REVISTA CONTABILIDADE, GESTÃO E GOVERNANÇA
E-ISSN 1984-3925 JOURNAL OF ACCOUNTING, MANAGEMENT AND GOVERNANCE

OPEN ACCESS

Editor Responsável: Jorge Katsumi Niyama
Jomar Miranda Rodrigues
Editor Associado: Ilírio José Rech
Processo de Avaliação: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Perfis Gerenciais e Coordenação Sistêmica no Retorno das Incorporações de Cooperativas de Crédito

RESUMO

Objetivo: Este estudo investigou a associação entre perfis gerenciais relacionados à habilidade, crescimento e diversificação e o retorno aos membros em incorporações de cooperativas de crédito, bem como sua maior presença sob coordenação dos sistemas cooperativistas.

Método: Foram analisadas 292 observações de incorporações realizadas por 215 cooperativas entre 2008 e 2018. Regressões MQO verificaram associações entre retorno pós-incorporação, consistência prévia na geração de sobras, crescimento operacional e diversificação do perfil ocupacional das localidades envolvidas. Testes de médias compararam períodos de intensificação dentro dos principais sistemas cooperativistas.

Originalidade/Relevância: O estudo amplia a literatura ao examinar fatores associados ao retorno das incorporadoras no cooperativismo de crédito, tema pouco explorado.

Resultados: Maior consistência prévia na geração de sobras, crescimento operacional anterior e incorporações envolvendo perfis ocupacionais distintos mostraram associação com retornos relativamente piores aos membros após a incorporação. Nos períodos de maior atividade nos principais sistemas, tais características foram mais presentes entre as incorporadoras, sugerindo dinâmica semelhante a um mercado de controle.

Contribuições Teóricas/Metodológicas: Os achados sugerem que incentivos gerenciais e mecanismos de coordenação sistêmica podem influenciar resultados de incorporações, oferecendo base empírica para futuras pesquisas e aperfeiçoamento da gestão no setor cooperativo.

Palavras-chave: Mercado de controle, Confiança gerencial, Crescimento operacional, Diversificação geográfica, Sistemas cooperativistas.

Bruno José Canassa
Universidade de São Paulo, SP, Brasil
bjcanassa@fearp.usp.br

Carlos Alberto Grespan Bonacim
Universidade de São Paulo, SP, Brasil
carlosbonacim@usp.br

Davi Rogério de Moura Costa
Universidade de São Paulo, SP, Brasil
drmouracosta@usp.br

Recebido: Janeiro 27, 2025
Revisado: Abril 22, 2026
Aceito: Maio 05, 2026
Publicado: Julho 31, 2026

How to Cite (APA)
Canassa, B. J., Bonacim, C. A. G. & Costa, D. R. M. (2026). Perfis Gerenciais e Coordenação Sistêmica no Retorno das Incorporações de Cooperativas de Crédito. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, *29* (2), 213-242. http://dx.doi.org/10.51341/cgg.v29i2.3437

1 INTRODUÇÃO

Os diretores das cooperativas de crédito são escolhidos pelos membros para tomar decisões em nome do quadro social (Hart & Moore, 1998). Uma decisão comum é a incorporação de outras cooperativas, fenômeno observado no Brasil, onde 246 cooperativas foram incorporadoras entre 2008 e 2018. Justificadas por sinergias, eficiência e poder de mercado, espera-se que mais incorporações sejam realizadas. Contudo, a literatura mostra que os ganhos esperados dificilmente se confirmam, exceto pelo aumento de escala (McKillop et al., 2020). Além disso, os membros das incorporadoras frequentemente veem seus benefícios piorarem após as incorporações (Peng, 2022; Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Se o retorno dessas operações não beneficia os membros, por que são tão frequentes?

Jensen (1986) aponta que gestores podem obter benefícios privados nas incorporações, reinvestindo o fluxo de caixa livre das operações. Reguladores também têm interesse em incorporações, conforme sugere Manne (1965), para reduzir o risco setorial. Embora o interesse de diretores e reguladores ajude a explicar a recorrência dessas operações, não esclarece o retorno das cooperativas incorporadoras. A literatura já identificou que as incorporações geralmente não beneficiam os membros das incorporadoras (Bauer et al., 2009; Haynes & Thompson, 1999; Ralston et al., 2001), mas ainda oferece evidências limitadas sobre os determinantes do mau retorno.

Permanece, assim, a lacuna quanto a quais fatores estão associados ao mau retorno das cooperativas incorporadoras. Diante disso, este estudo buscou responder à seguinte questão de pesquisa: quais perfis gerenciais estão associados ao retorno aos membros em incorporações e como esses perfis se relacionam a contextos de maior coordenação pelos sistemas cooperativistas de crédito?

O objetivo geral foi identificar a associação entre sinais de habilidade gerencial, interesse no crescimento, interesse na diversificação e o retorno gerado aos membros das

incorporadoras, além de verificar, complementarmente, se tais perfis foram mais frequentes em contextos de maior coordenação pelos sistemas cooperativistas. Especificamente, são esses os perfis citados por Morck et al. (1990) como recorrentes em más incorporações de empresas listadas, nas quais o retorno não beneficia seus investidores. Analisou-se se o mau retorno aos membros das incorporadoras está associado à maior habilidade dos diretores, ao crescimento anterior das operações e à busca por diversificar o quadro social.

Cooperativas com tais características podem ter suas incorporações favorecidas pelos sistemas cooperativistas de crédito, agentes potencialmente interessados na redução do risco setorial (Manne, 1965). Embora cooperativas não possuam mercado acionário, a atuação coordenadora desses sistemas pode exercer pressão por reorganização e eficiência semelhante àquela atribuída ao mercado de controle em empresas listadas. A dinâmica no cooperativismo pode apresentar semelhanças funcionais com esse mecanismo.

Com base em 292 processos de incorporação realizados por 215 cooperativas entre 2008 e 2018, os resultados indicaram que as cooperativas com maior consistência na geração de sobras, maior crescimento prévio das operações e incorporações envolvendo perfis ocupacionais distintos apresentaram piores retornos aos membros, medidos pela variação do spread bancário anormal. Esses perfis mostraram-se mais evidentes nos anos de intensificação das incorporações, sugerindo que certos perfis associados ao mau retorno podem ter sido mais recorrentes em períodos de maior coordenação pelos sistemas cooperativistas.

Assim, este trabalho contribui ao examinar fatores associados ao retorno das incorporadoras no cooperativismo de crédito e ao explorar o papel da coordenação sistêmica nesses processos. Para a prática, compreender dinâmicas semelhantes a um mercado de controle pode auxiliar reguladores e sistemas cooperativistas a promover incorporações capazes de gerar ganhos de eficiência convertidos em benefícios aos membros, sem ampliar o risco setorial (Cowan et al., 2022; Mishkin, 1996; Spokeviciute et al., 2021).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Ondas de incorporações são comuns no cooperativismo de crédito em países como Brasil, Estados Unidos, Austrália, Nova Zelândia, Reino Unido e Espanha (McKillop et al., 2020). A literatura indica que diversas incorporações não melhoram ou até pioram os serviços e o desempenho da incorporadora, beneficiando apenas os membros da incorporada, que provavelmente teriam suas cooperativas liquidadas. Incorporações também são bem-vistas pelos órgãos reguladores, pois aumentam a escala e removem más gestões do setor, transferindo ativos que seriam liquidados (Canassa et al., 2021; Peng, 2022; Wilcox & Dopico, 2011).

Um preceito de finanças corporativas sugere que decisões de investimento só devem ser ratificadas caso o retorno esperado compense o investimento realizado (Brealey et al., 2020). Nas cooperativas de crédito, os beneficiados deveriam ser os membros, que investiram capital para acessar taxas de serviços bancários vantajosas (Hart & Moore, 1998; Rubin et al., 2013). A recorrência de más incorporações sugere que parte dessas decisões pode não ter sido tomada exclusivamente para melhorar os serviços aos membros. Mesmo benefícios indiretos por sinergias e ganhos de eficiência (Cowan et al., 2022; Renneboog & Vansteenkiste, 2019) são discutíveis, dada a frequente piora no desempenho após as incorporações. Entre os efeitos recorrentes estão o aumento de escala e complexidade organizacional.

Jensen (1986) argumenta que gestores apreciam incorporações porque o crescimento da escala e da complexidade promove status, remuneração e segurança nos cargos. Más incorporações podem ser recorrentes porque o fluxo de caixa livre gerado pelas operações permite à gestão realizar investimentos sob menor pressão de recompensar quem investiu na empresa. Quanto maior o fluxo de caixa livre disponível, maior o incentivo aos gestores para realizar investimentos de retorno incerto. Jensen (1986), porém, não determina o que torna uma incorporação boa ou ruim. Para Morck et al. (1990), o mau retorno decorre dos custos

assumidos pelos gestores da incorporadora, que tendem a ser maiores em três perfis de incorporações relacionados a características e interesses da gestão.

2.1 Perfis gerenciais e o retorno das incorporadoras

A habilidade gerencial é o primeiro perfil tratado por Morck et al. (1990). Más incorporações podem ser realizadas tanto por gestões mais hábeis quanto por gestões menos hábeis. Gestores confiantes podem subestimar custos de transação, adaptação e influência, superestimando a capacidade de gerar sinergias (Malmendier & Tate, 2008; Roll, 1986) e lidar com dificuldades financeiras da incorporada (Bruyland & De Maeseneire, 2016). Como consequência, gestores mais hábeis tendem a realizar incorporações cujo custo elevado não se reverte em retorno, acreditando que são bons investimentos que lhes trariam status (Malhotra et al., 2018; Malmendier & Tate, 2015). Por outro lado, gestores menos hábeis têm dificuldade para identificar boas incorporadas, realizando incorporações ruins que ainda assim garantem segurança no cargo (Dong & Doukas, 2021; Morck et al., 1990).

O segundo perfil levantado por Morck et al. (1990) trata do interesse dos gestores pelo crescimento das operações para obter status, segurança e maior remuneração com o aumento de escala. Gestores expansionistas podem realizar incorporações para absorver o quadro social da incorporada e promover as operações da incorporadora (Ralston et al., 2001). Contudo, o crescimento obtido pode ser alcançado sem as incorporações, tornando-as desnecessárias. Já os gestores de cooperativas estagnadas podem retomar o crescimento incorporando cooperativas de bom desempenho, assumindo custos elevados (Kim et al., 2011; Levine, 2017). Em ambos os casos, o custo da incorporação pode prejudicar o retorno.

Por fim, o terceiro perfil envolve o interesse dos gestores em diversificar as operações. Quanto menos relacionado o portfólio de produtos e serviços entre incorporadora e incorporada, e maiores suas distâncias geográficas e culturais, maior o crescimento da complexidade e

segurança proporcionada aos gestores (Clougherty & Duso, 2023; Lee et al., 2018; Uysal et al., 2008). Entretanto, aumentam também os custos de coordenação, adaptação e transação após a incorporação. O distanciamento entre matriz e filiais torna custoso monitorar as operações nas novas localidades (Agarwal & Hauswald, 2010), afetando a eficiência e o retorno.

As cooperativas de crédito têm características que reforçam o incentivo aos diretores para buscar incorporações. As quotas não são comercializáveis, portanto, não há desembolso direto de caixa na incorporação, sendo uma negociação política para a transferência dos ativos e passivos da incorporada (Hansmann, 1996; Nan et al., 2019). O uso do fluxo de caixa livre fica oculto na retenção de reservas para absorver o mau desempenho da incorporada.

Também, como o retorno se dá por taxas de serviços bancários, e não pelas sobras, o custo de capital próprio não é bem especificado, prejudicando a percepção dos membros sobre o retorno dos investimentos da gestão (Holmström, 1979). Assim, a menor clareza sobre o custo de capital próprio pode ampliar a discricionariedade gerencial na condução de decisões de expansão, preservadas a liquidez e solvência.

2.2 Coordenação pelos sistemas cooperativistas de crédito

As quotas das cooperativas de crédito não são comercializáveis, não existindo um mercado de controle para os diretores das incorporadoras monitorarem e adquirirem potenciais incorporadas (Schmalz, 2021). Porém, o controle em comum entre incorporadora e incorporada facilita as incorporações. Nos sistemas cooperativistas brasileiros, esse controle é exercido pelas centrais, que influenciam suas afiliadas (Pinheiro, 2008). Os sistemas têm interesse nas incorporações para remover más gestões e transferir ativos de cooperativas em dificuldades financeiras para cooperativas mais sólidas (Gorton & Schmid, 1999; Manne, 1965).

Dos 374 casos de incorporação entre 2008 e 2018, 323 envolveram afiliadas ao mesmo sistema, sendo 107 entre afiliadas da mesma central nos 109 casos com essa informação

disponível. Isso sugere que os sistemas podem exercer dinâmica semelhante à de um mercado de controle, no qual cooperativas liquidadas são incorporadas por cooperativas maiores e com bom desempenho (Manne, 1965). Tal coordenação não implica buscar retorno positivo às incorporadoras, mas minimizar o risco setorial (Mishkin, 1996). Os sistemas podem identificar cooperativas mais aptas a assumir as dificuldades financeiras da incorporada. Cooperativas de grande porte e operações crescentes, características comuns das incorporadoras (Thompson, 1997), tendem a ser favorecidas. Assim, as evidências teóricas indicam que os sistemas podem favorecer incorporações conduzidas por gestores com sinais prévios de maior habilidade gerencial, interessados no crescimento e na diversificação (Nan et al., 2019).

Mesmo sendo perfis associados ao mau retorno, incorporadoras com tais características podem beneficiar os sistemas por produzir cooperativas "too big to fail". A participação dos sistemas nas incorporações pode auxiliar as incorporadoras, minimizando custos financeiros, de coordenação e transação, facilitando as informações e a assimilação das dificuldades da incorporada (Brooks et al., 2018; Schmalz, 2021). Os sistemas também podem limitar a busca dos diretores por incorporações com custo elevado (Cowan et al., 2022; Spokeviciute et al., 2021).

Sendo assim, este trabalho investigou se o retorno das incorporações está associado a diretores mais hábeis e mais interessados no crescimento e na diversificação, além de analisar se esses perfis foram mais recorrentes em contextos de maior coordenação sistêmica, em dinâmica semelhante à de um mercado de controle.

3 MÉTODOS

3.1 Dados e amostra

Foram utilizadas bases de dados do Banco Central do Brasil e do Ministério do Trabalho e Emprego. As incorporações entre cooperativas de crédito singulares de 2008 a 2018 foram

identificadas nas Divulgações Mensais da Evolução do Sistema Financeiro Nacional. Informações cadastrais, como município-sede, serviços permitidos e afiliação à central e sistema cooperativista, são do Cadastro das Instituições Financeiras, com complementação manual. Os dados financeiros semestrais de 2005 a 2021 foram extraídos dos Balancetes das Instituições Financeiras e atualizados pelo IGP-M para dezembro de 2021. As ocupações dos moradores dos municípios-sede são da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) de 2020.

As observações derivam de 374 incorporações realizadas por 246 cooperativas incorporadoras entre 2008 e 2018. Embora a base cadastral e financeira abranja período mais amplo (2005 a 2021), essa delimitação foi necessária para construir variáveis com defasagem e acompanhar efeitos posteriores. Inicialmente, foram excluídas incorporações envolvendo cooperativas do tipo capital e empréstimo, pois são orientadas ao crédito consignado e não recebem depósitos, enviesando o cálculo do spread bancário (Pinheiro, 2008). Em seguida, foram removidos os casos de fusão,1 nos quais não se identifica incorporadora e incorporada. Por fim, excluíram-se duas cooperativas incorporadas no semestre posterior após incorporarem outra, o que dificultaria a identificação do retorno associado ao evento anterior.

Após esses procedimentos, a amostra final compreende 292 observações em nível semestral, correspondentes a semestres nos quais 215 cooperativas incorporadoras realizaram 335 incorporações. A unidade de análise adotada foi o semestre, e não cada incorporação individualmente, porque não é possível distinguir com precisão os efeitos isolados de múltiplas incorporações ocorridas no mesmo semestre. Nesse nível de agregação, é possível analisar os efeitos conjuntos no período subsequente.

3.2 Retorno das incorporações

Pesquisas sobre o retorno de incorporadoras listadas geralmente se baseiam no retorno anormal acumulado após a incorporação, que é a soma das diferenças entre o retorno observado

para a ação da empresa e um parâmetro esperado, como índices de bolsa (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Nas cooperativas de crédito, os membros esperam acessar condições bancárias vantajosas, como menores taxas de crédito e maior remuneração aos depósitos. Portanto, espera-se que as decisões dos diretores ofereçam condições mais vantajosas aos membros, refletidas em menor spread bancário (Hart & Moore, 1998; Rubin et al., 2013). O spread bancário médio pode ser calculado como (1).

$$\text{spread}_{it} = \frac{\text{r_oc}_{it}}{\text{oc}_{it}} - \frac{\text{d_cap}_{it}}{\text{dep}_{it}} \quad (1)$$

O spread bancário médio na cooperativa de crédito *i* no semestre *t* é a razão da renda obtida com operações de crédito (*r_oc*) pelo total em operações de crédito (*oc*), menos a razão do dispêndio com captação (*d_cap*) pelos depósitos totais (*dep*). Como Jensen (1986) aponta, gestores não podem precificar arbitrariamente produtos visando benefícios privados, sob pena de perder clientes. Assim, as taxas nas cooperativas tendem a ser influenciadas pelo mercado. A diferença entre o spread observado e o spread condicional às características de serviço, mercado e tempo é o spread anormal que reflete benefícios abaixo do esperado se for maior que zero.

Características como porte e fatores institucionais também influenciam o spread bancário (Brickley et al., 2015). Termos de erro de regressões por mínimos quadrados ordinários (MQO) permitem estimar o spread anormal controlando essas características, sendo a diferença entre valores observados e previstos pelo modelo. Usando dados em painel com efeitos fixos, os termos de erro idiossincráticos de cada cooperativa *i* em cada semestre *t* podem ser estimados pela regressão de (2).

$$\text{spread}_{it} = \alpha + \mu_1 \text{med}\left(\text{spread}_{k(j \ni i)t}\right) + \theta_t + u_i + \vartheta_{it} \quad (2)$$

O spread bancário observado da cooperativa *i* no semestre *t*, calculado em (1), é função de um parâmetro de serviço e mercado (*med*[*spread*]) e variáveis θ que controlam os efeitos

fixos do tempo. O termo de erro *u* captura características intrínsecas de *i*, como porte e complexidade histórica, e afiliação a um sistema. O termo idiossincrático ϑ captura a parcela do spread não explicada pelo serviço/mercado, oscilações temporais e características intrínsecas. Se ϑ>0, o spread foi maior que o esperado, beneficiando menos os membros.

A regressão (2) foi estimada usando dados de cooperativas singulares entre 2005 e 2021, exceto capital e empréstimo. *med*(*spread*) é a mediana do spread no mesmo estado e com o mesmo tipo de serviço. A especialização em crédito rural foi identificada pelo critério de associação. O modelo apresentou R^2 de 0,60, com preferência pelos efeitos fixos frente a efeitos aleatórios e MQO empilhados.

Para empresas listadas, o retorno anormal acumulado considera o papel da informação na precificação das ações (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Nas cooperativas, adaptando Beitel et al. (2004), o spread anormal após incorporações foi parametrizado em relação ao padrão anterior. O cálculo do retorno anormal acumulado da incorporadora *i* após incorporações no semestre centralizado *s*=0 está em (3).

$$ret_{is} = \sum_{n=1}^{5} \left(\frac{\vartheta_{i(s+n)}}{\sum_{n=1}^{5} \frac{\vartheta_{i(s-n)}}{N}} - 1 \right) \quad (3)$$

O retorno anormal acumulado (*ret*) gerado por incorporações da cooperativa *i* no semestre *s* é o somatório da variação do spread anormal ϑ de *i* nos cinco semestres após a incorporação em relação à média de ϑ nos cinco semestres anteriores (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Iniciando em *s*=1, os cinco semestres completam três anos de retorno para *i*.

Se *ret*>0, o spread anormal aumentou após *s* e a incorporação esteve associada à redução relativa dos benefícios aos membros. O cálculo de *ret* permitiu considerar que a incorporação pode levar alguns semestres para gerar benefícios, com reduções posteriores compensando aumentos iniciais. A parametrização pelo padrão anterior também permite melhora ou piora

sem mudança no sinal de ϑ. A simples soma dos valores de ϑ após a incorporação poderia sugerir desempenho desfavorável, mesmo que os membros tenham se beneficiado.

3.3 Perfis gerenciais nas incorporações

A habilidade gerencial foi operacionalizada por meio de *proxy* baseada na consistência da geração de sobras a partir da margem bancária. Isso pode refletir disciplina operacional, permitindo reinvestimento ou distribuição aos membros e mantendo a cooperativa adequada a requisitos regulatórios de capital e liquidez (Hart & Moore, 1998; Nan et al., 2019). A eficiência das incorporadoras *i* para produzir sobras foi calculada conforme apresentado em (4).

$$\text{ef_sobr}_{it} = \frac{\text{sobr}_{it}}{\text{r_oc}_{it} - \text{d_cap}_{it}} \quad (4)$$

A eficiência em produzir sobras (*ef_sobr*) na cooperativa *i* no semestre *t* é a razão das sobras antes das destinações estatutárias (*sobr*) pela diferença entre rendas obtidas com operações de crédito e dispêndios com captação. Como no caso do spread, os dispêndios dependem de fatores como mercado, porte e complexidade (Brickley et al., 2015). Cooperativas com características distintas têm estruturas diferentes de dispêndios, afetando a eficiência para gerar sobras.

Este trabalho considerou que cada cooperativa tinha um padrão de *ef_sobr*, sendo a estabilidade desse padrão utilizada como *proxy* indireta de habilidade gerencial. O desvio padrão (σ) de *ef_sobr* de *i* nos cinco semestres anteriores às incorporações (centralizado em *s*=0) foi calculado conforme apresentado em (5).

$$\sigma(\text{ef_sobr})_{is} = \left(\frac{\sum_{n=1}^{5} \left[\text{ef_sobr}_{i(s-n)} - \sum_{n=1}^{5} \frac{\text{ef_sobr}_{i(s-n)}}{N} \right]^2}{N-1} \right)^{1/2} \quad (5)$$

Quanto menor σ(*ef_sobr*), interpreta-se maior consistência observada na geração de sobras. Como Morck et al. (1990) indicam, o bom desempenho prévio dos gestores pode refletir

habilidade e confiança na incorporação. Gestores que produzem sobras consistentemente podem superestimar essa capacidade, minimizando o possível efeito negativo de absorver o mau desempenho da incorporada (Bruyland & De Maeseneire, 2016). Essa consistência também pode gerar confiança pelo status junto aos membros (Heavey et al., 2020), que valorizam a distribuição de sobras como complemento às taxas da cooperativa. A regularidade na geração de sobras pode sinalizar capacidade para assimilar dificuldades financeiras da incorporada, favorecendo a escolha dessas cooperativas em processos coordenados pelos sistemas. Essa medida busca captar regularidade operacional compatível com maior capacidade administrativa.

Assim, quanto menor σ(*ef_sobr*), maior a consistência observada na geração de sobras, característica potencialmente associada à confiança dos diretores, à percepção de solidez financeira e à realização de incorporações com retornos relativamente piores.

Para representar o interesse pelo crescimento das operações, foi utilizada a evolução da renda obtida pela incorporadora com operações de crédito antes das incorporações. Seguindo Morck et al. (1990), o crescimento das operações é a diferença em log (6).

$$\text{cresc}_{is} = \ln(\text{r_oc}_{is-1}) - \ln(\text{r_oc}_{is-5}) \quad (6)$$

O crescimento das operações (*cresc*) da incorporadora *i* antes de realizar incorporações no semestre *s* é a diferença dos logaritmos naturais das rendas obtidas com operações de crédito em $s-1$ e $s-5$. A variável *cresc* reflete o aumento nas transações nos cinco semestres anteriores à incorporação. Como cooperativas são restritas a transacionar apenas com seus membros, gestores de cooperativas com crescimento destacado podem ter se interessado em incorporações para manter ou potencializar esse crescimento absorvendo o quadro social da incorporada (Ralston et al., 2001; Thompson, 1997). Os sistemas podem ter favorecido tais incorporações, pois o crescimento contínuo tende a tornar a incorporadora “too big to fail”, mesmo que o custo

elevado prejudique o retorno. Assim, quanto maior *cresc*, maior a sinalização de interesse em crescimento, podendo estar associado a retornos piores após a incorporação.

Morck et al. (1990) identificaram o interesse dos gestores pela diversificação quando a incorporada atua em atividades econômicas diferentes. No caso das cooperativas, todas atuam no mesmo código de atividade, mas podem buscar diversificar o perfil do quadro social por meio de incorporadas localizadas em municípios com características distintas.[2] O interesse de *i* em diversificar o quadro social foi identificado pela variável dicotômica (7).

$$\text{perf}_{is} = \begin{cases} 1, \text{se} \sum \mathbb{1}(\text{CBO}_{m \ni i} \neq \text{CBO}_{m \ni a}) > 0 \\ 0, \text{se} \sum \mathbb{1}(\text{CBO}_{m \ni i} \neq \text{CBO}_{m \ni a}) = 0 \end{cases} \quad (7)$$

CBO é a principal ocupação dos moradores dos municípios-sede *m* da incorporadora *i* e da incorporada *a*, oriunda da RAIS de 2020.[3] Quando *CBO* de *i* é diferente de CBO de *a*, atribui-se valor 1. A variável *perf*=1 quando o somatório para as incorporações realizadas por *i* no semestre *s* é maior que 0, indicando que ao menos uma das incorporadas por *i* estava sediada em um município *m* com perfil ocupacional diferente. Se *perf*=1, as incorporações podem ter permitido aos gestores de *i* avançar para novas localidades e diversificar o quadro social, compatível com interesse em diversificação.

Os sistemas podem favorecer tais incorporações, pois a diversificação da carteira de clientes reduz o risco da incorporadora. Contudo, incorporações visando diversificação têm custos de adaptação e coordenação maiores (Lee et al., 2018). Assim, quando *perf*=1, espera-se observar associação com retornos relativamente piores para as incorporadoras.

3.4 Modelo econométrico

A associação entre o retorno das incorporadoras e os perfis foi estimada por MQO conforme (8).

$$\text{ret}_{is} = \beta_0 + \beta_1(\sigma[\text{efsobr}])_{is} + \beta_2 \text{cresc}_{is} + \beta_3 \text{perf}_{is} + X'_{is}\rho + \delta_i + \theta_s + \varepsilon_{is} \quad (8)$$

O retorno anormal acumulado (*ret*) da incorporadora *i* após incorporar no semestre *s* (calculado em (3)) é função da *proxy* de habilidade gerencial baseada na consistência da geração de sobras (σ[*ef_sobr*], estimada em (5)), do crescimento anterior (*cresc*, dado em (6)) e da diversificação do quadro social (*perf*, apresentada em (7)), além de um conjunto de controles *X*, efeitos fixos da afiliação ao sistema (δ) e do semestre *s* (θ).

X incluiu a quantidade de incorporações anteriores realizadas por *i* até o semestre *s*, que pode sinalizar confiança excessiva dos diretores (Heavey et al., 2020) ou aprendizado sobre incorporações (Delong & DeYoung, 2007). A associação com *ret* pode ser positiva ou negativa. A quantidade de incorporações no próprio semestre *s* pode estar associada positivamente a *ret* em razão de maiores custos de coordenação (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Já a média das distâncias (logaritmo natural dos quilômetros) entre as sedes de *i* e suas incorporadas dificulta a obtenção de informações e eleva os custos de coordenação. Contudo, maior atuação dos sistemas em incorporações distantes pode ter efeito positivo ou negativo sobre *ret* (Brooks et al., 2018; Uysal et al., 2008).

A média do ROA dos cinco últimos semestres das incorporadas controlou o efeito das dificuldades financeiras sobre o retorno da incorporadora. O ROA é a razão das sobras antes das destinações estatutárias pelos ativos totais, sendo negativo em caso de perdas (Thompson, 1997). Quanto menor o ROA, maior a dificuldade financeira. A diferença de porte entre incorporadora e incorporadas controlou o impacto das dificuldades financeiras. Quanto maior a diferença entre os logaritmos naturais dos ativos totais médios da incorporadora nos cinco semestres anteriores a *s* e dos ativos totais médios das incorporadas, menor o impacto sobre a incorporadora. Quando *i* realizou mais de uma incorporação em *s*, foram consideradas as médias do ROA e dos ativos totais das incorporadas. Espera-se que ambas as variáveis apresentem associação negativa com *ret*.

3.5 Procedimentos para validade

Todas as variáveis foram verificadas por histogramas. Valores extremos do spread (1), do ROA das incorporadas e de $\sigma(ef_sobr)$ (5) foram winsorizados a 1%. O impacto desse ajuste foi reduzido, atingindo apenas a mediana do spread (parâmetro em (2)), uma observação de $\sigma(ef_sobr)$ e cinco de ROA das incorporadas. Uma análise de correlação não apontou associações expressivas entre as variáveis de (8). A maior correlação foi entre *perf* e a distância entre as sedes (0,46, moderada), não sugerindo multicolinearidade severa. Testes de Breusch-Pagan e de Kolmogorov-Smirnov foram conduzidos em estimações preliminares de (8). Os testes não rejeitaram homocedasticidade e indicaram resíduos compatíveis com normalidade, respectivamente. Contudo, a possível correlação entre os termos de erro não pode ser descartada, pois 59 incorporadoras têm duas ou mais observações (máximo de 6), algumas consecutivas. Para garantir estimativas válidas, portanto, foram utilizados erros padrão robustos clusterizados por incorporadora (Cameron & Trivedi, 2005).

3.6 Coordenação pelos sistemas

Cerca de 86,36% (≈ 323/374) das incorporações envolveram afiliadas do mesmo sistema cooperativista de crédito, destacando-se Sicoob (143 incorporações, 44,27%), Cresol (79, 24,46%) e Sicredi (51, 15,79%). Esses sistemas, maiores em afiliadas e ativos totais, podem ter interesse em incorporações para reduzir o risco sistêmico (Mishkin, 1996). Contudo, embora os dados sugiram uma atuação coordenada, não fornecem variação suficiente para analisar diretamente o efeito da afiliação nesses eventos.

Para analisar a coordenação dos sistemas, foram comparados períodos de maior e menor atividade incorporadora em cada sistema. Partiu-se da hipótese de maior coordenação dos sistemas quando suas incorporadoras estiveram mais ativas. A maior coordenação pode ter sido voltada a viabilizar incorporações para cooperativas aptas a lidar com dificuldades financeiras,

em dinâmica semelhante a um mercado de controle (Manne, 1965; Mishkin, 1996). Assim, cooperativas com maior *proxy* de habilidade gerencial e maior sinalização de interesse em crescimento e diversificação podem ter sido mais favorecidas (Morck et al., 1990).

Dois critérios foram utilizados para separar as observações: incorporações realizadas por Sicoob, Cresol e Sicredi, e anos com mais de 10% das incorporações nesses sistemas. O percentual de 10% foi adotado para identificar anos relativamente concentrados em atividade incorporadora. Para o Sicoob, identificaram-se os anos 2009 (12,09%), 2012 (12,64%), 2013 (10,99%) e 2015 (14,29%). Na Cresol, os anos 2016 (18,99%), 2017 (36,71%) e 2018 (27,85%). Para o Sicredi, os anos 2011 (17,86%), 2013 (16,07%), 2014 (16,07%) e 2015 (10,71%).

As médias das variáveis de (8) das 143 observações que atenderam aos critérios foram comparadas às 149 demais. Testes de médias verificaram significância estatística, com interpretação descritiva por se tratar de análise bivariada. Caso tenha havido maior interesse dos sistemas espera-se que a média de $\sigma(ef_sobr)$ seja menor e as médias de *cresc* e *perf* sejam maiores nos períodos de intensificação das incorporações em Sicoob, Cresol e Sicredi.[4]

4 RESULTADOS

Na Tabela 1 estão as médias (desvios-padrão entre parênteses) das variáveis de (8), para todas as observações e agrupadas entre aquelas com $ret > 0$ e aquelas com $ret \leq 0$.

Em média, os processos de incorporação com redução relativa dos benefícios aos membros da incorporadora ($ret > 0$) tiveram *ret* de 0,062, contra -0,054 nos processos com melhora relativa dos benefícios ($ret \leq 0$). A média de $\sigma(ef_sobr)$ foi menor no grupo com $ret > 0$ (0,238, contra 0,287), enquanto para *cresc* e *perf* foram maiores nesse grupo (0,475 e 0,610, respectivamente, contra 0,330 e 0,500 para $ret \leq 0$). Esses resultados são, ainda que preliminarmente, consistentes com maior presença, entre incorporações de pior retorno, de cooperativas com maior consistência prévia na geração de sobras, maior crescimento anterior

das operações e perfis ocupacionais distintos (Malhotra et al., 2018; Morck et al., 1990; Roll, 1986).

Tabela 1

Médias das variáveis utilizadas em (8)

	Geral	*ret* > 0	*ret* ≤ 0
ret (retorno anormal acumulado)	0,014	0,062	-0,054
	(0,080)	(0,054)	(0,056)
σ(ef_sobr) (habilidade)	0,258	0,238	0,287
	(0,375)	(0,308)	(0,453)
cresc (crescimento)	0,416	0,475	0,330
	(0,393)	(0,394)	(0,377)
perf (diversificação)	0,565	0,610	0,500
	(0,497)	(0,489)	(0,502)
Incorporações anteriores	0,401	0,424	0,367
	(0,866)	(0,918)	(0,788)
Incorporações no semestre	1,147	1,174	1,108
	(0,527)	(0,596)	(0,406)
Distância entre sedes (km)	124,97	112,51	142,83
	(254,23)	(216,29)	(300,47)
ROA das incorporadas	-0,014	-0,016	-0,011
	(0,047)	(0,052)	(0,038)
Diferença de porte (R$ milhões)	267,42	324,90	185,04
	(552,42)	(667,26)	(307,99)
Quantidade de observações	292	172	120

Nota. A distância entre sedes e a diferença de porte não estão em logaritmo natural para facilitar a comparação. Abaixo das médias, entre parênteses, estão os desvios padrão. Fonte: dados originais da pesquisa.

A média de incorporações anteriores foi maior em *ret* > 0 (0,424, contra 0,367), não sugerindo aprendizado decorrente da experiência prévia. A quantidade de incorporações no semestre também foi maior nesse grupo (média de 1,174, contra 1,108), podendo estar associado a maiores custos de coordenação. As dificuldades financeiras das incorporadas foram aproximadas pelo ROA médio geral (-0,014), compatível com prejuízos nessas cooperativas (Thompson, 1997); as dificuldades foram maiores nos processos com *ret* > 0 (-0,016, contra -0,011). Já a distância entre as sedes foi maior para *ret* ≤ 0, destacando-se as observadas na Sicredi (195,24 km), sistema com forte coordenação interna, e na Cresol (145,34 km), com

várias afiliadas do Nordeste incorporadas por afiliadas do Sul em curto período, resultado compatível com a lógica de coordenação.

Na Tabela 2 estão os resultados de regressões MQO para (8). Além da regressão com o modelo (8) completo, também foram conduzidas regressões para cada perfil isolado.

O modelo apresenta significância global, com a estatística F rejeitando a hipótese nula de igualdade entre os coeficientes e zero em todas as regressões. Por sua vez, os testes de Kolmogorov-Smirnov não rejeitam a hipótese nula de resíduos compatíveis com normalidade. Em todas as regressões os fatores de inflação da variância foram menores que 5, indicando que não há problema de multicolinearidade, corroborando os resultados da análise preliminar de correlação. Os valores de R^2 variaram entre 0,150 e 0,175, faixa compatível com modelos empíricos aplicados a fenômenos organizacionais multifatoriais (Morck et al., 1990).

O coeficiente de σ(*ef_sobr*) foi negativo em ambas as regressões em que foi utilizado (-0,017, p-valor<0,10, em MQO [1], e -0,021, p-valor<0,05, em MQO [2]), resultado alinhado com a interpretação de que cooperativas com maior consistência prévia na geração de sobras estiveram associadas a retornos relativamente piores após as incorporações. É possível que esses diretores com melhor desempenho prévio tenham atuado com maior confiança, sugestão que recebe suporte pela maior média de incorporações anteriores em *ret* > 0 (Tabela 1), pois as experiências prévias podem não ter gerado aprendizado suficiente para evitar novos resultados desfavoráveis (Heavey et al., 2020).

As variáveis *cresc* e *perf* apresentaram sinal positivo em todas as regressões em que foram utilizadas (coeficientes de 0,025 e 0,028 para *cresc* em MQO [1] e MQO [3], e de 0,022 e 0,024 para *perf* em MQO [1] e MQO [4], p-valores<0,05), indicando associação entre maior crescimento prévio das operações, incorporações envolvendo perfis ocupacionais distintos e retornos relativamente piores após a incorporação.

Tabela 2
Resultados das regressões MQO para (8)

	MQO (1)	MQO (2)	MQO (3)	MQO (4)
σ(ef_sobr) (habilidade)	-0,017*	-0,021**		
	(0,009)	(0,009)		
cresc (crescimento)	0,025**		0,028**	
	(0,013)		(0,012)	
perf (diversificação)	0,022**			0,024**
	(0,010)			(0,011)
Incorporações anteriores	0,007	0,008	0,007	0,007
	(0,006)	(0,006)	(0,006)	(0,006)
Incorporações no semestre	0,016**	0,021***	0,017**	0,020***
	(0,006)	(0,007)	(0,007)	(0,006)
Distância entre sedes	-0,004*	-0,002	-0,002	-0,004*
	(0,002)	(0,002)	(0,002)	(0,002)
ROA das incorporadas	-0,199	-0,162	-0,198	-0,171
	(0,129)	(0,127)	(0,130)	(0,127)
Diferença de porte	0,006	0,005	0,007	-0,002
	(0,015)	(0,014)	(0,015)	(0,015)
Dummy (Cresol) [a]	0,021	0,031*	0,026	0,026
	(0,018)	(0,017)	(0,017)	(0,018)
Dummy (Sicredi) [a]	0,023*	0,030**	0,023*	0,027**
	(0,013)	(0,012)	(0,013)	(0,013)
Dummy (outros e independentes) [a]	0,044***	0,040***	0,038**	0,038**
	(0,015)	(0,015)	(0,015)	(0,015)
Dummies de semestre	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-0,160	-0,140	-0,197	0,005
	(0,311)	(0,310)	(0,315)	(0,317)
Observações	292	292	292	292
Clusters	215	215	215	215
R^2	0,175	0,150	0,156	0,156
F(30, 214)	2,93***	2,43***	2,61***	2,06***
Breusch-Pagan (χ^2[1]) [b]	1,66	1,47	1,68	0,55
Kolmogorov-Smirnov (D)	0,07	0,06	0,05	0,07
Fator de inflação da variância	2,14	2,15	2,16	2,17

Nota. Abaixo dos coeficientes, dentro de parênteses, estão seus erros padrão robustos *clusterizados* nas incorporadoras. [a] A categoria base das variáveis *dummy* foi a afiliação a Sicoob. [b] Resultados do teste aplicado a regressões prévias sem uso de erros padrão robustos *clusterizados*. *** p-valor < 0,01, ** p-valor < 0,05, * p-valor < 0,10. Fonte: dados originais da pesquisa.

Os três perfis nas incorporações apresentaram significância em todas as estimações de (8), reforçando a evidência de que retornos relativamente piores estiveram associados a crescimento prévio mais intenso, diversificação do quadro social e maior consistência operacional anterior. Para verificar se esses perfis estiveram mais presentes em contextos de

maior coordenação pelos sistemas cooperativistas de crédito, a Tabela 3 apresenta as médias das variáveis de (8) nos anos de intensificação das incorporações nos maiores sistemas e nos demais anos e sistemas, com os respectivos testes de médias.

Tabela 3

Comparação dos anos de intensificação da coordenação dos sistemas e os demais

	Intensificação	Demais anos e sistemas	t(290)
ret (retorno anormal acumulado)	0,017	0,011	0,66
σ(ef_sobr) (habilidade)	0,218	0,296	-1,78*
cresc (crescimento)	0,480	0,354	2,77***
perf (diversificação)	0,636	0,497	2,42**
Incorporações anteriores	0,392	0,410	-0,18
Incorporações no semestre	1,196	1,100	1,55
Distância entre sedes (ln)	2,75	2,47	0,94
ROA das incorporadas	-0,016	-0,012	-0,77
Diferença de porte (ln)	21,01	21,00	-0,14
Quantidade de observações	143	149	

Nota. Observações de anos de intensificação das incorporações na Sicoob (2009, 2012, 2013 e 2015), Cresol (2016, 2017 e 2018) e Sicredi (2011, 2013, 2014 e 2015) comparadas as demais. *** p-valor < 0,01, ** p-valor < 0,05, * p-valor < 0,10. Fonte: dados originais da pesquisa.

As únicas diferenças estatísticas entre as médias das observações classificadas como anos de intensificação das incorporações nos principais sistemas e as demais observações ocorreram nas variáveis associadas aos perfis de incorporação (t = -1,78 para σ[*ef_sobr*], p-valor< 0,10, t = 2,77 para *cresc*, p-valor<0,01, e t = 2,42 para *perf*, p-valor<0,05). Nas demais variáveis não houve diferença estatística. Para *ret*, não há diferença estatisticamente significante no retorno médio entre os grupos comparados.

A média de σ(*ef_sobr*) foi menor nos anos classificados como intensificação (0,218 contra 0,296), resultado consistente com maior participação de incorporadoras com geração prévia de sobras mais estável, conforme a lógica de transferir ativos para cooperativas percebidas como mais sólidas (Manne, 1965). As médias de *cresc* e *perf* foram maiores nesses anos (0,480 contra 0,354 para *cresc* e 0,636 contra 0,497 para *perf*), sugerindo maior ocorrência

de cooperativas com crescimento prévio mais intenso e incorporações envolvendo perfis ocupacionais distintos nos períodos de maior atividade incorporadora dos sistemas.

5 DISCUSSÃO

As incorporadoras tiveram *ret* > 0 em 172 das observações (58,90%). A predominância de más incorporações (*ret* > 0) aproxima o caso brasileiro ao de outros países, principalmente Estados Unidos e Austrália, onde as incorporações não beneficiaram os membros da maioria das cooperativas incorporadoras (Bauer et al., 2009; McKillop et al., 2020).

Em 2008, a cooperativa média que realizou incorporações no período analisado tinha patrimônio líquido 2,42 vezes maior que a cooperativa média que não realizou incorporações e não foi incorporada. Em 2018, essa proporção aumentou para 3,14. O capital social da incorporadora média em 2008 era 1,79 vez maior do que as demais, sendo 2,57 vezes maior em 2018, sugerindo expansão do quadro social na livre admissão. Seguindo a lógica de Jensen (1986), o crescimento da folga financeira e do acúmulo patrimonial pode ter favorecido essas cooperativas a se tornarem incorporadoras.

Um complemento ao resultado vem das médias negativas do ROA das incorporadas (Tabela 1), que apontam a recorrência de prejuízos antes da incorporação. À luz de Bruyland e De Maeseneire (2016) e Malmendier & Tate (2008), os resultados são compatíveis com a interpretação de que alguns diretores tenham percebido capacidade para lidar com as dificuldades financeiras das cooperativas incorporadas com base no desempenho prévio de suas cooperativas.

Conforme Clougherty e Duso (2023) e Lee et al. (2018), a procura por diversificação via entrada em municípios com perfil ocupacional distinto pode ter gerado dificuldades de adaptação e coordenação para a incorporadora. Somados aos possíveis custos, financeiros ou

não, associados a incorporações voltadas ao crescimento (Morck et al., 1990; Ralston et al., 2001), o retorno gerado pelas incorporações pode ter sido menos favorável aos membros.

Aqui, vale questionar, como Ralston et al. (2001) ao analisar incorporadoras australianas, se o crescimento e a diversificação não ocorreriam naturalmente, sem que os custos elevados assumidos nas incorporações fossem necessários. A experiência anterior com incorporações parece não ter gerado aprendizado aos diretores das incorporadoras, pois *ret* > 0 teve média maior de incorporações anteriores (Tabela 1). Sem o aprendizado, a confiança interpretada pela *proxy* de consistência operacional pode ter levado os gestores a minimizar o efeito dos custos assumidos para realizar incorporações para crescimento e diversificação, que geram *status* (Jensen, 1986; Morck et al., 1990).

A distância entre as sedes apresentou sinal negativo, significativo em duas regressões, indicando possível benefício gerado aos membros. Isso implica que, mais do que os custos de coordenação, podem ter sido os custos de adaptação às novas localidades que prejudicaram o retorno gerado pelas incorporações, pois os sistemas podem ter amenizado os custos associados à distância entre as envolvidas (Brooks et al., 2018; Uysal et al., 2008).

Observando os resultados sintetizados na Tabela 3, era esperado apenas que os sistemas buscassem coordenar incorporações para remover gestões ruins e transferir os ativos das cooperativas em dificuldades financeiras para cooperativas consideradas sólidas (Manne, 1965; Mishkin, 1996). Embora possam ajudar a mitigar custos nas incorporações, não necessariamente constitui objetivo direto dos sistemas gerar retorno às incorporadoras.

Vale destacar que Sicredi (0,528 e 0,735 para *cresc e perf*) e Cresol (0,605 e 0,717, respectivamente) foram os sistemas com maiores médias nessas variáveis, também detendo as maiores distâncias médias entre incorporadora e incorporadas. Isso reforça nesses sistemas a maior presença de cooperativas incorporadoras com sinais prévios de crescimento e diversificação em períodos de maior atividade incorporadora.

Os resultados da Tabela 3, em conjunto com os da Tabela 2, sugerem que certos perfis de incorporação podem ter sido mais frequentes nos contextos de maior atuação dos sistemas, pois o que distingue os anos de intensificação das incorporações são esses perfis, e não outras características como a distância ou a experiência anterior dos diretores.

Dessa forma, os resultados são consistentes com a hipótese de que a atuação dos sistemas, interessados na robustez setorial pela saída de gestões ruins e promoção de cooperativas "too big to fail", opere como mecanismo funcionalmente semelhante a um mercado de controle, no qual cooperativas com sinais prévios de maior capacidade operacional e maior interesse no crescimento e na diversificação tenham participado mais ativamente de incorporações, ainda que assumindo custos elevados prejudiciais ao retorno aos membros. O caso do mau retorno nas incorporações, portanto, apresenta paralelos ao observado em empresas listadas (Morck et al., 1990).

6 CONCLUSÃO

Neste trabalho, investigou-se a associação entre o retorno das cooperativas de crédito incorporadoras e perfis gerenciais relacionadas à capacidade operacional, ao crescimento e a diversificação. Os resultados indicaram que retornos relativamente piores aos membros estiveram associados a cooperativas com maior consistência prévia na geração de sobras, maior crescimento operacional anterior e incorporações envolvendo perfis ocupacionais distintos. Esses perfis mostraram-se mais presentes nos períodos de maior atividade incorporadora nos principais sistemas. Em conjunto, os achados sugerem que incentivos relacionados a crescimento e diversificação podem ter contribuído para retornos menos favoráveis.

Os resultados contribuem à literatura de duas maneiras. Primeiro, no contexto das cooperativas de crédito, destacam a importância da análise gerencial ao estudar impactos de incorporações. Segundo, aproximam o caso das cooperativas ao debate sobre empresas listadas,

ao identificar associações compatíveis com perfis gerenciais discutidos nessa literatura. Sugere-se que pesquisas futuras sobre mau retorno nas cooperativas explorem determinantes derivados de estudos sobre empresas listadas, adaptando-os às diferenças operacionais.

Para a prática, os resultados indicam que os sistemas cooperativistas podem fortalecer políticas de auxílio nas incorporações, visando o controle de custos associados à distância entre incorporadora e incorporada. Reforçar o auxílio não significa favorecer cooperativas específicas, mas buscar que os membros não sejam prejudicados. Como organizações orientadas ao quadro social, cooperativas tendem a priorizar seus membros, e incorporações nem sempre os beneficiam, podendo gerar ineficiências.

Existem limitações neste trabalho, especialmente no tratamento dos custos das incorporações, assumindo que más incorporações têm custos elevados. Além disso, as variáveis centrais foram mensuradas por *proxies* indiretas, e o desenho observacional recomenda cautela em interpretações causais. O critério utilizado para identificar períodos de intensificação também possui natureza operacional. Apesar dessas limitações, abre caminho para novas pesquisas, como o papel dos sistemas na contenção de custos. Também seria interessante examinar a influência dos diretores de grandes cooperativas na coordenação desses processos, pelo poder de barganha.

NOTAS

1 Cooperativas capital e empréstimo foram identificadas pela categoria de serviços ou pela ausência de depósitos em algum semestre. Nas fusões, duas cooperativas originam uma terceira.

2 Entre as incorporadoras, 120 eram de livre admissão na incorporação e 50 aderiram até dois anos depois. Em 2021, 75% das incorporadoras ainda ativas eram de livre admissão.

3 O perfil dos municípios variou pouco entre 2008 e 2020 (Saboia & Kubrusly, 2021), reduzindo o risco de mudanças relevantes no período analisado, como virem a compartilhar a mesma principal ocupação.

4 Análise alternativa incluindo 2012 da Sicredi como ano de intensificação (3 incorporações) gerou dois grupos de 146 observações, produzindo resultados semelhantes à Tabela 3.

REFERÊNCIAS

Agarwal, S., & Hauswald, R. (2010). Distance and private information in lending. *The Review of Financial Studies, 23* (7), 2757-2788. https://doi.org/10.1093/rfs/hhq001

Bauer, K., Miles, L., & Nishikawa, T. (2009). The effect of mergers on credit union performance. *Journal of Banking & Finance, 33* (12), 2267-2274. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.06.004

Beitel, P., Schiereck, D., & Wahrenburg, M. (2004). Explaining M&A success in European banks. *European Financial Management, 10* (1), 109-139. https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00242.x

Brealey, R., Myers, C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

Brickley, J., Smith, C., & Zimmerman, J. (2015). *Managerial economics and organizational architecture* (6th ed.). McGraw-Hill Education.

Brooks, C., Chen, Z., & Zeng, Y. (2018). Institutional cross-ownership and corporate strategy: The case of mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance, 48*, 187-216. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.003

Bruyland, E., & De Maeseneire, W. (2016). The risk effects of acquiring distressed firms. *Journal of Business Finance & Accounting, 43* (9-10), 1297-1324. https://doi.org/10.1111/jbfa.12210

Cameron, A., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and applications*. Cambridge University Press.

Canassa, B., Soares, G., & Costa, D. (2021). Incorporações entre cooperativas de crédito brasileiras: Uma análise da eficiência de incorporadoras e incorporadas. *Anais do 59º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural & 6º Encontro Brasileiro de Pesquisadores em Cooperativismo*. Brasília: Universidade de Brasília. https://doi.org/10.29327/soberebpc2021.340281

Clougherty, J., & Duso, T. (2023). Revisiting the relatedness hypothesis: The impact of merger relatedness on acquiring and rival firm value. *Long Range Planning, 102325*. https://doi.org/10.1016/j.lrp.2023.102325

Cowan, A., Salotti, V., & Schenck, N. (2022). The long-term impact of bank mergers on stock performance and default risk: The aftermath of the 2008 financial crisis. *Finance Research Letters, 48*, 102925. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102925

DeLong, G., & DeYoung, R. (2007). Learning by observing: Information spillovers in the execution and valuation of commercial bank M&As. *The Journal of Finance, 62* (1), 181-216. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01205.x

Dong, F., & Doukas, J. (2021). The effect of managers on M&As. *Journal of Corporate Finance, 68* , 101934. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101934

Gorton, G., & Schmid, F. (1999). Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. *Journal of Corporate Finance, 5* (2), 119-140. https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00019-4

Hansmann, H. (1996). *The ownership of the enterprise*. Harvard University Press.

Hart, O., & Moore, J. (1998). Cooperatives vs. outside ownership (NBER Working Paper 6421). National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6421/w6421.pdf

Haynes, M., & Thompson, S. (1999). The productivity effects of bank mergers: Evidence from the UK building societies. *Journal of Banking & Finance, 23* (5), 825-846. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00117-4

Heavey, C., Simsek, Z., Fox, B., & Hersel, M. (2020). Executive confidence: A multidisciplinary review, synthesis, and agenda for future research. *Journal of Management, 48* (6), 1430-1468. https://doi.org/10.1177/0149206321106256

Holmström, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics, 10* (1), 74-91. https://doi.org/10.2307/3003320

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review, 76* (2), 323-329. https://www.jstor.org/stable/1818789

Kim, E. H., Haleblian, J., & Finkelstein, S. (2011). When firms are desperate to grow via acquisition: The effect of growth patterns and acquisition experience on acquisition premiums. Administrative Science Quarterly, 56(1), 26–60. https://www.jstor.org/stable/41410247

Lee, K., Mauer, D., & Xu, E. (2018). Human capital relatedness and mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics, 129* (1), 111-135. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.008

Levine, O. (2017). Acquiring growth. *Journal of Financial Economics, 126* (2), 300-319. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.07.001

Malhotra, S., Reus, T., Zhu, P., & Roelofsen, E. (2018). The acquisitive nature of extraverted CEOs. *Administrative Science Quarterly, 63* (2), 370-408. https://doi.org/10.1177/0001839217712240

Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics, 89* (1), 20-43. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002

Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives, 29* (4), 37-60. http://dx.doi.org/10.1257/jep.29.4.37

Manne, H. (1965). Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy, 73* (2), 110-120. https://doi.org/10.1086/259000

McKillop, D., French, D., Quinn, B., Sobiech, A., & Wilson, J. (2020). Cooperative financial institutions: A review of the literature. *International Review of Financial Analysis, 71*, 101520. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101520

Mishkin, F. (1996). Bank consolidation: A central banker's perspective. In Y. Amihud & G. Miller (Eds.), *Bank mergers & acquisitions* (pp. 3-19). Springer.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance, 45* (1), 31-48. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x

Nan, Y., Gao, Y., & Zhou, Q. (2019). Rural credit cooperatives' contribution to agricultural growth: Evidence from China. *Agricultural Finance Review, 79* (1), 119-135. https://doi.org/10.1108/AFR-06-2017-0042

Peng, Q. (2022). US Credit Unions: Mergers and failures (Doctoral dissertation). Queen's University Belfast.

Pinheiro, M. (2008). *Cooperativas de crédito: História da evolução normativa no Brasil* (6th ed.). Banco Central do Brasil.

Ralston, D., Wright, A., & Garden, K. (2001). Can mergers ensure the survival of credit unions in the third millennium? *Journal of Banking & Finance, 25* (12), 2277-2304. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00193-5

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and success in mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance, 58*, 650-699. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.010

Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business, 197-216*. https://www.jstor.org/stable/2353017

Rubin, G., Overstreet, G., Beling, P., & Rajaratnam, K. (2013). A dynamic theory of the credit union. *Annals of Operations Research, 205* (1), 29-53. https://doi.org/10.1007/s10479-012-1246-7

Saboia, J., & Kubrusly, L. (2021). Evolução das ocupações no Brasil no crescimento e na crise - Um estudo dos subgrupos principais no período 2003/2017. *Economia Aplicada, 25* (4), 609-636. https://doi.org/10.11606/1980-5330/ea164989

Schmalz, M. (2021). Recent studies on common ownership, firm behavior, and market outcomes. *The Antitrust Bulletin, 66* (1), 12-38. https://doi.org/10.1177/0003603X20985804

Spokeviciute, L., Jahanshahloo, H., Keasey, K., & Vallascas, F. (2021). Three decades of failed bank acquisitions. *Social Science Research Network*. https://ssrn.com/abstract=3992515

Thompson, S. (1997). Takeover activity among financial mutuals: An analysis of target characteristics. *Journal of Banking & Finance, 21* (1), 37-53. https://doi.org/10.1016/S0378-4266(96)00026-X

Uysal, V., Kedia, S., & Panchapagesan, V. (2008). Geography and acquirer returns. *Journal of Financial Intermediation, 17* (2), 256-275. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.12.001

Wilcox, J., & Dopico, L. (2011). Credit union mergers: Efficiencies and benefits (FRBSF Economic Letter 2011-28). Federal Reserve Bank of San Francisco. https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2011-28.pdf

Managerial Profiles and Systemic Coordination in the Return of Credit Union Mergers

Bruno José Canassa
University of São Paulo, SP, Brazil
bjcanassa@fearp.usp.br

Carlos Alberto Grespan Bonacim
University of São Paulo, SP, Brazil
carlosbonacim@usp.br

Davi Rogério de Moura Costa
University of São Paulo, SP, Brazil
drmouracosta@usp.br

ABSTRACT

Objective: *This study investigated the association between managerial profiles related to ability, growth, and diversification and member returns in credit union mergers, as well as their greater presence under the coordination of credit union systems.*

Method: *A total of 292 observations of mergers carried out by 215 credit unions between 2008 and 2018 were analyzed. OLS regressions examined associations between post-merger returns, prior consistency in surplus generation, operational growth, and diversification of the occupational profile of the locations involved. Mean tests compared periods of intensified merger activity within the major credit union systems.*

Originality/Relevance: *The study expands the literature by examining factors associated with the returns of acquiring credit unions, a topic that has been little explored.*

Results: *Greater prior consistency in surplus generation, higher prior operational growth, and mergers involving distinct occupational profiles were associated with relatively worse returns to members after the merger. During periods of greater activity in the major systems, these characteristics were more prevalent among the acquiring credit unions, suggesting dynamics similar to a market for corporate control.*

Theoretical/Methodological contributions: *The findings suggest that managerial incentives and systemic coordination mechanisms can influence merger outcomes, providing an empirical basis for future research and management improvements in the credit union sector.*

Keywords: *Market for corporate control, Managerial overconfidence, Operational growth, Geographic diversification, Credit union systems.*

Received: January 27, 2025
Revised: April 22, 2026
Accepted: May 05, 2026
Published: July 31, 2026