

Análise da Relação entre Planejamento Tributário, *Spin-Offs* Corporativos e Retornos Anormais.

RONALDO JOSÉ REGO DE ARAÚJO

Universidade Federal da Paraíba

ÁLYSSON LEANDRO NASCIMENTO DE OLIVEIRA

Universidade Federal da Paraíba

Resumo

A prática de planejar os tributos, de acordo com Lima Filho (2009), é uma opção para o profissional, que atua estrategicamente nas empresas, cada vez mais apreciada pelas organizações e que se torna fundamental para que elas ampliem sua competitividade nos mercados em que atuam. Segundo Kronbauer, Assumpção e Alves (2014), a reorganização societária está entre as formas de planejamento tributário exequíveis para este fim. O objetivo desta pesquisa foi o de investigar e identificar a relação entre as reorganizações societárias do tipo operações de *spin-off* que já ocorreram no Brasil e as suas respectivas reações de mercado. Considera-se operações de *spin-off* um dos métodos de reestruturação societária livre de impostos, e que possibilita à gestão da empresa concentrar-se nas competências essenciais da organização. Foram identificadas oito operações de *spin-off* no período de 2000 a 2014 no mercado brasileiro, porém apenas três delas foram realizadas no mercado de capitais, resultando, pois, na amostra desta pesquisa. A metodologia empregada consistiu na verificação dos retornos anormais, em uma janela de eventos de cinco dias. Adicionalmente, verificou-se a existência de diferenças significativas das despesas tributárias após a concretização do *spin-off* em relação as despesas tributárias nos dois anos imediatamente anteriores, bem como em relação mercado nos dois anos seguintes. Os principais resultados revelam a existência de ganhos e perdas anormais em duas das três operações analisadas, corroborando com os achados de Seifert e Rubin (1989), Cusatis et al (1993), Maxwell e Rao (2003), Veld e Veld-Merkoulova (2008). Outros resultados apontaram para a não geração de benefícios tributários após a realização das operações de *spin-off*, contrariando os achados de Schipper e Smith (1983).

Palavras-chave: Reorganização societária; *Spin-Off*; Retorno anormal; Planejamento tributário.

1 Introdução

Além de uma forte concorrência enfrentada pelas empresas, o ambiente tributário no qual elas estão inseridas torna-se um desafio que intensifica a necessidade de diferenciação para que as mesmas possam sobreviver. No Brasil, conforme o relatório de “Estatísticas Tributárias na América Latina e Caribe”, preparado pela Organização para Cooperação Econômica (OCDE), a carga tributária é a maior entre os países da América Latina (Receita Federal do Brasil, 2015).

Este cenário, caracterizado por constantes mudanças, exige que as organizações adotem uma postura estratégica que as possibilitem, por meio de planejamento, alcançar vantagens competitivas e que agregue valor aos seus proprietários. De acordo com Lima Filho (2009), a prática de planejar os tributos é uma opção para o profissional, que atua estrategicamente nas empresas, cada vez mais apreciada pelas organizações e que se torna fundamental para que elas ampliem sua competitividade nos mercados em que atuam.

Segundo Kronbauer, Assumpção e Alves (2014), a reorganização societária está entre as formas de planejamento tributário exequíveis para este fim. Neste sentido, Scholes et al. (2009) citam o *Spin-off* como sendo um dos métodos de reestruturação societária livre de impostos, e que permite, ainda, a gestão da empresa concentrar-se nas competências essenciais da organização.

Afirmam ainda os autores, que o *spin-off* ocorre quando uma determinada empresa divide suas operações em duas (ou mais) pessoas jurídicas distintas, permitindo assim que a empresa principal se liberte de um conjunto de ativos, criando assim, uma nova empresa que é colocada para negociação no mercado de capitais (salientando que se o negócio já for operado com subsidiárias, a reestruturação antes do *spin-off* pode ser desnecessária). Em ambos os casos, a organização alienante distribui as ações da nova empresa (subsidiária) aos acionistas da empresa alienante de maneira equitativa, ou seja, os mesmos acionistas terão ações da empresa que opta pela prática do *spin-off*, bem como da nova empresa.

Contudo, a realização de um *spin-off* não gera entrada de fluxo de caixa para a empresa principal, uma vez que as ações da nova entidade são distribuídas por igual entre seus acionistas. Não obstante, pesquisas apontam que o anúncio de uma operação de *Spin-off* provoca uma reação favorável por parte no mercado, por meio de retornos anormais (Hite & Owers, 1983; Miles & Rosenfeld, 1983; Schipper & Smith, 1983). Cusatis et al. (1993) corroboram com estes estudos, e acrescentam que esta performance favorável podem estender-se no longo prazo.

Os estudos supracitados, no entanto, foram realizados com empresas no mercado americano. Kronbauer, Assumpção e Alves (2014) observam que, no Brasil, as operações de *spin-off* são consideradas atípicas, e ainda incipientes, não tendo ainda previsão na legislação societária brasileira. Sendo assim, faz-se mister investigar e identificar a relação entre as operações de *spin-off* que já ocorreram no Brasil e as suas respectivas reações de mercado. Espera-se que, assim como no mercado americano, ocorra uma reação positiva do mercado, que gere valor ao acionista.

Desta forma, o presente estudo se justifica por trazer à tona uma discussão sobre um tema embrionário no Brasil, com pouca literatura a seu respeito, mas importante, uma vez que está relacionado a uma possibilidade pela qual as organizações podem manter-se no mercado frente a competição imposta. Ademais, este estudo contribui com a literatura já existente,

evidenciando a realidade brasileira nas operações de *spin-off*. Muito embora, ainda, não seja uma operação regulamentada no Brasil, já torna-se uma realidade nas estratégias das empresas.

2 Referencial Teórico

2.1 Planejamento Tributário

Em muitos países, a legislação contábil diverge da legislação tributária (Sunder, 1997), como ocorre no Brasil. De maneira geral, o sistema fiscal, adotado pelo Governo de um país, visa sistematizar as contas públicas para atender aos benefícios da população (Groves & Valente, 1986). Contudo, Formigoni et al (2012) defendem que em virtude do alto custo em desenvolver um sistema fiscal próprio, o Governo utiliza os relatórios contábeis como bases de arrecadação e fiscalização, contudo estabelece critérios adicionais que garantam os interesses governamentais.

No limiar entre os critérios definidos pelo fisco e as regras contábeis é que surge o gerenciamento de resultados tributários. O Planejamento Tributário ou o Tax Management – TM é tido como um tipo de comportamento adotado pelas empresas em todo o mundo, como forma de amenizar os encargos sobre o lucro líquido (Zimmermann & Gonchariv, 2006). Na visão de Tang (2005), essa prática é adotada por meio da deturpação da legislação fiscal do país, de forma que sua aplicação favoreça, tributariamente, os resultados da companhia.

Nesses termos, as empresas buscam realizar o TM com vistas a conseguir resultados que reduzam a carga tributária e, conseqüentemente, maximizem seus interesses, como prega a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1973).

Embora muitas discursões surjam entre as divergências das regras contábeis e tributárias, há uma vertente que analisa as escolhas oportunistas por parte dos gestores com a finalidade de pagar menos tributos (Tang, 2005). Nessa perspectiva, esta pesquisa se detém a esta análise, quando busca identificar se o a adoção de reorganização societária, mais especificamente o *Spin-Off* adotado no Brasil, apresenta reduções nas carga tributária das companhias e retornos anormais para as companhias que o adotaram, maximizando, pois, seus interesses.

2.2.2.2 Reorganização societária e o *Spin-Off* no Brasil

De acordo com Gallo et al. (2004) não há uma definição precisa para o termo reorganizações societárias, contudo, estas referem-se às operações de fusões, incorporações ou cisões, e são realizadas com intuito de se obter benefícios. Nesta esteira, Gaughan (2015) afirma que a reorganização societária geralmente relaciona-se a alienações de ativos, que ocorrem quando as empresas adquirem outras empresas ou se desenvolveram por meio de outras divisões.

As operações citadas, trazem previsão legal no texto da Lei nº 6.404/76 que dispõe sobre as Sociedades por Ações, cabendo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o estabelecimento de normas especiais de avaliação e contabilização aplicáveis a estas operações quando envolvem empresas de capital aberto (Art. 226 da Lei nº 6.404/76). De acordo com o texto legal, tem-se que:

Fusão – é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar

www.congressosp.fipecafi.org

sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (Art. 228 da Lei nº 6.404/76); Incorporação – é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações. (Art. 227 da Lei nº 6.404/76); Cisão – é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão (Art. 229 da Lei nº 6.404/76).

No contexto internacional, uma outra operação vêm ganhando destaque: o *Spin-off*. Conforme Scholes et al. (2009), o *spin-off* é uma técnica de desinvestimento livre de impostos (desde que atenda aos pré-requisitos da Receita Federal Americana), no qual a empresa alienante tem uma dada divisão separada, formando uma nova entidade, ou quando uma subsidiária, já existente, é separada da empresa “mãe”, também formando uma nova entidade, com controle separado da empresa mãe. Em ambos os casos, o autor ainda afirma que, não há a geração de fluxos de caixa, visto que nestas operações as ações da nova empresa são distribuídas de forma igualitária entre os acionistas da empresa alienante.

De acordo com Verçosa e Barros (2002) a cisão assemelha-se a um *spin-off*, já que o aumento de capital dá-se por meio de transferência de bens e de outros elementos. Corroborando com estes autores, Kronbauer, Assumpção e Alves (2014) também levantam semelhanças entre ambas as operações, contudo, apontam que, enquanto na cisão a empresa cindida é extinta, no *spin-off*, a empresa alienante não se extingue.

Muito embora o *spin-off* já seja uma operação comum em mercados desenvolvidos como nos Estados Unidos, no mercado brasileiro esta operação ainda é insólita e não tem amparo legal. Mesmo não possuindo previsão na legislação brasileira para operações de *spin-off*, Verçosa e Barros (2002) aponta que é possível adotá-la em atendimento ao princípio constitucional da liberdade das convenções, sob a condição de não confrontar os princípios legais brasileiros.

A despeito da vantagem tributária, a não geração de fluxo de caixa pode aparentar um problema que desestimule a adoção do *spin-off* como estratégia tributária. Cabe ressaltar, que outras vantagens podem ser alcançadas com sua adoção. Nesta perspectiva, Luc, Filion e Fortin (2002) destacam alguns possíveis benefícios a serem auferidos por ambas as empresas (mãe e nova empresa derivada da primeira):

Tabela 1 Benefícios oriundos de Operações *Spin-Off*

Para a empresa Alienante (mãe)	Para empresa fruto do <i>Spin-Off</i>
<ul style="list-style-type: none"> - Maior foco na atividade principal; - Extensão das linhas oferecidas; - Exploração de novos mercados - Crescimento do poder de barganha com fornecedores; - Preservação do emprego; - Atração de talentos e valorização da imagem (papel social). 	<ul style="list-style-type: none"> - Compartilhar dos riscos; - Exclusividade com fornecedor; - Empréstimos financeiros e facilidade no pagamento; - Conselhos em gestão; - Acesso aos recursos necessários para seu desenvolvimento; - Acesso à informação estratégica e de concorrência; - Aprendizagem rápida em matéria de métodos e procedimentos; - Efeitos de halo da empresa-mãe e em alguns casos, de sua reputação; - Limiar de rentabilidade atingido mais rapidamente.

Fonte: Luc, Filion e Fortin (2002) – adaptado

Diante do exposto, percebe-se que o *spin-off* pode funcionar como uma ferramenta válida, não só para fins tributários, mas, também para a estratégia da empresa, trazendo benefícios para a empresa alienante, bem como para a empresa fruto *do spin-off*.

No Brasil, são raros os casos em que este procedimento foi realizado, podem-se citar os seguintes casos que tiveram aprovação no Brasil por parte dos órgãos competentes:

Tabela 2 Empresas que optaram no Brasil pelo *Spin-Off*

Ano	Empresa-mãe	Empresa (<i>Spin-off</i>)
2001	Cooperativa Vinícola Aurora	Aurora Ativos S/A
2003	Coritiba Foot Ball Club	Coritiba Futebol S/A
2003	Cvc - Opportunity Equity Partners	International Equity Investments Inc.
2004	Tele Norte Leste Participações S.A.	Contax Participações S.A.
2005	A LIGHT - Serviços De Eletricidade S.A.	LIGHT ENERGIA S/A
2007	Trane Do Brasil	Wabco Do Brasil Indústria E Comércio De Freios Ltda
2011	Converteam Brasil	Alstom Brasil Ltda
2012	Hypermarcas	Braga Holding S.A

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Dentre os casos citados acima, apenas três ocorreram em bolsas de valores, sendo por tanto, os casos pesquisados neste estudo.

2.3 Estudos Anteriores

A busca das organizações pela permanência no mercado tem as levado a busca por estratégias de planejamento tributário que diminuam o custo de suas operações, bem como, estratégias que levem a empresa a otimizarem a utilização de seus recursos na realização de suas atividades.

A Tabela 03 apresenta um resumo com informações sobre estudos anteriores, evidenciando o título do trabalho, ano, Periódico/Journal, autores, objetivos e principais resultados. Para obtenção da informação exposta, foram utilizados indexadores nacionais (SciELO e Spell) e internacionais (Wiley e Science Direct), bem como foram utilizadas buscas pelo Google Acadêmico. Palavras como “*spin-off*”, “*spin-off* corporativo”, “reorganização societária”, “reestruturação societária” foram usadas para encontrar os trabalhos. Cabe destacar, como exemplo, que quando buscadas as palavras “*Spin-off* corporativo” no indexador Spell (Brasil) obteve-se 1 (um) resultado, enquanto a mesma busca (“Corporate *Spin-off*”) no indexador Wiley (EUA) retornou 39 (trinta e nove) resultados.

Tabela 3 Framework de Estudos Anteriores

Título	Ano	Journal	Autores	Objetivo	Resultado

Building Knowledge in Accounting

The Effect of Voluntary <i>Spin-off</i> Announcements on Shareholder Wealth	1983	The Journal Of Finance	James D. Rosenfeld	Estimar o efeito do anúncio voluntário de <i>spin-off</i> sobre a riqueza dos acionistas.	-Os anúncios de <i>spin-off</i> têm influência positiva sobre os preços das ações -O aumento relativo no preço da ação é maior para grandes <i>spin-offs</i> do que para os pequenos
Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary <i>spin-offs</i>	1983	Journal of Financial Economics	Katherine Schipper, Abbie Smith	Investigar o efeito dos anúncios de <i>spin-offs</i> corporativos voluntários sobre a riqueza dos acionistas	-Ocorre Uma reação positiva significativa no preço das ações estudadas -As evidências sugerem que os ganhos surgem a partir de vantagens fiscais e regulatórias e/ou melhoria da eficiência gerencial resultante do <i>spin-off</i>
<i>Spin-offs</i> and the listing phenomena	1989	Journal of Economics and Business	Bruce Seifert, Bruce Rubin	Examinar os retornos de ações comuns de ambas as empresas-mãe e <i>spin-off</i>	<i>Spin-offs</i> incorrem em perdas anormais quando as empresas começam a negociar o <i>spin-off</i>
Restructuring through spinoffs: The stock market evidence	1993	Journal of Financial Economics	Patrick J. Cusatis, James A. Miles, J.Randall Woolridge	Investigar o valor criado através <i>spin-offs</i> , medindo o retorno das ações de <i>spin-offs</i> e das empresas-mãe	Ocorrem retornos anormais significativamente positivos para <i>spin-offs</i> , e empresas-mãe
The effects of <i>spin-offs</i> on corporate investment and performance	1996	Journal of Financial Research	Shane A. Johnson, Daniel P. Klein and Verne L. Thibodeaux	Examinar características das empresas envolvidas no <i>spin-offs</i> e testar se estes <i>spin-offs</i> induzem mudanças no desempenho econômico	-As empresas envolvidas em <i>spin-offs</i> são maiores, mais alavancadas, e têm giro dos ativos de maior e menor crescimento no ativo real do que concorrentes do setor. - <i>Spin-offs</i> geram aumentos significativos no crescimento do ativo real e margem de fluxo-de-caixa sobre as vendas
Learning about Internal Capital Markets	2002	The Journal of Finance	Robert Gertner, Eric Powers and David Scharfstein	Examinar o comportamento do investimento das empresas	<i>Spin-offs</i> podem melhorar a alocação de capital.

Building Knowledge in Accounting

from Corporate Spin-offs				antes e depois do <i>spin-off</i>	
Do <i>Spin-offs</i> Expropriate Wealth from Bondholders ?	2003	The Journal of Finance	William F. Maxwell and Ramesh P. Rao	Testar as hipóteses utilizadas para explicar os ganhos dos acionistas sobre o anúncio de um <i>spin-off</i> de que há uma transferência de riqueza dos detentores de dívidas para os acionistas	-Detentores de dívidas, em média, sofrem um retorno anormal negativo significativo durante o mês do anúncio <i>spin-off</i> -Expropriação de riqueza dos detentores de dívida não é uma explicação completa sobre os ganhos dos acionistas. Ocorre uma perda deste grupo devido ao risco financeiro da empresa-mãe.
Value creation through <i>spin-offs</i> : A review of the empirical evidence	2008	International Journal of Management Reviews	Chris Veld and Yulia V. Veld-Merkulova	Revisar a literatura sobre os fatores que influenciam os efeitos da riqueza associada com os anúncios de <i>spin-offs</i> corporativos	-Um retorno anormal médio significativamente positivo é encontrado durante a janela de evento. -Os retornos são mais elevados para <i>spin-offs</i> maiores para desinvestimentos que envolvem benefícios tributários, regulamentares e que levam a uma melhoria de foco industrial. - <i>Spin-offs</i> que são concluídos estão associados com retornos anormais mais baixos do que os não concluídos. -Usando testes estatísticos mais refinados, não se encontram retornos anormais no longo prazo.
Vertical divestitures through equity carve-outs and <i>spin-offs</i> : A product markets perspectiv	2011	Journal of Financial Economics	Bharat A. Jain, Omesh Kini, Jaideep Shenoy	Investigar a decisão de se desmembrar verticalmente	-Desinvestimentos verticais são mais suscetíveis em resposta a surpresas de demanda positiva do setor, condições de financiamento favoráveis, menor produtividade relativa da empresa-mãe e é menos provável quando o potencial de problemas de negociação é alto. - <i>Equity carve-outs</i> são mais prováveis em ambientes em que os investimentos específicos de uma relação são mais predominantes e quando a necessidade de fundos externos é alta, enquanto <i>spin-offs</i> são mais prováveis em grandes indústrias e

Building Knowledge in Accounting

					em indústrias que experimentam surpresas de demanda positiva do setor
Reorganização societária atípica: impactos contábeis e tributários de reorganizações societárias caracterizadas como drop down	2014	Revista de Contabilidade da UFBA	Debora Skibinski Assumpção, Clovis Antonio Kronbauer, Diego Saldo Alves	Analisar como são tratadas no âmbito fiscal e societário as reorganizações societárias conhecidas por <i>drop down</i> (<i>spin-off</i>).	Mesmo não sendo divulgada e/ou muito conhecida no Brasil, O <i>drop down</i> vem sendo utilizado em muitas estratégias de negócios das empresas brasileiras. Portanto, a partir da análise dos resultados obtidos, pode-se observar que as operações de <i>drop down</i> encontram acolhimento tanto na esfera do mercado de capitais quanto na esfera fiscal e judicial, desde que cumpridos todos os regramentos societários, contábeis e fiscais.
The effects of corporate <i>spin-offs</i> on productivity	2014	Journal of Corporate Finance,	Thomas J. Chemmanur, Karthik Krishnan, Debarshi K. Nandy	Investigar os mecanismos subjacentes e os efeitos reais de <i>spin-offs</i>	<i>Spin-offs</i> aumentam a produtividade total dos fatores (PTF) e que essas melhorias de produtividade são de longa duração
A Criação de <i>Spin-Offs</i> Corporativos : relação com a Organização- Mãe na Perspectiva dos Recursos	2015	Revista Alcance	Janaynna de Moura Ferraz, Rivalda Meira Teixeira	Analisar o surgimento de <i>spin-offs</i> corporativos	-O tipo de ligação e os recursos fornecidos contribuem para a consolidação dos novos negócios. -A organização mãe tende a apoiar casos em que o <i>spin-off</i> faça parte de sua cadeia de valor.
Corporate divestitures: <i>Spin-offs</i> vs. sell-offs	2015	Journal of Corporate Finance	Alexandros P. Prezas, Karen Simonyan	Investigar os determinantes da escolha entre duas formas de alienações corporativas <i>spin-offs</i> contra <i>sell-offs</i> .	-Empresas com avaliações de mercado mais baixas em relação ao seu valor intrínseco são mais propensas a cisão de seus ativos. -Os ativos que tem baixa performance em relação a todo o seu potencial são mais propensos a ser vendidos. - <i>Spin-offs</i> são mais prováveis durante períodos de otimismo dos investidores. - -- <i>Spin-offs</i> estão associados a efeitos mais positivos do anúncio de <i>sell-off</i> . -As empresas que vendem seus ativos exibem melhor desempenho operacional e retorno nas ações no longo prazo em comparação com aqueles que desmembram seus ativos.

Executive compensation and the corporate <i>spin-off</i> decision	2015	Journal of Economics and Business	Yi Feng, Debarshi K. Nandy, Yisong S. Tian	investigar o efeito de incentivos do CEO sobre as decisões de <i>spin-off</i> corporativos	Enquanto as empresas que pagam incentivos mais baixos aos CEOs têm um efeito mais forte no momento do anúncio, as empresas que pagam altos incentivos experimentam o desempenho melhor no longo prazo das ações
---	------	-----------------------------------	--	--	---

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Como se pode perceber, a discussão no Brasil a respeito das operações de *spin-off* ainda é escassa em relação aos estudos feitos em mercados desenvolvidos como os Estados Unidos. Além disto, nota-se uma preocupação com os motivos que levam as empresas a buscarem o *spin-off* e, principalmente, suas consequências, de maneira específica, os retornos anormais possivelmente alcançados pelas empresas envolvidas. Este trabalho avança em relação aos estudos anteriores na medida em que busca as consequências obtidas pelas empresas envolvidas em processos de *spin-off* no mercado brasileiro, evidenciando se os resultados encontrados na literatura estrangeira aplicam-se a um mercado emergente como no Brasil.

3 Metodologia

3.1 Tipo de Pesquisa e Amostra

A presente pesquisa pode ser classificada como quantitativo-descritiva, por meio do emprego de modelos operacionais e análise das interações entre as variáveis, através o teste de médias aplicados.

A população desta pesquisa foi composta pelas companhias que têm seu capital aberto na BM&FBovespa. A amostra, por sua vez, corresponde as companhias realizaram operações *Spin-Off* no período de 2000 a 2014.

Tabela 4 Composição da Amostra da Pesquisa

1. Companhias que realizaram operações <i>Spin-Off</i> no período de 2000 a 2014	08
2. Companhias que realizaram operações <i>Spin-Off</i> que não tem seu Capital Aberto na BM&FBovespa	06
3. Companhias com dados indisponíveis ou insuficientes	00
4. Amostra da Pesquisa [(1) – (2) – (3) = (4)]	02

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

3.2 Hipóteses e Modelos Empregados

Para o alcance do objetivo central desta pesquisa foi empregado duas técnicas empíricas: o estudo de eventos e a aplicação técnicas estatísticas.

De acordo com Machado e Machado (2008), o estudo de evento corresponde a uma técnica de pesquisa empírica, em que se estuda os impactos de eventos econômicos e financeiros no valor das empresas, ou seja, o comportamento dos preços e retornos no mercado financeiro. Esta suposição teórica está ancorada na Hipótese de Mercado Eficiência (HME), defendida por Fama (1970, 1991), em que o mercado precifica adequadamente e imediatamente um ativo, mediante as informações disponíveis.

Contudo, de acordo com os estudos de Fama (1970, 1991), a observância de retornos anormais após a divulgação de um evento, contradizem a HME. Baseado nisso, estipulou-se a seguinte hipótese:

H1: O anúncio ao mercado de operações de Spin-Off não gera retornos anormais para a Empresa mãe.

O retorno anormal é caracterizado pelo excedente entre o retorno observado no período da janela do evento e o retorno esperado pelo modelo, sem que o evento possa influenciá-lo (Lima, 2011). MacKinlay (1997) apresenta dois tipos de modelos de estimação: estatístico e econômico. Esta pesquisa, por sua vez, utilizará um modelo estatístico.

O modelo empregado para a estimação do retorno esperado será o Modelo de Retornos ajustados a média. Este modelo assume que o retorno esperado $E(R_i)$ de uma ação é igual a uma constante (K_i), em que está corresponde à média dos retornos da ação no período $t-1$ (Brown & Warner, 1980). De tal maneira que, achados o retorno esperado, possa encontrar o retorno anormal (AR_{it}) por meio da diferença do retorno observado (R_{it}) (equação 1).

$$AR_{it} = R_{it} - K_{i(t-1)} \quad (1)$$

Para fins dos resultados desta pesquisa, considera-se o período $t-1 = -60$, levando-se em consideração o período final 5 dias antes da data do evento, para não influenciar o retorno estimado com o período de análise (vide figura 1).

Já a janela de eventos, corresponde ao período em que será analisado se determinado evento influencia o comportamento de um determinado ativo (Machado & Machado, 2008). Nesta pesquisa, considera-se evento a data do anúncio realizado ao mercado, por meio de Fato Relevante e divulgado pelo portal da CVM, informando a operação de *Spin-Off*, que será realizada pela Companhia (dia 0). A janela utilizada nesta pesquisa um tamanho variado, habitualmente utilizado em pesquisas nas áreas de contabilidade e finanças, iniciando -5 a $+5$, tendo como base a data do evento. A título de ilustração, apresenta-se a figura 1.

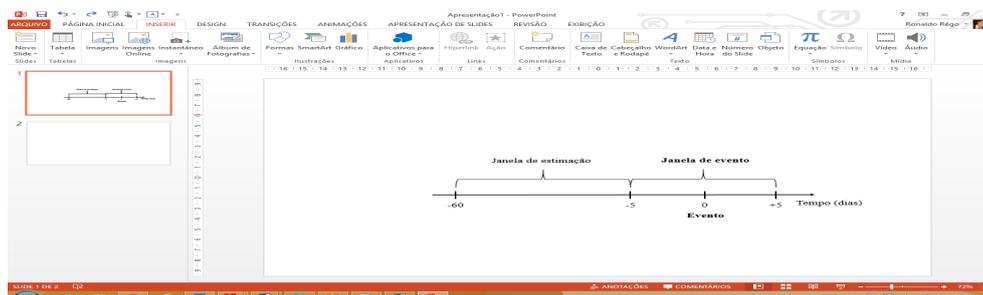


Figura 1 Janela de Estimação e Evento

Fonte: MacKinlay (1997) - adaptado

De maneira suplementar, a reorganização societária, por meio do desinvestimento, tratados nesta pesquisa como as operações de *Spin-Off*, é consequência de uma decisão gerencial, e que, além de gerar eficiência operacional, pode gerar benefícios fiscais (Schipper & Smith, 1983). Nessa perspectiva, formulou-se a segunda hipótese:

H2: As operações de Spin-Off geram benefícios fiscais para a Empresa mãe.

Para efeito de verificação da existência de benefícios fiscais após a operação de *Spin-Off*, verificar-se-á a existência de diferenças da relação apresentada na equação 2 do *ex ante* e *ex post* o evento analisado. Será considerado *ex ante* e *ex post* o período de dois anos, tomando por base o ano da divulgação da operação de *Spin-Off*.

$$DespTrib_{it} = \frac{ImpLucr_{it}}{LAIR_{it}} \quad (2)$$

Para testar a hipótese 2 desta pesquisa, será realizado o teste de média, Teste *t* *Studente*, com resultados da equação 2, para verificar se há diferença entre os resultados encontrados (Gujarati & Poter, 2011; Brooks, 2014).

3.3 Procedimento de Coleta de Dados

As informações contábeis foram extraídos da base de dados da Economática® e as informações necessários para identificação dos *Spin-Off* dos Fatos Relevantes divulgados pelas próprias companhias, disponíveis no portal da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. O Período de abrangência desta pesquisa corresponde aos anos de 2000 a 2014.

4 Apresentação e Análise dos Resultados

Conforme definido nos procedimentos metodológicos, a pesquisa utilizou a divulgação de operações de *Spin-Off* para verificar a obtenção de retornos anormais, obtido por meio da *Equação 1*, por parte da Companhia mãe. Estes, por sua vez, foram separados em dois grupo:

um com os retornos anormais percebidos antes da operação de *Spin-Off* e o outro com os retornos anormais percebidos após a divulgação da operação.

Feito isso, aplicou-se o Teste *t Studente* para cada um dos grupos analisados e em cada uma das empresas estudadas. A Tabela 5 apresenta os resultados desses testes, sendo segmentada em painéis, um para cada empresa. Neles, percebe-se 5 observações para cada empresa, ou seja, 5 observações diárias de retornos antes e 5 observações diárias após a divulgação da operação.

Os resultados apontam que as *OPER1* e *OPER3* (Painéis A e C) apresentaram retornos anormais e significativos estatisticamente ao nível de 5% e 1%, respectivamente. Isso implica dizer que a divulgação ao mercado financeiro da realização da Operação *Spin-Off* geraram para as empresas mãe, retornos anormais, verificados numa janela de cinco dias após o evento.

Embora as *OPER1* e *OPER3* tenham apresentado retornos anormais, elas apresentaram comportamentos diferenciados. Na *OPER1*, a divulgação do *Spin-Off* geraram efetivamente ganhos anormais por meio dos retornos anormais positivos. Já com relação à *OPER3*, foi o contrário: a divulgação do *Spin-Off* geraram retornos anormais negativos, perdas anormais.

Tabela 5 – Teste *t* de Student de Médias entre os Retornos antes e depois do evento

Painel A – Diferença entre os retornos anormais 5 dias antes e depois do anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Light S/A realizado em 31 de outubro de 2005

OPER1 – AR	Obs	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrã o	Intervalo de Confiança 95%	
AtsEvent	5	-.256	.3013569	.6738546	-1.092701	.580701
DpsEvent	5	1.178	.2951	.6598636	.3586711	1.997329
Diferença	5	-1.434	.5873125	1.313.271	-33.064641	.196641
H ₀ (dif. Média) = 0						
0						
	t=		t = -2.4416			Gl = 4
Ha (dif. Média) < 0		Ha (dif. Média) = 0		Ha (dif. Média) > 0		
	0		0			0
Pr (T < t) = 0.0355		Pr (T < t) = 0.0711		Pr (T > t) = 0.9645		
0.7806		0.7806		0.7806		
= 0		= 0		= 0		

Painel B – Diferença entre os retornos 5 dias antes e depois do anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Hypermarcas realizado em 10 de junho de 2009

OPER2 – AR	Obs	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrã o	Intervalo de Confiança 95%	
AtsEvent	5	5.28	1.083887	2.423644	2.270649	8.289351
DpsEvent	5	2.456	1.167217	2.609977	-.7847145	5.696714
Diferença	5	2.824	2.099311	4.694202	-3.004621	8.652621

H_0 (dif. Média) = 0			
0	t=	t = 1.3452	Gl = 4
H_a (dif. Média) < 0		H_a (dif. Média) = 0	H_a (dif. Média) > 0
	0	0	0
Pr (T < t) = 0.8751		Pr(T < t) = 0.2498	Pr (T > t) = 0.1249

Painel C – Diferença entre os retornos 5 dias antes e depois do anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Hypermarcas realizado em 13 de dezembro de 2012

OPER3 – AR	Obs	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrã o	Intervalo de Confiança 95%	
AtsEvent	5	-10.704	.2057328	.4600326	-11.27521	-10.13279
DpsEvent	5	-17.148	.3689228	.8249364	-18.17229	-16.12371
Diferença	5	6.444	.4414363	.9870816	5.218376	7.669624

H_0 (dif. Média) = 0			
0	t=	t = 14.5978	Gl = 4
H_a (dif. Média) < 0		H_a (dif. Média) = 0	H_a (dif. Média) > 0
	0	0	0
Pr (T < t) = 0.9999		Pr(T < t) = 0.0001	Pr (T > t) = 0.0001

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Com relação à *OPER2* (Painel B), embora tenha apresentado retornos anormais na série analisada, a diferença entre a janela de evento antes e depois do evento, não apresentou significância estatística. Logo, não foi observado retornos anormais motivados pela divulgação do *Spin-Off*.

Esses resultados não permitem rejeitar a H_1 desta pesquisa, que pressupunha que o anúncio ao mercado de operações de *Spin-Off* não gera retornos anormais para a Empresa mãe. Embora os resultados das *OPER1* e *OPER3* tenham rejeitado a hipótese levantada, o resultado não se repetiu na *OPER2*. Logo, não há constatações suficientes para rejeitar a hipótese primeira (H_1).

Somado a isto, esta pesquisa também se preocupou em constatar se as operações de *Spin-Off* são derivadas de planejamento tributário, motivadas pela redução da carga tributária praticada pelas Empresas mãe. Foi utilizado como *proxy* da carga tributária, a relação da despesa tributária com o lucro antes dos impostos, conforme definido na Equação 2. Os resultados obtidos a partir desta equação foram separados em dois grupo: um com os resultados antes da operação de *Spin-Off* e o outro com os resultados após a divulgação da operação.

Assim como foi feito nos retornos anormais, também aplicou-se o Teste *t Studente* para cada um dos grupos analisados e em cada uma das empresas estudadas. A Tabela 6 apresenta os resultados desses testes, sendo segmentada em painéis, um para cada empresa. Neles, percebe-se 2 observações para cada empresa, que retratam 2 observações anuais da *proxy* plajeamento tributário antes e 2 observações anuais após a divulgação da operação.

Os resultados revelam que nenhuma das operações foi precedida de planejamento tributária, uma vez que os testes não constaram reduções significativas da carga tributária das companhias analisadas. Isso pôde ser constatado, porque os testes não rejeitaram, em nenhuma das operações (Painéis A, B e C), a hipótese que a diferença de média fosse igual a zero.

Embora a *OPER1* (Painel A) apresente que a diferença de média é menor que zero, a um nível de significância de 10%, o teste também não rejeitou a hipótese que a diferença é igual a zero. Logo, não pode-se contar a presença de planejamento tributário nesta operação.

Adicionalmente, buscou-se verificar esses resultados em comparação com a média das despesas tributárias do mercado, dois anos após a divulgação da operação *Spin-Off*. E, de mesma forma, aplicou-se o Teste *t Studente*. Os resultados dos testes estão apresentados na Tabela 7, também sendo segmentada em painéis, um para cada empresa. Neles, percebe-se que foi realizado 651, 569 e 576 observações, respectivamente, para as *OPER1*, *OPER2* e *OPER3*.

As análises dos painéis da Tabela 7 evidenciam que as empresas que praticaram as *OPER1* e *OPER2* não obtiveram benefícios fiscais, quando comparadas ao mercado, uma vez que os testes revelam que as despesas tributárias dessas companhias nos dois anos seguinte ao do anúncio do *Spin-Off*, foram superiores à média do mercado. Esses resultados apresentam significância de 1% e 5%, respectivamente.

Com relação à *OPER3*, os testes não apresentaram significância estatística, não sendo, pois, possível afirmar se a empresa beneficiou-se ou não, em termos tributários, do anúncio do *Spin-Off*.

Os resultados encontrados nesta segunda metodologia de análise (Tabela 7) não contrariam os achados na primeira metodologia (Tabela 6).

Tabela 6 – Teste *t de Student* de Médias entre as Despesas Tributárias praticadas pela Companhia antes e depois do evento

Painel A - Diferença entre Despesas Tributárias 2 anos antes e depois do anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Light S/A realizado em 31 de outubro de 2005

OPER1 – DespTrib	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrão	Intervalo de Confiança	
				o	95%	
AtsEvent	2	-1.487523	1.413596	1.999126	-19.44896	16.47391
DpsEvent	2	.6233471	1.903922	2.692552	-23.56.828	24.81497
Diferença	2	-2.110871	.4903264	.6934263	-8.341058	4.119317
H₀ (dif. Média) = 0						
0						
			t=	t = -4.3050		GI = 1

Building Knowledge in Accounting

Ha (dif. Média) < 0	Ha (dif. Média) = 0	Ha (dif. Média) > 0
0	0	0
Pr (T <t) = 0.0727	Pr(T < t) = 0.1453	Pr (T >t) = 0.9273
0.7806	0.7806	0.7806
= 0	= 0	= 0

Painel B – Diferença entre Despesas Tributárias 2 anos antes e depois do anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Hypermarcas realizado em 10 de junho de 2009

OPER2	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrã o	Intervalo de Confiança 95%	
AtsEvent	2	.2888602	.0657406	.0929712	-.5464531	1.124173
DpsEvent	2	.2334962	.1556218	.2200824	-1.743866	2.210858
Diferença	2	.0553639	.2213623	.3130536	-2.757311	2.868039
H ₀ (dif. Média) = 0						
0						
	t=		t = 0.2501			Gl = 1
Ha (dif. Média) < 0						
0						
Pr (T <t) = 0.5780						
Pr(T < t) = 0.8440						
Pr (T >t) = 0.4220						

Painel C – Diferença entre Despesas Tributárias 2 anos antes e depois do anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Hypermarcas realizado em 13 de dezembro de 2012

OPER3	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrã o	Intervalo de Confiança 95%	
AtsEvent	2	.2334962	.1556218	.2200824	-1.743866	2.210858
DpsEvent	2	.169949	.0055236	.0078115	.0997655	.2401324
Diferença	2	.0635473	.1500982	.2122709	-1.843.631	1.970.726
H ₀ (dif. Média) = 0						
0						
	t=		t = 0.4234			Gl = 1
Ha (dif. Média) < 0						
0						
Pr (T <t) = 0.6275						
Pr(T < t) = 0.7450						
Pr (T >t) = 0.3725						

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Tabela 7 – Teste *t* de Student de Médias entre as Despesas Tributárias praticadas pela Companhia em relação ao mercado
Painel A – Anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Light S/A, realizado em 31 de outubro de 2005

OPER1 – DespTrib	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrão o	Intervalo de Confiança 95%	
Mercado	651	.2508879	.0138287	.3528354	.2237335	.2780422
H_0 (Média) = 0.623347 0						
	t=		t = -26.9338			Gl = 650
Ha (Média) < 0.623347			Ha (Média) = 0.623347		Ha (Média) > 0.623347	
	0		0		0	
Pr (T < t) = 0.0000			Pr (T < t) = 0.0000		Pr (T > t) = 1.0000	

Painel B – Anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Hypermarcas realizado em 10 de junho de 2009

OPER2	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrão o	Intervalo de Confiança 95%	
Mercado	569	.2073972	.0136041	.3245085	.1806767	.2341177
H_0 (Média) = 0.233496 0						
	t=		t = -1.9184			Gl = 568
Ha (Média) < 0.233496			Ha (Média) = 0.233496		Ha (Média) > 0.233496	
Pr (T < t) = 0.0278			Pr (T < t) = 0.0556		Pr (T > t) = 0.9722	

Painel C – Anúncio de *Spin-Off* pela Companhia Hypermarcas realizado em 13 de dezembro de 2012

OPER3	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrão o	Intervalo de Confiança 95%	
Mercado	576	.1670824	.0130769	.3138466	.141398	.1927667
H_0 (Média) = 0.169949 0						
	t=		t = -0.2192			Gl = 575
Ha (Média) < 0.169949			Ha (Média) = 0.169949		Ha (Média) > 0.169949	
Pr (T < t) = 0.4133			Pr (T < t) = 0.8266		Pr (T > t) = 0.5867	

Fonte: Dados da pesquisa (2016)

Dessa forma, verifica-se que, embora muitas empresas utilizem as operações de *Spin-Off* como elementos de planejamento tributário, os resultados desta pesquisa rejeitam a H2, que pressupunham que as operações de *Spin-Off* geram benefícios fiscais para a Empresa mãe. Como discutido nos parágrafos anteriores, nenhuma das empresas apresentaram diferenças na carga tributária após o anúncio da operação de *Spin-Off*, considerado dois anos subsequentes ao acontecimento, bem como nenhuma praticou carga tributária inferior à percebida pelo mercado.

5 Considerações Finais

A presente pesquisa objetivou investigar e identificar a relação entre as operações de *spin-off* que já ocorreram no Brasil e as suas respectivas reações de mercado.

De acordo com a metodologia traçada, embora os resultados encontrados na pesquisa não permitiram rejeitar a H1 desta pesquisa, que pressupunha que o anúncio ao mercado de operações de *Spin-Off* não gera retornos anormais para a Empresa mãe, foi identificado que duas operações foram sequenciadas pela presença de ganhos ou perdas anormais, corroborando com os achados de Seifert e Rubin (1989), Cusatis et al (1993), Maxwell e Rao (2003), Veld e Veld-Merkoulova (2008).

Como a literatura apresenta que as operações de *Spin-Off* podem gerar benefícios fiscais, também buscou-se verificar esta ocorrência nas empresas estudadas. Os resultados apontaram que, quando compara-se as despesas tributárias da companhia antes do anúncio, com as despesas tributárias após o anúncio, considerando um espaço temporal de dois anos, não é possível verificar qualquer significância que haja benefício fiscal para a empresa mãe.

Adicionalmente, visando dar maior sustentação aos resultados encontrados, comparou-se as despesas tributárias da companhia dois anos após o anúncio do *Spin-Off* e a média das despesas tributárias praticadas pelo mercado. Os resultados demonstraram que as empresas mãe não obtiveram benefícios fiscais, tendo em vista que os testes revelaram que as despesas tributárias dessas companhias nos dois anos seguinte ao do anúncio do *Spin-Off*, foram superiores à média do mercado.

Estes resultados, por sua vez, contrariam os achado por Schipper e Smith (1983), que verificaram que as operações de *Spin-Off* geraram benefícios fiscais para as empresas mãe. Diante disto, os resultados rejeitaram a H2 desta pesquisa, que era pautada os achados de Schipper e Smith (1983).

Os resultados desta pesquisa são limitados à amostra utilizada, não sendo possíveis inferências de todo o mercado financeiro. Sugere-se, portanto, para pesquisas futuras, estender a amostra, abrangendo também as empresas oriundas das operações *Spin-Off* e também por meio de outros modelos estatísticos.

Referências

Brasil. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm> Acesso em: 22 dez 2015.

- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. ed. 3. New York: Cambridge University Press.
- Brown, S. J.; & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Accounting and Economics*. 8, p. 205-258.
- Chemmanur, T. J.; Krishnan, K.; & Nandy, D. K. (2014) The effects of corporate spin-offs on productivity. *Journal of Corporate Finance*, 27, 72-98.
- Cusatis, P.; Miles, J.; Woolridge, J. (1993). Restructuring through spin-offs: The stock market evidence. *Journal of Financial Economics*, 33, 293–311.
- Formigoni, H; Antunes, M. T. P.; Paulo, E.; & Pereira, C. A. (2012). Estudo sobre os incentivos tributários para o gerenciamento de resultados contábeis nas companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração e Contabilidade Unisinos*. 9(1), p. 41-52.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), p. 383-417, Cambridge.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5 p. 1.575-1.618, Cambridge.
- Feng, Y.; Nandy, D. K.; & Tian, Y. S. (2015) Executive compensation and the corporate spin-off decision. *Journal of Economics and Business*, 77, 94-117.
- Ferraz, J. M.; & Teixeira, R. M. (2015). A criação de spin-offs corporativos: relação com a organização-mãe na perspectiva dos recursos. *Revista Alcance*, 22(2), 243-261.
- Gallo, M. F.; Pereira, C. A.; Silva, D. H. F.; & Lima, E. M. (2004). As operações de fusão, incorporação e cisão e o planejamento tributário. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil.
- Gaughan, P. H. (2015) *The International Diversification of Professional Service Firms: The Case of US Law Firms*. Tese de Doutorado, Cleveland State University.
- Gertner, R.; Powers, E.; & Scharfstein, D. (2002) Learning about internal capital markets from corporate spin-offs. *Journal of Finance*, 2479-2506.
- Groves, S. M.; & Valente, G. (1986). *Evaluating financial condition: o handbook for local government*. 4th. Washington. The International City/Country Management Association-ICMA.
- Gujarati, D. N.; & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. Tradução Denise Durante, Mônica Rosemberg, Maria Lúcia G. L. Rosa. 5. ed. Porto Alegre: AMGH.

Hite, G. L.; & Owers, J. E. (1983) Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics*, 12, 409–436.

Jain, B. A.; Kini, O.; & Shenoy, J. (2011) Vertical divestitures through equity carve-outs and spin-offs: A product markets perspective. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 594-615.

Jensen, M. C.; & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Johnson, S. A.; Klein, D. P.; & Thibodeaux, V. L. (1996) The effects of spin-offs on corporate investment and performance. *Journal of Financial Research*, vol. 19, issue 2, 293-307.

Kronbauer, C. A.; Assumpção, D. S.; & Alves, D. S. (2014) Reorganização societária atípica: Impactos contábeis e tributários de reorganizações societárias caracterizadas como drop down. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 8, p. 52-74.

Lima, J. B. N. (2011). A relevância da informação contábil e o processo de convergência para as normas IFRS no Brasil. 2011. Tese de Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

Lima Filho, R. N. (2009). Existe vida após a falência? Uma análise do planejamento tributário como atividade preventiva do Bankruptcy em S/As baianas. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 08, p. 189-214.

Luc, D.; Fillion, L. J.; & Fortin, P. A. (2002). Guia de spin-off de empresas: em direção a novas formas de práticas empresariais. Montreal: École des Hautes Études Commerciales.

Machado, M. R.; & Machado, M. A. V. (2008). Retorno Acionário e Adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa: Um Estudo de Eventos. *Anais do EnANPAD*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Mackinlay, A.C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville: American Economic Association, 35(1), p. 13-39.

Maxwell, W. F.; & Rao, R. P. (2003) Do Spin-offs Expropriate Wealth from Bondholders?.

The Journal of Finance, 58(5), 2087-2108.

Miles, J. A.; & Rosenfeld, J. D. (1983) The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth. *The Journal Of Finance*. Vol 38, Issue 5. 1597–1606.

Prezas, A. P.; & Simonyan, K. (2015) Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 34, 83–107.

Receita Federal Do Brasil. Carga Tributária no Brasil 2014: Análise por tributos e base de incidência. 2015. Disponível em: <<http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/estudos-e-tributarios-e-aduaneiros/estudos-e-estatisticas/carga-tributaria-no-brasil/29-10-2015-carga-tributaria-2014>> Acesso em: 20 dez. 2015

Schipper, K.; & Smith, A. (1983) Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin-offs. *Journal of Financial Economics*, 12, 437–467.

Scholes, M. S. et al. (2009). *Taxes and business strategy: a planning approach*. 4th ed. New Jersey: Pearson Education, Inc.

Seifert, B.; & Rubin, B. (1989) Spin-offs and the listing phenomena. *Journal of Accounting and Business*. Vol. 41(1), pp.1-19.

Sunder, S. (1997). *Theory of accounting and control*. Cincinnati, Southwestern College Publishing.

Tang, T. Y. H. (2005). Book-Tax differences, a function of accounting-tax misalignment, earnings management and tax management – empirical evidence from China. 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=872389>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.872389>.

Thorndike, E. L. (1920) A constant error in psychological ratings. *Journal of applied psychology*, 4(1), 25-2.

Veld, C.; & Veld-Merkoulova, Y. V. (2009) Value creation through spin-offs: A review of the

empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 407-420.

Verçosa, H. M. D.; & Barros, Z. P. (2002) A recepção do drop down no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil-Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Malheiros, 41(125), p. 41-47.

Zimmermann, J.; & Goncharov, I. (2006). Earnings management when incentives compete: the role of tax accounting in Russia. *Journal of International Accounting Research*. 5(1), p. 41-65.