utilizadas para controle são reapresentados na Tabela 29, sendo que constam da tabela 27:

Tabela 29 - Resultado Tobit das variáveis de controle

Equação nº	Coeficientes Padronizados e desvios padrão								
	Porte	Brasileira	Setor 2	Setor 3	Setor 4	Setor 5	Setor 6	Setor 7	Setor 8
1-Bônus	1,002 ** (0,32)	-3,196 (2,45)	-9,532 * (4,73)	-7,139 (4,75)	-2,203 (4,68)	-3,788 (5,59)	-5,842 (4,66)	4,555 (6,10)	0,006 (5,81)
2-PLR	0,459 (0,29)	-5,148 + (2,76)	21,539 ** (7,85)	17,898 ** (7,83)	19,068 ** (7,90)	23,375 ** (8,60)	21,828 ** (7,85)	7,532 (8,81)	13,254 (8,73)
3-Opções	0,539 * (0,27)	1,474 (2,50)	-10,179 * (4,68)	-6,208 (4,66)	-2,710 (4,78)	12,319 * (6,07)	5,197 (4,97)	15,156 * (6,93)	6,347 (6,52)

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, *=5% e **10 %

Brasileira: variável dicotômica em que “1” (um) indica que a empresa informou, no cadastro da CVM, ter controle acionário nacional e “0” (zero) se informou controle acionário estrangeiro.

Porte: log natural do total do ativo, utilizado como proxy para porte.

Setor: dummy para os 8 (oito) setores, considerando somente o primeiro dígito do SIC - Standard Industrial Classification.

Tal como esperado, a variável “porte” apresenta um efeito significativo e positivo, tanto em relação ao pagamento de Bônus, como em relação ao pagamento de Opções de Ações. O interessante é a ausência de significância em relação a Participações nos Lucros ou Resultados, o que vai contra a relação de que quanto maior o porte, mais elevada a remuneração. Apesar disso, o resultado geral parece consistente com o documentado por Baker, Jensen e Murphy (1988), no qual estipulam que a remuneração dos principais executivos aumenta com o tamanho da empresa, de forma causal. Esses autores argumentam que a origem dessa relação reside no fato de que empresas maiores podem contratar gestores mais qualificados e isso reflete em maior nível de remuneração. Contudo, também alertam para o risco de os executivos engajarem-se em ações não lucrativas, mas que visem somente a um aumento no tamanho da empresa, viabilizando, assim, aumentos de salários expressivos.

Quanto à análise do efeito da variável que controla a origem do capital da empresa, os resultados indicam que esse efeito não é muito relevante, uma vez que somente apresenta significância marginal no uso da Participação dos Lucros ou Resultados, o que pode sugerir que as empresas estrangeiras adaptam seus pacotes de remuneração ao ambiente institucional em que operam.

Por sua vez, a variável “setor” teve um efeito de controle importante nas estimações. Pelo menos uma das *dummies* de setor foi significativa (a um nível de 5% em cada estimação) e principalmente a estimação da Participação dos Lucros e Resultado em que somente duas das *dummies* não apresentaram diferenças significativas. Esse resultado, conjuntamente com o efeito de porte, pode apontar para a tendência identificada por Baker et al. (1988) de pesquisas sobre práticas salariais serem utilizadas e terem um papel importante na determinação dos níveis salariais.

4.2.4 Testes de robustez

Os testes de normalidade das variáveis tanto dependentes como independentes foram rejeitados, tal qual nos dados do levantamento, indicando que um dos requisitos da técnica Tobit não foi atendido. O argumento para continuar a análise utilizando esse modelo foi o tamanho da amostra, que permite esperar a normalidade assintótica, baseado no teorema central do limite. Para reforçar a adequação da utilização desse modelo, procede-se a análise pela técnica Logit, que não requer a normalidade, esperando-se resultados consistentes mesmo com dados não normais. Esse modelo não foi utilizado como principal análise do estudo, pois apresenta a limitação de utilizar como variável dependente uma binária, indicando a utilização ou não da forma específica de remuneração, o que ignora muito da refinação da composição do pacote de remuneração (Wooldridge, 2006). Os resultados relacionados as variáveis de interesse pelo modelo Logit são apresentados na Tabela 30, as variáveis de controle foram incluídas no modelo, mas não foram reportadas.

Tabela 30 - Efeitos das variáveis de interesse pelo modelo Logit

Equação nº	Constante	Coeficientes Padronizados e desvios padrão		N. Obs.	Prob.chi ²
		Incentivo	Tributação		
1-Bônus	-3,7132 (3,1061)	1,0778 ** (0,3089)	-1,1186 (1,5825)	688	0,0000
2-PLR	-22,3876 ** (2,8673)	0,4156 (1,0083)	8,8791 ** (1,6627)	688	0,0017
3-Opções	-14,7265 ** (1,8306)	1,2365 ** (0,1783)	1,6738 (1,6233)	688	0,0000

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

A comparação da informação apresentada na Tabela 30 com a Tabela 28 permite perceber que a estimação por Logit confirma os resultados apresentados anteriormente, sendo que a principal diferença das variáveis de interesse, incentivo e tributação, é a de reforçar a significância dos coeficientes de tributação na equação de Participação nos Lucros ou Resultados. Mesmo assim, o resultado é consistente com as previsões do modelo Tobit. Os itens que eram significantes apresentaram significância também no Logit e os sinais foram mantidos, indicando que realmente a não normalidade dos dados não prejudicou a estimação e, portanto, apontam para as mesmas conclusões das hipóteses.

Embora o tamanho da amostra reduza a preocupação de efeitos decorrentes de *outliers* severos, utilizou-se o método *boxplot* para identificar as observações fora do intervalo, e foi por meio desse método que verificou-se a presença de 6 *outliers* nas variáveis independentes e nenhum em relação as dependentes. As estimações, desconsiderando-se os outliers, apresentaram os mesmos resultados das análises expostas anteriormente.

Por fim, surgiu a preocupação de que a variável tributação, criada como uma variável dicotômica que assume o valor da alíquota aplicável de 34% no caso da existência de lucro tributável e ausência de prejuízo dedutível no ano anterior, indicasse a lucratividade da empresa e que isso de alguma forma resultou na ausência de significância da variável incentivo para a Participação nos Lucros ou Resultados. Para expurgar essa dúvida, os modelos foram reestimados, com a inclusão de apenas uma das variáveis de interesse por vez.

Tabela 31 - Comparativo do Efeito de Incentivo e Tributário em estimações separadas

	Bônus b/(DP)	Bônus b/(DP)	PLR b/(DP)	PLR b/(DP)	Opções b/(DP)	Opções b/(DP)
Incentivo	1,578 ** (0,51)		0,128 (0,58)		1,736 ** (0,63)	
Tributário		-1,178 (3,75)		9,721 * (4,00)		4,040 (3,53)
Constante	-10,741 + (6,17)	-3,856 (5,71)	-29,849 ** (8,48)	-31,605 ** (8,60)	-15,733 ** (5,54)	-10,254 + (5,31)
Controles	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

Obs.: Significância estatística a: + 10 %, * 5 % e **1 %

Na Tabela 31, é possível verificar-se que as variáveis, em estimações isoladas, mantêm os mesmos sinais e significâncias apresentados na análise conjunta, o que sugere que os efeitos das duas variáveis não se confundiram e a variável dicotômica de fato apresentou o efeito

desejado de indicar a alíquota aplicável na hipótese de haver lucro tributável. Mas para não haver qualquer dúvida, procedeu-se mais três estimações: 1) considerando a variável Participação nos Lucros ou Resultados como variável dependente e lucro como independente; 2) considerando a variável Participação nos Lucros ou Resultados como variável dependente, o lucro como independente e com a inclusão dos controles; e 3) considerando a variável Participação nos Lucros ou Resultados como variável dependente, a variável de lucro como independente e censurado, apresentando o valor do lucro quando o lucro é positivo e “0” (zero) nas demais situações, e com a inclusão dos controles. Nas três estimações, o lucro não é um preditor significativo dos valores pagos a título de Participação nos Lucros ou Resultados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por meio deste estudo, buscou-se verificar qual a influência da tributação sobre os incentivos dos sistemas de remuneração e se o efeito da tributação e de incentivos diferencia-se entre níveis hierárquicos. Para responder a esse problema, foi realizado um levantamento, na forma de um questionário, respondido por gestores de recursos humanos das empresas constantes da base da Revista Exame Melhores e Maiores 2013, e da coleta de dados públicos, referentes aos anos de 2011 a 2013, recolhidos a partir do Formulário de Referência da Comissão de Valores Mobiliários e da base de dados Economatica, referente a empresas abertas atuando no Brasil. Para a análise dos dados, utilizou-se a técnica Tobit de forma a identificar como ocorre o relacionamento entre os propósitos tributários, de incentivo e remuneração, sendo que para o estudo de arquivo utilizou-se a versão dessa técnica para dados em painel.

Ao longo do trabalho, foram formuladas três hipóteses. A primeira hipótese prevê, baseada no tratamento tributário de cada forma de remuneração, que dada importância a esse fator, existiria a preferência por Participação nos Lucros ou Resultados. Identificou-se um efeito significativo e positivo para Participação nos Lucros ou Resultados o que é consistente com a H1. Além disso, identificou-se um efeito negativo e significativo em relação a Bônus e Planos de Longo Prazo na análise dos dados coletados pelo questionário. Esse resultado é o esperado, pois a forma de remuneração com tratamento tributário mais benéfico apresentou sinal positivo e as duas formas de remuneração com o tratamento tributariamente menos vantajoso apresentaram sinal negativo. Além disso, com tratamentos tributários muito semelhantes, Bônus e Planos de Longo Prazo não apresentam diferenças quanto a magnitude do efeito tributário. A remuneração por Opções de Ações, não apresentou coeficiente com significância nos níveis usuais, indicando que esses efeitos não influenciam a opção pelo uso ou o nível de pagamento desses contratos, o que pode, em parte, refletir a limitada quantidade de empresas que utilizam esse mecanismo. O resultado encontrado no estudo de arquivo é consistente com o acima indicado, uma vez que Participação nos Lucros ou Resultados apresenta coeficiente positivo e significativo. As demais formas de remuneração não apresentam significância, no entanto, isso provavelmente decorre de a variável refletir somente um dos efeitos tributários, o de dedutibilidade para Imposto de Renda. Dessa forma, é, sim, possível afirmar que a Participação nos Lucros ou Resultados é preferida quando o impacto tributário é levado em consideração na decisão da configuração da remuneração gerencial. Além disso, dado que Opções de Ações não apresentou significância em nenhuma das análises, considera-se que seja pouco afetada pela dimensão tributária e que, com base no resultado do questionário, Bônus e Planos de Longo Prazo são preteridos quando

o efeito tributário é levado em consideração. Diante desses resultados, espera-se que empresas que atribuam maior peso à dimensão tributária enfatizem o uso de Participação nos Lucros ou Resultados, em seguida utilizem Opções de Ações, por serem indiferentes ao efeito tributário, e, por fim, Bônus e Planos de Longo prazo, por apresentarem um tratamento tributário menos vantajoso.

A Hipótese 2 (H2) procura avaliar os efeitos de incentivo e relaciona os custos de agência às formas de remuneração para verificar quais delas se espera sejam mais eficientes. A previsão da H2 é de que por ter menores custos de agência a ele relacionados, Bônus seriam priorizados. Considerando os resultados do questionário e do estudo de arquivo, conjuntamente, verificou-se o efeito positivo e significativo de incentivos para todas as formas de remuneração. O resultado do questionário aponta para um efeito positivo e significativo do fator de incentivo com o uso de Bônus, Planos de Longo Prazo e Participação nos Lucros ou Resultados, embora sem que as diferenças entre eles sejam significantes. O estudo de arquivo, por sua vez, constatou um efeito significativo de incentivo em relação a Bônus e Opções de Ações, enquanto, nessa análise, Participação nos Lucros ou Resultados não apresentou efeito significativo. Vale notar que as informações sobre Planos de Longo Prazo não foram disponibilizadas e, por isso, não foi testado.

Com base nesses resultados, argumenta-se que todas as formas de remuneração atendem a propósitos de incentivos das empresas pela verificação de significância em pelo menos um dos métodos de pesquisa. Todavia, uma vez que Participação nos Lucros ou Resultados apresentou um efeito positivo, mas não estatisticamente superior aos efeitos relacionados às demais formas de remuneração em uma das análises (questionário), e não apresentou um efeito significativo na segunda análise (estudo de arquivo), o resultado sugere que Participação nos Lucros ou Resultados relaciona-se com o propósito de incentivo da remuneração, mas essa relação é inferior à dos incentivos relacionados a Bônus, Opções de Ações e Planos de Longo Prazo. Embora Opções de Ações também tenha apresentado significância em somente uma das análises, esse mesmo argumento não é aplicado, dado o reduzido número de empresas utilizando essa forma de remuneração entre os respondentes do questionário. Esse resultado não é suficiente para aceitar a Hipótese 2, pois não é possível verificar um efeito de incentivo superior para Bônus, ou mesmo para hierarquizar esse efeito em relação à Bônus, Planos de Longo Prazo ou Opção de Ações, mas sugere que a Participação nos Lucros ou Resultados é a forma de remuneração com o menor efeito de incentivos observado.

Finalmente, a Hipótese 3 (H3), baseada em diversos arrazoados para justificar diferenças em remuneração entre diferentes níveis hierárquicos, prevê efeitos mais intensos de incentivo para níveis hierárquicos mais altos e também maior relação dos efeitos de tributação com níveis hierárquicos mais baixos, com base na teoria de torneios (Lambert et al., 1993) e também levando em consideração argumentos sobre o impacto de autoridade e responsabilidade (Aggarwal & Samwick, 2003), principalmente referente à diferença nos níveis e intensidade de monitoramento (Santalo & Kock, 2009). No entanto, a inclusão de termos interativos do nível hierárquico com os fatores de incentivo e tributação, usados para o teste do efeito diferenciado para os três níveis hierárquicos analisados, não são significantes em nenhuma das estimações dos tipos de remuneração, considerando-se os níveis usuais de significância, e, portanto, a hipótese resta rejeitada.

Esses resultados, muito embora demonstrem a relação existente entre os propósitos de incentivo e tributário com a configuração das formas de remuneração, não são informativos quanto ao impacto que o efeito tributário tem sobre o incentivo, que é o principal problema desta tese. Esse efeito é analisado avaliando a significância da interação entre incentivos e tributação, sendo identificado, na análise dos dados do questionário, um efeito significativo e negativo em relação a Participação nos Lucros ou Resultados. Esse resultado sugere a existência do *trade-off* discutido ao longo do trabalho, em que, ao priorizar o efeito tributário, reduz-se o efeito de incentivo do pacote de remuneração. Isso provê evidências para o efeito sobre o qual o argumento de Miller e Scholes (1982) não estabelecia-se automaticamente, pois ao passo em que existe o sacrifício tributário na escolha de formas de remuneração com tratamento tributário desvantajoso, no caso do tratamento tributário vantajoso, o sacrifício de incentivos não é prontamente verificável.

Ante essas evidências, verifica-se que a tributação exerce influência na opção pelo uso de algumas formas de remuneração e também na proporção que elas representam no pacote total. Percebe-se também que para níveis mais altos no fator de incentivo, existe maior utilização da forma de remuneração que apresenta menos custos de agência, demonstrando que esse fator também influencia a escolha das formas de remuneração. Por outro lado, efeitos diferenciados entre níveis hierárquicos não foram percebidos.

A principal implicação desses resultados, em relação ao desenvolvimento da teoria e da pesquisa sobre remuneração, advém da ampliação do escopo ao reconhecer e avaliar o impacto da tributação, uma vez que, tradicionalmente, a teoria de agência não considera outros efeitos, além do incentivo ao agente, para a determinação do pacote de remuneração. Já com relação ao

desenho de esquemas de remuneração gerencial, a principal implicação é o impacto que a escolha baseada em efeitos tributários tem sobre o incentivo provido ao agente. Com isso em mente, o tomador da decisão deve considerar tal efeito e buscar avaliar como isso afetará a relação principal-agente, especialmente no que se refere ao alinhamento de interesses. Além disso, numa implicação também voltada para a prática, é importante que o governo, ao dispensar tratamento tributário diferenciado, perceba que gera um estímulo ao uso do esquema mais benéfico e que tal fato pode gerar outros desequilíbrios não intencionados. Dessa forma, ao legislar sobre a tributação da remuneração, é preciso avaliar quais as potenciais consequências sobre o desempenho produtivo, além de considerar se é adequado criar tal estímulo dado seu possível impacto no incentivo, o qual pode viabilizar produtividade e crescimento.

Quanto aos efeitos das variáveis de controle utilizadas, cabe destacar a influência do porte das empresas sobre a composição das estruturas de remuneração gerencial que, quando significativa, demonstrou que quanto maior a empresa, maior o valor e percentual utilizado para a forma de remuneração sob análise, fato consistente com o documentado por Baker et al. (1988). Além dessa relação, a variável “setor desonerado” também mostrou-se relevante ao indicar efeitos significantes, justamente para as formas de remuneração com os efeitos mais intensos. Os sinais e significância são condizentes com a hipótese tributária, a qual alega que a desoneração estimula o uso de Bônus, ao passo que desestimula o uso da Participação nos Lucros ou Resultados.

A presente pesquisa apresenta algumas limitações, entre as quais a não aleatoriedade da amostra, o que inviabiliza previsões baseadas nos resultados encontrados, embora não reduza a relevância como trabalho exploratório. Quanto ao método, o fato de não apresentar normalidade em relação às variáveis do estudo, tanto dependentes como independentes, apresenta-se como limitação, embora seja minimizada pelo tamanho da amostra e pela consistência de resultados por técnica que não requer essa característica.

Além disso, especificamente sobre o questionário, o fato de o respondente ser vinculado a área de recursos humanos pode ser uma limitação, uma vez que não necessariamente conhece o impacto tributário sobre as formas de remuneração, e esse desconhecimento pode impedir a tradução do completo efeito dessa dimensão. Nesse mesmo sentido, apresenta-se como limitação o fato de não corresponder à real importância de fatores de tributação e de incentivo, mas à declaração do respondente, configurando-se efetivamente como a percepção do

respondente sobre esses aspectos. Um elemento positivo é de não haver evidências sobre a ocorrência de viés da não resposta.

Quanto ao estudo de arquivo, a principal limitação se refere às *proxies* utilizadas, as quais podem não representar completamente o construto estudado, embora exista literatura advogando sua adequação.

Apesar disso, ainda persistem lacunas passíveis de pesquisa neste campo, tal como o impacto da avaliação do pacote completo de remuneração e a possibilidade de classificar empresas que enfatizam propósitos tributários e propósitos de incentivo, se isso ocorrer. Embora o presente estudo foque em incentivos monetários, seria relevante avaliar o pacote de remuneração de forma mais abrangente, considerando-se os diversos benefícios pagos aos funcionários e que podem ser significantes no total pago, além de possivelmente, apresentarem tratamento tributário diferenciado. Outra possibilidade de investigação seria a identificação de características específicas de empresas que as levem a priorizar propósitos tributários e de incentivo.

Este trabalho buscou avaliar como a tributação influencia a intenção do principal em prover incentivos aos agentes, sendo que outra oportunidade para pesquisas seria avaliar o efeito da estruturação tributária no comportamento dos agentes. Nesse aspecto, as investigações poderiam avaliar como é afetada a percepção do funcionário quanto a justiça distributiva dada a influência que o tratamento tributário exerce na composição do plano de remuneração. Além disso, haveria uma contribuição relevante na identificação do impacto nas diversas dimensões de incentivo (esforço, atração, retenção, orientação de longo prazo).

Por fim, cabe destacar a importância de se conduzir pesquisas que avaliem a reação do agente ao próprio pagamento dos tributos que não estão sob sua responsabilidade. Uma vez que esses tributos têm como objetivo garantir benefícios à sociedade, é possível que a incidência tributária gere um incentivo adicional ao agente, por essa consciência social.

REFERÊNCIAS¹⁵

- Abernethy, M. a., Bouwens, J., & Van Lent, L. (2013). The Role of Performance Measures in the Intertemporal Decisions of Business Unit Managers. *Contemporary Accounting Research*, 30(3), 925–961. doi:10.1111/j.1911-3846.2012.01178.x
- Aboody, D., & Kasznik, R. (2009). Executive Compensation and Financial Accounting. *Foundations and Trends in Accounting*, 4(2), 113–198. doi:10.1561/14000000006
- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2003). Performance Incentives within Firms : The Effect of Managerial Responsibility. *The Journal of Finance*, LVIII(4), 1613–1949.
- Arcoverde, L. (2012). Executivos Seniores acham que ganham demais. *Valor Econômico*.
- Babbie, E. R. (2001). *The practice of social research*. (9th ed.). Belmont, CA: Wadsworth Thomson Learning.
- Babenko, I., & Tserlukevich, Y. (2009). Analyzing the Tax Benefits from Employee Stock Options. *The Journal of Finance*, LXIV(4), 1797–1826.
- Baber, W. R., Daniel, P. L., & Roberts, A. A. (2002). Charitable Organizations : of Program Activities. *The Accounting Review*, 77(3), 679–693.
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and Incentives : Practice vs . Theory. *Journal of Finance*, XLIII(3), 593–617.
- Balkin, D. B., & Gomez-Mejia, L. R. (1990). Matching compensation and organizational strategies. *Strategic Management Journal*, 11(2), 153–159. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/smj.4250110207/abstract>
- Balsam, S., & Ryan, D. (1996). Response to tax law changes involving the deductibility of executive compensation: A model explaining corporate behavior. *Journal of the American Taxation Association*, 18, 1–12.
- Banker, R. D., & Datar, S. M. (1989). Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation. *Journal of Accounting Research*, 27(1), 21–39.
- Banker, R. D., Lee, S.-Y., & Potter, G. (1996). A field study of the impact of a performance-based incentive plan. *Journal of Accounting and Economics*, 21(2), 195–226. doi:10.1016/0165-4101(95)00418-1
- Banker, R. D., Lee, S.-Y., Potter, G., & Srinivasan, D. (2000). An empirical analysis of continuing improvements following the implementation of a performance-based compensation plan. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), 315–350. doi:10.1016/S0165-4101(01)00016-7

¹⁵ De acordo com o estilo APA – American Psychological Association

- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1994). Managerial Incentives, Monitoring, and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39(2), 313. doi:10.2307/2393238
- Bhagat, S., & Romano, R. (2009). *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term* (No. Research Paper No. 374). Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1336978>
- BM&F Bovespa. (2010). Introdução ao Mercado de Capitais. São Paulo. Retrieved from <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/merccap.pdf>
- Bonner, S. E., & Sprinkle, G. B. (2002). The effects of monetary incentives on effort and task performance: theories, evidence, and a framework for research. *Accounting, Organizations & Society*, 27(4/5), 303-345.
- Bouwens, J., & Lent, L. Van. (2006). Performance Measure Properties and the Effect of Incentive Contracts. *Journal of Management Accounting Research*, 18, 55–75.
- Brisolla Junior, C. de B. (1994). *A Remuneração Variável Mudando Paradigmas Na Administração Salarial: Um Estudo No Setor Bancário Brasileiro*. Universidade de São Paulo.
- Bucklin, B. R., & Dickinson, A. M. (2001). Individual Monetary Incentives: A Review of Different Types of Arrangements Between Performance and Pay. *Journal Of Organizational Behavior Management*, 21(3), 45–137.
- Cesari, A. De. (2012). Expropriation of minority shareholders and payout policy. *The British Accounting Review*, 44(4), 207–220. doi:10.1016/j.bar.2012.09.002
- Chenhall, R. H., & Langfield-Smith, K. (1998). Adoption and benefits of management accounting practices: an Australian study. *Management Accounting Research*, 9(1), 1–19. doi:10.1006/mare.1997.0060
- Cohen, D., Viturino, R., & Vieira, A. (2012). Quanto você vale. ÉPOCA Negócios.
- Constituição da República Federativa do Brasil. (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Assembléia Nacional Constituinte.
- Deckop, J. R. (1988). Determinants of Chief Executive Officer Compensation. *Industrial and Labor Relations Review*, 41(2), 215–226. doi:10.2307/2523632
- Decreto 3.000. (1999). Regulamento do Imposto de Renda. Brasília: Receita Federal do Brasil.
- Decreto-Lei Nº 4.048. (1942). Cria o Serviço Nacional de Aprendizagem dos Industriários (SENAI). Brasília: Congresso Nacional.
- Decreto-Lei nº 5.452. (1943). Aprova a Consolidação das Leis do Trabalho. Brasília: Congresso Nacional.
- Decreto-Lei nº 8.621. (1946). Dispõe sobre a criação do Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional.
- Decreto-Lei nº 9.403. (1946). Atribui à Confederação Nacional da Indústria o encargo de criar, organizar e dirigir o Serviço Social da Indústria, e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional.

- Decreto-Lei nº 9.853. (1946). Atribui à Confederação Nacional do Comércio o encargo de criar e organizar o Serviço Social do Comércio e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional.
- Dewatripont, M., & Tirole, J. (1994). A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(4), 1027–1054.
- Dias, W., Cunha, J., & Mário, P. (2009). Plano de incentivo em opções de ações e a harmonização contábil: estudo do nível de disclosure das empresas brasileiras após o CPC 10. *Pensar Contabil*, 11(46), 29–38. Retrieved from <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-07/index.php/rpc/article/view/4>
- Dillman, D. A. (1978). *Mail and telephone surveys the total design method* (p. 325). New York: Wiley.
- Dutta, S., & Reichelstein, S. (2003). Leading Indicator Variables, Performance Measurement, and Long-Term Versus Short-Term Contracts. *Journal Of Accounting Research*, 41(5), 837–866. doi:10.1046/j.1475-679X.2003.00125.x
- Dutra, A., Rodrigues, M., Serra, F. A. R., & Lyrio, M. V. L. (2012). A remuneração variável como suporte às estratégias organizacionais: o caso das Primium Partner Xerox no mercado brasileiro. *Revista Gestão Industrial*, 8(2), 37–65. doi:10.3895/S1808-04482012000200002
- Dutra, J. S. (2001). *Gestão por competências um modelo avançado para o gerenciamento de pessoas* (6th ed., p. 130). São Paulo: Gente.
- Enis, C. R. (1993). Earnings-Based Compensation Plans, Performance, and Capital Expenditure Policy in the Motor Carrier Industry. *Accounting Review*, 68(4), 928–941.
- Estrin, S., Pérotin, V., Robinson, A., & Wilson, N. (1997). Profit-Sharing in OECD Countries: a Review and Some Evidence. *Business Strategy Review*, 8(4), 27–32.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Feltham, G. A., & Wu, M. G. H. (2001). Incentive Efficiency of Stock versus Options. *Review of Accounting Studies*, 6, 7–28.
- Feltham, G. A., & Xie, J. (1994). Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal / Agent Relations. *The Accounting Review*, 69(3), 429–453.
- Fisher, J., & Govindarajan, V. (1993). Incentive Compensation Design, Strategic Business Unit Mission, and Competitive Strategy. *Journal of Management Accounting Research*, 5, 129–144. Retrieved from <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=368682>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Tradeoff and Pecking Order Theories of Debt. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Volume 2* (1st ed., p. 578). Amsterdam: Elsevier/North-Holland.
- Frydman, C., & Molloy, R. S. (2011). Does tax policy affect executive compensation? Evidence from postwar tax reforms. *Journal of Public Economics*, 95(11-12), 1425–1437. doi:10.1016/j.jpubeco.2011.02.005

- Gerhart, B., Rynes, S. L., & Fulmer, I. S. (2009). Pay and Performance: Individuals, Groups, and Executives. *The Academy of Management Annals*, 3(1), 251–315. doi:10.1080/19416520903047269
- Gibbs, M. (1995). Accounting Incentive compensation in a corporate hierarchy. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 247–277.
- Gomez-Mejia, L. R., Welbourne, T. M., & Wiseman, R. M. (2000). The Role of Risk Sharing and Risk Taking under Gainsharing. *The Academy of Management Review*, 25(3), 492. doi:10.2307/259306
- Govindarajan, V., & Gupta, A. K. (1985). Linking control systems to business unit strategy: impact on performance. *Accounting, Organizations and Society*, 10(1), 51–66. doi:10.1016/0361-3682(85)90031-5
- Graham, J. (1996). Proxies for the corporate marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 42, 187–221. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X96008793>
- Graham, J., Hanlon, M., Shevlin, T., & Shroff, N. (2014). *Tax Rates and Corporate Decision Making*. Retrieved from <http://www.insead.edu/facultyresearch/areas/accounting/documents/TerryShevlin-TaxRatesandCorporateDecisionMaking-2014421.pdf>
- Graham, J. R., & Mills, L. F. (2008). Using tax return data to simulate corporate marginal tax rates. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 366–388. doi:10.1016/j.jacceco.2007.10.001
- Hair, J., Black, Babin, B., Anderson, R. E., W. C., (2007) Adonai Schlup. Chaves Neto, A. (trad). Gouvêa, M. A. (rev) (consult) (superv). *Análise multivariada de dados*. 5. ed. Porto Alegre, Bookman, 2007. 593 p. Título original: Multivariate data analysis.
- Hall, B. J., & Liebman, J. B. (2001). The Taxation of Executive Compensation. *NBER/Tax Policy and the Economy*, 14(1), 1–44. doi:10.1162/089286401750211925
- Hall, B. J., & Murphy, K. (2002). Stock options for undiversified executives. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 3–42. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410101000507>
- Harris, D. G., & Livingstone, J. R. (2002). Federal Tax Legislation as an. *The Accounting Review*, 77(4), 997–1018.
- Hart, R. A., & Moutos, T. (1994). Tax structure and the choice of compensation system. *European Journal of Political Economy*, 10, 765–781.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on Accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85–107.
- Hite, G. L., & Long, M. S. (1982). Taxes and executive stock options. *Journal of Accounting and Economics*, 4(1), 3–14. doi:10.1016/0165-4101(82)90003-9
- Hofstede, G. (1984). Cultural dimensions in management and planning. *Asia Pacific Journal of Management*, 1(2), 81–99. doi:10.1007/BF01733682
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10(1), 74–91.

- Holmstrom, B., & Milgrom, P. (1987). Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives. *Econometrica*, 55(2), 303–328.
- Holmstrom, B., & Milgrom, P. (1991). Multitask Principal--Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *Journal Of Law, Economics & Organization*, 7(2), 24.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235. doi:10.2307/3857812
- Jirjahn, U. (2000). Incentives for Multitasking: Fixed Wages or Profit-sharing? *Economic Analysis*, 3(2), 137–148.
- Jones, D. C., & Kato, T. (1995). The Productivity Effects of Employee Stock-Ownership Plans and Bonuses : Evidence from Japanese Panel Data. *American Economic Review*, 85(3), 391–414.
- Jones, D. C., & Pliskin, J. (1989). British Evidence on The Employment Effects of Profit Sharing. *Industrial Relations*, 28(2), 276–298.
- Kahn, L. M., & Sherer, P. D. (1990). Contingent pay and managerial performance. *Industrial and Labor Relations Review*, 43(February), 107–120.
- Ke, B. (2001). Taxes as a Determinant of Managerial Compensation in Privately Held Insurance Companies. *The Accounting Review*, 76(4), 655–674. doi:10.2308/accr.2001.76.4.655
- Kim, S. (1998). Does Profit Sharing Increase Firms' profits? *Journal of Labor Research*, 19(2), 351–370.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922. doi:10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x
- Krauter, E. (2007). A Relação entre Estratégia, Planos de Participação nos Lucros ou Resultados e Direcionadores de Valor: Um Estudo com Empresas Industriais de Grande Porte. *Alcance*, 14(1), 133–150.
- Kruse, D. (1994). Profit Sharing and Public Policy. *Journal of Economic Issues*, XXVIII(2), 439–449.
- Lambert, R. A., Larcker, D. F., & Weigelt, K. (1993). The Structure of Organizational Incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38(3), 438. doi:10.2307/2393375
- Langfield-Smith, K. (2006). A review of quantitative research in management control systems and strategy. *Handbooks of Management Accounting Research*, 2(2003), 753–783. doi:10.1016/S1751-3243(06)02012-8
- Lazear, E. P. (2000). Performance Pay and Productivity. *American Economic Review*, 90(5), 1346–1361.
- Lei nº 10.101. (2000). Dispõe sobre a participação dos trabalhadores nos lucros ou resultados da empresa e dá outras providências.

- Lei nº 2.613. (1955). Autoriza a União a criar uma Fundação denominada Serviço Social Rural. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 4.440. (1964). Institui o Salário-Educação e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 5.172. (1966). Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 6.404. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 6.919. (1981). Faculta a Extensão do Regime do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço a Diretores Não-Empregados, e dá outras Providências. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 605. (1949). Repouso semanal remunerado e o pagamento de salário nos dias feriados civis e religiosos. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 8.029. (1990). Dispõe sobre a extinção e dissolução de entidades da administração Pública Federal, e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 8.212. (1991). Dispõe sobre a Organização de Seguridade Social, institui Plano de Custeio, e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 8.315. (1991). Dispõe sobre a criação do Serviço Nacional de Aprendizagem Rural (Senar) nos termos do art. 62 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias. Brasília: Congresso Nacional.
- Lei nº 8.706. (1993). Dispõe sobre a criação do Serviço Social do Transporte - SEST o do Serviço Nacional de Aprendizagem do Transporte - SENAT. Brasília: Congresso Nacional.
- Leonard, J. (1990). Executive Pay and Firm Performance. *Industrial and Labor Relations Review*, 43(3), S13–S29. Retrieved from http://heinonlinebackup.com/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/ialrr43§ion=39
- MacCrimmon, K. R., & Wehrung, D. a. (1990). Characteristics of Risk Taking Executives. *Management Science*, 36(4), 422–435. doi:10.1287/mnsc.36.4.422
- MacCrimmon, K. R., Wehrung, D. A., & Stanbury, W. T. (1986). *Taking risks the management of uncertainty* (p. 380). New York: Free Press London, Collier Macmillan Publishers.
- Marquart, A. (2009). *Análise Das Características da Remuneração Variável nas 100 maiores empresas de Santa Catarina*. Universidade Federal de Santa Catarina.
- Matsunaga, S., Shevlin, T., & Shores, D. (1992). Disqualifying dispositions of incentive stock options: tax benefits versus financial reporting costs. *Journal of Accounting Research*, 30, 37–68. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.2307/2491192>
- McGuire, J. W., Chiu, J. S. Y., & Elbing, A. O. (1962). Executive Incomes, Sales and Profits. *The American Economic Review*, 52(4), 753–761.
- Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2012). *Management control systems performance measurement, evaluation and incentives*. (3rd ed., p. 815). New York.: Financial Times/Prentice Hall.

- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978). Dividends and taxes. *Journal of Financial Economics*, 6(4), 333–364. doi:10.1016/0304-405X(78)90009-0
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Executive Compensation, Taxes, and Incentives. In W. F. Sharpe & C. M. Cootner (Eds.), *Financial Economics: Essays in Honor of Paul Cootner* (pp. 179–201). Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Association*, 53(3), 433–443.
- Murphy. (2002). Explaining executive compensation: Managerial power versus the perceived cost of stock options. *The University of Chicago Law Review*, 1, 847–870. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.2307/1600633>
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11–42. doi:10.1016/0165-4101(85)90026-6
- Murphy, K. J. (1999). Executive Compensation. In O. Ashenfelter & D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics*. (pp. 485–563). Amsterdam: North Holland.
- Murphy, K. J., & Oyer, P. (2003). *Discretion in Executive Incentive Contracts*.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. doi:10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Pepper, A., Gore, J., & Crossman, A. (2013). Are long-term incentive plans an effective and efficient way of motivating senior executives? *Human Resource Management Journal*, 23(1), 36–51. doi:10.1111/j.1748-8583.2011.00188.x
- Perry, T., & Zenner, M. (2001). Pay for performance? Government regulation and the structure of compensation contracts. *Journal of Financial Economics*, 62(3), 453–488. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X01000836>
- Plesko, G. a. (2003). An evaluation of alternative measures of corporate tax rates. *Journal of Accounting and Economics*, 35(2), 201–226. doi:10.1016/S0165-4101(03)00019-3
- Portaria Interministerial MPS/MF 15. (2013). Dispõe sobre o reajuste dos benefícios pagos pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e dos demais valores constantes do Regulamento da Previdência Social (RPS).
- Prendergast, C. (1999). The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature*, 37(1), 7–63.
- Rajagopalan, N. (1996). Strategic Orientations, Incentive Plan Adoptions , and Firm Performance : Evidence from Eletric Utility Firms. *Strategic Management Journal*, 18(10), 761–785.
- Rappaport, A. (1983). How to design value-contributing executive incentives. *Journal of Business Strategy*, 4(2), 49–59. doi:10.1108/eb039020
- Rees, R. (1985). The theory of principal and agent: part I. *Bulletin of Economic Research*, 37(1), 3–26.

- Reitenga, A., Buchheit, S., Yin, Q. J., & Baker, T. (2002). CEO Bonus Pay, Tax Policy, and Earnings Management. *The Journal of the American Taxation Association*, 24(s-1), 1–23. doi:10.2308/jata.2002.24.s-1.1
- Roberts, D. R. (1956). A general theory of executive compensation based on statistically tested propositions. *Quarterly Journal Of Economics*, 70(2), 270–294.
- Rose, N. L., & Wolfram, C. (2000). Has the “million-dollar cap” affected CEO pay? *The American Economic Review*, 90(2), 197–202. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/10.2307/117220>
- Rose, N. L., & Wolfram, C. (2002). Regulating Executive Pay: Using the Tax Code to Influence Chief Executive Officer Compensation. *Journal of Labor Economics*, 20(s2), S138–S175. doi:10.1086/338677
- Salter, M. (1973). Tailor incentive compensation to strategy. *Harvard Business Review*, 51(2), 94–102. Retrieved from <http://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:Tailor+incentive+compensation+to+strategy#0>
- Santalo, J., & Kock, C. J. (2009). Division Director Versus CEO Compensation: New Insights Into the Determinants of Executive Pay. *Journal of Management*, 35(4), 1047–1077. doi:10.1177/0149206308329965
- Santos, A. dos, & Hashimoto, H. (2003). Demonstração do valor adicionado : algumas considerações sobre carga tributária. *Revista de Administração Da Universidade de São Paulo*, 38(2), 153–164.
- Sappington, D. E. M. (1991). Incentives in Principal-Agent Relationships. *Journal of Economic Perspectives*, 5(2), 45–66.
- Scholes, M. S. (2005). *Taxes and business strategy a planning approach* (3rd ed., p. 556). Upper Saddle River, N.J: Pearson Prentice Hall.
- Secretaria da Receita Federal do Brasil. (2014). Análise das arrecadações das receitas federais. Brasília: Ministério da Fazenda.
- Shavell, S. (1979). Risk Sharing and Incentives in the Principal and Agent Relationship. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 55–73.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1982). Incentive and tax effects of executive compensation plans. *Australian Journal Of Management (University Of New South Wales)*, 7(2), 139–157.
- Sunder, S. (2014). *Teoria da contabilidade e do controle*. São Paulo, Atlas. Título original: Theory of accounting and control.
- Teixeira, T. G. (2012). A Inflexibilidade dos Correios no Programa de Remuneração Variável: um estudo de caso da PLR e das percepções dos trabalhadores. *Revista Enfoques*, 11(1), 178–200.
- Walker, D. (2004). Is Equity Compensation Tax Advantaged. *Boston University Law Review*, 695. Retrieved from http://heinonlinebackup.com/hol-cgi-bin/get_pdf.cgi?handle=hein.journals/bulr84§ion=26
- Wooldridge, J. M. (2006). *Introductory econometrics a modern approach*. (3rd ed., p. 890). Ohio: South Western College Publishing.

- Xavier, P. R., Silva, M. de O., & Nakahara, J. M. (1999). *Remuneração variável quando os resultados falam mais alto*. (p. 135). São Paulo: Makron Books.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1994). The Costs and Benefits of Managerial Incentives and Monitoring in Large U.S. Corporations: When is More not Better? *Strategic Management Journal*, 15, 121–142. doi:10.1002/smj.4250150909
- Zimmerman, J. L. (1997). EVA and divisional performance measurement: capturing synergies and other issues. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10(2), 98–109. doi:10.1111/j.1745-6622.1997.tb00140.x

APÊNDICES

Apêndice 1 – Primeira mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes

Apêndice 2 – Segunda mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes

Apêndice 3 – Terceira mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes

Apêndice 4 – Terceira mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes que ainda não haviam respondido

Apêndice 5 – Questionário

APÊNDICE 1

Primeira mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes

Prezado(a),

Gostaríamos de contar com sua ajuda nesse estudo que busca identificar a importância dada a incentivar executivos e gerentes e ao peso tributário na determinação da forma de remuneração. O efeito exercido pela tributação, embora seja esperado, não é claro. Fato é que a tributação é um elemento significativo na composição no chamado Custo Brasil e o próprio Governo Federal concorda que a tributação da folha é um limitador da competitividade das empresas brasileiras.

A sua empresa foi selecionada, pois ela compõe o ranking das 1000 maiores e 500 melhores empresas que atuam no Brasil, elaborado pela Revista Melhores e Maiores. Acreditamos que o gestor de Recursos Humanos é a pessoa ideal para responder a esta pesquisa, pois participou do processo da determinação do plano de remuneração, podendo salientar os fatores importantes para a atual configuração.

Completo anonimato e confidencialidade são garantidos. Os dados serão apresentados de forma agregada de forma a não ser possível a identificação da sua instituição. O resultado da pesquisa será encaminhado a sua empresa para que conheçam as implicações encontradas na análise dos dados.

O questionário está disponível através do link abaixo e o tempo para resposta oscila entre 20 a 30 minutos.

<http://fs6.formsite.com/ClaudioSoergerZaro/form1/index.html>

Caso alguma dúvida ou comentário surgir durante a resposta do questionário, envie-nos para o seguinte endereço de e-mail: claudiosz@usp.br.

Atenciosamente,

APÊNDICE 2

Segunda mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes

Prezado(a),

Somos bastante gratos pelo seu apoio no preenchimento de nosso questionário para uma pesquisa que consideramos ser de extrema relevância. Esperamos em breve termos o relatório com os resultados que lhe disponibilizado.

Caso você ainda não tenha tido a oportunidade de completar e nos enviar o questionário que se encontra no link (<http://fs6.formsite.com/ClaudioSoergerZaro/form3/index.html>), esperamos recebê-lo em breve. Sua resposta é fundamental.

Muito obrigado!

Atenciosamente,

APÊNDICE 3

Terceira mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes

Prezado(a),

Alguns dias atrás encaminhamos um questionário sobre a influência de fatores de incentivo e tributação na escolha de formas específicas de remuneração. Se você já preencheu o questionário gostaríamos de manifestar nosso agradecimento pelo seu apoio! Esperamos obter resultados que possam ser bastante úteis para a sua realidade de negócios.

Caso você ainda não tenha tido a oportunidade de completar e nos enviar o questionário que se encontra no link (<http://fs6.formsite.com/ClaudioSoergerZaro/form3/index.html>), esperamos que possa fazê-lo até o dia 15/10, quando estaremos encerrando essa fase da pesquisa.

Seu apoio e participação são fundamentais para a qualidade dessa pesquisa!

Muito obrigado!

Atenciosamente,

APÊNDICE 4

Terceira mensagem eletrônica enviada para os gestores participantes que ainda não haviam respondido

Prezado(a),

Algumas semanas atrás enviamos um questionário investigando a influência de fatores relacionados a incentivos e tributação na escolha das formas de remuneração utilizadas pela sua empresa. Pelo controle que conseguimos implementar, parece-nos que a resposta da sua empresa ainda não foi retornada.

Já recebemos algumas respostas, que demonstram grande diversidade na influência desses critérios. Infelizmente, até o momento, as respostas não são suficientes para efetuar a análise estatística dos dados.

Esse novo contato é devido a importância que a sua resposta tem para proporcionar resultados precisos e relevantes. Gostaríamos de receber suas informações para garantir que o estudo seja realmente representativo. Nós acreditamos que os resultados serão muito úteis para a análise pelas empresas e talvez também possa ser um instrumento para sensibilizar os legisladores sobre a urgência da desoneração da folha de salários.

Como já manifestado nos e-mails anteriores, sua empresa não será identificada no estudo. As informações serão processadas de forma agregada, para que suas informações não sejam expostas. A confidencialidade dos respondentes é um tema de extrema importância para nós, bem como para a Universidade.

Esperamos contar com seu apoio, através do preenchimento do questionário, que solicitamos seja feito até o dia 15/10/2013. No entanto, se por alguma razão preferir não responder, pedimos que nos informem para registrarmos essa situação.

Agradecemos antecipadamente por sua colaboração!

Atenciosamente,

Apêndice 5

Questionário

SISTEMAS DE REMUNERAÇÃO GERENCIAL: INFLUÊNCIA DE INCENTIVOS E DE TRIBUTOS

FEAUSP
C A P E S

[Report Abuse](#)

[Next >>](#)

INFORMAÇÃO IMPORTANTE:

Esse formulário não é salvo automaticamente. Para ser considerado válido deve ser completamente preenchido e submetido.

Caso deseje receber o resultado da pesquisa, solicitamos que informe seu e-mail aqui:

Em caso de dúvidas ou dificuldades no preenchimento, favor contatar Cláudio Soerger Zaro através do celular(11) 9.5361-097 ou e-mail: claudiosz@usp.br

formsite

[Report Abuse](#)

<< Previous

Next >>

Progress: 25% Complete

Parte 1: Configuração do Plano de Remuneração

Gostaríamos de compreender aspectos dos planos de remuneração de cargos de gestão e nesse sentido solicitamos sua colaboração respondendo as seguintes perguntas sobre o plano de remuneração utilizado pela empresa:

* 1. Considerando o montante total pago aos gestores no último ano, favor informar o percentual médio aproximado para os componentes da remuneração total para cada nível hierárquico: (i) do CEO - principal executivo; (ii) da DIRETORIA - demais membros do corpo diretivo da empresa; (iii) da GERÊNCIA - nível de gerência diretamente subordinado à diretoria.

	(i) CEO	(ii) DIRETORIA	(iii) GERÊNCIA
% Salário Fixo	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
% Bônus Anual	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
% PLR - Distribuição de Lucros ou Resultados de acordo com a Lei 10.101/00 ou com o inc. II do art.462 do RIR/1999	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
% Outras formas de Distribuição de Lucros ou Resultados	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
% Contratos de Opções de Ações	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
% Planos de Longo Prazo	<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
TOTAL	100%	100%	100%

* 2. Ano em que o atual Plano de Remuneração foi implantado

Em caso de dúvidas ou dificuldades no preenchimento, favor contatar Cláudio Soerger Zaro através do celular (11) 9.5361-097 ou e-mail: claudiosz@usp.br

* Indicates Response Required

formsite

[Report Abuse](#)

<< Previous

Next >>

* iii) Em relação aos aspectos relacionados indique o grau de importância considerando a determinação da remuneração da GERÊNCIA (nível de gerência diretamente subordinado à diretoria): Utilize uma escala de 1 (POUCO IMPORTANTE) até 7 (MUITO IMPORTANTE).

	1	2	3	4	5	6	7
Fazer com que o gestor tenha seus interesses alinhados com o dos proprietários do negócio.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Oferecer nível de remuneração adequado aos níveis de mercado.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Incentivar o gestor a maior esforço no desempenho de suas atividades.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Servir como ferramenta de atração de talentos.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Servir como ferramenta de retenção do gestor.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Direcionar os esforços do gestor para uma orientação de longo prazo, evitando foco exagerado no curto prazo.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Em caso de dúvidas ou dificuldades no preenchimento, favor contatar Cláudio Soerger Zaro através do celular(11) 9.5361-097 ou e-mail: claudiosz@usp.br

* Indicates Response Required

formsite

[Report Abuse](#)

<< Previous

Next >>

4. Gostaríamos de entender aspectos relacionados à tributação, no processo de escolha das modalidades de remuneração identificadas na sessão anterior.

[illegible][illegible]

*** iii) Indique a importância desses aspectos considerando a determinação da remuneração GERÊNCIA (nível de gerência diretamente subordinado à diretoria): Utilize uma escala de 1 (POUCO IMPORTANTE) até 7 (MUITO IMPORTANTE).**

	1	2	3	4	5	6	7
Incidência das contribuições previdenciárias patronais.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Obrigatoriedade de pagamento dos reflexos trabalhistas.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
A obrigatoriedade de recolhimento de FGTS.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
A possibilidade de dedução, para apuração do IRPJ e CSLL, da despesa reconhecida relativa à remuneração.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
A possibilidade de postergação do recolhimento de tributos, através da remuneração dos funcionários em períodos futuros.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Em caso de dúvidas ou dificuldades no preenchimento, favor contatar Cláudio Soerger Zaro através do celular(11) 9.5361-097 ou e-mail: claudiosz@usp.br

* Indicates Response Required

formsite

[Report Abuse](#)

<< Previous

Next >>

Progress: 63% Complete

Parte 3 - Características da empresa

Essa seção procura identificar algumas características de sua empresa

*** 5. Gostaríamos que você indicasse qual a importância relativa das seguintes estratégias empresariais em sua empresa. (Percentuais devem totalizar 100%).**

- a. Aumento nas receitas/vendas e na participação de mercado, havendo interesse em aceitar baixos retornos sobre o investimento no médio-prazo, se necessário
- b. Manutenção da participação de mercado e obtenção de razoável retorno sobre o investimento
- c. Maximização da lucratividade e do fluxo de caixa no curto- e médio-prazo, havendo interesse em sacrificar participação de mercado, se necessário
- d. Preparação para venda ou liquidação
- e. Nenhum dos acima

0/100 points

No caso de ter indicado a opção 'Nenhum dos acima', por favor, especifique:

*** 6. Favor indicar o grau de importância dos elementos a seguir, nas relações cotidianas da maioria dos empregados da empresa. Utilize uma escala de 1 (POUCO IMPORTANTE) até 7 (MUITO IMPORTANTE).**

	1	2	3	4	5	6	7
O bem estar do grupo é mais importante do que a recompensa individual.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
O sucesso do grupo é mais importante do que o sucesso individual.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Ser aceito pelos membros do grupo de trabalho é muito importante.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Empregados deveriam perseguir seus objetivos somente depois de considerar o bem estar do grupo.	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

Em caso de dúvidas ou dificuldades no preenchimento, favor contatar Cláudio Soerger Zaro através do celular(11) 9.5361-097 ou e-mail: claudiosz@usp.br

* Indicates Response Required

formsite

[Report Abuse](#)

<< Previous

Next >>

Progress: 75% Complete

Parte 5 - Informações gerais

* 7. Empresa:

* 8. Qual o número médio de funcionários ao longo do ano de 2012:

* 9. Os Acionistas ou Quotistas exercem papel de Gestão na empresa?

* 10. Cargo do respondente:

No caso de ter indicado a opção 'Outro', por favor, especifique:

* 11. Cargo do superior imediato:

No caso de ter indicado a opção 'Outro', por favor, especifique:

* 12. Há quantos anos o respondente ocupa esta função?

* Indicates Response Required